

## Claves de la semana *(del 20 de mayo al 24 de mayo)*

- Semana de escaso saldo en los mercados, que en todo caso mantienen la dinámica de cesiones en las curvas de tipos de interés (algo más intensas en USD y mínimas en EUR), depreciación del dólar a nivel global y ganancias moderadas en las bolsas, que de nuevo se sitúan en zona de máximos.
- En el corto plazo (próximas 1-2 semanas), no vemos catalizadores claros para un movimiento de salida de los rangos, por lo que consideramos que seguiremos en la dinámica actual de lucha entre narrativas de aterrizaje suave y de recesión tardía en EE.UU., con la zona euro emitiendo señales de progresiva estabilización cíclica y moderación de la inflación
- Comienza a materializarse la respuesta proteccionista de occidente a la ola de exportaciones china. Esta semana EE.UU. ha anunciado un aumento de aranceles (del 25% al 100%) a las importaciones de vehículos eléctricos chinos, entre otros productos. Es previsible que la UE realice un movimiento similar, aunque de menor magnitud, durante el verano. Las consecuencias globales a medio plazo, negativas.
- Los datos de abril en China confirman que el sector exterior es la muleta que permite crecer al país. El foco en adelante se mantiene en el anuncio de nuevos estímulos a la demanda doméstica, que mantienen el riesgo orientado a favor de un mejor desempeño a medio plazo.
- La semana que viene, los PMI de mayo en la zona euro seguirán mostrando que una recuperación sostenida en manufacturas sigue siendo esquiva, a pesar de la mejoría (abandono del peor momento cíclico).
- **Renta variable:** mejor comportamiento relativo de las bolsas de EEUU impulsadas por la sorpresa a la baja en IPC. Los resultados empresariales del 1T24 en Europa han sido mejores de lo esperado.
- **Renta fija:** en crédito EUR, a pesar de situarse TIR y spread en niveles ya reducidos con visión 24 meses, preferimos la subordinación financiera frente a la no financiera (híbridos corporativos).
- **Divisas:** el USD se debilita en la semana tras la corrección de los tipos de interés en EE.UU. Aunque el EUR logra consolidarse en la parte alta del rango 1,08-1,09, una apreciación más intensa dependerá de nuevas sorpresas en los datos de EE.UU.

### Performance YTD de los sectores del EuroStoxx

Variaciones desde...	13-may.	31-dic.
Autos	1,26%	7,99%
Bancos	0,75%	23,49%
Rec. Nat.	1,10%	-1,47%
Química	-0,54%	0,56%
Construcc.	0,40%	9,34%
C.Cíclico	1,39%	5,32%
C.No cíclico	-0,42%	6,65%
Energía	0,97%	10,44%
Serv. Fin.	-0,38%	5,68%
Alimentación	0,64%	1,77%
Industria	0,76%	15,73%
Seguros	1,17%	14,44%
Media	-0,77%	15,79%
Salud	0,38%	3,53%
Retail	1,55%	12,00%
Tech.	0,44%	16,21%
Telecom.	0,40%	3,19%
Utilities	1,55%	-1,21%
<b>EuroStoxx 300</b>	<b>0,57%</b>	<b>10,50%</b>

## Mercados

El IPC general y subyacente en EE.UU. aumentó un 0,3% mensual en abril, en línea con el consenso. Destaca el buen comportamiento de los precios de transporte, tanto el componente de bienes (-0,7% mensual, confirmando que no hay traslado de los problemas en el estrecho de Bab-EI Mandeb a precios finales) como el de servicios (ha crecido menos de lo previsto -0,9% mensual-, tras aumentos muy intensos consecuencia del encarecimiento de algunos de sus factores productivos, como la gasolina y los seguros). La inflación general y subyacente, por lo tanto, se reducen hasta el 3,4% y 3,6%, respectivamente.

Sin embargo, la inflación subyacente de servicios, clave para la Fed, está todavía en el 5,3% (habiendo cedido apenas una décima respecto a marzo) y la que excluye la vivienda vuelve a escalar hasta el 4,9% (siendo una décima más que en el mes anterior). La resistencia a la baja del componente de vivienda (crece un 0,4% mensual) vuelve a explicar esta lenta moderación de las presiones inflacionistas en EE.UU.

La economía de EE.UU. ha demostrado una notable resiliencia hasta ahora, en gran parte gracias al aguante del poder adquisitivo del consumidor, reforzado por los estímulos fiscales y el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia. La normalización del crecimiento de la renta de los hogares, tras la desaparición de dichos estímulos, se ha traducido en una normalización del crecimiento del consumo de los hogares que esta semana, tras la publicación de las ventas minoristas, ha dado señales de cierta debilidad. Las ventas minoristas de abril se estancan (+0% mensual) y si se descuenta el gasto en gasolineras y autos caen (-0,1% interanual, desde el +1% en marzo). Sin el fuelle de la renta y el ahorro, a los hogares no les queda otra alternativa que endeudarse a un alto tipo de interés para seguir manteniendo el ritmo de crecimiento del consumo.

En Europa, la Comisión Europea ha mantenido su previsión de crecimiento del PIB de la zona euro en un 0,8% anual para 2024, aunque ha rebajado en una décima la previsión para 2025, hasta el 1,4%. Según el informe de primavera publicado esta semana, la economía de la zona euro mostró signos de recuperación a principios de 2024, después del estancamiento del 2023. Por países, la Comisión ha revisado a la baja el crecimiento de Alemania y Francia, mientras que ha incrementado los de Italia y España en 2 y 4 décimas respectivamente.

En cuanto a los componentes del crecimiento, la CE espera que la mejora de la actividad económica se base en la demanda interna, especialmente en el consumo de los hogares. La inversión en bienes de equipo se prevé que aumente marginalmente en 2024, con una aceleración en 2025. Respecto a la inflación, la revisión es a la baja: dos décimas menos para la media de 2024 y una décima menos para 2025. La CE espera que la inflación general alcance el 2,5% en 2024 y el 2,1% en 2025.

Esta semana también se ha celebrado una reunión del Eurogrupo, en la que se abordaron los avances en el perfeccionamiento de la Unión Bancaria. Los dos principales obstáculos son la creación de un fondo de garantía de depósitos común (EDIS) y la ratificación de la reforma del Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE), a la que se opone Italia. Las razones de la negativa de Italia a ratificar el Tratado del MEDE son difíciles de comprender, especialmente considerando que es un país que tradicionalmente ha apoyado la mutualización de riesgos. Es posible que la decisión del gobierno italiano esté motivada por una situación política interna complicada y un alto escepticismo hacia los mecanismos financieros europeos.

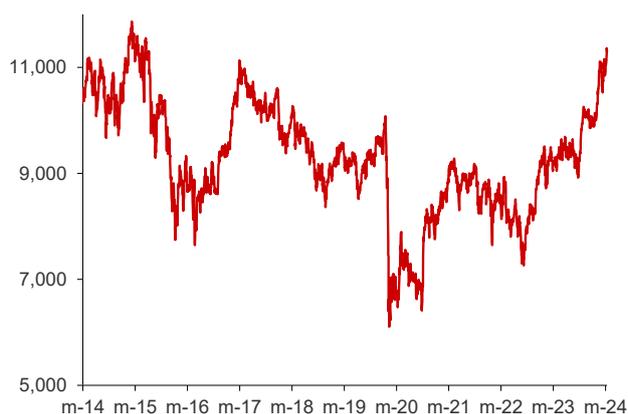
El consumo en china continúa deprimido, con las ventas minoristas moderando en abril hasta el 2% interanual (en términos reales). Parte de esta debilidad puede deberse al afecto calendario (fiestas del día del trabajador). En todo caso, son las manufacturas y el sector exportador el sustento actual del crecimiento. El mercado da buena acogida a las medidas anunciadas esta semana, orientadas a la estabilización del sector inmobiliario, que sigue sin tocar suelo (las ventas caen al 30% interanual). La reducción de los porcentajes mínimos de entrada para la compra de primera y segunda vivienda y la potencial absorción pública del stock excedente en manos de promotores son algunas de ellas.

## Renta variable

Esta semana ha estado marcada por el dato de IPC en Estados Unidos. La sorpresa a la baja ha impulsado la renta variable en ese país (S&P 500 +1,6% y Nasdaq-100 +2,2%) que alcanza máximos históricos. En Europa el saldo es prácticamente nulo (EuroStoxx +0,4%, DAX -0,1%, CAC -0,5%) pero los índices también se encuentran en zona de máximos. En Japón, el Nikkei 225 gana un 1,5% y acumula una revalorización en el año del 16%. El sentimiento de risk-on se extendió a emergentes. El índice de Hong Kong (Hang Seng) sube por cuarta semana consecutiva. Mantenemos el escepticismo sobre la posibilidad de que el rally de los activos chinos pueda ser sostenible en el tiempo mientras no haya un cambio de panorama que devuelva a los inversores la confianza en este mercado. Eso sí, la acumulación de medidas de las autoridades dirigidas directamente a dar soporte a la renta variable limita el riesgo a la baja.

17-may	Índice	Último	Var. última semana	% en el año
<b>Europa</b>				
España	IBEX	11299	1,7%	11,85%
Europa	EuroStoxx 50	5072	-0,2%	12,18%
<b>América</b>				
EE.UU.	DOW	39869	0,9%	5,78%
	NASDAQ	20311	2,2%	11,55%
	SP500	5297	1,4%	11,05%
Argentina	MERVAL	1481343	7,3%	59,33%
México	MEXBOL	57462	-0,4%	0,13%
Brasil	BOVESPA	128284	0,5%	-4,40%
<b>Asia</b>				
Japón	NIKKEI	38920	1,8%	16,30%

Fuente: Reuters y elaboración propia

**IBEX 35**

**Eurostoxx 50**


Fuente: Macrobond

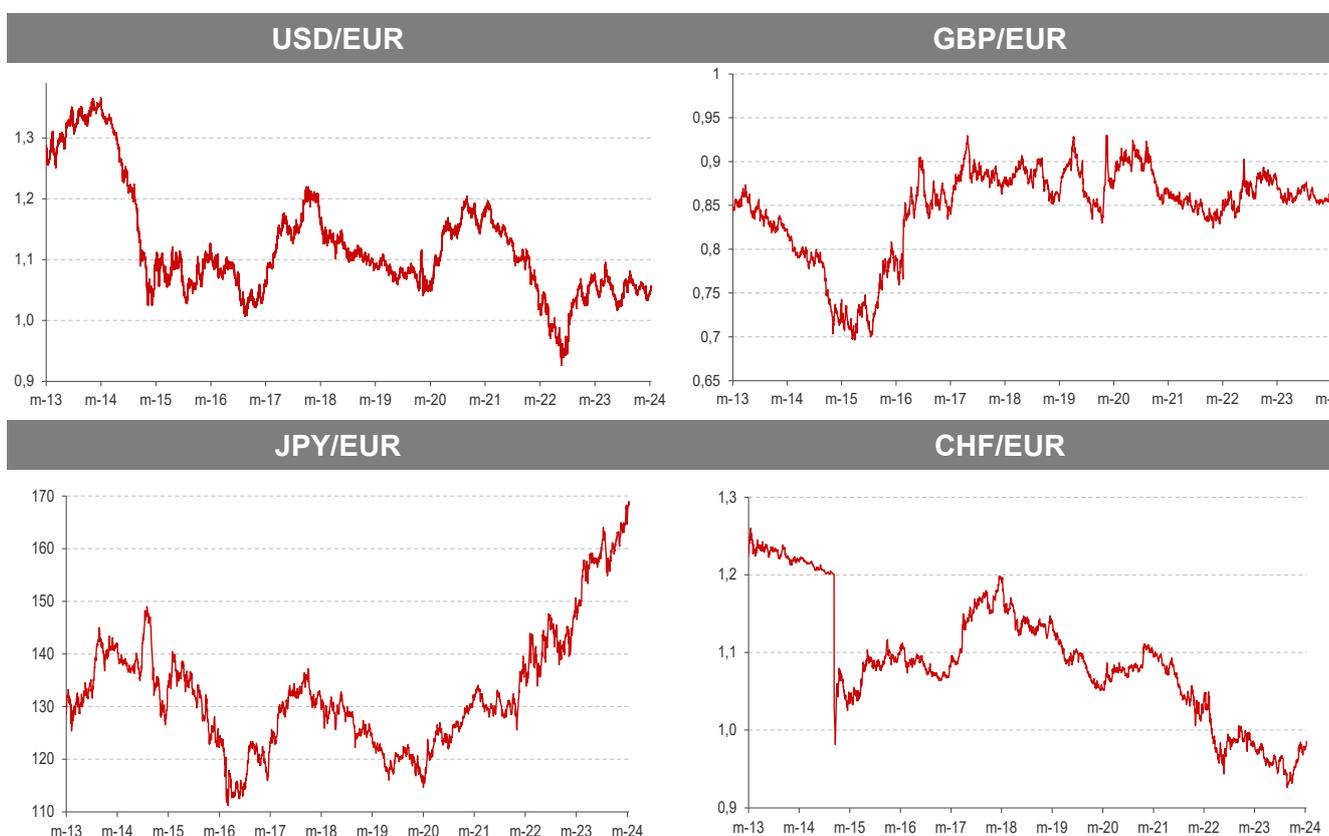
	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA			
					2018	2019	2020	TCAC 20-23
<b>Autos</b>	6,6	0,8	5,06%	12,38%	-13%	-23%	-76%	96%
<b>Bancos</b>	7,3	0,8	6,62%	10,89%	2%	-2%	-45%	35%
<b>RR.NN</b>	9,8	0,7	2,73%	6,8%	12%	-68%	-76%	114%
<b>Química</b>	18,4	1,8	3,12%	10,04%	3%	-20%	-19%	21%
<b>Construcción</b>	13,2	1,8	3,41%	13,53%	3%	17%	-34%	24%
<b>Serv. Financieros</b>	11,7	1,2	3,22%	10,27%	6%	10%	-17%	8%
<b>Alimentación</b>	19,0	1,8	2,19%	9,58%	1%	9%	-36%	17%
<b>Salud</b>	16,1	1,9	2,21%	11,64%	8%	7%	-1%	10%
<b>Industria</b>	17,7	2,8	2,4%	15,77%	6%	12%	-22%	14%
<b>Seguros</b>	9,7	1,5	5,47%	15,27%	9%	12%	-26%	19%
<b>Media</b>	21,5	3,9	2,24%	17,91%	-1%	23%	-18%	5%
<b>Energía</b>	8,4	1,2	5,02%	14,23%	26%	-12%	-74%	117%
<b>C. No Cíclico</b>	29,0	5,8	1,55%	20,03%	18%	10%	-31%	36%
<b>Retail</b>	21,6	5,6	3,93%	26%	2%	13%	-49%	43%
<b>Tecnología</b>	26,9	4,5	0,99%	16,65%	7%	9%	0%	20%
<b>Telecom.</b>	13,7	1,4	4,45%	10,21%	-11%	0%	18%	14%
<b>C. Cíclico</b>	9,8	1,8	3,58%	18,54%	-22%	-13%	-31%	36%
<b>Utilities</b>	12,7	1,6	5,19%	12,39%	-30%	77%	-21%	17%

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA									
					2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
<b>Euro Stoxx</b>	13,7	1,7	3,3%	12,8%	0%	27%	3%	2%	-30%	74%	37%	-4%	13%	
<b>Ibex 35</b>	11,2	1,4	4,6%	12,1%	46%	25%	-7%	2%	-62%	216%	74%	-4%	-3%	
<b>PSI 20</b>	13,7	1,6	3,9%	11,5%	-25%	0%	12%	-7%	-33%	47%	122%	15%	-10%	
<b>CAC 40</b>	14,9	2,1	2,9%	13,7%	14%	16%	9%	-2%	-38%	112%	75%	-12%	12%	
<b>DAX</b>	12,5	1,6	3,2%	12,5%	6%	15%	-3%	2%	-15%	63%	12%	2%	8%	
<b>S&amp;P 500</b>	20,8	4,3	1,4%	20,7%	1%	11%	20%	0%	-11%	47%	9%	-1%	21%	
<b>Dow Jones</b>	18,5	4,5	1,9%	24,3%	-1%	12%	21%	-11%	-17%	56%	-3%	-2%	26%	
<b>Nasdaq</b>	27,3	7,6	0,7%	27,8%	8%	14%	17%	3%	13%	40%	2%	4%	32%	
<b>Topix</b>	14,9	1,4	2,3%	9,2%	9%	22%	3%	-8%	-10%	41%	8%	7%	10%	
<b>Hang Seng</b>	9,6	1,1	3,9%	11,0%	-4%	17%	8%	8%	-5%	15%	6%	7%	10%	
<b>Bovespa</b>	7,8	1,3	6,3%	16,8%	127%	59%	40%	-14%	-28%	217%	17%	-18%	5%	
<b>Kospi</b>	10,9	1,0	2,0%	9,2%	36%	36%	-1%	-42%	19%	117%	1%	-32%	59%	
<b>MexBol</b>	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 dato de inflación de EE.UU. -por debajo de lo esperado- ha sido el factor director de las divisas esta semana, con el índice DXY perdiendo un 0,7% desde el pasado viernes. Más allá de la corrección de los tipos de interés USD, el mercado puede ver el dato como una señal de moderación de la inflación en el corto plazo, con la atención ahora puesta en el PCE a finales de mayo. Sin embargo, con una batería de datos aun soportando la resiliencia de la economía estadounidense, las apuestas por un recorte más temprano de los tipos de la Fed deberían tener poco alcance por el momento. Esto significa que una depreciación adicional del USD podría ser muy limitada a corto plazo. En su lugar, el USD podría estabilizarse en los niveles actuales, reduciendo la volatilidad del mercado.



## Calendario de indicadores económicos y eventos

### Semana del 20 de mayo al 24 de mayo

Día	Hora	Evento	País / Entidad	Periodo	Bancos centrales
L-20	10:00	Balanza comercial	España	marzo	Intervención Bostic - Fed
		<b>Subasta de letras (12, 3, 6 meses)</b>	<b>Tesoro de Francia</b>		
		<b>Subasta de letras (6 meses)</b>	<b>Tesoro de Alemania</b>		
M-21	08:00	Precios de producción	Alemania	abril	Intervención Bostic - Fed
	10:00	Balanza por cuenta corriente	Área euro	marzo	Intervención Lagarde - BCE
	10:30	Balanza por cuenta corriente	Italia	marzo	Intervención Barkin - Fed
	11:00	Balanza comercial (desestacionalizada)	Área euro	marzo	Intervención Waller - Fed Intervención Williams - Fed
		<b>Subasta de bonos (3, 29 años)</b>	<b>Tesoro de Alemania</b>		
M-22	01:50	Balanza comercial	Japón	abril	Actas del FOMC
	08:00	IPC	Reino Unido	abril	
	08:00	IPC subyacente	Reino Unido	abril	
	16:00	Venta de viviendas existentes	EEUU	abril	
		<b>Subasta de bonos (15, 22, 14 años)</b>	<b>Tesoro de Alemania</b>		
J-23	02:30	PMI manufacturero	Japón	mayo (dato preliminar)	Intervención Bostic - Fed
	02:30	PMI servicios	Japón	mayo (dato preliminar)	
	09:15	PMI manufacturero	Francia	mayo (dato preliminar)	
	09:15	PMI servicios	Francia	mayo (dato preliminar)	
	09:30	PMI manufacturero	Alemania	mayo (dato preliminar)	
	09:30	PMI servicios	Alemania	mayo (dato preliminar)	
	10:00	PMI manufacturero	Área euro	mayo (dato preliminar)	
	10:00	PMI servicios	Área euro	mayo (dato preliminar)	
	10:00	PMI composite	Área euro	mayo (dato preliminar)	
	14:30	Demandas iniciales de subsidio por desempleo	EEUU	may-01	
	14:30	Índice manufacturero (Fed Chicago)	EEUU	abril	
	15:45	PMI manufacturero	EEUU	mayo (dato preliminar)	
	15:45	PMI servicios	EEUU	mayo (dato preliminar)	
	16:00	Confianza del consumidor	Área euro	mayo (dato preliminar)	
	16:00	Ventas de viviendas nuevas	EEUU	abril	
	17:00	Índice manufacturero (Fed Kansas)	EEUU	mayo	
		<b>Subasta de bonos (2 años)</b>	<b>Tesoro de Italia</b>		
V-24	01:01	Confianza del consumidor (GfK)	Reino Unido	mayo	Intervención Powell - FED
	01:30	IPC	Japón	abril	
	08:00	PIB	Alemania	1T-2024 (dato definitivo)	
	09:00	Precios de producción	España	abril	
	14:30	Pedidos de bienes duraderos	EEUU	abril (dato preliminar)	
	16:00	Confianza del consumidor (U. of Mich.)	EEUU	mayo (dato definitivo)	
		<b>Subasta de letras (6 meses)</b>	<b>Tesoro de Italia</b>		

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(TA) = Tasa de crecimiento trimestral anualizada

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

\* Sin especificación horaria