

21 marzo 2022

Visión de Mercado Marzo 2022

Natalia Aguirre Vergara



Rusia invade Ucrania (24-febrero), presionando a activos de riesgo, para luego recuperar posiciones

	INDICES	ACTUAL	2021	Enero	Febrero	Marzo	Variación 2022	Pre-Invasión Rusa (23/02)	Invasión Rusa (24/02)
EUROPA	IBEX 35	8389,2	7,9%	-1,2%	-1,6%	-1,1%	-3,7%	-0,6%	2,3%
	EUROSTOXX 50	3881,8	21,0%	-2,9%	-6,0%	-1,1%	-9,7%	-2,3%	1,4%
	DAX	14327,0	15,8%	-2,6%	-6,5%	-0,9%	-9,8%	-2,1%	2,0%
	MSCI ITALY	62,0	20,2%	-1,5%	-5,0%	-5,1%	-11,3%	-7,3%	-3,2%
	MSCI UK	2126,7	15,0%	1,8%	0,3%	0,0%	2,2%	-0,4%	3,5%
EE.UU.	S&P 500	4461,2	26,9%	-5,3%	-3,1%	2,0%	-6,4%	5,6%	4,0%
	NASDAQ 100	14376,1	26,6%	-8,5%	-4,6%	1,0%	-11,9%	6,4%	2,9%
	RUSSELL 2000	2065,9	13,7%	-9,7%	1,0%	0,9%	-8,0%	6,3%	3,5%
ASIA	NIKKEI 225	26827,4	4,9%	-6,2%	-1,8%	1,1%	-6,8%	1,4%	3,3%
	HANG SENG	21221,3	-14,1%	1,7%	-4,6%	-6,6%	-9,3%	-10,3%	-7,3%
	MSCI CHINA	70,7	-22,4%	-2,9%	-3,7%	-10,2%	-16,1%	-12,4%	-9,8%
EMERGENTES	MSCI ASIA PACIFIC	177,4	-3,4%	-4,4%	-1,3%	-2,7%	-8,2%	-4,4%	-1,3%
	MSCI EM LATIN AMERICA	2544,8	-13,1%	7,3%	4,7%	6,3%	19,5%	6,9%	9,3%
	MSCI EMERGING MARKETS	1115,3	-4,6%	-1,9%	-3,1%	-4,8%	-9,5%	-7,6%	-3,4%
GLOBAL	MSCI WORLD	3010,1	20,1%	-5,3%	-2,7%	1,1%	-6,9%	3,5%	3,6%
	MSCI ACWI	700,8	16,8%	-5,0%	-2,7%	0,4%	-7,2%	2,1%	2,8%

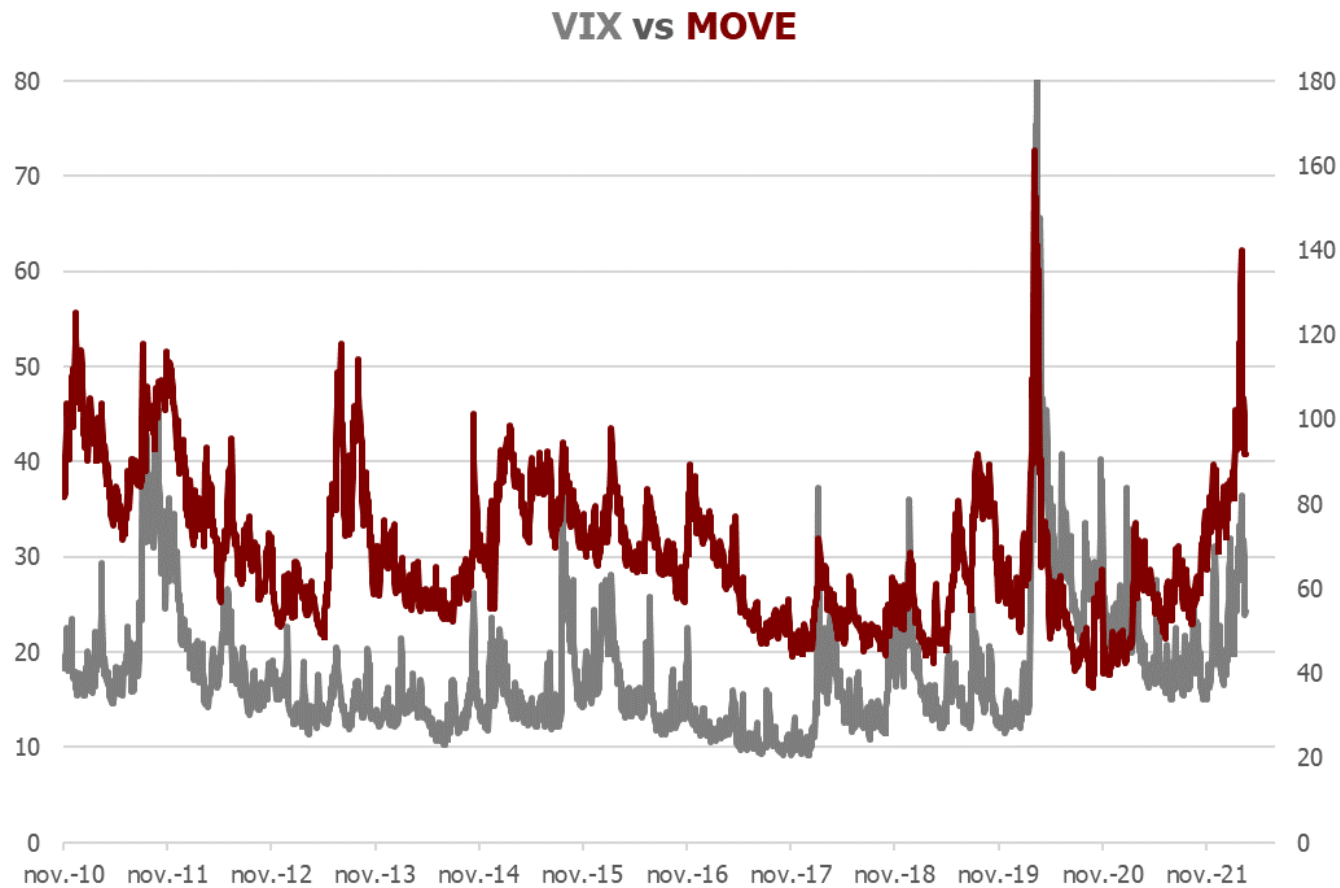
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 17/03/2022

Fuerte aumento inicial de volatilidad, metales preciosos y materias primas al alza

DIVISAS MUNDIALES, MATERIAS PRIMAS Y VOLATILIDAD									
		ACTUAL	2021	Enero	Febrero	Marzo	Variación 2022	Desde MÁX. 2021/22	Fecha Máx. 2021/22
DIVISAS	EUR/USD	1,11	-6,9%	-1,2%	-0,1%	-1,1%	-2,5%	-10,0%	06/01/2021
	EUR/GBP	0,84	-5,9%	-0,7%	0,1%	0,9%	0,3%	-6,9%	06/01/2021
	EUR/CHF	1,04	-4,0%	0,4%	-1,2%	1,0%	0,2%	-6,5%	04/03/2021
	EUR/JPY	131,54	3,7%	-1,2%	-0,2%	2,0%	0,5%	-1,8%	31/05/2021
	EUR/CNY (renminbi)	7,04	-9,8%	-1,3%	-0,7%	-0,5%	-2,5%	-11,6%	06/01/2021
CRUDO	BRENT	106,6	50,2%	17,3%	10,7%	5,6%	37,1%	-16,7%	08/03/2022
	WTI	103,0	55,0%	17,2%	8,6%	7,6%	36,9%	-16,8%	08/03/2022
METALES PRECIOSOS	ORO	1942,9	-3,6%	-1,8%	6,2%	1,8%	6,2%	-5,3%	08/03/2022
	PLATA	25,4	-11,7%	-3,6%	8,8%	3,8%	8,9%	-12,6%	01/02/2021
	PLATINO	1026,1	-9,6%	5,5%	2,5%	-2,0%	5,9%	-21,4%	15/02/2021
	PALADIO	2517,0	-22,2%	23,7%	5,8%	1,0%	32,1%	-20,6%	08/03/2022
VOLATILIDAD	VIX (S&P 500)	25,7	-24,3%	44,2%	21,4%	-14,9%	49,1%	-31,0%	27/01/2021
	V2X (Eurostoxx)	32,0	-17,6%	40,2%	30,7%	-9,3%	66,2%	-35,5%	04/03/2022

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 17/03/2022

Volatilidad acercándose a máximos de marzo 2020, posterior moderación



Fuente: Bloomberg

Si a principios de año el incremento de volatilidad venía del **riesgo de retirada rápida de bancos centrales...**

...ahora se suma el riesgo geopolítico y un mayor shock inflacionario, incrementando el riesgo de estanflación.

Incierto impacto en el crecimiento económico

**Cuadro macro en revisión (crecimiento a la baja, inflación al alza)
con impacto dependiente de duración e intensidad del conflicto bélico**

% anual	2020	FMI (ENE 22)			OCDE (DIC 21)			CE (Otoño 2021)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Mundo	-3,3	5,9	4,4	3,8	5,6	4,5	3,8	5,7	4,5	3,5
Desarrolladas	-4,7	5,0	3,9	2,6	-	-	-	-	-	-
EEUU	-3,5	5,6	4,0	2,6	5,6	3,7	2,4	5,8	4,5	2,4
Área Euro	-6,6	5,2	3,9	2,5	5,2	4,1	2,5	5,0	4,3	2,5
Alemania	-4,9	2,7	3,8	2,5	2,9	4,1	2,4	2,7	4,6	1,7
Francia	-8,2	6,7	3,5	1,8	6,8	4,2	2,1	6,5	3,8	2,3
Italia	-8,9	6,2	3,8	2,2	6,2	4,6	2,6	6,2	4,3	2,3
España	-11,0	4,9	5,8	3,8	5,5	5,5	3,8	4,6	5,5	4,4
Japón	-4,8	1,6	3,3	1,8	3,3	3,4	1,1	2,4	2,3	1,1
Reino Unido	-9,9	7,2	4,7	2,3	6,9	4,7	2,1	6,9	4,8	1,7
Emergentes	-2,2	6,5	4,8	-	-	-	-	-	-	-
Brasil	-4,1	4,7	0,3	0,6	5,0	1,4	2,1	5,9	2,5	2,4
México	-8,2	5,3	2,8	2,7	5,9	3,3	2,5	5,0	4,3	2,5
Rusia	-3,1	4,5	2,8	2,1	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
India	-8,0	9,0	9,0	7,1	9,4	8,1	5,5	9,0	7,8	6,0
China	2,3	8,1	4,8	5,2	8,1	5,1	5,1	7,9	5,3	5,3

Fuente: FMI, OCDE, CE

Apoyos:

- Mantenimiento de favorables condiciones financieras pese a inicio de normalización monetaria, aunque la presión inflacionista aumenta riesgo de error de política monetaria.
- Políticas fiscales expansivas: mayor gasto en defensa y energía verde (reducir dependencia de Rusia).
- Estímulos adicionales en China (monetarios y fiscales).

Riesgos:

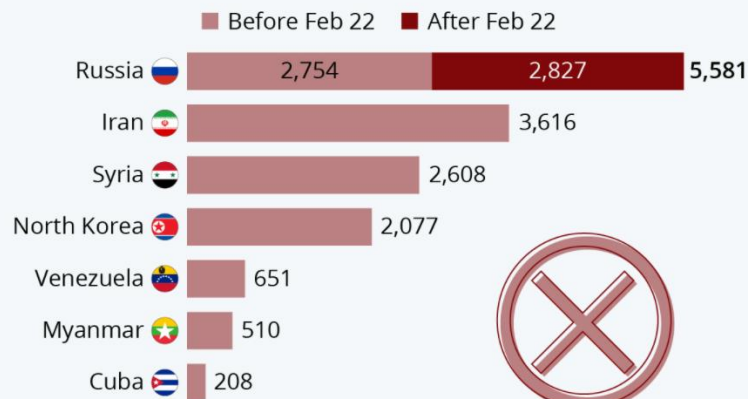
- Estancamiento: inflación persistentemente alta (empeorada por shock energético y alimentos) + impacto en actividad (menor renta disponible de consumidores, menor competitividad de industria).
- Cuellos de botella prolongados en el tiempo (conflicto bélico, políticas cero Covid en Asia).
- Rebrotos Covid que impliquen restricciones relevantes a la actividad (manufacturas, servicios), especialmente en China (1T22e crecimiento cuasinulo) que podría recortar el crecimiento del PIB 22 a +4,5%.

Sanciones a Rusia. Ahogo económico. Recesión...

- **Exclusión del SWIFT a algunos bancos rusos** (evitar impacto en sector energético dada la dependencia de Europa del gas ruso).
- **EEUU prohíbe importaciones de crudo ruso.** UE no puede hacerlo por elevada dependencia energética, que intentará reducir a futuro (plan REPowerEU).
- **Congelación de activos del Banco Central ruso** complica la defensa del rublo (-30% vs usd). Empobrecimiento de la población rusa.
- Previsible **recesión** (caídas de PIB estimadas en torno a -10%) **y default de Rusia.**

The World's Most-Sanctioned Countries

Number of currently active sanctions by target country*

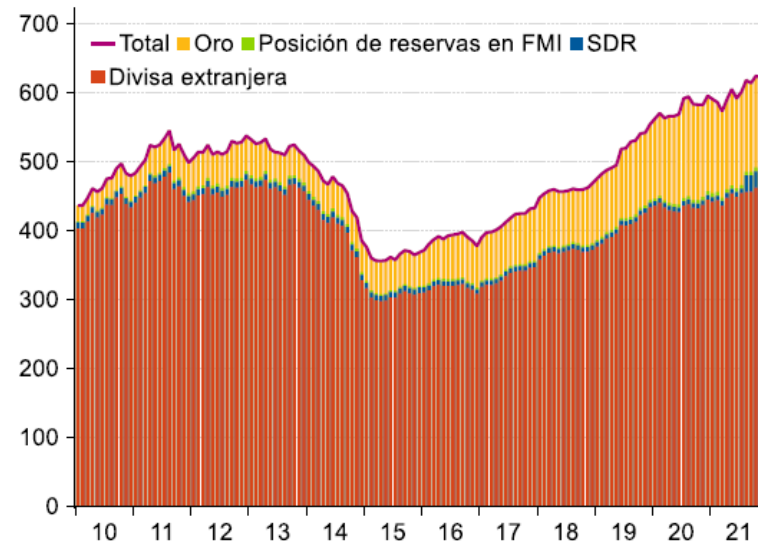


As of March 9, 2022

* Sanctions targeting individuals or entities excluding sectoral sanctions.

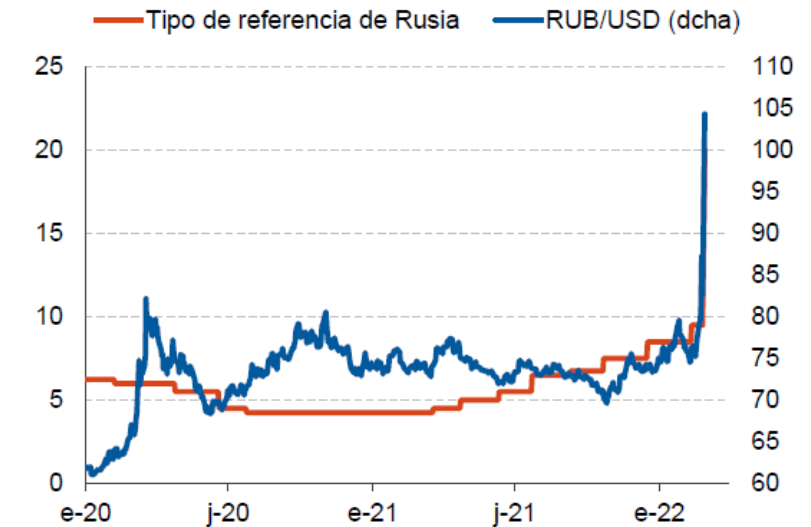
Source: Castellum.AI

Composición de reservas del Banco Central de Rusia (miles de millones, USD)



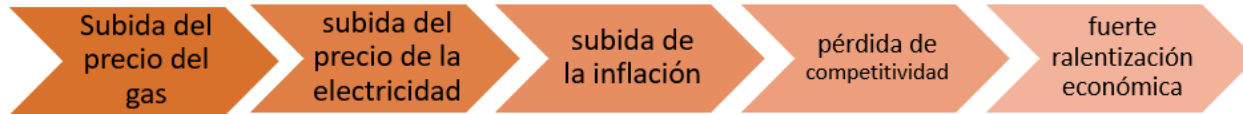
Fuente: Afi, Bloomberg

Tipo de interés de referencia (%) y RUB/USD



Canales de impacto

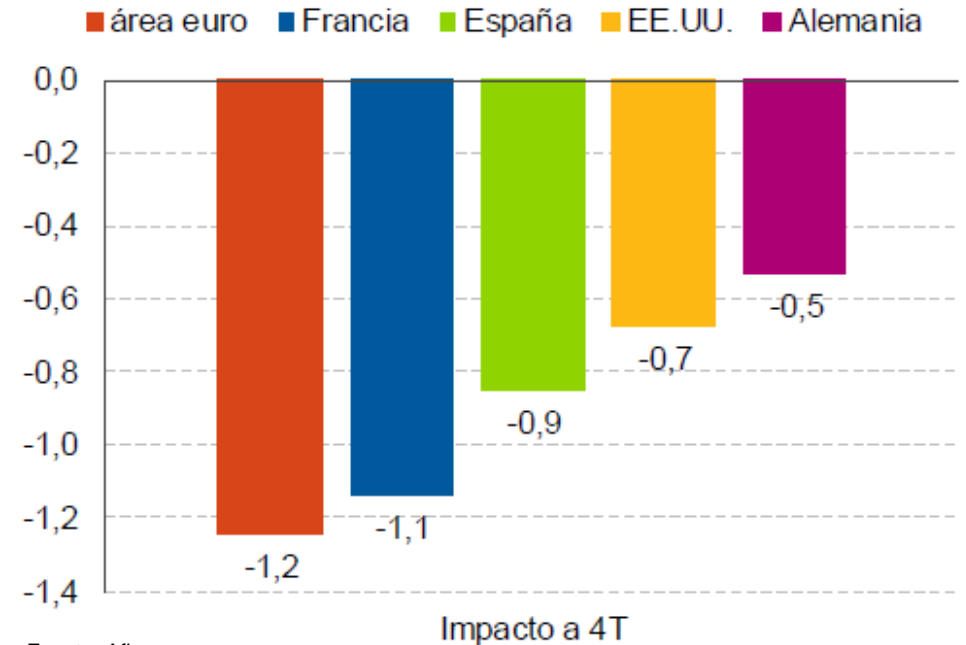
☐ Coste energético:



- Menor competitividad de industria europea
- Menor poder adquisitivo de consumidores



Impacto en el consumo de una aceleración de 1pp anual en la subyacente (pp)



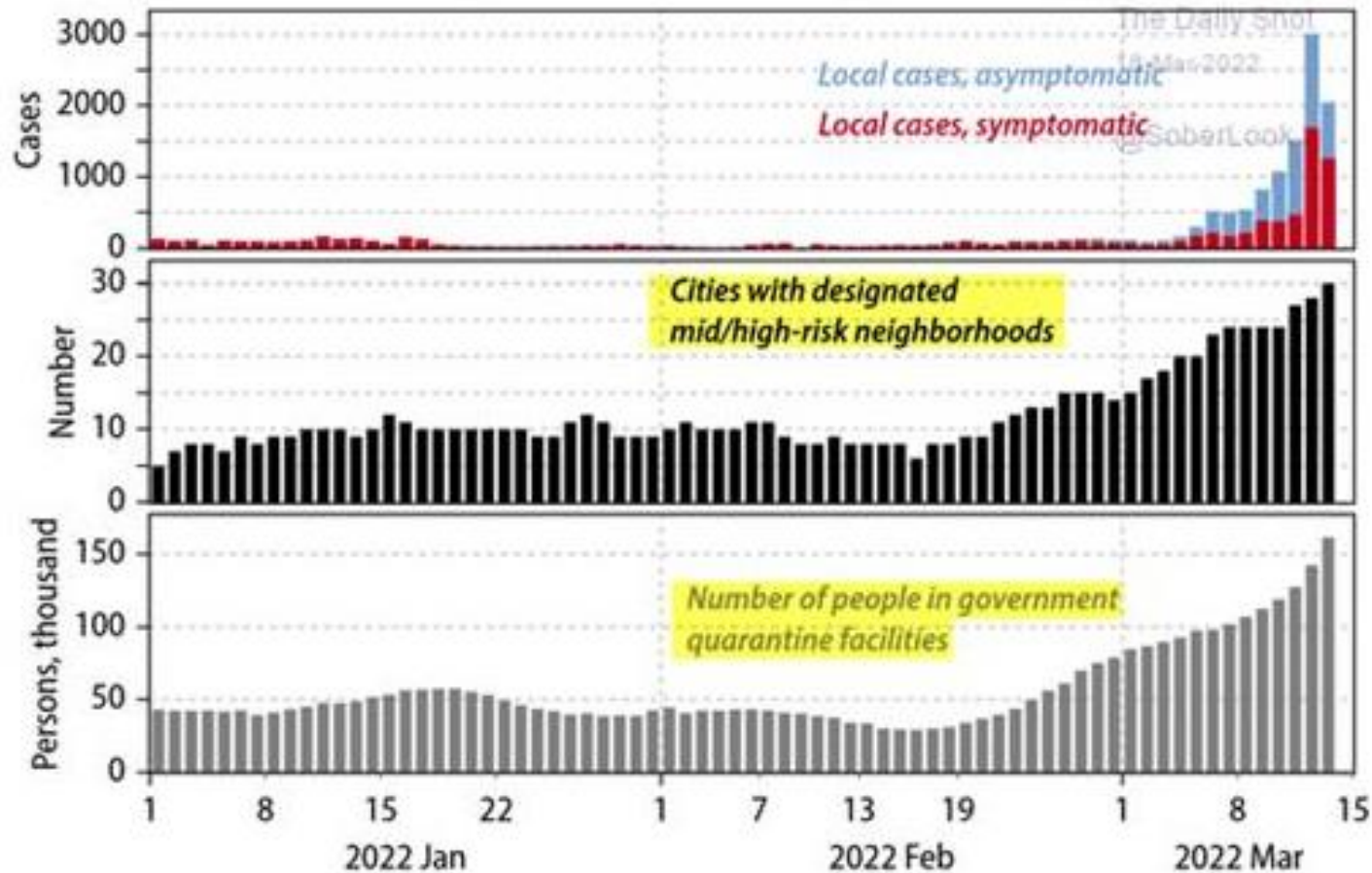
☐ Coste de alimentos:

Limitaciones a exportación de nitrato de amonio, potasa...

...precios de fertilizantes al alza, mayores precios de alimentos.

Política cero Covid en China: riesgo adicional sobre crecimiento y cadenas de suministro

Nº casos Covid y cuarentenas



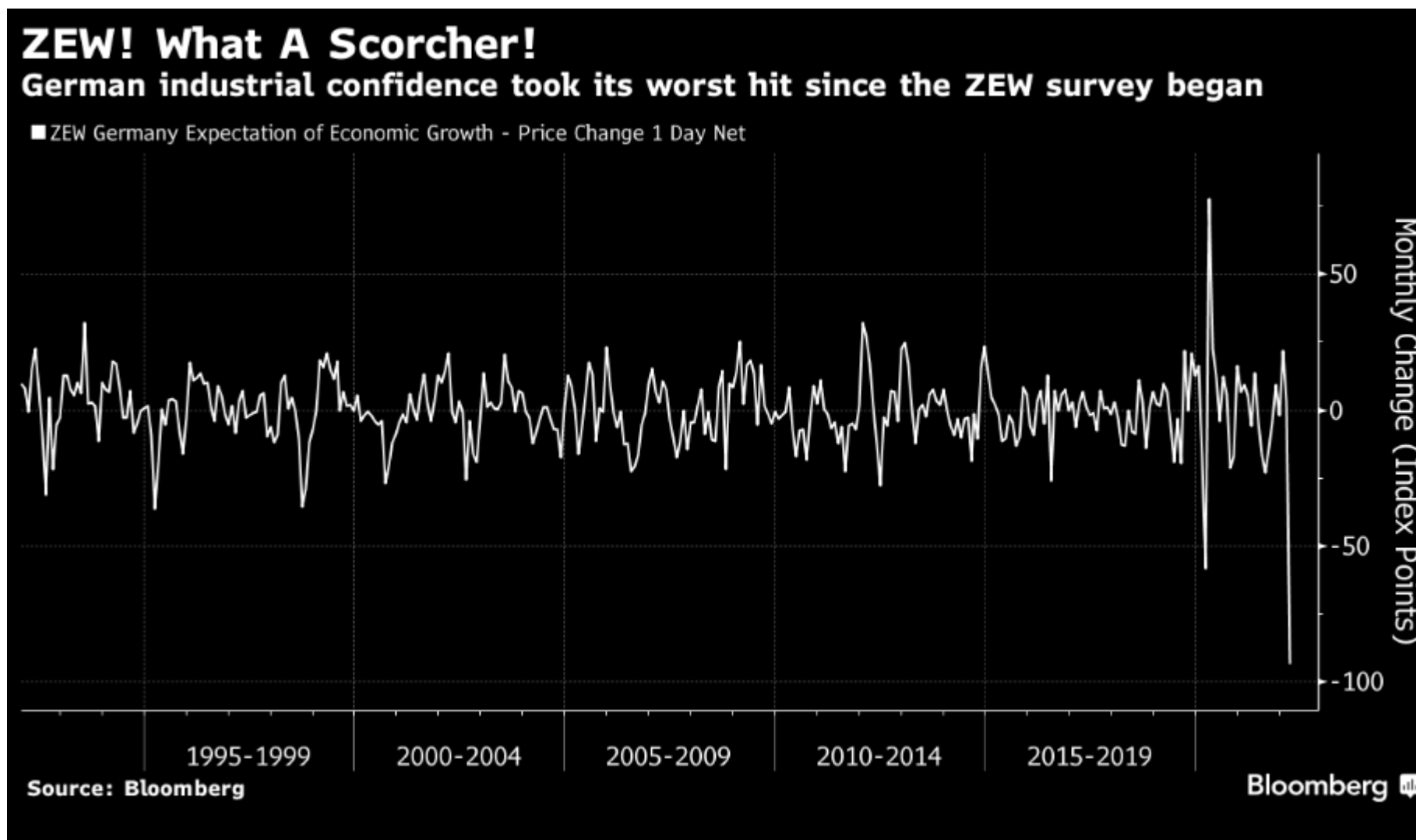
Fuente: State Council, CEIC, Gavekal Dragonomics / Macrobond

Tolerancia cero de China. Varias ciudades **confinadas** ante repunte de casos Covid (mayor ola desde inicio pandemia), total de **40 mln personas**, incluido todo **Shenzen** (donde está el cuarto mayor **puerto** de contenedores) y Jilin.

Disrupción en puertos **afecta a las cadenas globales de producción**, con el consiguiente **impacto inflacionista adicional (no solucionable con subidas de tipos** al ser un problema de oferta y no de demanda).

Varios fabricantes (Apple, Foxconn, Toyota and Volkswagen), obligados a **parar producción** en China. **Dongguan** (parte de Guangdong, 11% PIB y 23% exportaciones China en 2021) para las fábricas. ¿Próximo **Shanghai?**

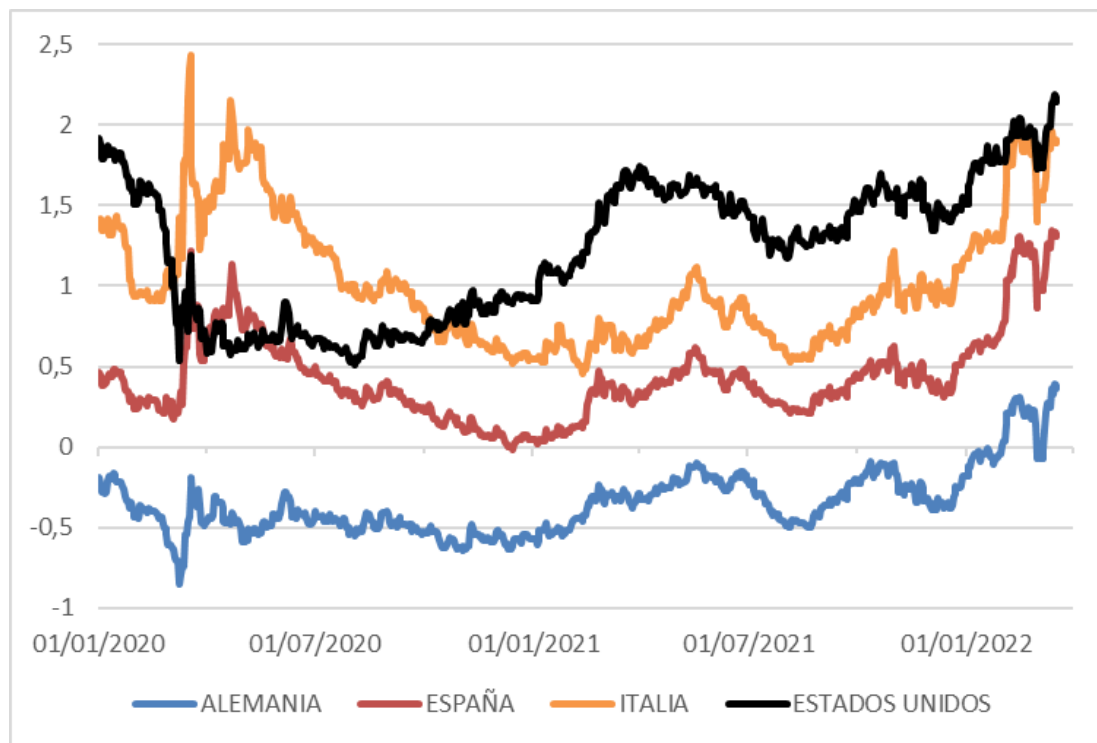
Las primeras encuestas de marzo reflejan un fuerte deterioro



¿Y los bancos centrales?

Inicial moderación del discurso (y TIRes a la baja) ante los riesgos sobre el crecimiento...pero el shock inflacionario obliga a continuar adelante con la normalización monetaria, incluso a acelerarla, impulsando las TIRes al alza.

TIR 10 años. Evolución 2020-hoy



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 18/03/2022

	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años	Var 2022 Tipos 10 años
Alemania	-0,37	0,07	0,15	0,36	0,56	0,54
Francia	-0,30	0,29	0,47	0,82	1,33	0,62
España	-0,02	0,57	0,85	1,31	1,91	0,75
Italia	0,08	0,91	1,45	1,89	2,48	0,72
Portugal	-	0,31	0,69	1,17	1,95	0,71
Grecia	0,10	1,54	-	2,64	3,14	1,30
USA	1,90	2,12	2,16	2,15	2,44	0,64

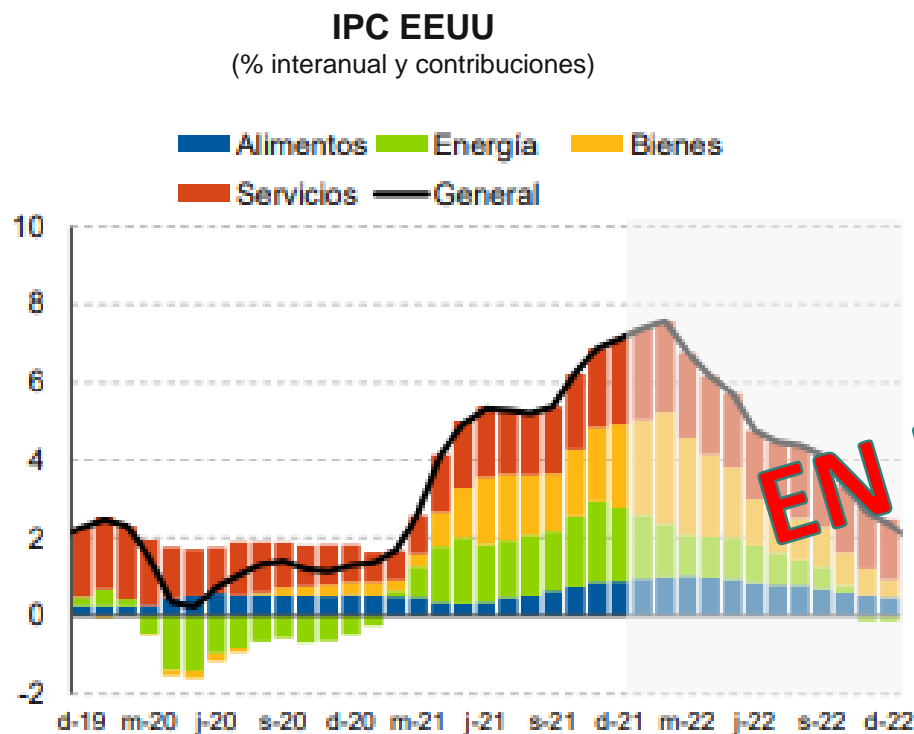
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 18/03/2022

¿Dónde está el pico de inflación?

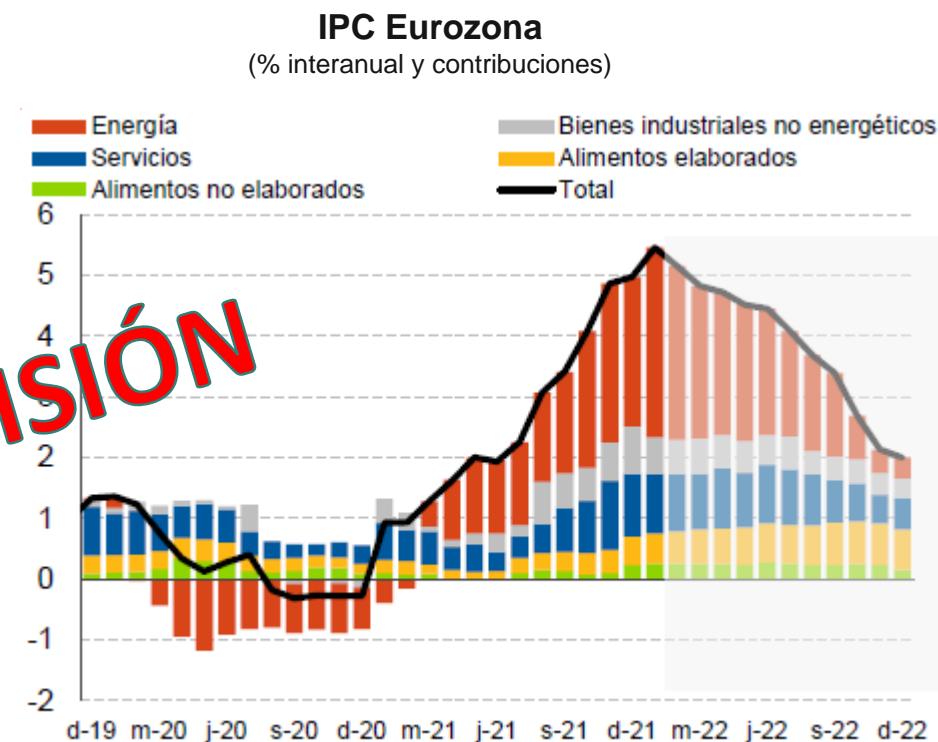
Duración e intensidad del conflicto de Ucrania, claves.

La esperada moderación en 2S22 queda en entredicho, a la espera de comprobar cómo evolucionan:

- Precios energéticos y de alimentos, condicionados por el riesgo geopolítico.
- Cadenas de suministro complicándose (guerra Ucrania, política cero Covid en China).



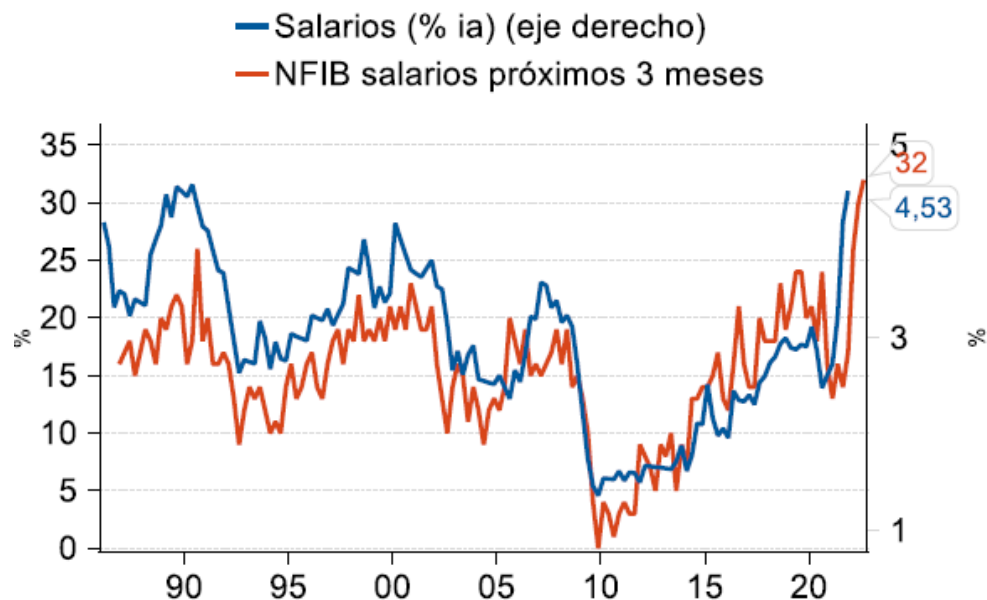
Fuente: AFI, Macrobond



Fuente: AFI, Macrobond

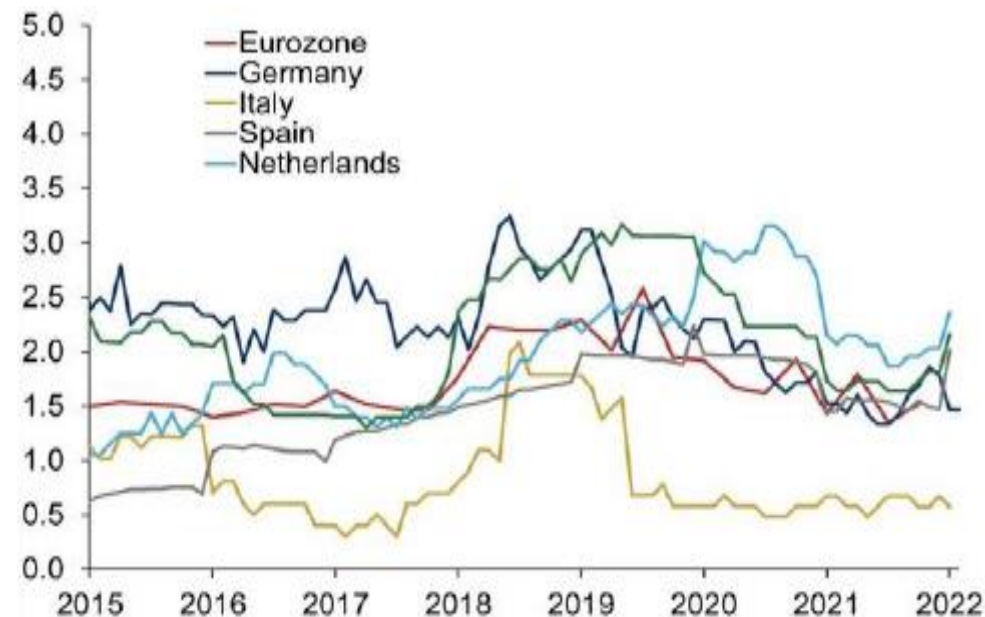
¿Efectos de segunda ronda? Mayores en EEUU que en Eurozona

**EEUU: Salarios
y expectativas de aumentos salariales**



Fuente: Afi, Macrobond

Eurozona: Salarios negociados



Fuente: Oxford Economics, Macrobond

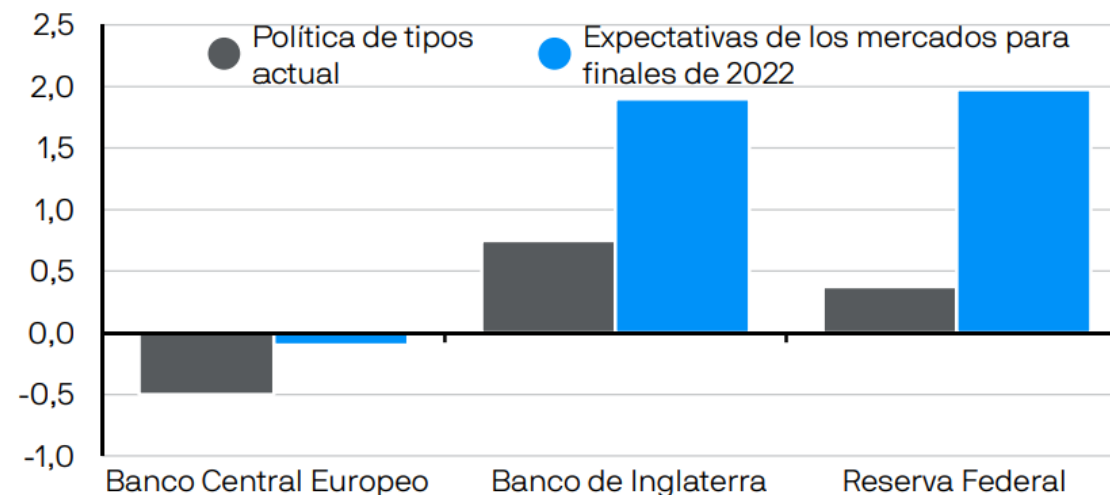
Fechas claves en política monetaria

CALENDARIO REUNIONES BANCOS CENTRALES 2022

BCE	FED	BoE
3 febrero	26 de enero	3 febrero
10 marzo	16 de marzo	17 marzo
14 abril	4 de mayo	5 mayo
9 junio	15 de junio	16 junio
21 julio	27 de julio	4 agosto
8 septiembre	21 de septiembre	15 septiembre
27 octubre	2 de noviembre	3 noviembre
15 diciembre	14 de diciembre	15 diciembre

Fuente: elaboración propia

Los mercados esperan varias subidas de tipos este año (%, política de tipos de los bancos centrales)



Fuente: Refinitiv, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 17 de marzo 2022

BCE: normalización monetaria flexible, los datos mandan

Reunión 10-marzo: la normalización continúa adelante, aunque con elevada opcionalidad data- dependiente.

QE:

- PEPP concluirá a finales de marzo (en línea con lo esperado).
- **Acelera la reducción de compras de deuda APP** (Imás *hawkish* que en diciembre), **adelantando el fin del QE a 3T22 con el fin de cumplir con su objetivo de estabilidad de precios** en un entorno de fuerte presión al alza sobre la inflación (5,8% en febrero vs 2% objetivo, y con riesgo adicional al alza por energía, alimentos, cuellos de botella, depreciación del euro)...

...aunque con **elevada flexibilidad (más *dovish* respecto a febrero)** en función de la evolución de los acontecimientos, ante el incremento de riesgo de estanflación derivado del conflicto en Ucrania (**QE podría ampliarse si las expectativas de crecimiento empeoran significativamente**).

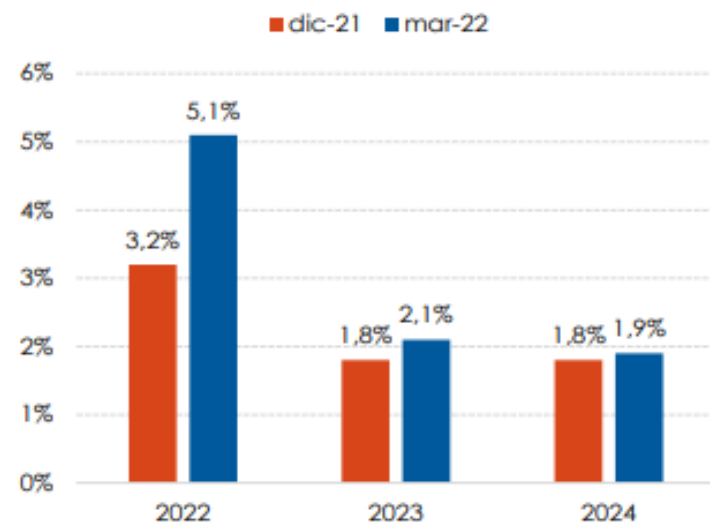
Tipos:

- Ya no hay referencia a que los tipos podrían situarse en niveles inferiores a los actuales.
- **Posible subida de tipos antes de fin de año** (“algún tiempo después” del fin del QE, lo que puede significar semanas o meses después) **si hay riesgo de desanclaje de expectativas de inflación. El mercado descuenta +40 pb en 2S23.**

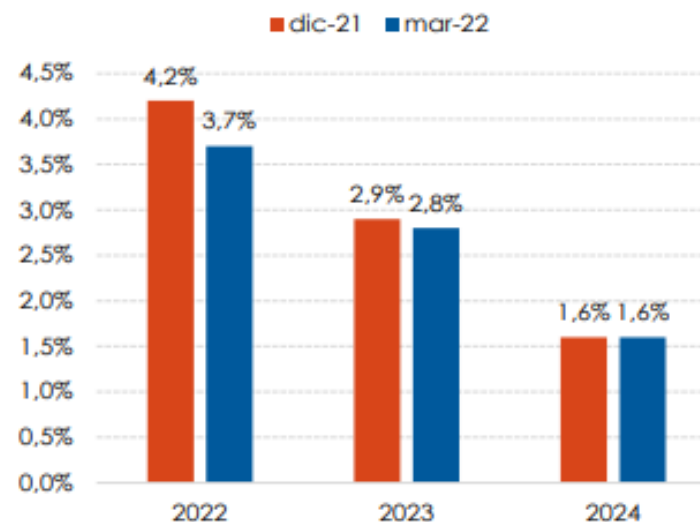
Cuadro macro BCE: revisión a la baja de crecimiento (limitada en escenario base) y fuerte revisión al alza de inflación

Escenario base

Proyecciones de inflación general para el área euro del BCE (media anual)



Proyecciones de crecimiento del PIB para el área euro del BCE (media anual)



Escenario base donde apenas se percibe impacto en crecimiento derivado de la guerra en Ucrania...

...pero sí un fuerte impacto inflacionista (+1,9pp en 2022e hasta +5,1%)

Fuente: BCE, AFI

Escenarios adverso y severo

	Adverse scenario				Severe scenario			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Real GDP	5,4	2,5	2,7	2,1	5,4	2,3	2,3	1,9
HICP inflation	2,6	5,9	2,0	1,6	2,6	7,1	2,7	1,9

Escenarios de crecimiento adverso y severo ante potenciales mayores impactos del conflicto de Ucrania (duración e intensidad del mismo son una incógnita)...

...aunque en todos ellos la inflación vuelve a objetivos del 2% a medio plazo.

Fuente: BCE

FED: tono *hawkish*, objetivo prioritario de estabilizar la inflación

Reunión 16-marzo: la Fed se pone el “sombbrero de halcón” para frenar inflación y mercado laboral tensionado.

Riesgo de error de política monetaria aumenta.

Tipos:

- **+25 p.b.**, hasta **0,25%-0,50%**, 1a subida de tipos desde diciembre de 2018.
- **Acelera subidas previstas para 2022** (dot plot hawkish), **dando prioridad absoluta a la estabilidad de precios**, ante presión inflacionista intensificada a corto plazo con conflicto de Ucrania y mercado laboral tensionado (tasa de paro 3,8% vs 3,5% pre-pandemia) e inflación muy superior a objetivo (7,9%, la mayor tasa en 40 años, sin incluir todo el impacto del shock energético, vs 2% objetivo).
- **Dot plot hawkish: 7 subidas de 25 pb en 2022 hasta 1,75-2%** (3 previstas en dic-21), **3 en 2023 hasta 2,75-3%** (igual que en dic) y sin subidas en 2024 (vs 2 anterior), con **nivel de llegada a medio plazo en 2,375%** (2,5% en dic), lo que aún con todo supone **condiciones financieras favorables en términos históricos**.

QT (Quantitative Tightening):

- La **reducción del balance** (actualmente en 8,9 bln usd) **se anunciará en próximas reuniones** (¿mayo?) **y podría comenzar en verano**.

Senda esperada para el Fedfund de los miembros del FOMC



Fuente: Afi, Fed

Cuadro macro Fed: revisión a la baja de crecimiento (pero aún sólido) y fuerte revisión al alza de inflación

Proyecciones del FOMC de marzo 2022 (%)

		2022	2023	2024	Longer run
PIB	mar-21	2.8	2.2	2.0	1.8
	dic-21	4.0	2.2	2.0	1.8
Desempleo	mar-21	3.5	3.5	3.6	4.0
	dic-21	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE	mar-21	4.3	2.7	2.3	2.0
	dic-21	2.6	2.3	2.1	2.0
PCE Core	mar-21	4.1	2.6	2.3	
	dic-21	2.7	2.3	2.1	
Fedfunds	mar-21	1.9	2.8	2.8	2.4
	dic-21	0.9	1.6	2.1	2.5

- **PIB 2022e +2,8%** (-1,2pp), 2023e +2,2% y 2024e +2% (sin cambios). **Revisión a la baja pero creciendo por encima de potencial.**
- **Sólido mercado laboral** (previsión de paro sin cambios en 3,5%e). **Pleno empleo.**
- **Inflación** (deflactor del consumo privado subyacente) **2022e +4,1%** (+1,4pp) vs +5,2% actual, 2023e +2,6% (+3 décimas), 2024e +2,3% (+2 décimas). **Alta a corto plazo, moderándose a medio aunque más lento de lo previsto.**

Fuente: Afi. Fed

Reacción de los mercados: bonos vs bolsas...¿quién se equivoca?

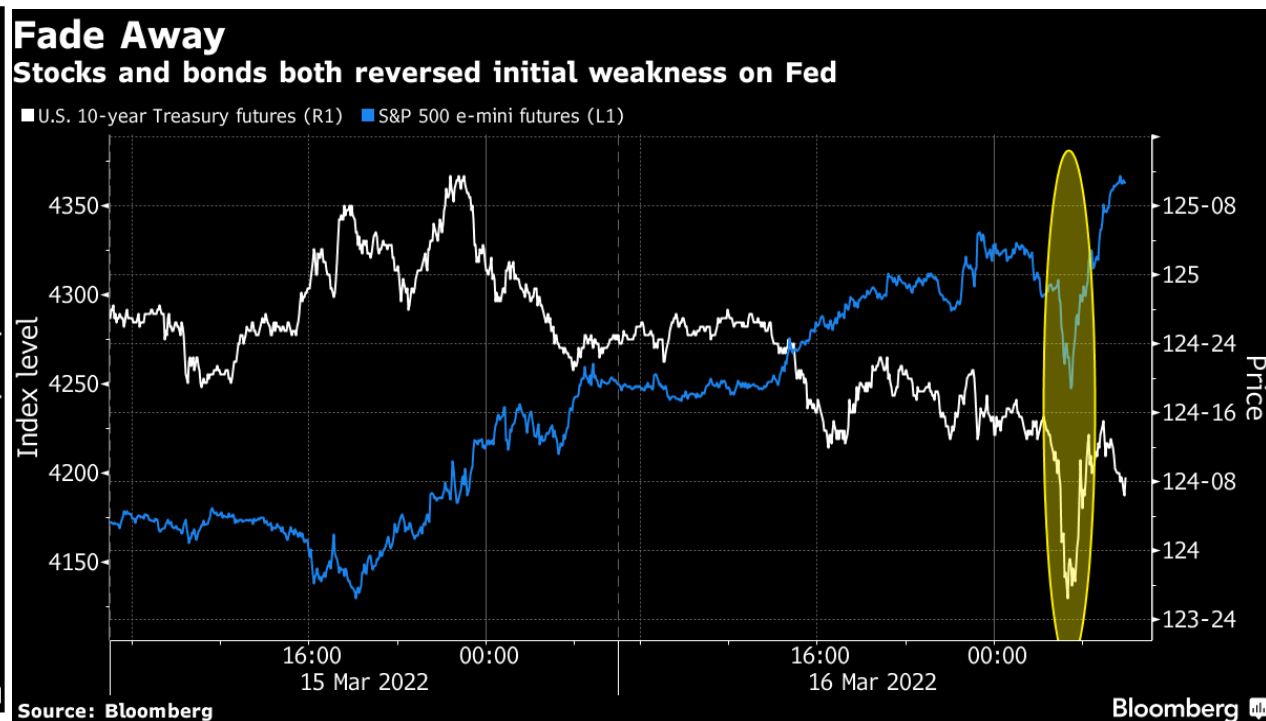
Deuda pública: Curva invertida apunta a riesgos importantes sobre el crecimiento derivados de un tensionamiento monetario excesivo.

Bolsas: tras movimiento inicial a la baja, **suben** ante declaraciones de **Powell** de que la **economía americana es lo suficientemente fuerte como para soportar las anunciadas subidas de tipos**.

¿Inversión de la curva anticipa recesión?

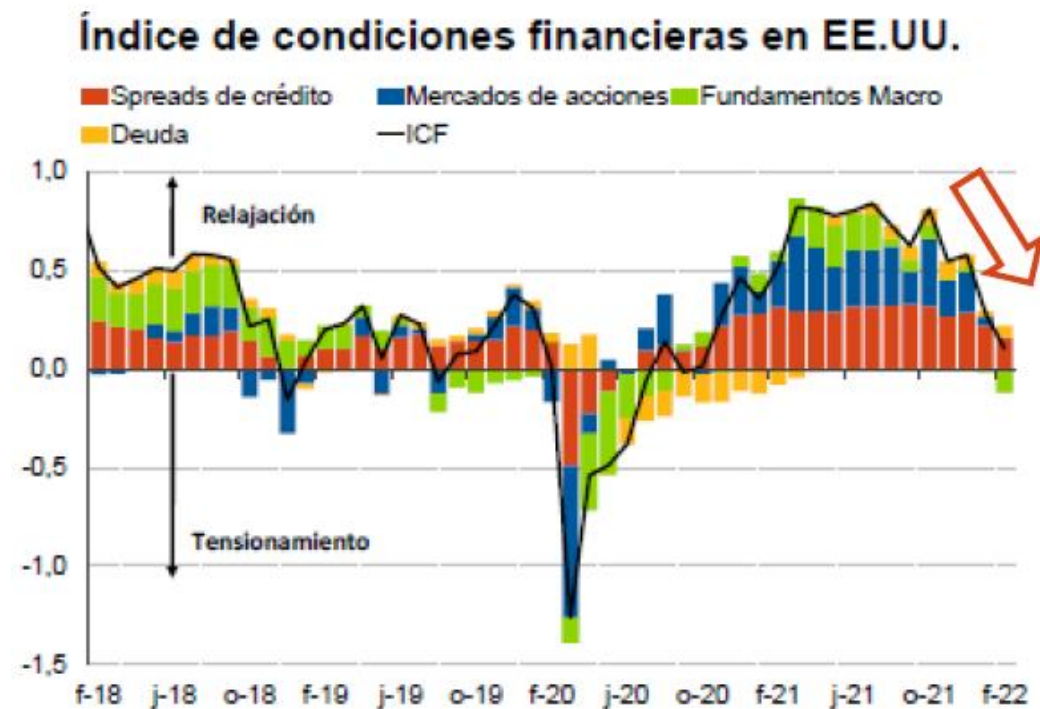


Bonos vs Bolsa tras subida de tipos de la Fed

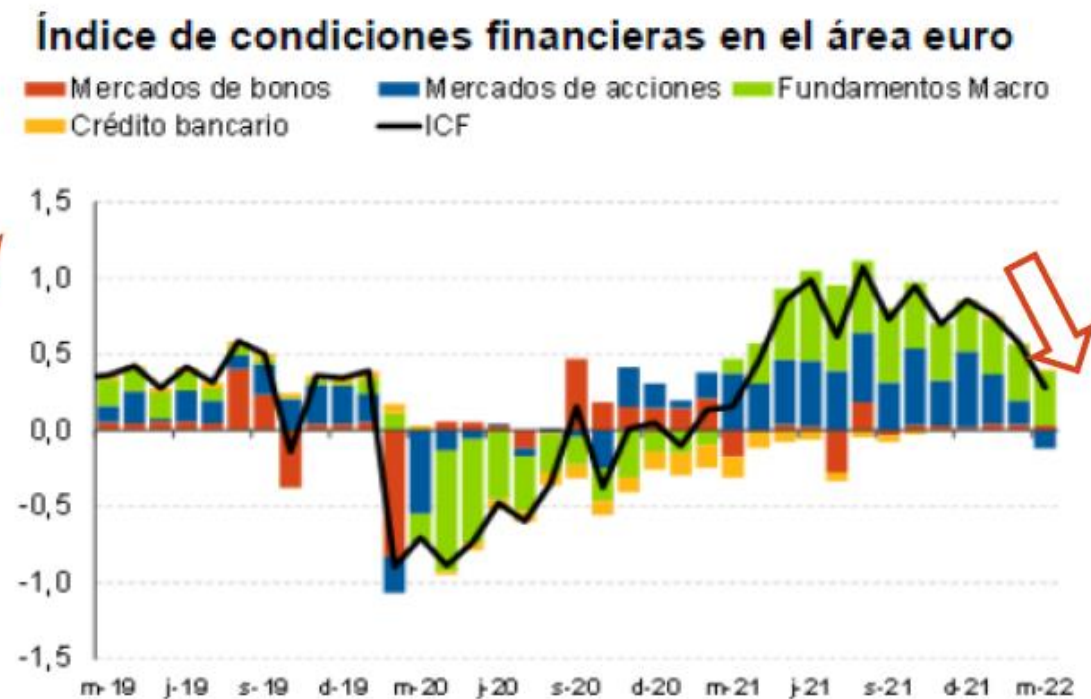


A pesar de la necesaria normalización monetaria (controlar inflación), esperamos sensibilidad ante deterioro cíclico e inestabilidad financiera

Las condiciones financieras empiezan a tensionarse de forma importante, por lo que los bancos centrales, a pesar de la presión inflacionista, deberán ser sensibles al deterioro del ciclo y la inestabilidad financiera (ejemplo, segunda mitad de 2018, con fuertes caídas en bolsa y subidas en spreads ante subidas de tipos de la Fed y anuncio de reducción de balance, que obligaron a la Fed a frenar el tensionamiento monetario).



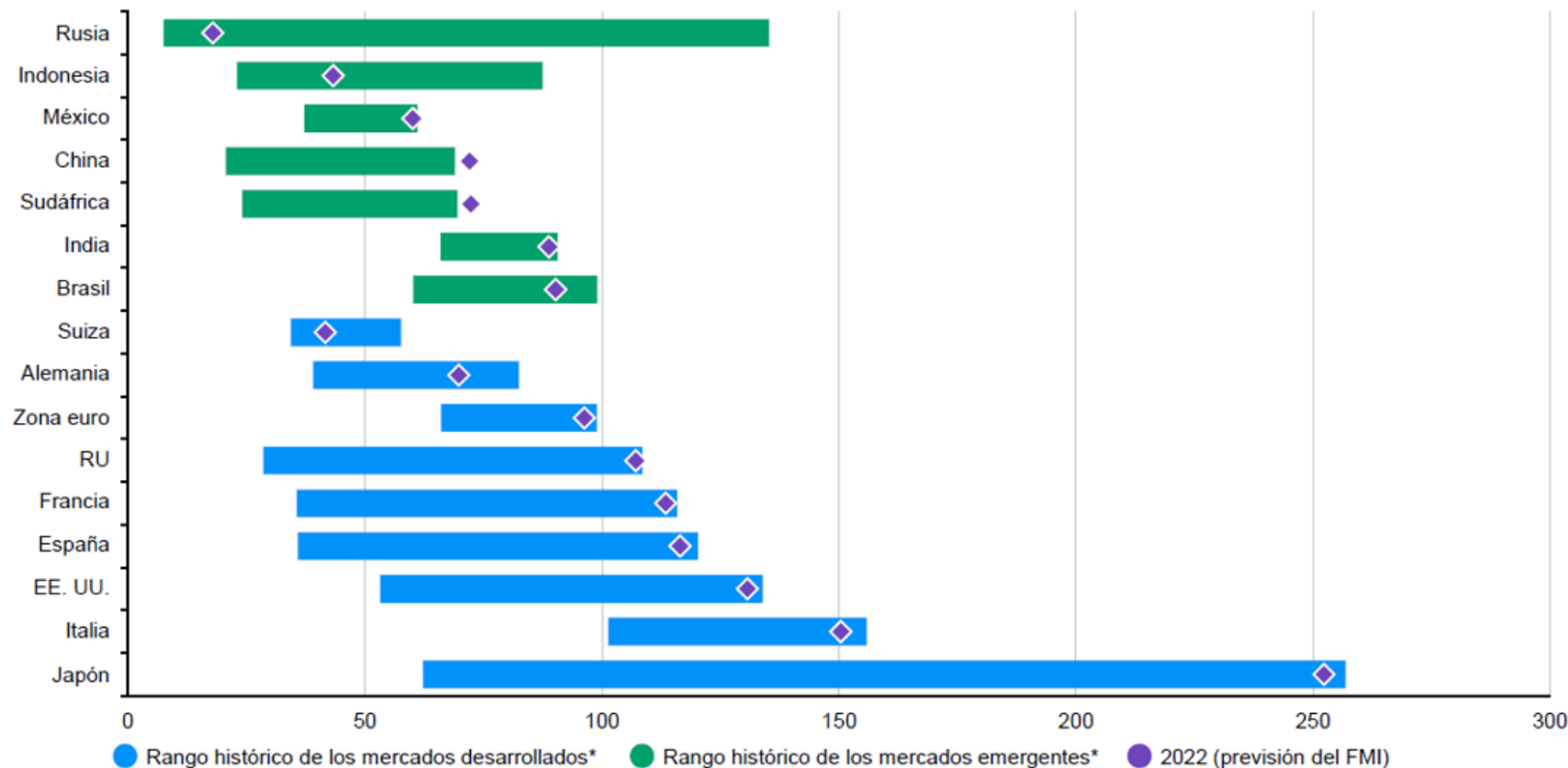
Fuente: AFI, Macrobond, Bloomberg



Fuente: AFI, Macrobond, Bloomberg

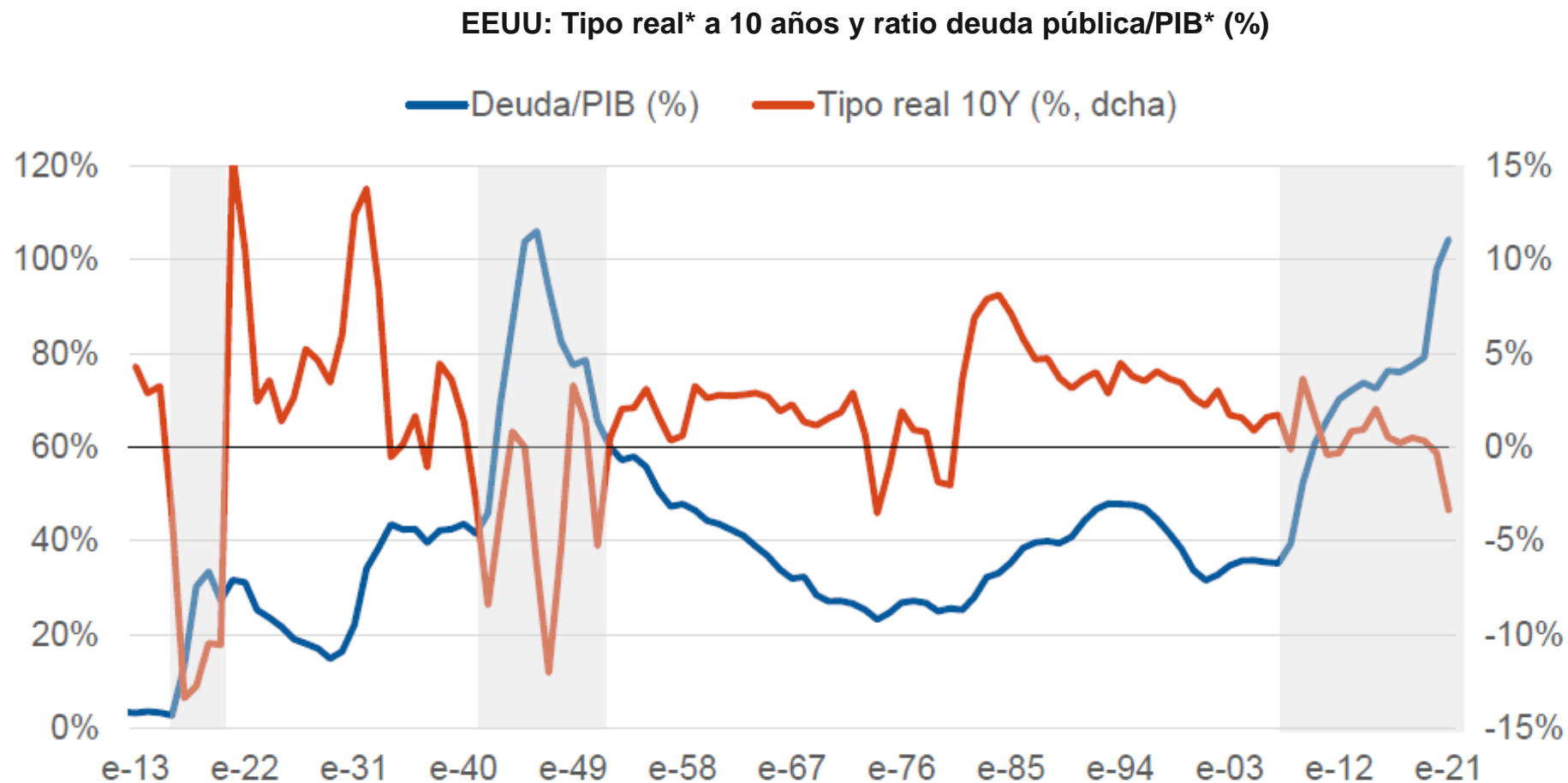
En un contexto de deuda en máximos históricos (afrontar Covid) y al alza por el mayor gasto en defensa y energías verdes...

Ratios de deuda pública bruta en proporción al PIB por país
% del PIB nominal



Fuente: FMI, Refinitiv Datastream, JP Morgan Asset Management

...los tipos reales deberán mantenerse bajos...

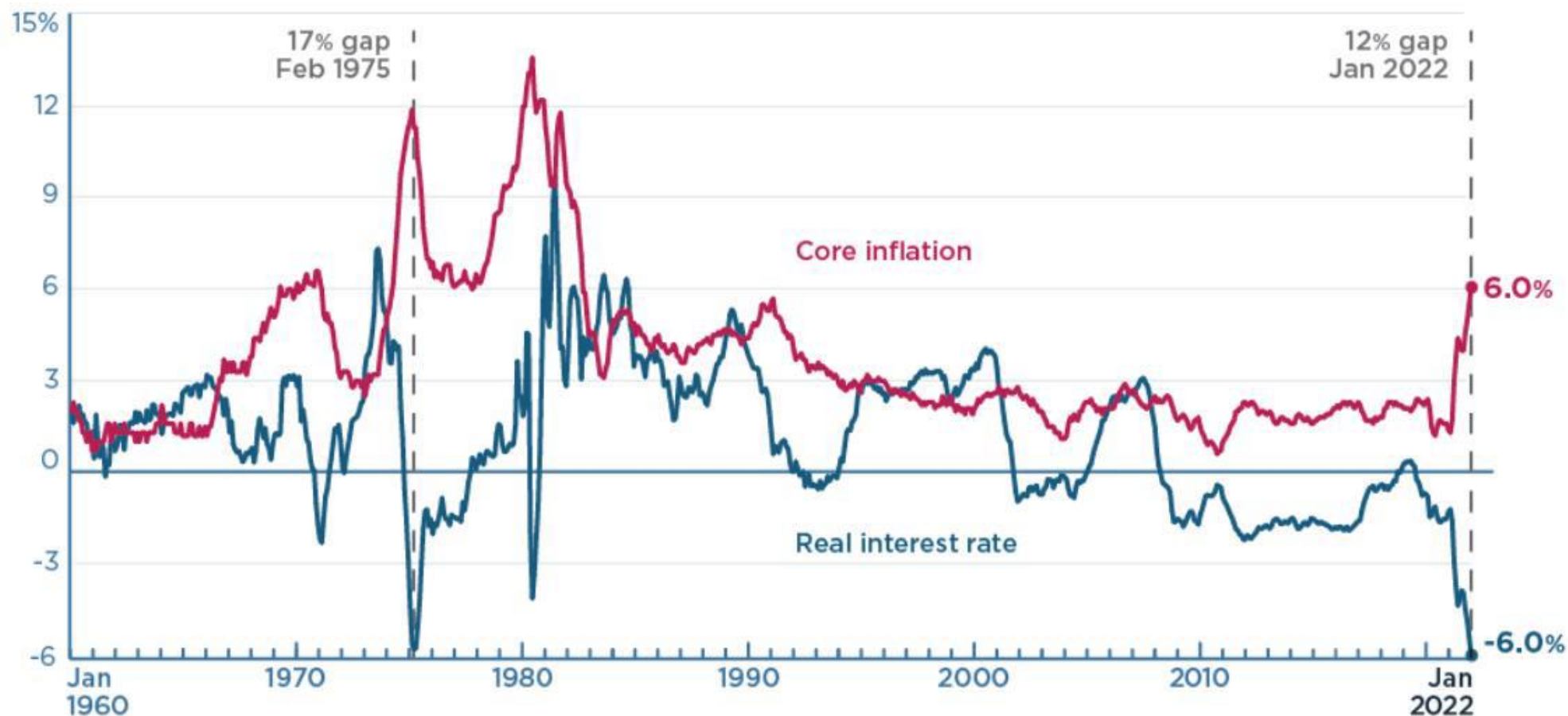


Fuente: Afi, US Treasury, BLS, Minneapolis Fed

(*) Tipo nominal a 10 años menos promedio de IPC 3 últimos años

... aunque no tan bajos como los actuales

Inflación subyacente y Tipos de interés reales



Fuente: PIIE, BLS, Federal Reserve.

Expectativas de tipos: al alza

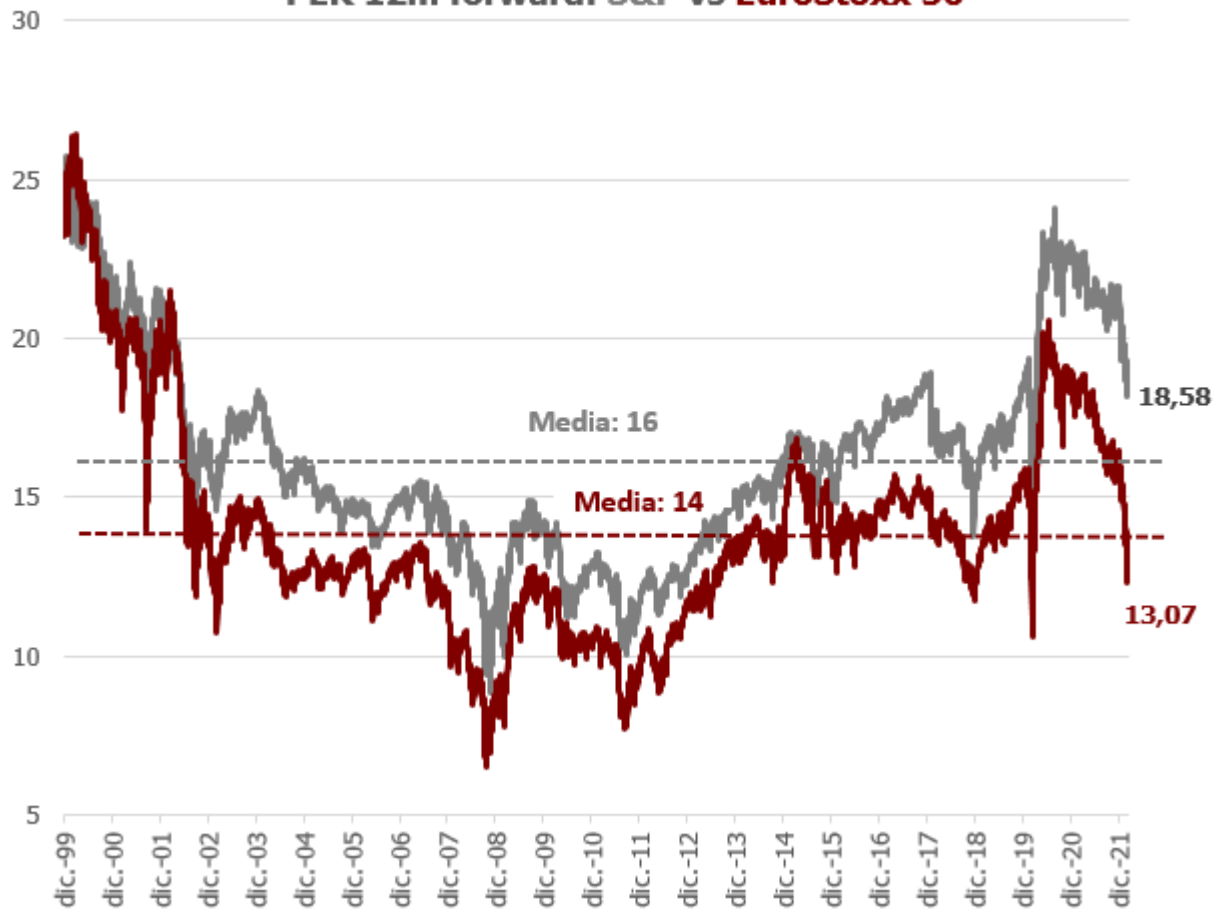
Previsiones Afi de tipos de interés en curvas USD y EUR

Deuda						MRO, FMD y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)			
	Fed	2a	5 a	10 a	30 a	%	BCE	FMD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
mar.-22	0,375	2,04	2,26	2,26	2,51	21-mar-22	0,00	-0,50	-0,21	-0,32	0,14	0,44	0,04	0,63	1,38	0,11	1,04	1,97
jun-22	0,875	2,25	2,30	2,35	2,60	mar-22	0,00	-0,50	-0,21	-0,25	0,20	0,45	0,10	0,76	1,40	0,35	1,16	2,00
sep-22	1,375	2,35	2,40	2,45	2,65	jun-22	0,00	-0,50	-0,10	-0,17	0,25	0,52	0,18	0,78	1,47	0,43	1,18	2,12
dic-22	1,875	2,50	2,50	2,55	2,75	sep-22	0,00	-0,50	0,00	-0,08	0,30	0,58	0,27	0,83	1,48	0,52	1,23	2,13
mar-23	2,625	2,60	2,60	2,65	2,80	dic-22	0,00	-0,25	0,20	0,00	0,35	0,65	0,30	0,88	1,55	0,55	1,33	2,20
jun-23	2,625	2,55	2,55	2,60	2,80	mar-23	0,25	0,00	0,40	0,12	0,46	0,74	0,42	0,96	1,64	0,67	1,41	2,29
sep-23	2,625	2,55	2,55	2,55	2,75	jun-23	0,50	0,25	0,50	0,25	0,57	0,82	0,55	1,07	1,72	0,80	1,52	2,37
dic-23	2,625	2,50	2,50	2,55	2,75	sep-23	0,75	0,50	0,65	0,37	0,69	0,91	0,67	1,19	1,81	0,92	1,64	2,46
						dic-23	0,75	0,50	0,75	0,50	0,80	1,00	0,80	1,30	1,90	1,05	1,75	2,55

Fuente: AFI, Bloomberg.

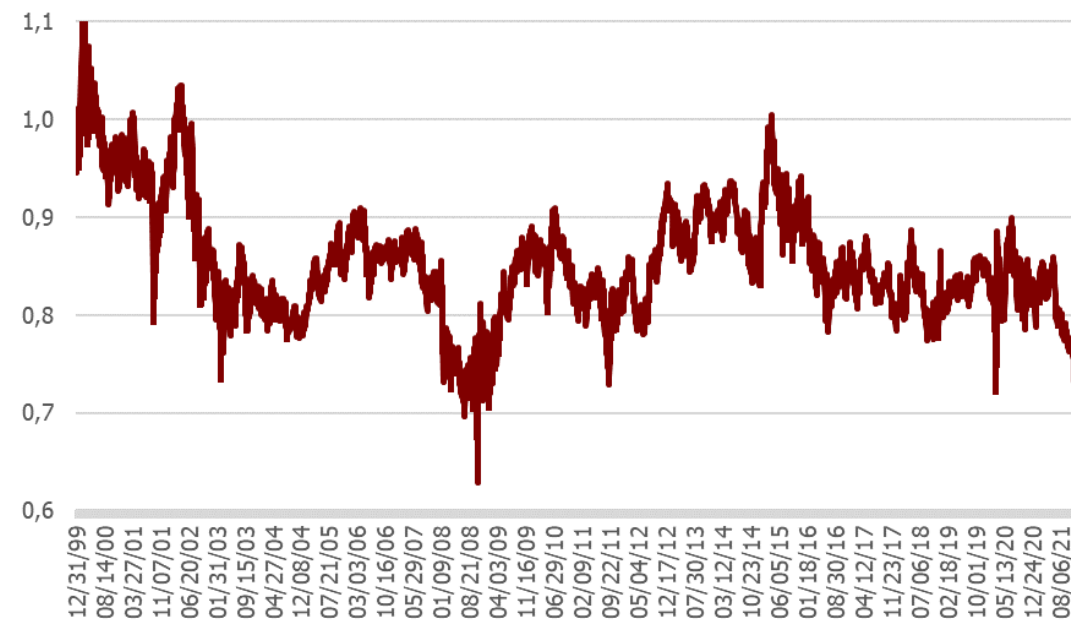
Fuerte corrección de valoraciones, sobre todo en Europa...

PER 12m forward: S&P vs EuroStoxx 50



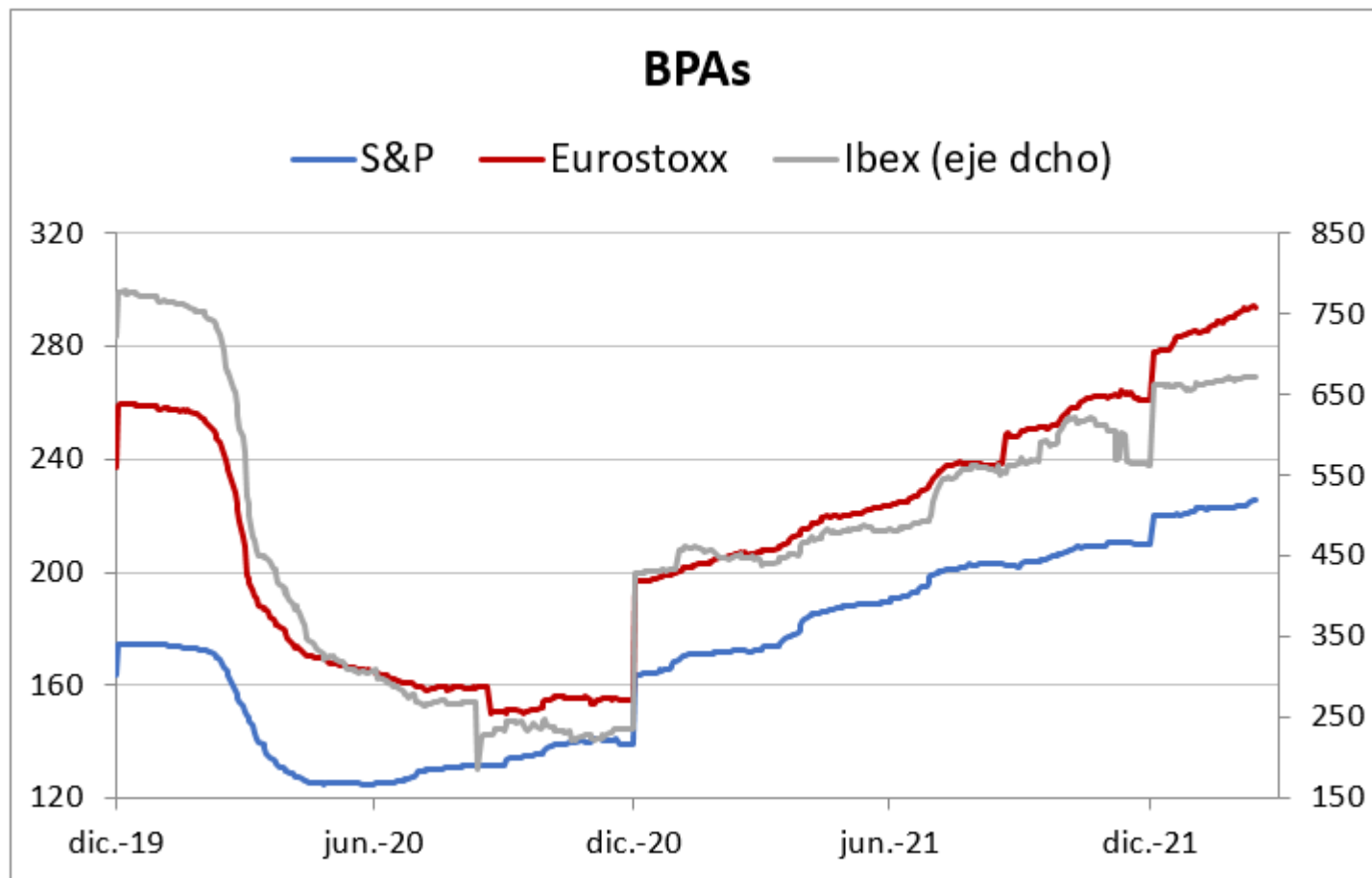
Fuente: FactSet

Relación PER 12m forward
Eurostoxx 50 vs S&P 500



Fuente: FactSet

...aunque con la incógnita de cuál será el impacto en BPAs



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Demasiado pronto para cuantificar impactos en ingresos, márgenes...

- ¿Capacidad para repercutir el incremento de costes de producción?
- ¿Impacto en ciclo y demanda?

Es previsible que en próximos meses veamos revisión a la baja de BPAs, aunque en una cuantía aún incierta, en función de la duración del conflicto y su impacto en crecimiento y costes.

Los conflictos geopolíticos suelen ser oportunidades de compra, salvo que deriven en recesión...

Eventos geopolíticos e impacto en mercados a diferentes horizontes

Fecha	Eventos geopolíticos	EuroStoxx				S&P 500			
		+15d	+1m	+3m	+6m	+15d	+1m	+3m	+6m
2-ago.-90	Irak invade Kuwait	-9%	-13%	-10%	-2%	-3%	-5%	0%	14%
11-sep.-01	Ataques terroristas World Trade Center	-6%	6%	15%	17%	-8%	2%	10%	10%
7-oct.-01	Invasión estadounidense de Afganistán tras los ataques del 11S	4%	6%	7%	5%	0%	8%	7%	2%
20-mar.-03	Invasión de Irak encabezada por EE.UU.	0%	13%	18%	20%	1%	8%	15%	17%
11-mar.-04	Ataques terroristas de Atocha (Madrid)	-4%	1%	2%	0%	-1%	-2%	1%	-1%
7-jul.-05	Ataques terroristas de Londres	4%	-1%	0%	13%	3%	-1%	-2%	4%
19-abr.-11	Intervención militar de la OTAN en Libia	5%	-4%	-10%	-21%	4%	-1%	-5%	-8%
15-abr.-13	Ataque terrorista en la maratón de Boston	2%	2%	3%	13%	2%	2%	6%	10%
1-ene.-14	El conflicto Rusia-Ucrania: anexión de Crimea por parte de Rusia	1%	0%	2%	-1%	2%	1%	3%	8%
13-nov.-15	Ataques terroristas París (sala Bataclan)	4%	-6%	-14%	-11%	3%	-2%	-7%	1%
30-ago.-21	Salida de las tropas estadounidenses de Afganistán	-1%	-3%	-3%	-	-2%	-5%	1%	-

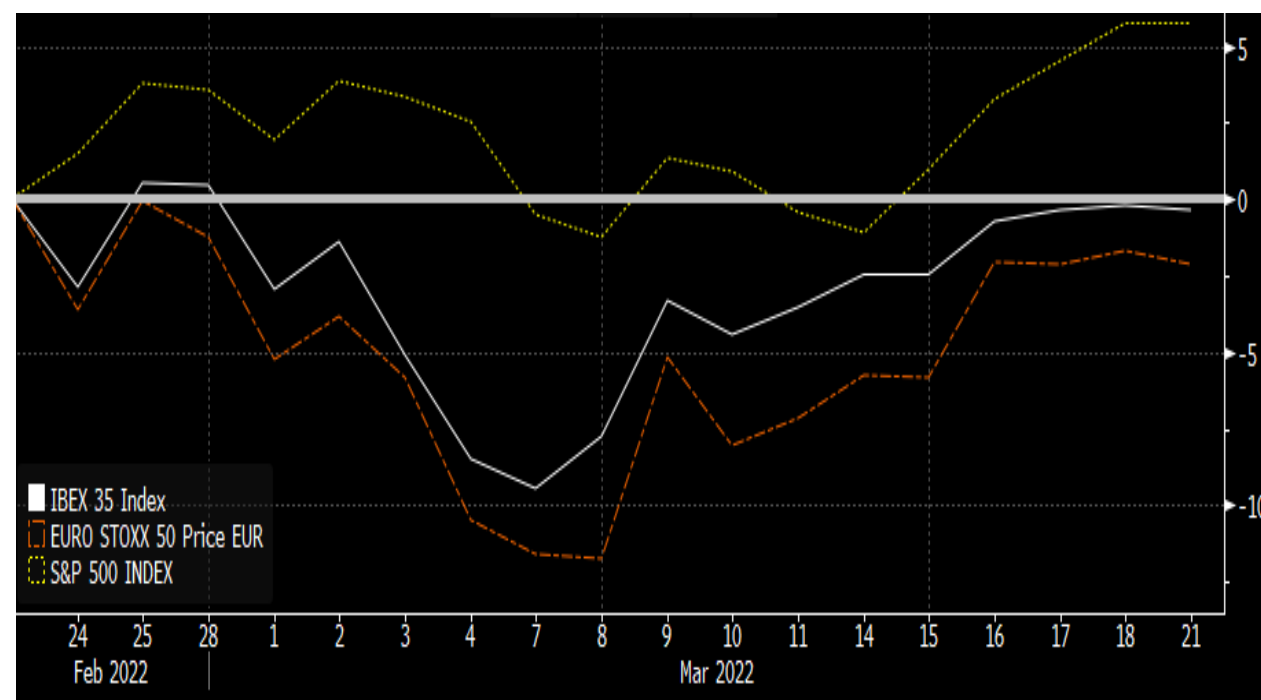
Fuente: Afi, Macrobond

...aunque se impone la prudencia tras recuperar niveles pre-invasión y a falta de mayor visibilidad sobre los efectos de la guerra

Con los principales índices europeos habiendo recuperado niveles pre-estallido de la guerra el 24 de febrero tras anotarse revalorizaciones del +15% desde los mínimos del 7-marzo, el movimiento de las bolsas dependerá previsiblemente de la evolución del conflicto bélico:

- Si las negociaciones Rusia-Ucrania avanzan, posible impulso adicional en las bolsas, si bien unos impactos macroeconómicos aún inciertos podrían limitar revalorizaciones adicionales sostenidas, con posible de-rating a corto plazo por falta de visibilidad.
- Por el contrario, la ausencia de avances en las conversaciones de paz podría llevar a los mercados a cierta toma de beneficios, sobre todo en un entorno monetario más “hawkish” y con dudas de cuál será el impacto en BPAs estimados, que podrían sufrir vía:
 - Estrechamiento de márgenes por incapacidad de trasladar todo el incremento de costes de producción (energéticos, materias primas, logísticos)
 - Posible deterioro de la demanda en un contexto de menor renta disponible y menor crecimiento.

Evolución bolsas desde inicio guerra Ucrania



Fuente: Bloomberg

Escenarios ante elevada incertidumbre

ESCENARIO ACTUAL	ESCENARIO POSITIVO	ESCENARIO NEGATIVO
Continúa el ataque de Rusia sobre Ucrania, sin más países implicados	Alto el fuego, resolución diplomática del conflicto	Escalada del conflicto, afectando a terceros países / OTAN
China sin explicitar su apoyo a Rusia	China media en un acuerdo de paz	China apoya militarmente a Rusia
Riesgo geopolítico se mantiene elevado	Moderación importante del riesgo geopolítico	Máximo riesgo geopolítico
Impacto negativo sobre ciclo económico (en función de duración de la guerra) y al alza sobre la inflación	Impacto negativo en crecimiento e inflación pero moderado	Estanflación
Normalización monetaria acelerada (prioridad a control de inflación pero sensibilidad a ciclo y estabilidad financiera)	Normalización monetaria prudente (sostenibilidad de inflación, pero sensibilidad a ciclo y estabilidad financiera)	El peor escenario para un banco central: ¿primar impulso a crecimiento o control de la inflación?
Incertidumbre pesa sobre bolsas	Rally "de respiro" inicial, pero posible de-rating pendiente de las consecuencias en ciclo e inflación	Bolsas bajistas, de-rating importante

Fuente: Renta 4 Banco

Ibex vs Europa

Mejor comportamiento relativo en 2022 del Ibex (-3%) vs Eurostoxx (-10%).

Razones:

- Reducida exposición económica a la zona en conflicto bélico (comercio de bienes con Rusia 0,7% PIB, algo mayor en Ucrania 16% de importaciones cereales 2021). En **negativo**, **presiones inflacionistas** sobre determinados productos (energía, metales y cereales), con impacto en poder adquisitivo de los hogares.
- Elevado peso de **banca en contexto de progresiva normalización monetaria y sin exposición a Rusia** (vs mayor impacto en Alemania, Italia, Francia), aunque pendientes del impacto del conflicto en la actividad económica.



- Buen comportamiento de **renovables** desde el inicio de la guerra, ante el objetivo de reducir dependencia energética.
- **Exposición a Latam**, beneficiada por la recuperación de las *commodities*.
- **Peor comportamiento relativo en 2021 y años anteriores.**

