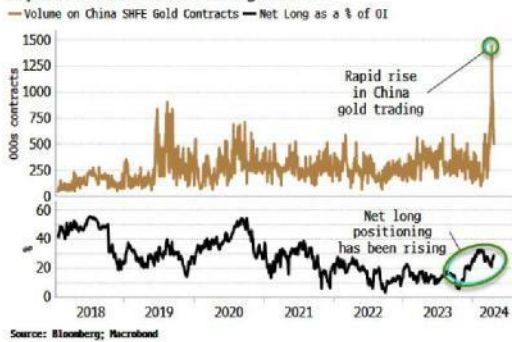


La cantidad de bonos del Tesoro estadounidense en manos extranjeras alcanzó un nuevo récord de 7,965 billones de dólares en febrero, acallando los temores sobre la capacidad del mercado para absorber el número de bonos del Tesoro que EE.UU. estaba poniendo en el mercado. Los principales compradores fueron Japón, el Reino Unido y Bélgica. La tendencia de los bancos centrales a reclamar legislación nacional para proteger el efectivo ha ido cobrando fuerza. Entre las razones de este cambio de tendencia a no utilizar dinero en efectivo está la creciente incertidumbre geopolítica que se ha ido agudizando en Oriente Medio.

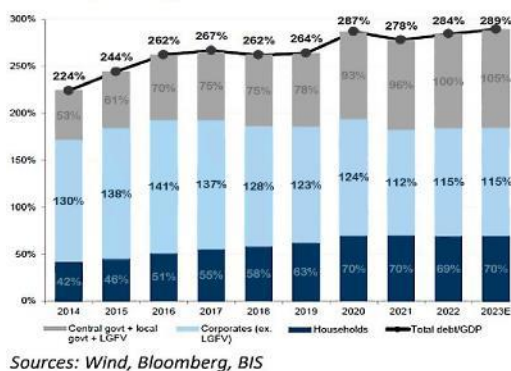
**Destacados**

**Explosive Rise in Gold Trading in China**



Es probable que gran parte del reciente repunte del oro pueda atribuirse al aumento de la actividad en los mercados del oro de China, debido, entre otras causas, a los inversores chinos que buscan diversificarse del sector inmobiliario, aunque el aumento similar observado en el cobre, que en China puede utilizarse como colateral de las inversiones, podría interpretarse como un movimiento de los responsables políticos para protegerse contra la moneda fiduciaria.

**Chart 3: China Total Debt to GDP Breakdown**



La deuda de China en relación con el PIB se ha mantenido bastante estable en los años transcurridos desde 2020. Tras la creciente amenaza de una crisis inmobiliaria en toda regla en medio de especulaciones de que China podría seguir el camino de Japón, el PBOC adaptó sus políticas, desplazando el exceso de capital de la industria inmobiliaria hacia una mayor innovación y tecnología nacionales, así como alimentando gran parte del crecimiento de la ASEAN. Gracias a este cambio de política, es probable que China haya evitado seguir el mismo camino que Japón.

**Metales preciosos y materias primas**

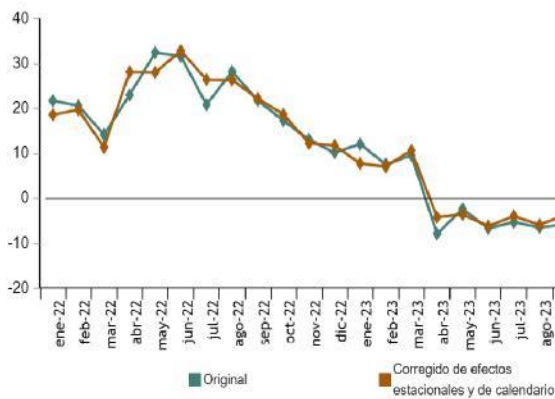
Se espera que los metales preciosos, así como el petróleo y el cobre, experimenten una cierta consolidación a corto plazo antes de subir, mientras que la agricultura mantiene una tendencia alcista.

Indicador	Oro	Plata	Cobre	Petróleo	Agricultura
Actual	➔	➔	➔	➔	➔
Previsto	➔	➔	➔	➔	➔
Tendencia	➔	➔	➔	➔	➔

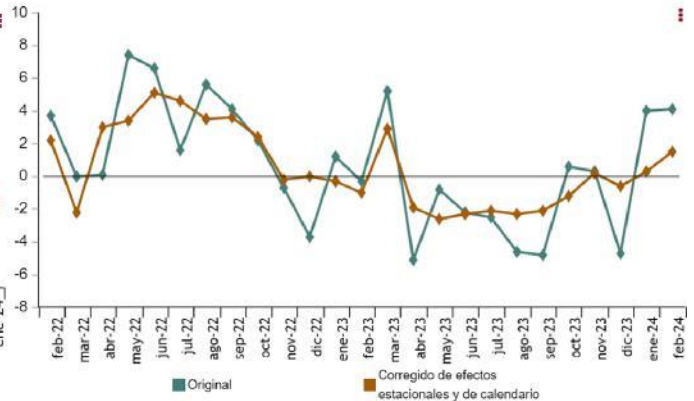
## Enfoque España

Desde su caída en picado a territorio negativo en febrero de 2023, el Índice de Cifras de Negocios en la Industria (ICNI) ha ido subiendo lenta pero constantemente, y el ICNI desestacionalizado de enero de 2024 muestra una variación del -1,9% en comparación con el mismo mes del año anterior. Por sectores, la energía creció un 6,2% y los bienes de consumo no duraderos aumentaron un 1,0%. Los bienes de equipo y los bienes de consumo duraderos disminuyeron ambos un -1,5%, mientras que los bienes intermedios bajaron un -0,4%. Por otra parte, el Índice de Producción Industrial (IPI) no ha dejado de aumentar desde diciembre, y el dato desestacionalizado de febrero muestra un incremento de 1,2 puntos con respecto al mes anterior, y una tasa anual del 1,5%. Por sectores, todos registraron un aumento porcentual positivo, encabezados por los bienes de equipo (4,3%), con la excepción de la energía (-1,5%). La recuperación de la producción industrial indica que es probable que el volumen de negocios de la industria siga aumentando en un futuro próximo.

Índice General de Cifra de Negocios de la Industria. Enero 2024  
Tasa anual. Porcentaje



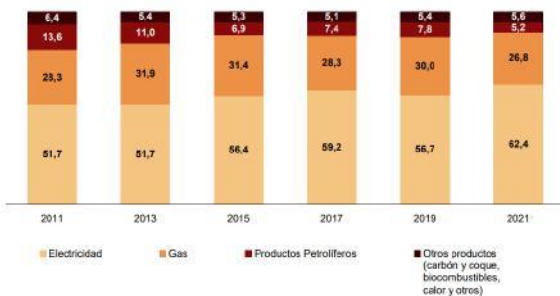
Índice general de la producción industrial. Febrero 2024  
Tasa anual. Porcentaje



Fuente: [ICN y IPI 2024, INE](#)

## Destacados de España

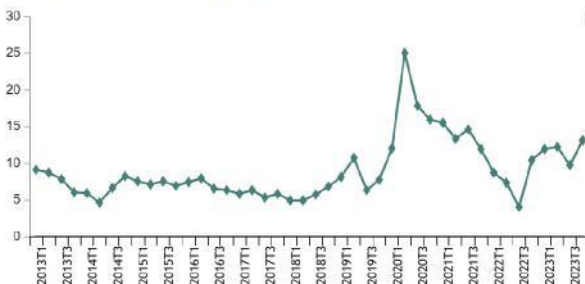
Reparto porcentual del consumo energético en la industria, por tipo de producto.  
Años 2011-2021



Fuente: [Encuesta de consumos energéticos, INE](#)

Los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) de España muestran cambios en el consumo energético industrial entre 2011 y 2021. El uso de productos petrolíferos disminuyó gradualmente, cayendo un 8,4%, del 13,6% del uso total al 5,2%. El consumo de electricidad aumentó para compensar, incrementándose en más de un 10% para 2021. Aunque el gas natural experimentó algunos aumentos al principio, acabó bajando un 1,5%. El consumo estuvo dominado principalmente por el sector metalúrgico, con la fabricación de hierro, acero y ferroaleaciones representando el 18,8% del consumo total. Le siguen la industria alimentaria (15,3%) y la industria química (14,5%). Los sectores con menor consumo son el tabaco y la confección.

Ahorro de los hogares  
Porcentaje sobre la Renta Disponible Bruta trimestral  
Corregido de efectos estacionales y de calendario



Fuente: [CTNFSI, INE](#)

Los datos del cuarto trimestre de 2023 mostraron que la renta bruta disponible de los hogares creció un 9,8%. El ahorro de los hogares desestacionalizado como porcentaje de la renta disponible aumentó un 2,7%, pasando del 10,4% en el cuarto trimestre de 2022 al 13,1%, muy por encima de su media anterior al COVID (6,9%). Los hogares registraron una capacidad de financiación neta de 42.361 millones de euros en 2023, frente a los 2.500 millones de euros en 2022.

# España

La inflación sigue siendo elevada y los márgenes de beneficio se han desplomado, pero el desempleo sigue siendo bajo. Las rentabilidades reales han subido desde mínimos de 2023, mientras que la rentabilidad de los dividendos se ha estabilizado en medio de un repunte de la volatilidad. Con la estabilidad monetaria en alto riesgo, el riesgo del mercado español está señalando cautela con una pizca de agresividad.



RIESGO: NEUTRAL

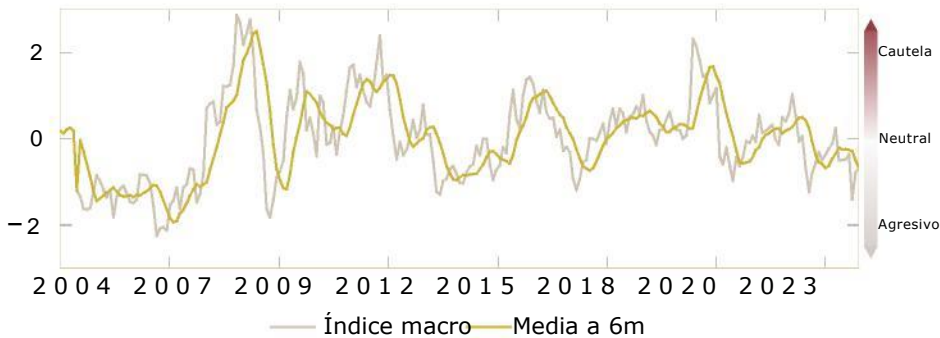
## Coyuntura



## Entorno de la inversión



## Comportamiento del mercado

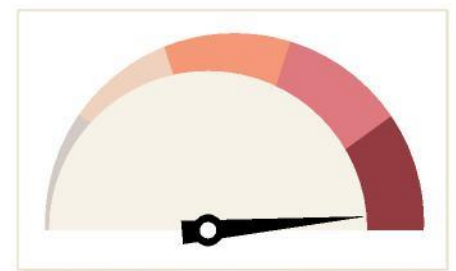


## Estadísticas macro

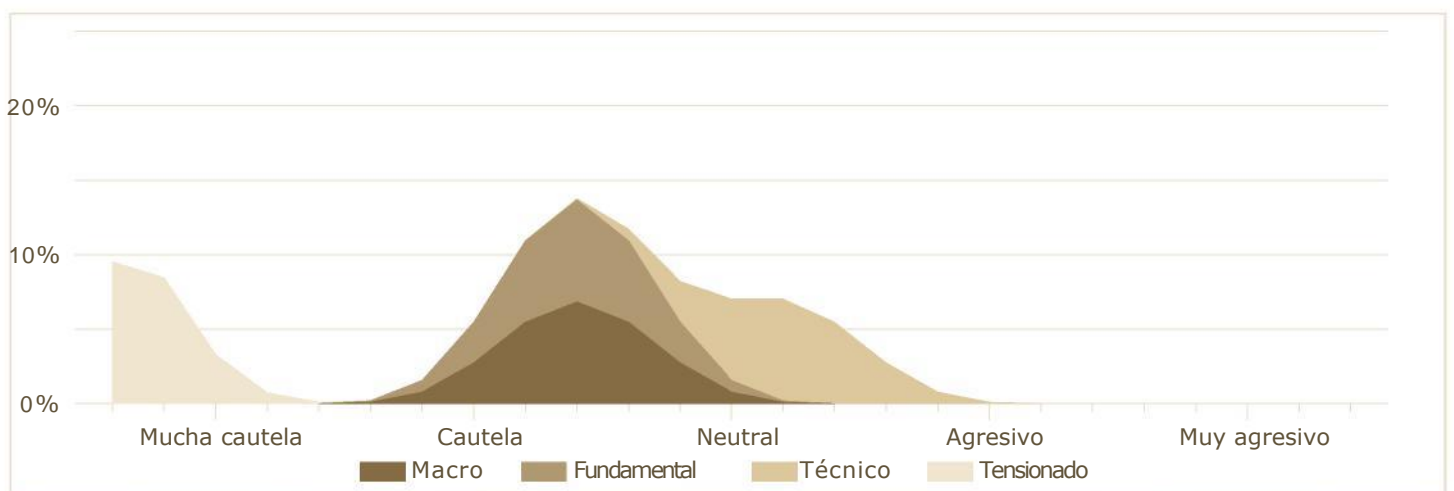
IPC	
% M1 interanual	
Desempleo	
Margen de beneficio	
Rentabilidad real a 10 años	
Rentabilidad por dividendo	
Volatilidad	

Tendencia (12m)

## Estabilidad monetaria



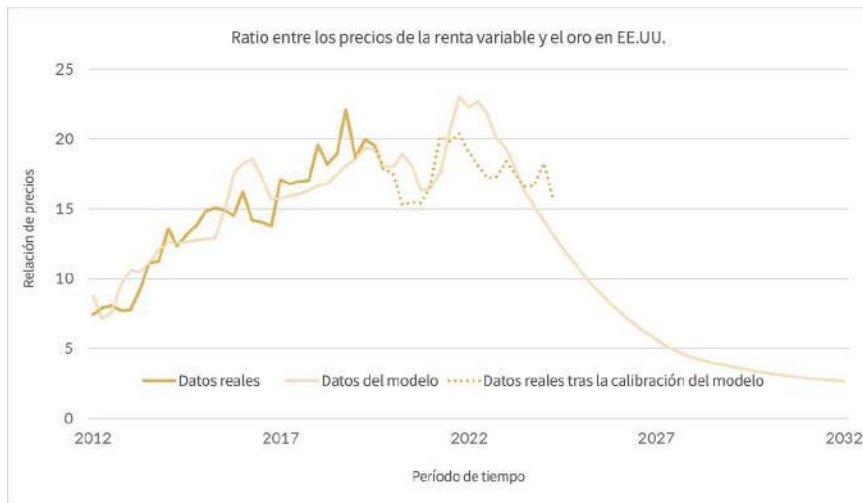
## Señal de riesgo de mercado para España



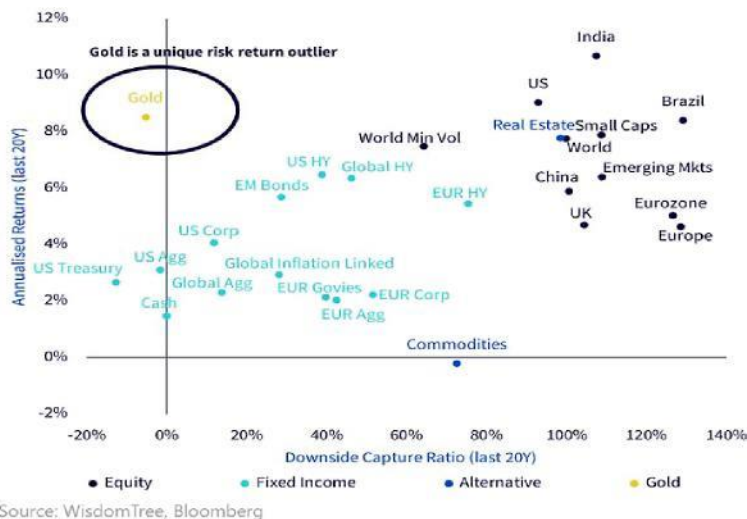
## Modelo de pronóstico de oro–acciones

El nivel actual de deuda en comparación con la producción de la economía real es similar a la situación de las naciones germánicas antes de las guerras mundiales en la década de 1910, y a la situación de Francia antes de la Revolución Francesa en la década de 1790. En escenarios con niveles de deuda tan elevados, aumenta la probabilidad de inestabilidad y de una disminución del endeudamiento. Dado que las tenencias de oro normalmente están libres de pasivos frente a terceros, el proceso de desapalancamiento tiene un impacto mucho más suave sobre los precios del oro que, por ejemplo, la renta variable. El próximo proceso de disminución del endeudamiento puede ajustarse mediante ecuaciones diferenciales acopladas, por este motivo, el oro se ha comportado mejor que las acciones a partir de 2022. El modelo se calibró en 2019, y desde entonces no se ha ajustado en función de nuevos datos de entrada.

Según estas cifras, el punto crítico en el cual los activos de la actividad económica (como la renta variable) superarán al oro se sitúa en torno al tercer trimestre de 2022. A partir de entonces, el modelo predice un rendimiento del oro superior al de las acciones (línea clara). Si observamos los datos reales de la relación entre el precio de las acciones y el del oro (línea de puntos), vemos que la tendencia del oro a superar a las acciones ya comenzó a principios de 2022. Actualmente es difícil predecir si experimentaremos otro movimiento contrario o no, pero la tendencia a largo plazo de un mayor rendimiento del oro sigue siendo clara.



## Enfoque Oro



En un reciente estudio realizado por WisdomTree sobre la rentabilidad de diversas clases de activos en los últimos 20 años, el oro destacó por su capacidad para aumentar la rentabilidad y reducir significativamente el riesgo de pérdidas. Ello constituye un argumento de peso para considerar el oro como un diversificador eficaz en una cartera equilibrada. En lugar de tratar de anticiparse a las fluctuaciones a corto plazo, es mejor que los inversores mantengan una asignación estratégica al oro por su efecto sistemáticamente positivo a la hora de mitigar el riesgo general de la inversión y, al mismo tiempo, aumentar la rentabilidad.

Es evidente que los bancos centrales comparten este sentimiento, ya que han venido acumulando reservas de oro durante los últimos años. Según el Consejo Mundial

del Oro, en 2023 los bancos centrales compraron 1.037 toneladas netas, a sólo 45 toneladas del récord en varias décadas registrado en 2022. La tendencia compradora ha continuado en 2024, y según las estadísticas de comercio exterior de Suiza, sólo en febrero, China recibió 54 toneladas de oro de refinерías suizas, lo que eleva su total del año (hasta la fecha) a 132 toneladas. En ese mismo mes, 36 toneladas fueron a parar a India, que suma un total de 50 toneladas en lo que va de año, y más de 9 toneladas cada un a a Hong Kong y Emiratos Árabes Unidos. Los principales países emisores de oro fueron Estados Unidos, con 40 toneladas, seguido de Uzbekistán, con 23 toneladas, y Canadá, con 22 toneladas.

La indicación de que las reservas de oro se están transfiriendo de EE.UU. a China puede ser un reflejo de un cambio de poder geopolítico y económico similar.