

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

El mercado bursátil alcanzó nuevos máximos esta semana, impulsado por el sólido crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2023. El S&P 500, el Nasdaq y el Dow Jones experimentaron ganancias, con subidas del **1,06%**, el **0,94%** y el **0,65%**, respectivamente. Esta tendencia alcista se vio ligeramente atenuada el viernes, pero el comportamiento general siguió siendo sólido.

La economía estadounidense mostró una impresionante resistencia, con un crecimiento del PIB que superó las expectativas, a un ritmo anual del 3,3%, por encima del 2% previsto. Este crecimiento, una desaceleración respecto al 4,9% del trimestre anterior, se vio impulsado por el gasto de los consumidores, las exportaciones y el gasto público, entre otros factores. Sin embargo, el aumento de las importaciones contrarrestó ligeramente estas ganancias. A pesar de estos datos económicos positivos, algunos indicadores como los pedidos de bienes duraderos en diciembre no alcanzaron las expectativas, debido principalmente a un descenso de la demanda de aviones.

En el ámbito de los beneficios empresariales, el panorama es variado. El rendimiento general del S&P 500 ha sido mediocre, con un porcentaje de empresas que superaron las expectativas de beneficios inferior a la media. Este rendimiento inferior se atribuye en gran medida al sector financiero. Sin embargo, recientemente se ha producido una mejora, ya que el índice ha registrado unos beneficios superiores a los de la semana pasada, aunque siguen siendo inferiores a los del final del trimestre. Es la cuarta vez en los últimos cinco trimestres que el índice registra un descenso interanual de los beneficios.

Las acciones de Intel sufrieron una importante caída, del 11% en las operaciones ampliadas del jueves, tras la publicación de unas previsiones más débiles de lo esperado. Los ingresos y el beneficio por acción ajustado previstos por la empresa para el primer trimestre quedaron muy por debajo de las expectativas de los analistas. Esta noticia contrasta fuertemente con el resurgimiento del sector tecnológico, ejemplificado por las sólidas

ganancias de Netflix y sus resultados del cuarto trimestre, que provocaron una subida del 8,7% en sus acciones.

En asuntos internacionales, China, el mayor socio comercial de Irán, ha instado al parecer a este país a intervenir para detener los ataques de los Houthi contra buques en el Mar Rojo. Estos ataques, que en un principio iban dirigidos contra barcos vinculados a Israel, se han extendido a varios buques comerciales. Los Houthis, respaldados por Irán, han continuado con estas acciones a pesar de las respuestas militares de EE.UU. y el Reino Unido. La situación pone de relieve la compleja dinámica geopolítica que afecta al comercio y la seguridad mundiales.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

24 de enero

EEUU: PMI manufacturero global de EEUU de S&P

50,3 frente al 47,6 previsto

EEUU: PMI de servicios de EEUU de S&P Global

52,9 frente al 51 previsto

25 de enero

EEUU: PIB trimestral anualizado

3,3% frente al 2,00% previsto

EEUU: Pedidos de bienes duraderos

0% frente al 1,00% previsto

EEUU: Peticiones iniciales de subsidio de desempleo

214.000 frente a los 200.000 previstos

EEUU: Ventas de viviendas nuevas

664.000 frente a los 649.000 previstos

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	3,216.23	1.29% ↗	1.48%	1.48%
MSCI EM	985.10	1.46% ↗	-3.77%	-3.77%
MSCI EM LATIN AMERICA	2,552.89	1.52% ↗	-4.13%	-4.13%
MSCI AC ASIA x JAPAN	612.84	1.47% ↗	-4.47%	-4.47%
USA				
S&P 500 INDEX	4,890.97	1.06% ↗	2.54%	2.54%
NASDAQ COMPOSITE	15,455.36	0.94% →	2.96%	2.96%
DOW JONES INDUS. AVG	38,109.43	0.65% →	1.11%	1.11%
RUSSELL 2000 INDEX	1,978.33	1.75% ↗	-2.40%	-2.40%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	483.84	3.11% ↗	1.01%	1.01%
Euro Stoxx 50 Pr	4,635.47	4.20% ↗	2.52%	2.52%
DAX INDEX	16,961.39	2.45% ↗	1.25%	1.25%
CAC 40 INDEX	7,634.14	3.56% ↗	1.21%	1.21%
FTSE MIB INDEX	30,379.33	0.32% →	0.09%	0.09%
IBEX 35 INDEX	9,936.60	0.79% →	-1.64%	-1.64%
SWISS MARKET INDEX	11,390.13	2.15% ↗	2.27%	2.27%
FTSE 100 INDEX	7,635.09	2.32% ↗	-1.27%	-1.27%
ASIA				
NIKKEI 225	35,751.07	-0.59% →	6.83%	6.83%
HANG SENG INDEX	15,952.23	4.20% ↗	-6.42%	-6.42%
CSI 300 INDEX	3,333.82	1.96% ↗	-2.84%	-2.84%
S&P BSE SENSEX INDEX	70,700.67	-0.68% →	-0.89%	-2.13%
LATAM				
S&P/BMV IPC	56,855.88	2.53% ↗	-0.92%	-0.92%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	128,967.30	1.04% ↗	-3.89%	-3.89%
MSCI COLCAP INDEX	1,282.43	0.62% →	7.30%	7.30%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	6,058.58	3.66% ↗	-2.25%	-2.25%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD/ENERGY	242.43	4.07% ↗	-0.77%	-0.77%
MSCI WRLD/COMM SVC	103.15	3.84% ↗	7.44%	7.44%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	115.67	2.27% ↗	0.96%	0.96%
MSCI WORLD BANK INDEX	102.09	2.23% ↗	-0.46%	-0.46%
MSCI WORLD/MATERIAL	329.97	1.73% ↗	-4.98%	-4.98%
MSCI WORLD/INF TECH	632.85	1.25% ↗	5.64%	5.64%
MSCI WORLD/CON STPL	270.07	1.09% ↗	0.04%	0.04%
MSCI WORLD/INDUSTRL	360.99	0.98% →	-0.47%	-0.47%
PHILA GOLD & SILVER INDX	113.74	0.71% →	-9.51%	-9.51%
MSCI WORLD/CONS DIS	382.71	0.06% →	-1.60%	-1.60%
MSCI WORLD/HLTH CARE	359.24	0.01% →	1.67%	1.67%
MSCI WORLD/UTILITY	142.82	-0.38% →	-4.10%	-4.10%

US RATES	Last	5 Days	Close	12M	Close
2Y	4.35	4.38	-0.04	4.18	0.17
5Y	4.04	4.05	-0.01	3.59	0.44
10Y	4.14	4.12	0.01	3.49	0.64

BONDS CREDIT SPREAD	5 Days	Close	12M	Close	
EM Bonds Spread	333.77	334.1	-0.3	367.31	-33.5
HY Bonds Spread	361.00	377.0	-16.0	457.00	-96.0
BBB 10yr Spread	160.27	163.7	-3.5	189.40	-29.1
CoCos Spread	339.40	361.4	-22.0	352.20	-12.8

FIXED INCOME	5 Days	1 Month	YTD	
US High Yield	2,478.31	0.61% ↗	-0.07%	-0.07%
EM Bonds USD	1,155.54	0.13% ↗	-1.33%	-1.33%
EM Local Currency	131.11	0.06% ↗	-2.30%	-2.30%
CoCos USD	126.19	0.68% ↗	-0.52%	-0.52%
IG BBB 3-5yr USD	349.80	0.22% ↗	-0.71%	-1.30%
IG AA Corp USD	263.92	0.10% ↗	-1.30%	-0.71%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	273.57	3.09% ↗	3.69%	3.69%
WTI	78.01	6.27% ↗	3.23%	8.88%
Brent	83.28	2.70% ↗	3.17%	7.32%
US Natural Gas	2.71	7.66% ↗	6.35%	7.88%
S&P GSCI Precious Metal	2,632.13	-0.50% →	-2.02%	-2.02%
Gold	2,018.52	-0.54% →	-2.38%	-2.16%
Silver	22.80	0.80% →	-5.88%	-4.17%
Platinum	915.68	1.37% ↗	-6.92%	-7.68%
Palladium	960.31	1.02% ↗	-18.42%	-12.72%
S&P GSCI Ind Metal Index	416.36	3.58% ↗	-1.49%	-1.49%
Aluminum	2,274.50	5.01% ↗	-2.21%	-4.59%
Copper	8,448.05	2.13% ↗	-0.42%	-0.19%
Nickel	16,538.00	4.68% ↗	1.59%	1.00%
S&P GSCI Agriculture	380.99	0.82% →	-1.50%	-1.50%
CURRENCIES				
CHF vs. USD	0.8642	0.49% ↗	-1.22%	-2.64%
JPY vs. USD	148.1500	-0.02% ↘	-3.88%	-4.80%
CAD vs. USD	1.3453	-0.18% ↘	-1.92%	-1.56%
EUR vs. USD	1.0853	-0.41% ↘	-1.71%	-1.68%
GBP vs. USD	1.2703	0.00% →	-0.17%	-0.22%
AUD vs. USD	0.6575	-0.33% ↘	-3.66%	-3.48%
BRL vs. USD	4.9109	0.39% ↗	-1.82%	-1.09%
MXN vs. USD	17.1615	-0.45% ↘	-1.05%	-1.10%
COP vs. USD	3,912.60	-0.05% ↘	-1.38%	-1.47%
CNY vs. USD	7.1774	0.22% ↗	-0.48%	-1.08%
EUR vs. CHF	0.9378	0.88% ↗	0.51%	-0.95%
DOLLAR INDEX	103.4330	0.14% ↗	1.94%	2.07%
BITCOIN	41,762.64	4.89% ↗	-3.76%	-1.75%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

30 de enero

EEUU: Conf. Board Confianza del consumidor
Previsto en 114

31 de enero

EEUU: Cambio de empleo ADP
Se esperan 145.000

EEUU: Decisión del FOMC sobre los tipos de interés

1 de febrero

EEUU: Peticiones iniciales de subsidio de desempleo
Previsto en 210.000

EEUU: ISM manufacturero
Previsto en 47

2 de febrero

EEUU: Variación de las nóminas no agrícolas
Se esperan 178.000

EEUU: Sentimiento de la Universidad de Michigan
Se espera un 78,8

Temporada de resultados - Semana Pasada

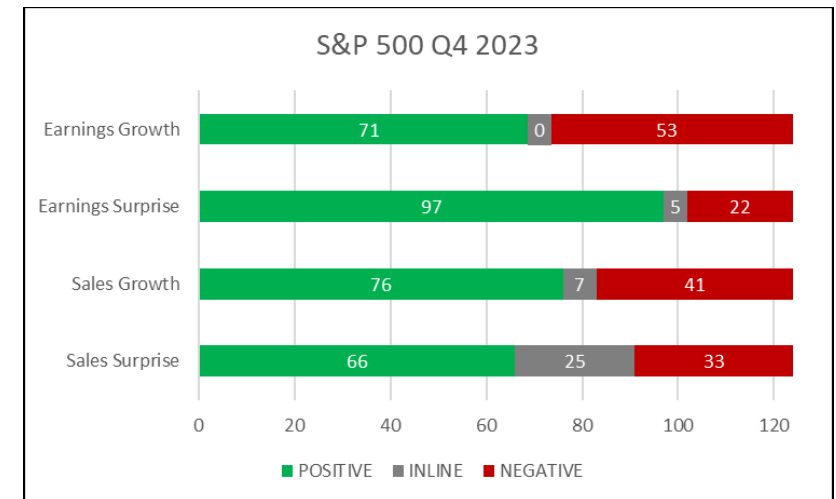
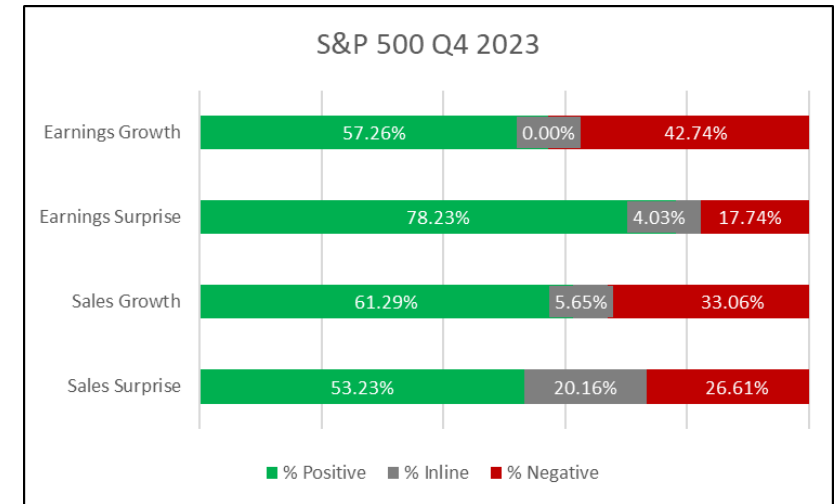
FECHA	EMPRESA	ESTIMACIÓN		ACTUAL		DIFERENCIA	
		BPA	VENTAS	BPA	VENTAS	BPA	VENTAS
01/22/2024	UNITED AIRLINES	\$1.69	\$13.54 B	\$2.00	\$13.63 B	18.1%	0.6%
01/23/2024	VERIZON COMUNICA	\$1.08	\$34.49 B	\$1.08	\$35.13 B	0.2%	1.9%
01/23/2024	GENERAL ELECTRIC	\$0.91	\$17.25 B	\$1.03	\$18.50 B	13.4%	7.2%
01/23/2024	JOHNSON&JOHNSON	\$2.28	\$21.07 B	\$2.29	\$21.40 B	0.4%	1.5%
01/23/2024	3M CO	\$2.31	\$7.72 B	\$2.42	\$7.69 B	4.9%	-0.4%
01/23/2024	PROCTER & GAMBLE	\$1.71	\$21.57 B	\$1.84	\$21.44 B	7.9%	-0.6%
01/23/2024	HALLIBURTON CO	\$0.80	\$5.78 B	\$0.86	\$5.58 B	8.0%	-3.5%
01/23/2024	INSTRUMENTO DE TEXAS	\$1.47	\$4.13 B	\$1.49	\$4.08 B	1.2%	-1.2%
01/23/2024	INVESCO LTD	\$0.40	\$1.42 B	\$0.47	\$1.41 B	16.9%	-0.6%
01/23/2024	LOCKHEED MARTIN	\$7.29	\$17.94 B	\$7.90	\$18.87 B	8.4%	5.2%
01/23/2024	BAKER HUGHES CO	\$0.48	\$6.92 B	\$0.51	\$6.84 B	6.7%	-1.2%
01/24/2024	IBM	\$3.76	\$17.29 B	\$3.87	\$17.38 B	3.0%	0.5%
01/24/2024	AT&T INC	\$0.56	\$31.46 B	\$0.54	\$32.02 B	-2.9%	1.8%
01/24/2024	ABBOTT LABS	\$1.19	\$10.21 B	\$1.19	\$10.24 B	0.0%	0.3%
01/24/2024	DINÁMICA GENERAL	\$3.74	\$11.51 B	\$3.64	\$11.67 B	-2.6%	1.3%
01/24/2024	KIMBERLY-CLARK	\$1.53	\$4.99 B	\$1.51	\$4.97 B	-1.4%	-0.5%
01/24/2024	RAYMOND JAMES	\$2.24	\$3.01 B	\$2.40	\$3.01 B	7.0%	0.2%
01/24/2024	EMPRESA PROGRESISTA	\$2.43	\$16.04 B	\$3.37	\$16.89 B	38.5%	5.3%
01/24/2024	TESLA INC	\$0.73	\$25.87 B	\$0.71	\$25.17 B	-3.0%	-2.7%
01/24/2024	TELEDYNE TECH	\$5.05	\$1.46 B	\$5.44	\$1.43 B	7.8%	-2.2%
01/24/2024	CROWN CASTLE INC	\$1.76	\$1.66 B	\$1.82	\$1.67 B	3.5%	0.6%
01/24/2024	ARENAS DE LAS VEGAS	\$0.62	\$2.89 B	\$0.57	\$2.92 B	-7.3%	0.8%
01/25/2024	INTEL CORP	\$0.45	\$15.17 B	\$0.54	\$15.41 B	21.3%	1.6%
01/25/2024	NORTHROP GRUMMAN	\$5.80	\$10.44 B	\$6.22	\$10.64 B	7.2%	1.9%
01/25/2024	SOUTHWEST AIR	\$0.12	\$6.74 B	\$0.37	\$6.82 B	208.3%	1.2%
01/25/2024	BLACKSTONE INC	\$0.96	\$2.45 B	\$1.11	\$2.54 B	15.4%	3.4%
01/25/2024	AEROLÍNEA ESTADOUNIDENSE	\$0.12	\$13.04 B	\$0.29	\$13.06 B	139.7%	0.2%
01/25/2024	CAPITAL ONE FINA	\$2.66	\$9.45 B	\$2.24	\$9.51 B	-15.9%	0.6%
01/25/2024	VISA INC CLASE A	\$2.34	\$8.57 B	\$2.41	\$8.63 B	2.8%	0.8%
01/25/2024	T-MOBILE EE.UU. INC.	\$1.91	\$19.68 B	\$1.67	\$20.48 B	-12.4%	4.1%
01/26/2024	AMERICAN EXPRESS	\$2.65	\$15.99 B	\$2.62	\$15.80 B	-1.1%	-1.2%

Temporada de resultados - Semana Siguiente

FECHA	EMPRESA	ESTIMACIÓN		ACTUAL		DIFERENCIA	
		BPA	VENTAS	BPA	VENTAS	BPA	VENTAS
01/26/2024	ARCHER-DANIELS	\$1.45	\$23.52 B				
01/30/2024	PFIZER INC	(\$0.21)	\$14.37 B				
01/30/2024	GENERAL MOTORS C	\$1.17	\$39.53 B				
01/30/2024	MICROSOFT CORP	\$2.78	\$61.14 B				
01/30/2024	MONDELEZ INTER-A	\$0.78	\$9.34 B				
01/30/2024	ARTES ELECTRÓNICAS	\$2.93	\$2.34 B				
01/30/2024	STARBUCKS CORP	\$0.93	\$9.61 B				
01/30/2024	ALFABETO INC-C	\$1.60	\$76.94 B				
01/30/2024	MICRODISPOSITIVO ADV	\$0.77	\$6.13 B				
01/31/2024	BOEING CO/THE	(\$0.63)	\$21.05 B				
01/31/2024	THERMO FISHER	\$5.65	\$10.73 B				
01/31/2024	NASDAQ INC	\$0.70	\$1.06 B				
01/31/2024	METLIFE INC	\$1.91	\$18.34 B				
01/31/2024	MASTERCARD INC-A	\$3.08	\$6.50 B				
02/01/2024	MERCK & CO	(\$0.10)	\$14.49 B				
02/01/2024	ALTRIA GROUP INC	\$1.17	\$5.08 B				
02/01/2024	APPLE INC	\$2.11	\$117.97 B				
02/01/2024	AMAZON.COM INC	\$0.80	\$166.20 B				
02/02/2024	CHEVRON CORP	\$3.22	\$51.20 B				
02/02/2024	ABBVIE INC	\$2.76	\$13.96 B				
02/02/2024	EXXON MOBIL CORP	\$2.21	\$84.56 B				
02/02/2024	EL GRUPO CIGNA	\$6.53	\$48.89 B				
02/02/2024	BRISTOL-MYER SQB	\$1.52	\$11.19 B				
02/02/2024	AON PLC CLASE A	\$4.07	\$3.36 B				
02/02/2024	WW GRAINGER INC	\$8.05	\$4.05 B				
02/02/2024	CHARTER COMMUN-A	\$8.76	\$13.71 B				
02/02/2024	MARCA GLOBAL CBOE	\$2.04	\$0.51 B				
02/02/2024	HARTFORD FINL SV	\$2.40	\$6.34 B				
02/02/2024	REGENERON PHARM	\$10.63	\$3.27 B				
02/02/2024	IGLESIA Y DWIGHT	\$0.65	\$1.51 B				

4T 2023 - Resultados

- Los beneficios del cuarto trimestre del S&P 500 han sido decepcionantes, con un 25% de las empresas habiendo reportado hasta ahora. Según Factset, la proporción de empresas que superan sus estimaciones de beneficios por acción está por debajo de las medias de 5 y 10 años. Los beneficios están un 5,3% por debajo de las estimaciones, y el índice muestra un descenso de los beneficios del -1,4% en comparación con el año pasado, lo que supone el cuarto descenso en los últimos cinco trimestres.
- La evolución de los ingresos es más positiva, con un 68% de empresas que superan las estimaciones de ingresos, en línea con la media de 5 años, pero superando la media de 10 años. El índice registra un crecimiento de los ingresos del 3,2% en el cuarto trimestre, lo que supone el decimotercer trimestre consecutivo de crecimiento de los ingresos.
- De cara al futuro, los analistas prevén un crecimiento de los beneficios en los próximos trimestres de 2024, con un aumento previsto del 4,6% en el primer trimestre y del 9,4% en el segundo. El PER a 12 meses es de 20,0, superior a las medias a 5 y 10 años.



4T 2023 - Resultados

Crecimiento de los beneficios				
	Positivo	En línea	Negativo	%
S&P 500	154	4	85	5.86%
Materiales	7	0	7	-9.59%
Industriales	26	0	16	5.26%
Bienes de consumo básico	12	1	5	8.61%
Energía	4	1	6	-40.32%
Tecnología	18	1	10	6.71%
Bienes de consumo discrecional	20	0	6	53.48%
Comunicaciones	9	0	2	34.97%
Finanzas	31	1	15	8.26%
Atención sanitaria	14	0	9	1.29%
Servicios	5	0	1	7.40%
Inmobiliario	8	0	8	-1.54%

Sorpresa en los resultados				
	Positivo	En línea	Negativo	%
S&P 500	192	10	42	7.41%
Materiales	12	0	2	7.41%
Industriales	35	1	6	6.67%
Bienes de consumo básico	15	1	3	4.42%
Energía	7	1	3	-5.13%
Tecnología	24	1	4	9.78%
Bienes de consumo discrecional	19	2	5	15.09%
Comunicaciones	10	0	1	9.63%
Finanzas	37	1	9	9.13%
Atención sanitaria	19	1	3	6.14%
Servicios	4	0	2	2.41%
Inmobiliario	10	2	4	4.19%

Crecimiento de las ventas				
	Positivo	En línea	Negativo	%
S&P 500	151	9	83	2.10%
Materiales	4	0	10	-10.77%
Industriales	24	4	14	1.70%
Bienes de consumo básico	14	1	3	4.52%
Energía	3	0	8	-16.06%
Tecnología	19	1	9	3.05%
Bienes de consumo discrecional	18	0	8	9.59%
Comunicaciones	8	1	2	5.96%
Finanzas	32	1	14	8.39%
Atención sanitaria	14	0	9	5.22%
Servicios	2	1	3	0.61%
Inmobiliario	13	0	3	4.42%

Ventas sorpresa				
	Positivo	En línea	Negativo	%
S&P 500	114	68	62	0.88%
Materiales	6	2	6	0.62%
Industriales	16	15	11	0.61%
Bienes de consumo básico	8	4	7	-0.25%
Energía	5	1	5	0.55%
Tecnología	12	12	5	1.55%
Bienes de consumo discrecional	15	4	7	0.74%
Comunicaciones	4	6	1	0.86%
Finanzas	27	11	9	1.47%
Atención sanitaria	14	5	4	1.77%
Servicios	1	2	3	-3.29%
Inmobiliario	6	6	4	3.64%

VISIÓN DE IN ON CAPITAL

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)	U	N	O
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			
Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Materials			

El mercado ha alcanzado niveles clave tras el repunte de los dos últimos meses. Los inversionistas creen en un escenario de aterrizaje suave con menor inflación, agresiva bajada de tipos por parte de la Fed y crecimiento continuado. Un escenario que vemos con baja probabilidad.

Seguimos infraponderando la renta variable, ya que la relación riesgo/rentabilidad es muy poco atractiva en este momento para aplicar cualquier mejora. Neutralizamos nuestra opinión sobre las regiones, ya que los fundamentales contrastan con la situación técnica. Europa y los mercados emergentes están baratos, pero la tendencia del valor relativo sigue siendo bajista. Por el contrario, EEUU tiene un impulso positivo, pero su valoración es cara. Preferimos adoptar un enfoque neutral por ahora y actuar una vez que la situación técnica se ajuste a los fundamentales.

En cuanto a los sectores, seguimos favoreciendo los sectores defensivos de valor por su resistencia y el sector energético por su valoración y su vinculación a un posible aumento del precio del petróleo. Por último, seguimos apostando por los metales preciosos, que deberían verse favorecidos por catalizadores futuros como la bajada de los tipos, el descenso del dólar y la posible reducción de los riesgos en el futuro.

El yen impulsa la rentabilidad del mercado japonés

En los dos últimos años, la renta variable japonesa ha superado claramente a los mercados bursátiles mundiales. **El Nikkei, principal índice japonés, acaba de alcanzar su nivel más alto en 33 años, contrayéndose modestamente en 2022 (-9%) antes de subir un 28% en 2023** (gráficos 1 y 2). Desde principios de 2024, ya ha subido un 8%, frente al 2,5% del S&P 500 de EEUU y del Euro Stoxx. Incluso la subida del 3% del Nasdaq parece raquítica en comparación. Algunos inversionistas intentan justificar el rendimiento superior del Nikkei señalando la resistencia de la economía japonesa, apuntalada por una sólida demanda interna, el resurgimiento del turismo y el retorno de la inflación.

Nuestra opinión nos lleva a una explicación mucho menos gloriosa, ya que pensamos que el rendimiento superior es principalmente consecuencia de la caída del yen. De hecho, el coeficiente de correlación es del 95%. Si **observamos la rentabilidad superior del Nikkei, podemos ver fácilmente que la subida del USDJPY (caída del yen) ha tenido una gran influencia** (gráfico 3).

La depreciación del yen hace que las exportaciones japonesas sean más competitivas en el comercio internacional. **Esta ventaja ha impulsado el crecimiento de los beneficios de las grandes empresas y se ha reflejado en el precio de sus acciones** (gráfico 4). **En otras palabras, ajustando el rendimiento bursátil a los movimientos del tipo de cambio, el Nikkei se ajusta perfectamente a los índices mundiales. El rendimiento superior desaparece** (gráfico 5)

Gráfico 1 : Evolución de los índices 2022

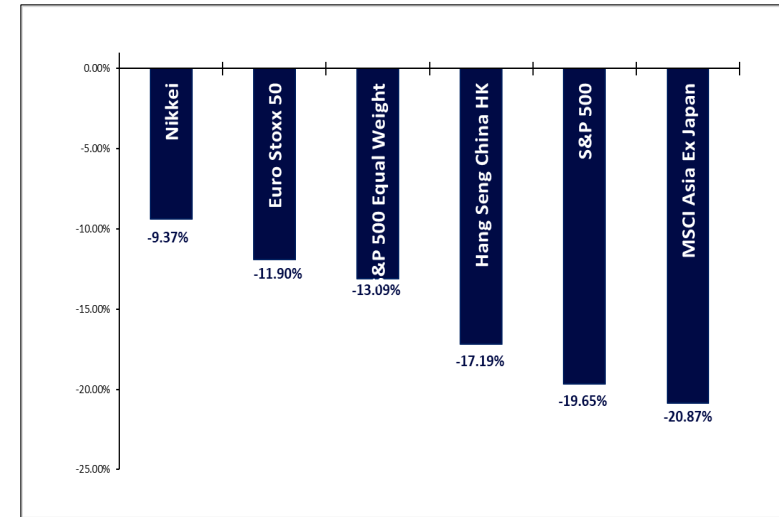
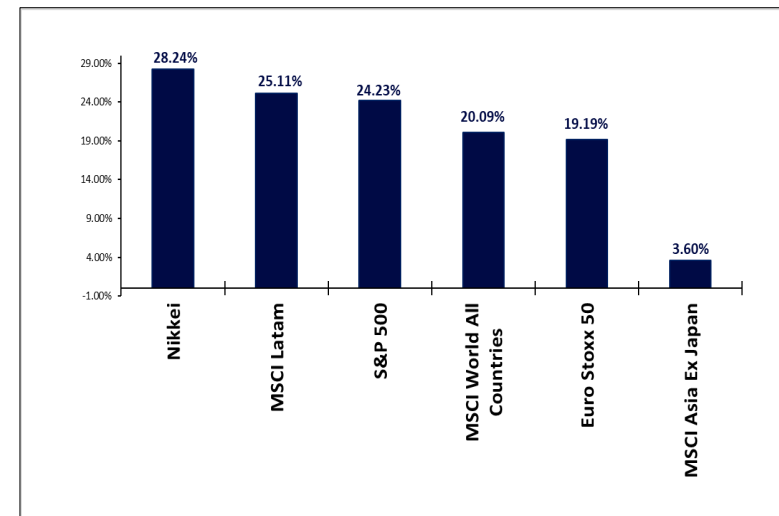


Gráfico 2 : Evolución de los índices en 2023



EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 3 : Ratio Nikkei/MSCI World; USDJPY

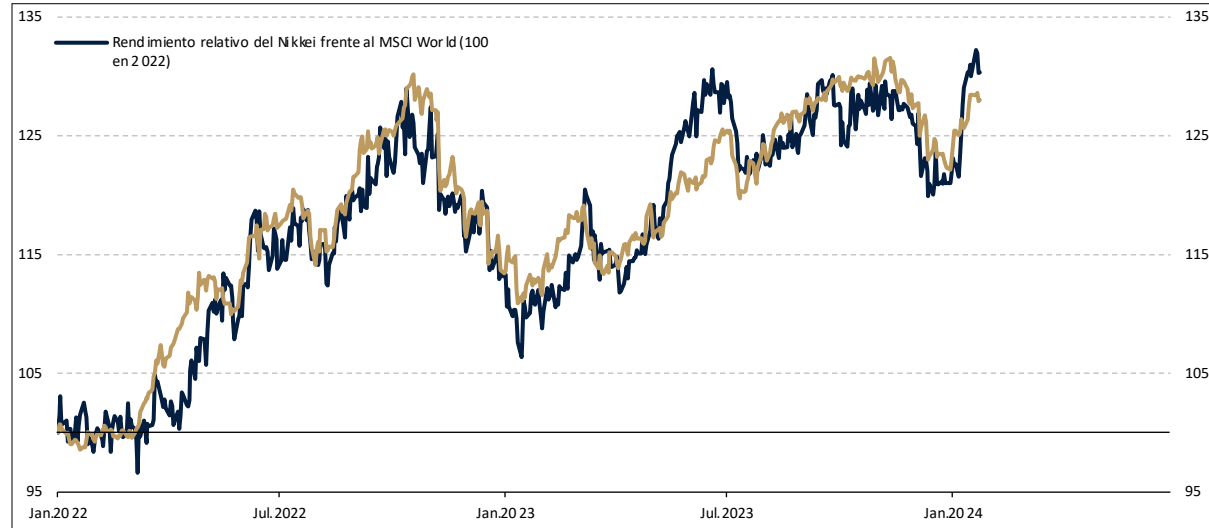


Gráfico 4 : Nikkei en JPY; S&P 500 en USD; Euro Stoxx en

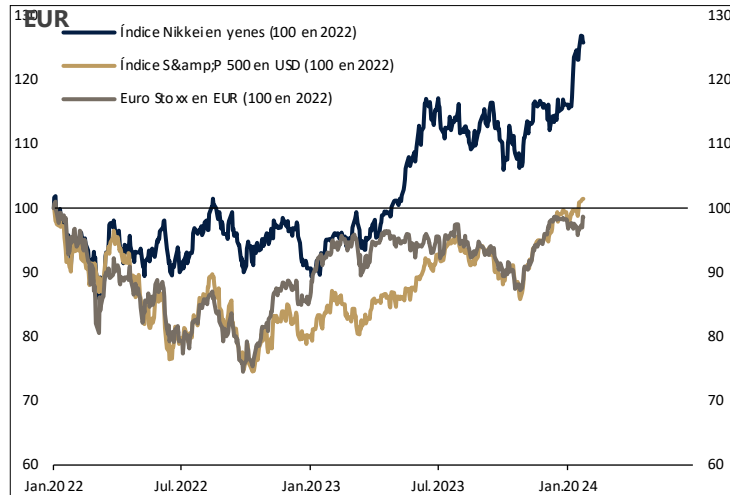
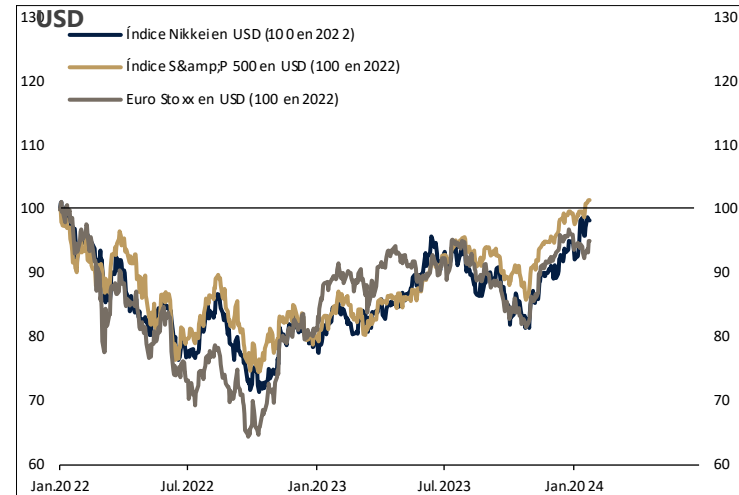


Gráfico 5 : Nikkei en USD; S&P 500 en USD; Euro Stoxx en



Fuente : Sentosa & Co, Atlantic Derivatives, 13D Research

EL TEMA DE LA SEMANA

Por estas razones, tenderíamos a pensar que para tomar una decisión sobre si seguir o no sobreponderando Japón, los inversionistas deberían analizar la dirección futura del JPY. En la actualidad, se especula mucho con una salida del BoJ del control de la curva de rendimientos (YCC) y de la política de tipos de interés negativos (NIRP) por el hecho de que la inflación se ha disparado desde Covid. **Japón está a punto de experimentar su periodo de inflación más largo desde el estallido de la burbuja de activos en 1990** (gráfico 6). El IPC aumentó un 3,2% en 2022 y un 3,1% en 2023, las tasas de crecimiento más rápidas en 41 años. Se estima que el IPC crecerá un 2,4% en 2024, según el Gobierno.

La ralentización temporal de la inflación japonesa, ayudada por la deflación de China, dará tiempo al Banco de Japón para mantener su política ultraexpansiva durante más tiempo. Entre los principales bancos centrales del mundo desarrollado, el Banco de Japón sigue siendo un caso atípico, ya que sigue ampliando su balance mientras que otros llevan muchos trimestres endureciéndolo. De hecho, uno de los principales factores que ha impulsado la subida del USDJPY es la gran diferencia de las tasas de interés entre el USD y el JPY. **Desde marzo de 2022 y el inicio del ciclo de subidas de tipos por parte de la Fed, el yen se ha depreciado un -32% frente al dólar** (gráfico 7).

A pesar de la presión inflacionista y de ciertas expectativas halcones de los inversionistas, vemos al Banco de Japón incapaz de poner fin a su política monetaria no convencional (YCC). En 2023, el BdJ compró alrededor del 70% de la nueva deuda emitida por el gobierno japonés. **Acumulativamente, posee el 49% de todos los bonos soberanos y letras del Tesoro, frente a "sólo" el 10% en 2012. ¿Cómo podría el BoJ reducir o incluso detener esta estrategia?**

Gráfico 6 : IPC Japón interanual (2,6%)

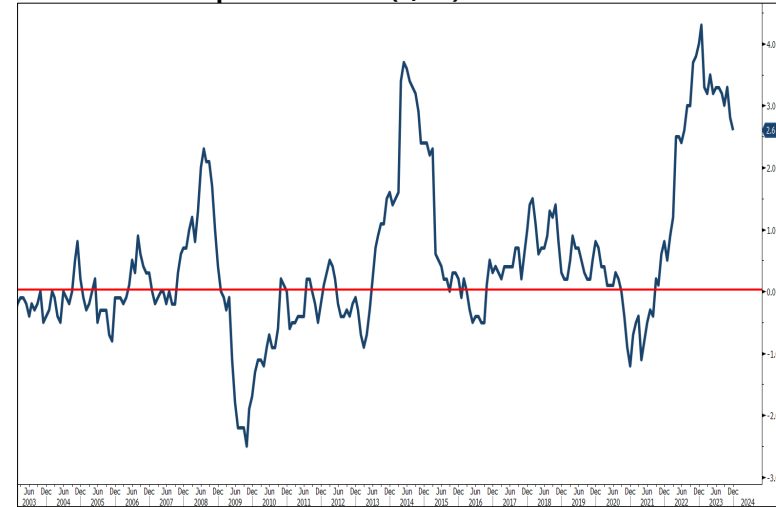


Gráfico 7 : USDJPY (148.15)



Fuente : Sentosa & Co, Atlantic Derivatives, 13D Research

EL TEMA DE LA SEMANA

En 2021, 2022 y aún más en 2023, lo ha intentado. Permitió que el rendimiento de los bonos a 10 años subiera del 0,1% al 1,0%. **Este mayor rendimiento debería haber atraído a los inversionistas privados: compañías de seguros, bancos, fondos de pensiones, fondos de inversión, etcétera. No ha sido así** (gráfico 8). En los **dos últimos años, la proporción de deuda pública japonesa en manos del Banco de Japón no ha dejado de aumentar, pasando del 43% al 49%** (gráfico 9). Los inversionistas no parecen muy interesados en comprar deuda japonesa.

El banco central no tiene más remedio que intervenir, ya que su mandato es mantener la inflación en terreno positivo. Para ello, reduce artificialmente las tasas de interés mediante el "control de la curva de rendimientos". El Banco de Japón imprime yenes y luego compra todos los bonos soberanos japoneses con rendimientos superiores a un nivel predefinido, el 0,1% entre septiembre de 2016 y marzo de 2021, por ejemplo. De este modo, hace sostenible la deuda y fomenta la inversión y el consumo en lugar del ahorro. De este modo, evita el impago al tiempo que apoya el crecimiento de la actividad económica y de los precios.

La teoría de la PPA estipula que los precios de los bienes y servicios deben ser los mismos en todo el planeta, de lo contrario las monedas se moverán para compensar. Así pues, cuanto menor es la inflación en un país, más se aprecia su moneda. Históricamente, con un crecimiento de los precios menor en Japón que en el resto del mundo, el yen tiene una tendencia natural a apreciarse. Este ya no es el caso desde 2021. En cualquier caso, la PPA estimada para el USDJPY se sitúa en 115-120, lo que significaría que el yen está actualmente un 22% más barato que su valor razonable.

Gráfico 8 : Tenedores de bonos japoneses

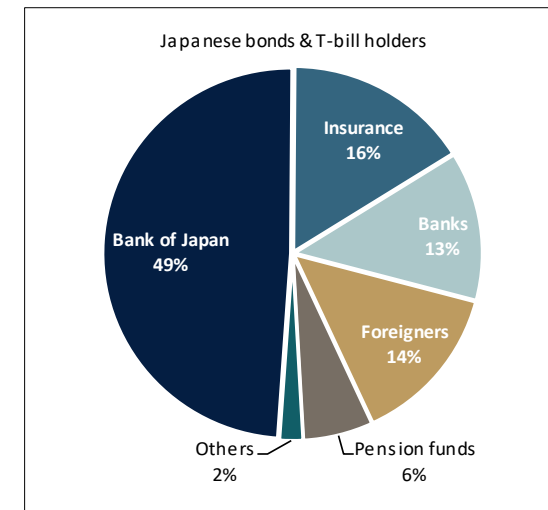
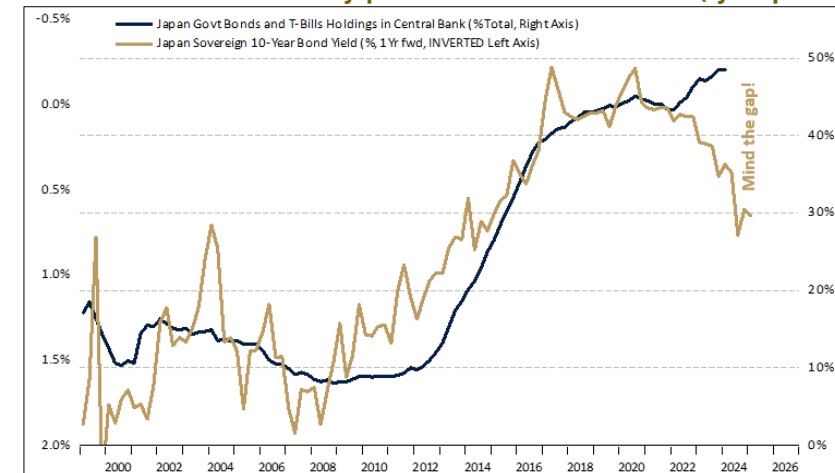


Gráfico 9 : Tenencias de bonos japoneses por el BOJ (eje derecho); rendimientos de los bonos japoneses a 10 años invertidos (eje izquierdo)



Fuente : Sentosa & Co, Atlantic Derivatives, 13D Research

EL TEMA DE LA SEMANA

¿Qué esperar del mercado de renta variable?

El mercado japonés se ha beneficiado claramente de una fuerte depreciación del yen durante los dos últimos años. La cuestión principal es cómo deben posicionarse los inversionistas en la situación actual y tras una depreciación tan fuerte del yen.

Si la anterior depreciación del yen estuvo impulsada por el aumento de las diferencias de tasas de interés entre Japón y EE.UU., podemos prever que el yen se aprecie a medida que las diferencias de tasas de interés empiecen a reducirse. Podríamos **esperar una cierta fortaleza del yen en 2024**. Sin embargo, sólo un aterrizaje brusco de EEUU ejercería definitivamente más presión sobre el USDJPY e impulsaría una fuerte apreciación del yen. En este caso, el mercado japonés debería empezar a sufrir. Por otra parte, una ligera apreciación del yen no penalizaría demasiado al mercado, ya que el nivel absoluto está muy lejos del observado hace 2 años y las empresas deberían seguir beneficiándose de una divisa relativamente débil.

Con un PER fwd de 16,7 veces, las valoraciones parecen aceptables y en línea con la media histórica de 16 veces. Desde el punto de vista técnico, el mercado está haciendo nuevos máximos absolutos y la tendencia es claramente alcista (gráfico 8). Sin embargo, está apareciendo una señal de advertencia a corto plazo, ya que el valor relativo frente al MSCI World está empezando a divergir del índice (gráfico 9).

Gráfico 8 : MSCI Japan Fwd P/E (16.7x)

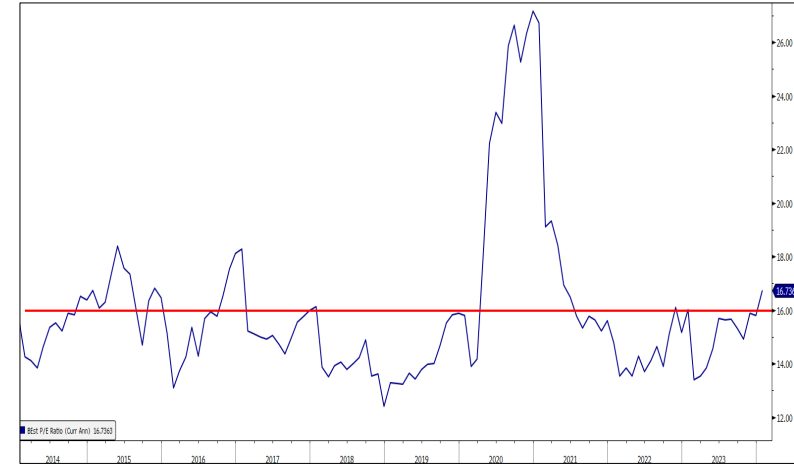


Gráfico 9 : MSCI Japan; ratio MSCI JAPAN vs. MSCI World



Fuente : Sentosa & Co, Atlantic Derivatives, 13D Research

CONCLUSIÓN

La dirección del mercado japonés está estrechamente ligada a la fluctuación del yen. Tras 3 años de rentabilidad superior y un PER fwd en línea con los niveles históricos, el mercado japonés es ahora menos atractivo que hace un año. Además, tras una fuerte depreciación del yen, la divisa está ahora fuertemente infravalorada y el riesgo de apreciación es elevado. La posible reducción de las tasas de interés entre el USD y el JPY debería favorecer una apreciación del yen en 2024.

A pesar de la valoración a la baja, vemos limitado el rendimiento a corto plazo del mercado japonés. Sólo una continuación de la depreciación del yen debería seguir impulsando al alza al mercado japonés. Si en nuestro informe de mayo de 2023 recomendábamos tomar una posición táctica con cobertura del yen, ahora aconsejamos recoger beneficios tras una rentabilidad superior en un 10% a la del MSCI World.

Gráfico 10 : 08. 05.2023-26.01.2024 Nikkei (+23,5%); MSCI World (+13,7%)



In On Capital, S.A. pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.