

Claves de la semana *(del 6 al 10 de mayo)*

- Los indicadores macro en la semana corroboran que la zona euro deja atrás lo peor y que la expansión en EE.UU. sigue siendo sólida, al tiempo que modera gradualmente la presión sobre los salarios.
- El balance del FOMC es la confirmación de que no habrá cambios en los tipos de interés hasta que haya cambios en la tendencia de la inflación o en el ritmo de expansión de la actividad. Mantenemos una primera rebaja de tipos en noviembre y 125 pb acumulados en 2024-25 (senda a la que esta semana ha convergido el mercado).
- La consolidación de la estabilización en las curvas de tipos de interés permite a la renta variable seguir recuperando posiciones, sobre todo en Asia, donde la mayoría de cruces con el USD recuperan posiciones, liderados por un yen fuerte (intervenido).
- China, con una amplia batería de datos de actividad (esperamos mantenimiento de dicotomía entre demanda interna -deprimida- y sector exterior -boyante-) y Reino Unido, con la publicación del PIB 1T24 y la reunión del CPM del Banco de Inglaterra (esperamos senda similar a la del BCE) concentrarán la atención en la semana.
- Renta variable:** semana de estabilización en renta variable, con buen comportamiento en Asia, donde dudamos de recorrido alcista adicional en el corto plazo para los índices chinos.
- Renta fija:** Con nuestras previsiones la pendiente 2-10 años en EE.UU. seguirá en negativo hasta 1T25. En Alemania la desinversión se producirá en 4T24, adelanto que coincide con la reducción reciente de la beta entre ambos mercados.
- Divisas:** la intervención del BoJ/MOF parece clara, a juzgar por los abruptos movimientos y unos volúmenes de negociación muy superiores a los habituales.

Performance YTD de los sectores del EuroStoxx

Variaciones desde...	29-abr.	31-dic.
Autos	1,50%	12,89%
Bancos	0,13%	21,19%
Rec. Nat.	1,55%	-4,19%
Química	-0,63%	-0,79%
Construcc.	1,83%	4,00%
C.Cíclico	1,67%	8,17%
C.No cíclico	0,54%	5,42%
Energía	1,04%	9,10%
Serv. Fin.	1,69%	4,28%
Alimentación	0,10%	-1,40%
Industria	1,50%	10,60%
Seguros	0,49%	11,76%
Media	1,37%	12,76%
Salud	2,17%	1,97%
Retail	-1,29%	13,48%
Tech.	1,03%	13,10%
Telecom.	0,83%	2,61%
Utilities	1,65%	-5,27%
EuroStoxx 300	0,98%	8,10%

Mercados

La semana en Europa ha estado marcada por la publicación de datos macroeconómicos de relevancia. La subida de precios en el conjunto de la zona euro se mantuvo en el 2,4% y la subyacente enfrió hasta el 2,7%. El componente de servicios moderó tres décimas hasta el 3,7%, aunque se espera que siga presionando la inflación al alza durante los próximos meses. En España, la inflación subyacente se mantuvo por debajo del 3% interanual, algo que no ocurría desde principios de 2022, justo antes del estallido de la guerra en Ucrania.

Por otro lado, entre los principales países de la zona euro, España lideró el crecimiento trimestral en el primer trimestre de 2024, con un avance del PIB del 0,7% respecto al trimestre anterior. En contraste con trimestres anteriores, la mayor parte de este crecimiento se debió al sector exterior, especialmente a los servicios turísticos, y a la formación bruta de capital fijo. La economía alemana también se recupera, registrando un crecimiento trimestral del 0,2% en el primer trimestre de 2023 después de dos trimestres de caídas. Este crecimiento modesto se atribuye al aumento de la inversión en el sector de la construcción y al mejor desempeño de las exportaciones. Sin embargo, el consumo de los hogares disminuyó, poniendo de manifiesto la debilidad del consumo en la economía alemana.

En Estados Unidos, destacamos la reunión del FOMC, donde la Reserva Federal mantuvo su rango objetivo para los fondos federales en 5.25%-5.50% por sexta vez consecutiva. Esta decisión se tomó a pesar de las presiones inflacionistas persistentes y el buen desempeño de la economía estadounidense, especialmente en el mercado laboral. Jerome Powell indicó que las probabilidades de un aumento de tipos son bajas, señalando la posibilidad de recortes o mantener los tipos altos por más tiempo. La Fed también anunció planes para comenzar a reducir el ritmo de reducción de bonos del Tesoro a través del Quantitative Tightening (QT) a partir de junio. Esto implica que la cantidad máxima de bonos del Tesoro retirados del balance de la Fed disminuirá a \$25 mil millones por mes, desde los actuales \$60 mil millones.

También hemos conocido esta semana que el mercado laboral de EE.UU. se enfría en abril. La creación de empleo alcanzó las 175.000 personas, lo que supuso menos de lo contemplado en nuestras previsiones (195.000 efectivos). El informe del ADP del miércoles (ver este informe diario) ya advertía de cierta normalización del ritmo de crecimiento de las nóminas no agrícolas que el dato de hoy ha confirmado. Pero, sin duda, el más relevante tiene que ver con la nueva moderación de las revisiones salariales, que, por primera vez desde mediados de 2021, crecen por debajo del 4% interanual. El dato de ECI del martes, en cambio, suscitó dudas sobre si este indicador del BLS está recogiendo bien todos los costes laborales. Será necesario seguir de cerca su comportamiento, pues de ello dependerá el ritmo de moderación de las presiones inflacionistas.

A principios de semana el yen alcanzó su nivel más bajo en tres décadas frente al USD en 160,17 USDJPY, para después apreciarse más de un 2% y cotizar en niveles de 156,7 USDJPY a cierre del mercado europeo (mínimos en niveles de 154,5). Aunque no ha habido confirmación por parte del Ministerio de Finanzas (MoF), la magnitud y rapidez son indicativos de una posible intervención en el mercado de divisas. La no confirmación de intervención por parte del MoF deriva en la dificultad de justificar que el reciente movimiento de la divisa responde a movimientos especulativos y no a fundamentales. El escaso movimiento en curvas USD, sería señal de que, en caso de confirmarse la intervención, se haya hecho con cargo a reservas y no a venta de tenencias de deuda del Tesoro estadounidense. En adelante, sin cambios en los fundamentales para la economía japonesa, será difícil que el JPY continúe apreciándose. La debilidad del JPY responde, por un lado, a la (i) falta de hoja de ruta del BoJ y creciente divergencia en política monetaria respecto a la Reserva Federal y (ii) la subida del breakeven de inflación a diez años en la economía japonesa.

Renta variable

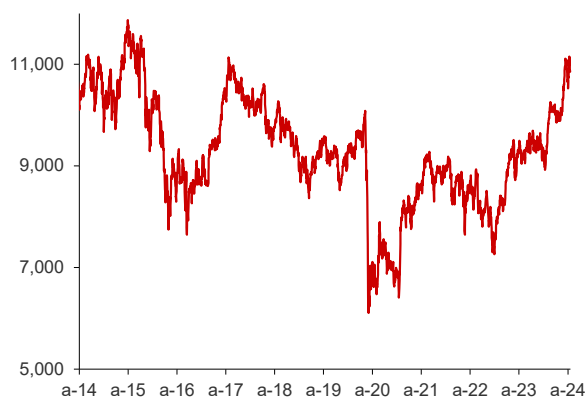
Semana de caídas en renta variable, principalmente en Europa (EuroStoxx 50 -1,8%). En EE.UU., el impulso posterior al FOMC y los resultados de Apple mejoran un inicio de semana a la baja (S&P 500 y Nasdaq-100 -0,4%). La campaña de resultados arroja un saldo mejor de lo esperado (el BPA del S&P 500 crece un 6,5% cuando se esperaba un avance del 3,8%) pero es insuficiente para que los analistas mejoren las estimaciones para el conjunto del año actual y 2025. La presión de tipos de interés se impone y encasilla las bolsas en una tendencia lateral.

Principales índices bursátiles

03-may	Índice	Último	Var. última semana	% en el año
Europa				
España	IBEX	10872	-2,5%	7,62%
Europa	EuroStoxx 50	4891	-2,3%	8,16%
América				
EE.UU.	DOW	38226	0,0%	1,42%
	NASDAQ	19255	-0,5%	5,75%
	SP500	5064	-0,7%	6,17%
Argentina	MERVAL	1369674	7,1%	47,32%
México	MEXBOL	56677	-2,0%	-1,24%
Brasil	BOVESPA	127122	0,5%	-5,26%
Asia				
Japón	NIKKEI	38236	0,8%	14,26%

Fuente: Reuters y elaboración propia

IBEX 35



Eurostoxx 50



Fuente: Factset

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA			
					2018	2019	2020	TCAC 20-23
Autos	6,7	0,8	4,97%	12,39%	-13%	-23%	-76%	96%
Bancos	7,0	0,8	6,83%	10,75%	2%	-2%	-45%	35%
RR.NN	9,6	0,6	2,87%	6,71%	12%	-68%	-76%	114%
Química	18,5	1,8	3,21%	9,89%	3%	-20%	-19%	21%
Construcción	12,7	1,7	3,53%	13,45%	3%	17%	-34%	24%
Serv. Financieros	11,6	1,2	3,26%	10,15%	6%	10%	-17%	8%
Alimentación	17,9	1,7	2,34%	9,47%	1%	9%	-36%	17%
Salud	15,9	1,8	2,25%	11,62%	8%	7%	-1%	10%
Industria	17,3	2,7	2,47%	15,75%	6%	12%	-22%	14%
Seguros	9,4	1,4	5,68%	14,98%	9%	12%	-26%	19%
Media	21,5	3,8	2,23%	17,63%	-1%	23%	-18%	5%
Energía	8,2	1,2	5,11%	14,32%	26%	-12%	-74%	117%
C. No Cíclico	28,9	5,8	1,55%	20,02%	18%	10%	-31%	36%
Retail	21,5	5,5	3,96%	25,98%	2%	13%	-49%	43%
Tecnología	25,8	4,4	1%	16,98%	7%	9%	0%	20%
Telecom.	13,4	1,4	4,56%	10,19%	-11%	0%	18%	14%
C. Cíclico	10,1	1,9	3,45%	18,56%	-22%	-13%	-31%	36%
Utilities	12,1	1,5	5,5%	12,44%	-30%	77%	-21%	17%

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA									
					2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Euro Stoxx	13,4	1,7	3,4%	12,7%	0%	27%	3%	2%	-30%	74%	37%	-4%	13%	
Ibex 35	10,8	1,3	4,8%	12,0%	46%	25%	-7%	2%	-62%	216%	74%	-4%	-3%	
PSI 20	13,1	1,6	4,1%	11,5%	-25%	0%	12%	-7%	-33%	47%	122%	15%	-10%	
CAC 40	14,6	2,0	3,0%	13,7%	14%	16%	9%	-2%	-38%	112%	75%	-12%	12%	
DAX	12,4	1,5	3,3%	12,4%	6%	15%	-3%	2%	-15%	63%	12%	2%	8%	
S&P 500	20,3	4,2	1,5%	20,6%	1%	11%	20%	0%	-11%	47%	9%	-1%	21%	
Dow Jones	17,9	4,4	2,0%	24,4%	-1%	12%	21%	-11%	-17%	56%	-3%	-2%	26%	
Nasdaq	26,6	7,4	0,7%	27,7%	8%	14%	17%	3%	13%	40%	2%	4%	32%	
Topix	14,9	1,4	2,3%	9,3%	9%	22%	3%	-8%	-10%	41%	8%	7%	10%	
Hang Seng	9,1	1,0	4,1%	10,9%	-4%	17%	8%	8%	-5%	15%	6%	7%	10%	
Bovespa	7,8	1,3	6,2%	16,9%	127%	59%	40%	-14%	-28%	217%	17%	-18%	5%	
Kospi	10,7	1,0	2,0%	9,2%	36%	36%	-1%	-42%	19%	117%	1%	-32%	59%	
MexBol	13,2	2,2	3,6%	16,6%	15%	30%	5%	4%	-35%	113%	7%	15%	1%	

Fuente: Factset. PER trailing últimos 12 meses.

Mercados de divisas

Como apuntábamos a principio de la semana, era difícil que, tras el intenso tensionamiento de los tipos de interés en EE.UU. de las últimas semanas, del FOMC se desprendiese un castigo adicional. Efectivamente, así ha sido, y esa ligera relajación de tipos (acelerada con el dato de empleo) ha llevado a una caída del DXY en la semana del -1,0%, continuando de esta forma el movimiento de los tipos de interés como principal factor director. Todas las principales divisas (tanto de desarrollados como emergentes) se aprecian en la semana frente al USD, aunque, más allá del JPY, el rango es limitado en la mayoría de ellas (0,5%-1,5%). En el conjunto del año el comportamiento es bien distinto. La única divisa que se aprecia frente al USD es MXN (+0,56%). El castigo supera el 5% en NOK, SEK, CHF y JPY. La depreciación del EUR no supera el 2%, con el TCEN de esta divisa mostrando cierta fortaleza.

USD/EUR

GBP/EUR

JPY/EUR

CHF/EUR


Calendario de indicadores económicos y eventos

Día	Hora	Evento	País / Entidad	Periodo	Previsión	Real	Bancos centrales	
L-6	03:45	Caixin PMI composite	China	abril	--		Intervención Barkin - Fed	
	03:45	Caixin PMI servicios	China	abril	52.56			
	09:15	PMI servicios	España	abril	--			
	09:45	PMI servicios	Italia	abril	--			
	09:50	PMI servicios	Francia	abril (dato definitivo)	--			
	09:55	PMI servicios	Alemania	abril (dato definitivo)	--			
	10:00	PMI servicios	Área euro	abril (dato definitivo)	--			
	10:00	PMI composite	Área euro	abril (dato definitivo)	--			
	11:00	Precios de producción	Área euro	marzo	--			
			Subasta de letras (3, 12, 6 meses)	Tesoro de Francia				
			Subasta de letras (6, 7 meses)	Tesoro de Alemania				
M-7	02:30	PMI servicios	Japón	abril (dato definitivo)	--		Comité de política monetaria - Banco de la Reserva de Australia Intervención Kashkari - Fed	
	08:00	Pedidos industriales	Alemania	marzo	--			
	08:00	Balanza comercial (desestacionalizada)	Alemania	marzo	--			
	08:45	Balanza por cuenta corriente	Francia	marzo	--			
	08:45	Balanza comercial	Francia	marzo	--			
	11:00	Ventas minoristas	Área euro	marzo	--			
			Subasta de letras (6, 12 meses)	Tesoro de España				
M-8	08:00	Producción industrial (desestacionalizado)	Alemania	marzo	--		Intervención Wunsch - BCE Intervención Cook - Fed	
	09:00	Producción industrial	España	marzo	--			
	10:00	Ventas minoristas	Italia	marzo	--			
J-9	14:30	Demandas iniciales de subsidio por desempleo	EEUU	may-01	--		Comité de política monetaria - BoE Intervención Cipollone - BCE Intervención Guindos - BCE	
	00:00	Balanza comercial	China	abril	--			
	00:00	Exportaciones	China	abril	--			
	00:00	Importaciones	China	abril	--			
			Subasta de bonos	Tesoro de España				
V-10	01:50	Balanza por cuenta corriente	Japón	marzo	¥3407.64b		Intervención Powell - FED	
	08:00	PIB	Reino Unido	1T-2024 (dato preliminar)	--			
	08:00	Producción industrial	Reino Unido	marzo	--			
	08:00	Balanza comercial	Reino Unido	marzo	--			
	10:00	Producción industrial	Italia	marzo	--			
	16:00	Confianza del consumidor (U. of Mich.)	EEUU	mayo (dato preliminar)	77.14			
	00:00	Balanza por cuenta corriente	China	1T-2024 (dato preliminar)	--			
			Subasta de bonos (7, 3 años)	Tesoro de Italia				

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(TA) = Tasa de crecimiento trimestral anualizada

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

* Sin especificación horaria