

Claves de la semana *(del 13 al 17 de mayo)*

Las bolsas retornan al entorno de los máximos anuales, apoyadas por unas curvas de tipos más estables, ausencia de sorpresas en indicadores macro y un balance neutral-positivo en los resultados empresariales. Junto con los tipos de interés a largo plazo -rango 4,35%-4,75% en horizonte 12 meses- los exigentes múltiplos son el principal escollo para la continuidad de retornos positivos en próximos meses.

La divergencia en política monetaria en las principales economías es una realidad. No esperamos que el retraso entre el inicio de los recortes de BCE -primero- y Fed sea muy largo. El timing de las sendas de Fed y BoJ es clave para China, que seguirá reduciendo tipos de interés.

Con los trackers de PIB 2T24 en EE.UU. apuntando a un crecimiento sólido (+0,7% T), el IPC de mayo será la clave de la próxima semana para el mercado. Nuestra previsión (+0,5% en el componente subyacente) es coherente con un freno en la relajación de la curva de tipos del USD.

China es el otro punto de atención de la próxima semana: tras la declaración de intenciones del último Politburó, la batería de datos de abril (ventas minoristas, producción industrial, impulso del crédito) seguirá poniendo de manifiesto la necesidad de alterar el rumbo de la política de estímulos. De ello dependerá en gran medida la dirección del yuan y la renta variable china a medio plazo.

- **Renta variable:** Los principales índices bursátiles se aproximan de nuevo a los máximos históricos en la semana. Sin embargo, existen señales de una alta complacencia en el mercado.
- **Renta fija:** Semana positiva en renta fija, con cesiones generalizadas en TIR más pronunciadas en los tramos largos de las curvas soberanas. Nuestras previsiones anticipan una desinversión intensa de la curva hasta alcanzar una pendiente positiva de 10pb. Por tanto, consideramos adecuado estar posicionados en estrategias de "switch de positivización" en la curva alemana.
- **Divisas:** semana de estabilización en el mercado de divisas, aunque el USD continúa reflejando la fuerte divergencia cíclica de EE.UU. frente al resto del mundo. El posicionamiento neto corto en JPY, en máximos de 6 años, supone riesgos asimétricos para la divisa a corto plazo.

Performance YTD de los sectores del EuroStoxx

Variaciones desde...	6-may.	31-dic.
Autos	1,46%	9,02%
Bancos	0,33%	20,77%
Rec. Nat.	0,69%	-2,60%
Química	1,09%	-0,80%
Construcc.	2,08%	5,80%
C.Cíclico	0,41%	7,48%
C.No cíclico	1,70%	5,64%
Energía	0,95%	7,13%
Serv. Fin.	1,18%	5,11%
Alimentación	-0,94%	-2,69%
Industria	1,82%	11,66%
Seguros	0,98%	11,14%
Media	2,53%	15,33%
Salud	-0,38%	1,59%
Retail	0,89%	10,44%
Tech.	2,98%	13,30%
Telecom.	0,53%	2,46%
Utilities	0,41%	-5,19%
EuroStoxx 300	1,26%	8,01%

Mercados

La afiliación a la Seguridad Social en España aumentó en casi 200.000 personas en abril, pero ajustado por efectos estacionales y calendario, que fueron desfavorables este año al no celebrarse la Semana Santa en abril, el incremento fue de apenas 40.700 efectivos, uno de los más bajos en la serie histórica. Esto confirma una moderación en el ritmo de crecimiento del empleo, que creció a tasas interanuales del 2,3% en abril, frente al 2,6% de meses anteriores. A pesar de esto, sigue siendo un avance en el volumen de empleo y, por lo tanto, de la actividad económica al inicio del segundo trimestre de 2024. El total de afiliados ya supera los 21 millones de personas, un máximo histórico. Sin embargo, esta mejora se limita principalmente al sector servicios, especialmente en comercio, transporte, telecomunicaciones y consultoría informática. El sector público, impulsado por actividades sanitarias, sigue mostrando mejoras laborales, a pesar de que algunos indicadores como la Encuesta de Población Activa y la Contabilidad Nacional señalaron un agotamiento en el primer trimestre de 2024. La nota negativa la presentan la construcción y la industria, que, aunque mantienen cierta estabilidad, no están reforzando sus plantillas en este contexto de recuperación económica.

El Banco de Inglaterra (BoE) señala un recorte de los tipos en verano, adelantándose a la normalización de la Fed junto al BCE. En su reunión de la semana, el BoE mantiene el tipo de referencia en el 5,25% y, aunque conserva la opcionalidad, abre la puerta al inicio de los recortes este verano. El debate ahora se centra en si la primera bajada será en junio o agosto, lo que, en todo caso, colocaría al BoE en la lista de bancos centrales que se adelantan a la Fed. Con dos de los nueve miembros del comité ya votando a favor de un recorte en esta reunión, el pulso de los datos venideros centrará la atención para el encuentro de junio, en particular, los datos de inflación y salarios de abril y mayo. El BoE revisa al alza la senda esperada de crecimiento, aunque todavía mantiene un perfil más negativo que nuestras previsiones y las del consenso, con un crecimiento medio en 2024 del 0,4% (vs 0,3% en febrero) y 0,9% en 2025 (vs 0,6% en febrero). Respecto a la inflación, el BoE prevé una moderación temporal hasta el objetivo del 2% este trimestre, antes de repuntar hasta el 2,75% a finales del año como consecuencia del efecto base de la energía.

El Riksbank sueco reduce 25pb al tipo de referencia, aunque futuros recortes dependerán de la senda de la Fed. Junto a los bancos de Suiza, República Checa, Hungría y próximamente el BCE, el de Suecia se suma a la lista de bancos centrales europeos que inician el ciclo de normalización antes que la Fed. Este movimiento, con escasos precedentes en la historia, se sustenta en un ciclo económico que muestra visibles señales de moderación. De hecho, la débil dinámica de actividad, salarios y precios justificaría otros tres recortes este año. Sin embargo -a diferencia del BCE- el margen de maniobra del Riksbank está más limitado por la fuerte depreciación de la divisa en términos reales efectivos, un catalizador de inflación importada.

Datos recientes en Estados Unidos, incluida la creación de empleo del BLS, las revisiones salariales del BLS y las expectativas de empleo del ISM de servicios, indican un enfriamiento del mercado laboral mayor de lo esperado por el consenso.

Esta normalización se refleja en varios indicadores:

- 1.- Creación mensual de empleo más característica de lo que suele suceder a estas alturas del ejercicio. La extraordinaria creación de empleo que vimos en el 1T24, que apuntaba a un escenario de reacceleración, parece quedar atrás. Además, atendiendo a los sectores que están detrás de la inflación subyacente de servicios, solo transporte y sanidad mantienen ritmos de crecimiento mensual superiores a su media histórica en un mes de abril. Recordemos que el primero mantiene tensiones inflacionistas, mientras que el resto no.
- 2.- Estrechamiento de la divergencia entre la encuesta de nóminas y las de hogares. El empleo recogido en la encuesta a los hogares aumentaba en abril por segundo mes consecutivo, tras un 1T24 de caídas, cerrando algo la brecha abierta entre este indicador y el de nóminas de la BLS.
- 3.- Las expectativas de crecimiento del empleo a 12 meses vista son más moderadas, indicando una menor necesidad de refuerzo de plantillas. Sin embargo, las encuestas de pequeñas y medianas empresas siguen anticipando creación de empleo, aunque con menor dinamismo.
- 4.- La rotación laboral, reflejada a través de las dimisiones, se sitúa en niveles más normales. La tasa de dimisiones en marzo alcanzó el 2,1%, aún ligeramente por encima de su media histórica (2%), pero ya por debajo de su tendencia.

Renta variable

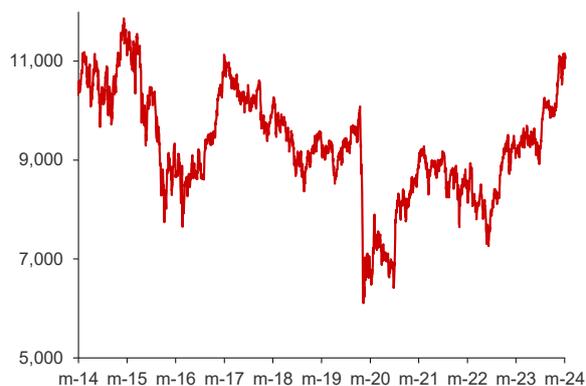
Los principales índices bursátiles están una vez más rozando sus máximos históricos esta semana. El S&P 500 ha experimentado una subida del 1,9%, mientras que el Russell 2000 de un 2,3%. Este rendimiento superior de las pequeñas capitalizaciones se atribuye al respaldo proporcionado por las caídas en los rendimientos de los bonos a largo plazo durante la semana (el T-note cede 5pb). Este respaldo también ha favorecido al sector inmobiliario, que ha registrado una revalorización del 3%. En Europa, los retornos semanales han sido más altos: el Eurostoxx 50 ha experimentado una revalorización del 3,4%. El sector de seguros ha destacado con una subida del 5,5%, mientras que los sectores de viajes y ocio y automóviles han experimentado caídas.

Principales índices bursátiles

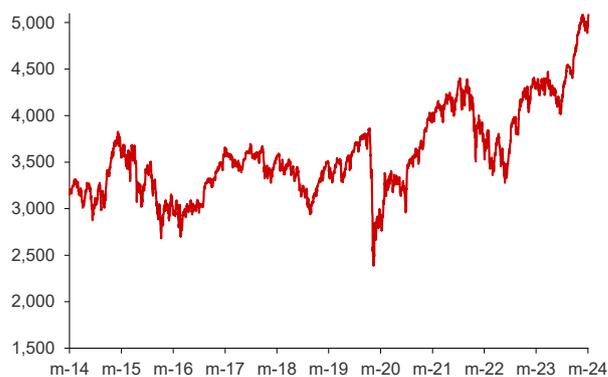
10-may	Índice	Último	Var. última semana	% en el año
Europa				
España	IBEX	11106	2,3%	9,93%
Europa	EuroStoxx 50	5085	3,3%	12,46%
América				
EE.UU.	DOW	39513	2,2%	4,84%
	NASDAQ	19869	1,2%	9,12%
	SP500	5223	1,9%	9,49%
Argentina	MERVAL	1407511	-3,1%	51,39%
México	MEXBOL	57718	1,0%	0,58%
Brasil	BOVESPA	127600	-0,7%	-4,91%
Asia				
Japón	NIKKEI	38229	0,0%	14,24%

Fuente: Reuters y elaboración propia

IBEX 35



Eurostoxx 50



Fuente: Factset

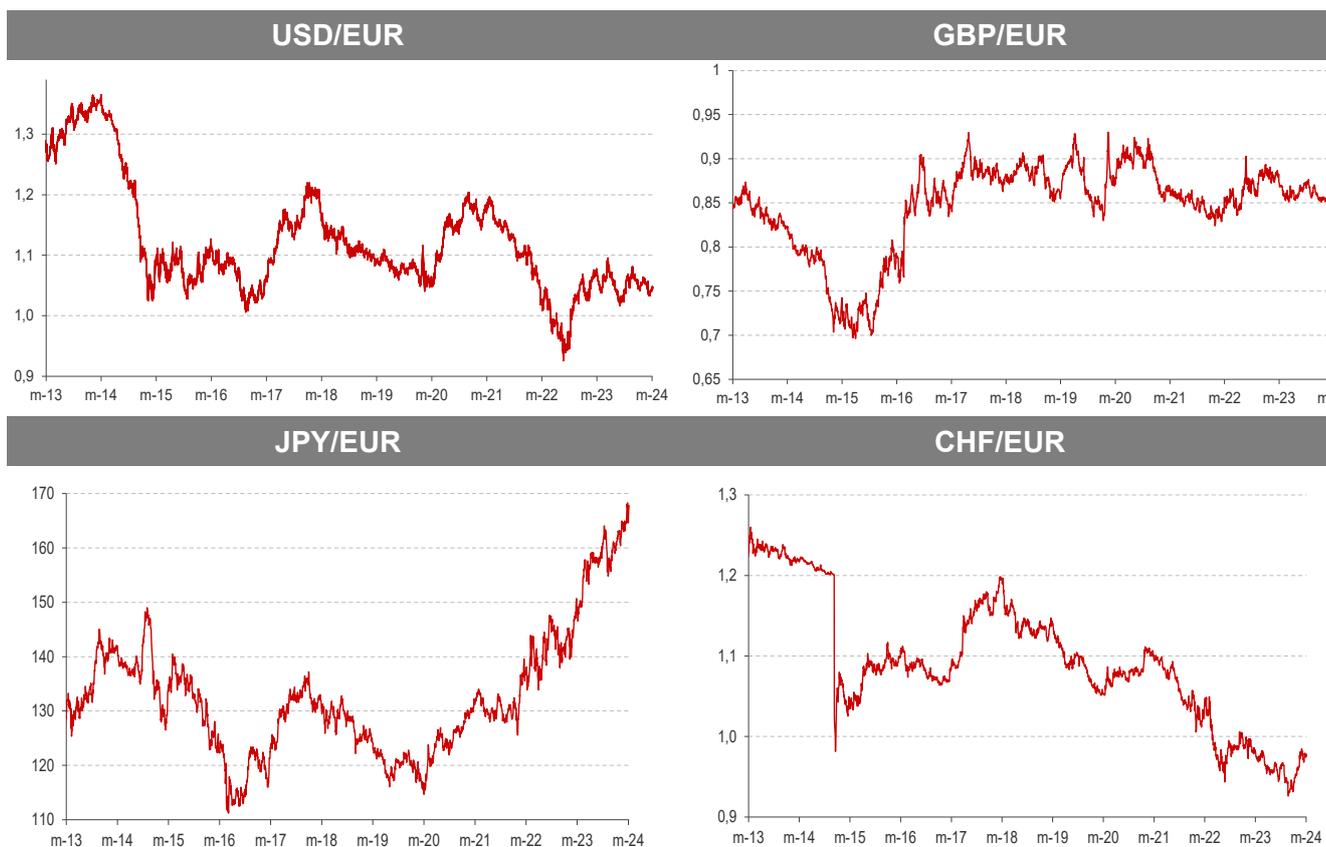
	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA			
					2018	2019	2020	TCAC 20-23
Autos	6,5	0,8	5,08%	12,38%	-13%	-23%	-76%	96%
Bancos	7,1	0,8	6,69%	10,86%	2%	-2%	-45%	35%
RR.NN	9,6	0,6	2,83%	6,77%	12%	-68%	-76%	114%
Química	18,7	1,9	3,12%	9,93%	3%	-20%	-19%	21%
Construcción	13,2	1,8	3,4%	13,5%	3%	17%	-34%	24%
Serv. Financieros	11,7	1,2	3,21%	10,24%	6%	10%	-17%	8%
Alimentación	18,5	1,8	2,24%	9,55%	1%	9%	-36%	17%
Salud	16,2	1,9	2,22%	11,61%	8%	7%	-1%	10%
Industria	18,0	2,8	2,37%	15,78%	6%	12%	-22%	14%
Seguros	9,8	1,5	5,45%	14,97%	9%	12%	-26%	19%
Media	21,5	3,8	2,25%	17,62%	-1%	23%	-18%	5%
Energía	8,5	1,2	4,99%	14,33%	26%	-12%	-74%	117%
C. No Cíclico	29,2	5,9	1,53%	20,06%	18%	10%	-31%	36%
Retail	21,6	5,6	3,93%	25,91%	2%	13%	-49%	43%
Tecnología	26,7	4,5	0,96%	16,67%	7%	9%	0%	20%
Telecom.	13,5	1,4	4,52%	10,2%	-11%	0%	18%	14%
C. Cíclico	9,9	1,8	3,53%	18,52%	-22%	-13%	-31%	36%
Utilities	12,6	1,6	5,25%	12,39%	-30%	77%	-21%	17%

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

El USD se mantiene relativamente estable en la semana tras las leves pérdidas de la semana anterior, cuando un tono poco agresivo de la Fed y datos moderados de empleo impulsaron la corrección de los tipos estadounidenses. En todo caso, la divisa continúa reflejando la amplia divergencia del ciclo económico de EE.UU. frente al resto del mundo, indicando una depreciación más lenta de lo anticipado. Este escenario gana enteros esta semana, tras confirmarse que otros bancos centrales del G10 se adelantan a la Fed en las bajadas: el Riksbank inicia el ciclo de recortes y el BoE señala una primera bajada en verano. En mercados emergentes, en cambio, los bancos centrales revelan una mayor dependencia al ciclo de política de la Fed: el Copom de Brasil recortaba 25pb de los 50pb esperados y Banxico, que mantiene los tipos, no se compromete a una senda de normalización continuada.



Calendario de indicadores económicos y eventos

Semana del 13 de mayo al 17 de mayo

Día	Hora	Evento	Pais / Entidad	Periodo	Previsión	Real	Bancos centrales
L-13	*	Balanza por cuenta corriente	Alemania	marzo	--		Intervención Mester - Fed
		Subasta de letras (12, 3, 6 meses)	Tesoro de Francia				
		Subasta de letras (6 meses)	Tesoro de Alemania				
M-14	01:50	Precios de producción	Japón	abril	0.40%		Intervención Knot - BCE
	08:00	IPC	Alemania	abril (dato definitivo)	--		
	08:00	IPCA	Alemania	abril (dato definitivo)	--		
	09:00	IPC	España	abril (dato definitivo)	--		
	09:00	IPCA	España	abril (dato definitivo)	--		
	09:00	IPC subyacente	España	abril (dato definitivo)	--		
	11:00	ZEW (expectativas)	Alemania	mayo	--		
	11:00	ZEW (expectativas)	Área euro	mayo	--		
	12:00	NFIB	EEUU	abril	88.28		
	14:30	Precios de producción	EEUU	abril	0.28%		
			Subasta de bonos (3, 29 años)	Tesoro de Alemania			
M-15	08:45	IPCA	Francia	abril (dato definitivo)	--		Intervención Villeroy - BCE
	08:45	IPC	Francia	abril (dato definitivo)	--		Intervención Kashkari - Fed
	11:00	PB	Área euro	1T-2024 (dato preliminar)	--		
	11:00	Producción industrial (desestacionalizado)	Área euro	marzo	--		
	14:30	Empire Manufacturing	EEUU	mayo	-12.33		
	14:30	IPC	EEUU	abril	3.37%		
	14:30	IPC subyacente	EEUU	abril	--		
	14:30	Ventas minoristas (Adelantado)	EEUU	abril	0.35%		
	14:30	Ventas minoristas (Grupo de control)	EEUU	abril	0.08%		
	16:00	NAHB	EEUU	mayo	51.33		
		Subasta de bonos (15, 22, 14 años)	Tesoro de Alemania				
J-16	01:50	PB anualizado	Japón	1T-2024 (dato preliminar)	-1.26%		Intervención Panetta - BCE
	01:50	PB	Japón	1T-2024 (dato preliminar)	-0.33%		Intervención Harker - Fed
	06:30	Producción industrial	Japón	marzo (dato definitivo)	--		Intervención Mester - Fed
	10:00	IPCA	Italia	abril (dato definitivo)	--		Intervención Bostic - Fed
	11:00	Balanza comercial	Italia	marzo	--		
	11:00	Balanza comercial comunitaria	Italia	marzo	--		
	14:30	Demandas iniciales de subsidio por desempleo	EEUU	may-01	--		
	14:30	Permisos de construcción	EEUU	abril	1.03%		
	14:30	Índice manufacturero (Fed Philadelphia)	EEUU	mayo	7.64		
	15:15	Producción industrial	EEUU	abril	0.15%		
		Subasta de bonos (2 años)	Tesoro de Italia				
V-17	04:00	Ventas minoristas	China	abril	3.91%		Intervención Powell - FED
	04:00	Activos fijos (Excl. Rural)	China	abril	4.67%		
	04:00	Tasa de paro	China	abril	5.18%		
	11:00	IPC	Área euro	abril (dato definitivo)	2.40%		
	11:00	IPC subyacente	Área euro	abril (dato definitivo)	2.70%		
		Subasta de letras (6 meses)	Tesoro de Italia				

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(TA) = Tasa de crecimiento trimestral anualizada

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

* Sin especificación horaria