

# Visión de Mercado Septiembre 2022

Natalia Aguirre Vergara



# El tono “hawkish” de Jackson Hole estropea el rally de verano...

Evolución bolsas verano 2022



Fuente: Bloomberg, datos a 14-09-2022

Avances +10%/+15% desde los mínimos de junio-julio, impulsados por:

1. Buen IPC julio en EEUU (percepción de techo y expectativa de bajadas en 2023)
2. Resultados 2T22 más resilientes de lo esperado

El rally, truncado por discursos más duros de Fed y BCE en Jackson Hole (26-agosto).

La prioridad es el control de la inflación, aún a costa de sacrificar más crecimiento y empleo.

La política monetaria deberá mantenerse restrictiva durante más tiempo (no bajadas de tipos en 2023).

# ...llevando a caídas en el conjunto de agosto tanto en bolsas...

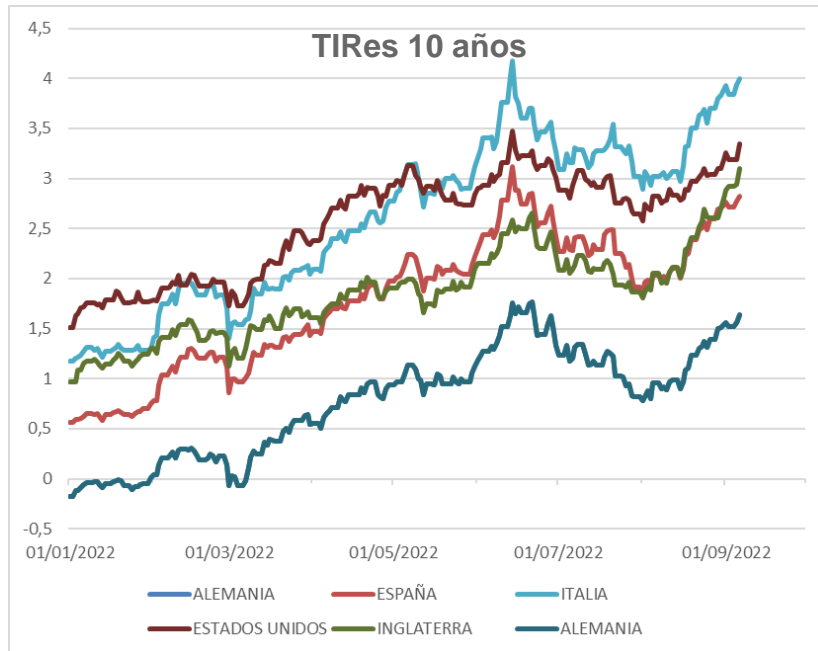
Deterioro de las expectativas de crecimiento en un entorno fuertemente inflacionista.

INDICES	1T22	2T22	Julio	Agosto	Septiembre	Variación 2022	Pre-Invasión Rusa (23/02)	Pre-Covid (20/2/20)
IBEX 35	-3,1%	-4,1%	0,7%	-3,3%	2,3%	-7,5%	-4,5%	-18,8%
EUROSTOXX 50	-9,2%	-11,5%	7,3%	-5,1%	2,0%	-16,6%	-9,7%	-6,2%
DAX	-9,3%	-11,3%	5,5%	-4,8%	2,8%	-17,0%	-9,9%	-3,5%
MSCI ITALY	-8,4%	-14,2%	4,7%	-3,3%	3,6%	-17,6%	-13,9%	-13,9%
MSCI UK	3,5%	-3,8%	3,4%	-2,2%	1,4%	2,1%	-0,5%	0,1%
S&P 500	-4,9%	-16,4%	9,1%	-4,2%	-0,6%	-17,5%	-6,9%	16,6%
NASDAQ 100	-9,1%	-22,5%	12,6%	-5,2%	-1,9%	-26,3%	-10,9%	25,0%
RUSSELL 2000	-7,8%	-17,5%	10,4%	-2,2%	-0,7%	-18,4%	-5,8%	8,0%
NIKKEI 225	-3,4%	-5,1%	5,3%	1,0%	1,9%	-0,6%	8,2%	21,9%
HANG SENG	-6,0%	-0,6%	-7,8%	-1,0%	-3,1%	-17,4%	-18,3%	-30,0%
MSCI CHINA	-13,8%	2,5%	-10,0%	0,1%	-3,1%	-22,9%	-19,5%	-25,5%
MSCI ASIA PACIFIC	-6,6%	-12,4%	1,5%	-1,1%	-2,0%	-19,6%	-16,2%	-7,2%
MSCI EM LATIN AMERICA	26,1%	-24,0%	4,2%	0,0%	2,4%	2,2%	-8,5%	-20,3%
MSCI EMERGING MARKETS	-7,3%	-12,4%	-0,7%	0,0%	-1,4%	-20,5%	-18,8%	-10,5%
MSCI WORLD	-5,5%	-16,6%	7,9%	-4,3%	-0,3%	-18,9%	-10,0%	8,2%
MSCI ACWI	-5,7%	-16,1%	6,9%	-3,9%	-0,4%	-19,1%	-11,0%	5,8%

Fuente: Bloomberg, datos a 14/09/2022



# ...como en deuda pública, con TIRes acercándose a máximos anuales



## Variación mensual TIR 10 años

	EEUU	ALEMANIA	ESPAÑA
enero 2022	27	19	18
febrero	5	12	37
marzo	51	41	32
abril	60	39	54
mayo	-9	18	25
junio	17	21	20
julio	-36	-52	-51
agosto	54	72	82
septiembre	24	19	13
<b>2022 acumulado</b>	<b>192</b>	<b>191</b>	<b>230</b>

Fuente: Bloomberg, datos a 14/09/2022

## Precios Deuda

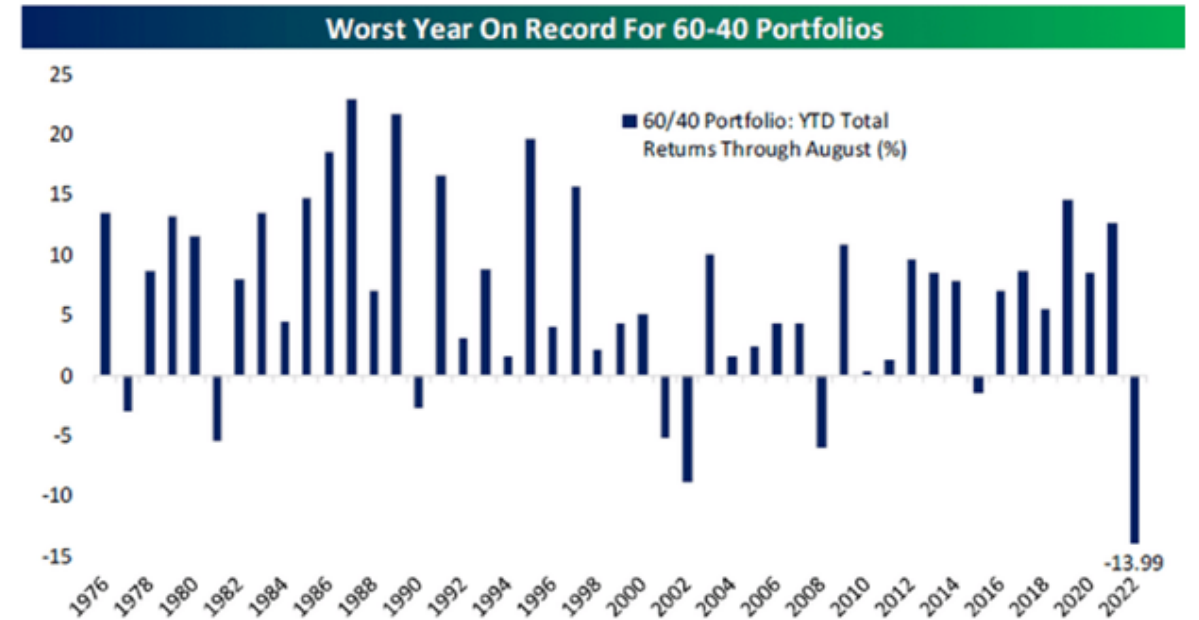
	1T22	2T22	Julio	Agosto	Septiembre	Variación 2022	Pre-Invasión Rusa (23/02)
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-1,0%	-1,4%	0,7%	-1,4%	-0,4%	-3,4%	-2,8%
GOB. GLOBAL (€HDG)	-5,0%	-5,3%	2,3%	-3,3%	-1,3%	-12,2%	-9,3%
CORP. GLOBAL (€HDG)	-6,5%	-7,7%	3,9%	-3,8%	-1,4%	-14,9%	-10,3%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	-9,5%	-13,3%	4,3%	-2,9%	-0,2%	-20,8%	-14,7%
GOB. EMERG. LC	-3,6%	-3,3%	2,9%	1,1%	0,3%	-2,9%	-4,1%
US HIGH YIELD	-4,8%	-9,8%	5,9%	-2,3%	0,4%	-10,9%	-6,9%
EUROPEAN HIGH YIELD	-4,1%	-10,7%	5,1%	-1,5%	0,1%	-11,2%	-7,9%
GOB. ESP 10 Y	-4,0%	-10,1%	5,9%	-6,8%	-1,9%	-16,5%	-12,5%
GOB. ESP 5 Y	-4,1%	-3,5%	3,0%	-3,9%	-0,7%	-9,1%	-6,0%
GOB. ESP 2 Y	-1,5%	-1,3%	0,8%	-1,4%	-0,3%	-3,6%	-2,5%

Fuente: Bloomberg, datos a 14/09/2022

# Lo que se traduce en el peor año en carteras 60% R. Vble / 40% R. Fija



Fuente: Bloomberg

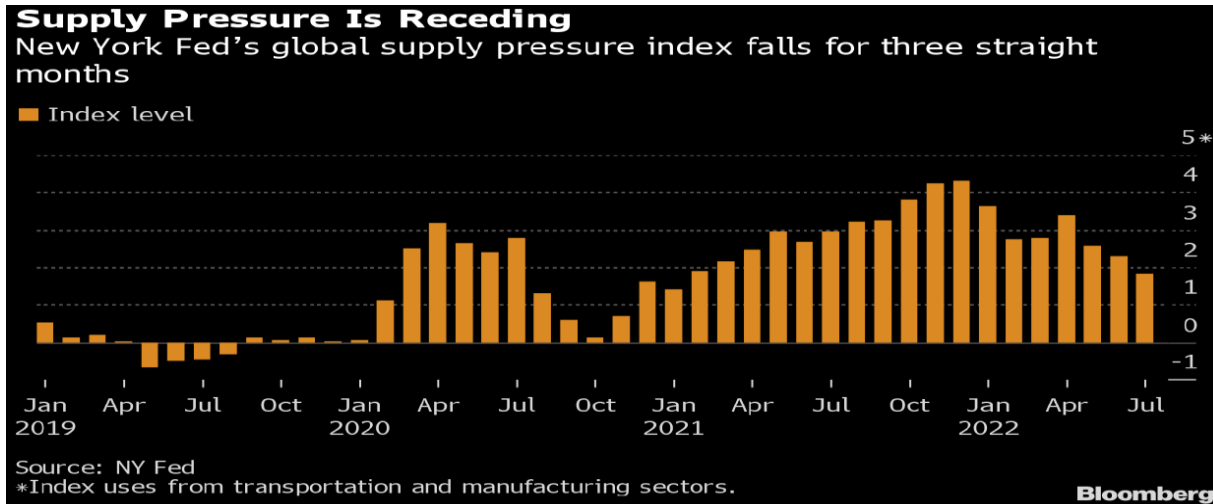


# De fondo, toda la atención sigue en la inflación, con señales mixtas

Índice materias primas Bloomberg



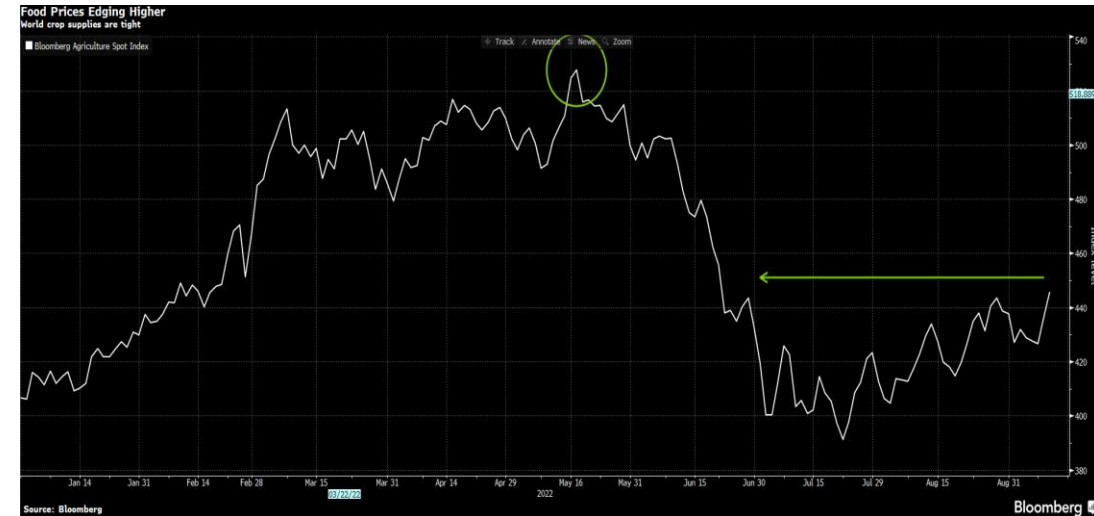
Cuellos de botella



Índice contenedores por barco



Precios alimentación



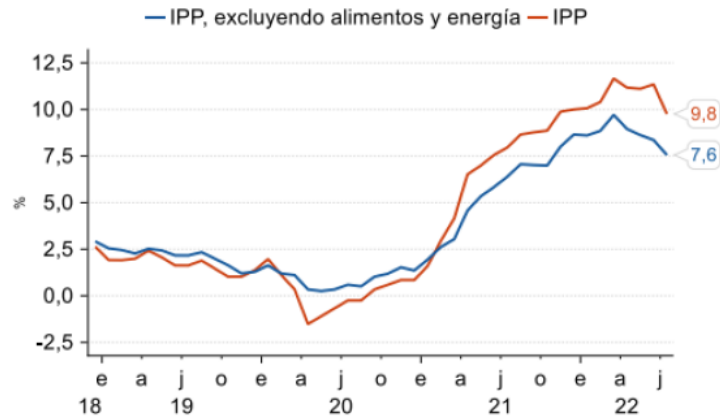
Fuente: Bloomberg

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

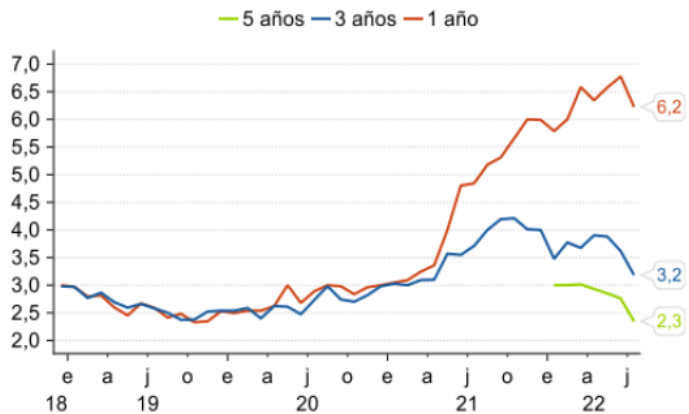


# Mejor tono en EEUU (¿techo de inflación?)...

Índice de Precios de Producción (IPP) en EE.UU. (% interanual)

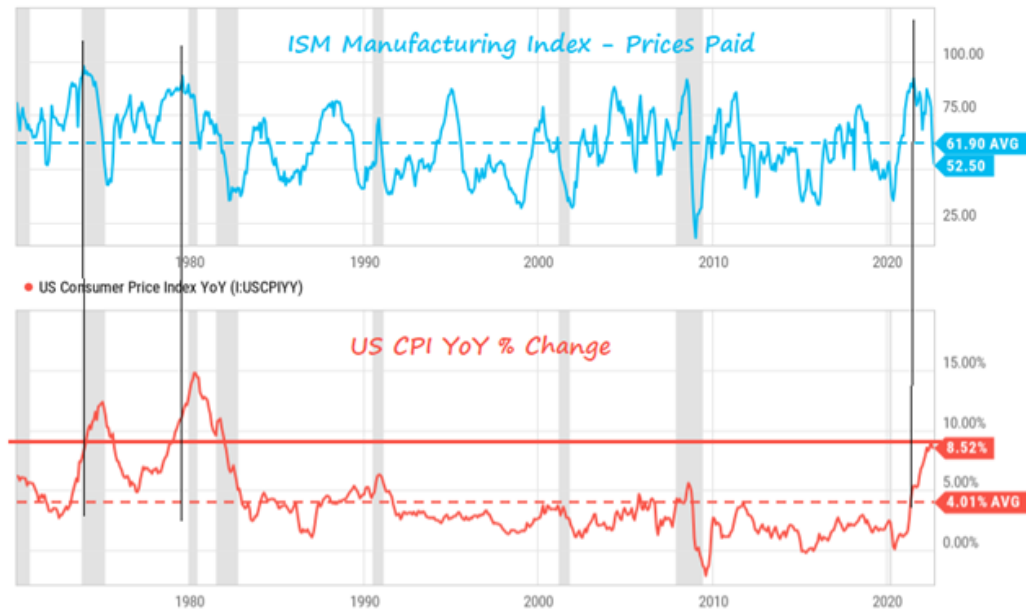


Encuesta de Expectativas del Consumidor de la Fed de Nueva York: componente inflación (%)



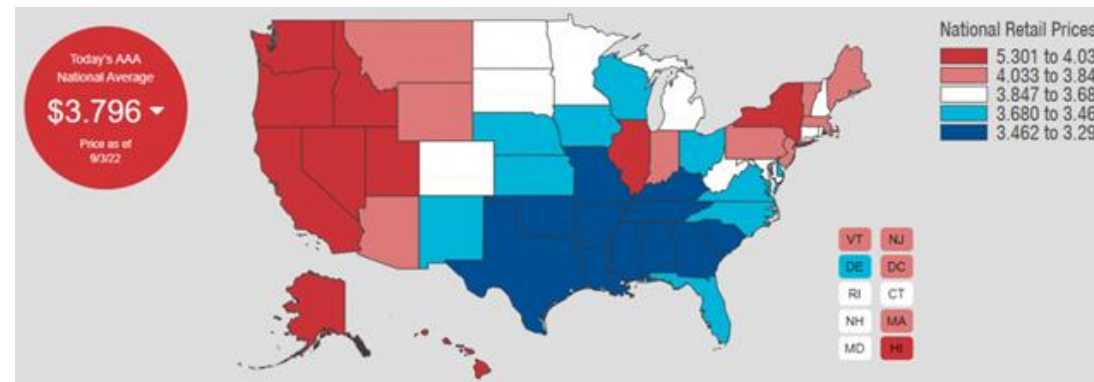
Fuente: AFI

• US ISM Manufacturing Prices Paid Index (I:ISMMPPI)



COMPOUND @CharlieBilello

Sep 02 2022, 6:08PM EDT. Powered by YCHARTS



Varios indicadores apuntan a un techo en la inflación americana.

- Precios a la producción
- Precios pagados del ISM manufacturero
- Expectativas consumidoras
- Precios gas (-24% desde máximos de junio)

...aunque la subyacente sigue presionada...

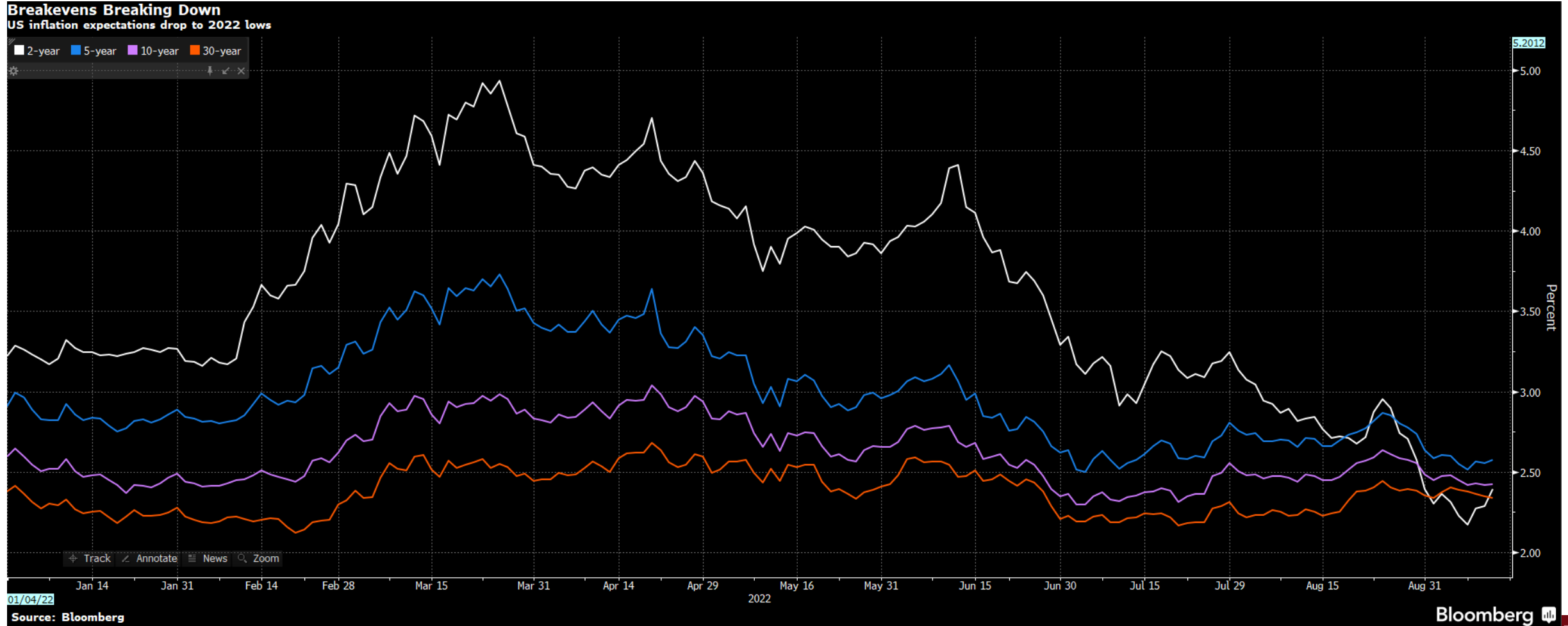


Category	Annual increase	Historical
Outdoor equipment, supplies	13.1%	Record
Housekeeping supplies	11.7%	February 1981
Food	11.4%	May 1979
Health insurance	24.3%	Record
Veterinary services	10%	Record
Toys, games	6.9%	Record
Rent of primary residence	6.7%	April 1986
Personal care products	6%	July 1983



# ...pero caen las expectativas de inflación a medio plazo

Las expectativas de inflación están cayendo en EEUU hacia niveles del 2,5%.

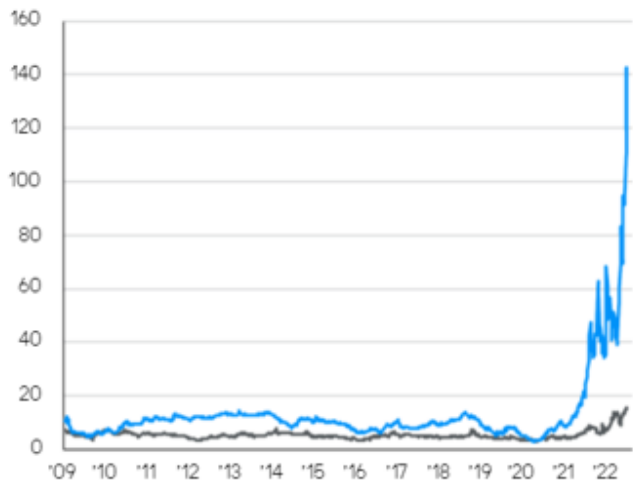


La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

# Peor en Europa, más afectada por la crisis energética

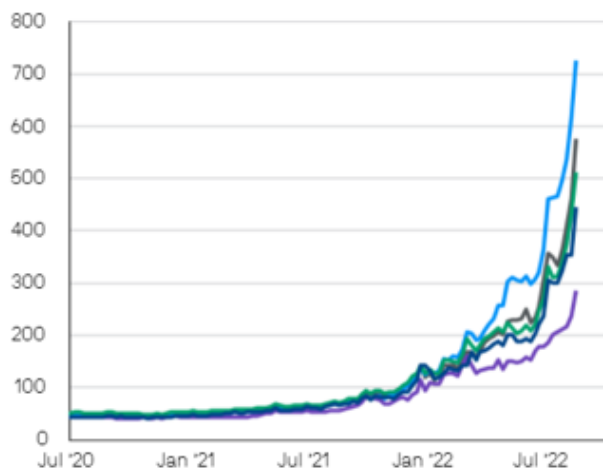
## Máximos en precios de gas y electricidad en Europa

European and US gas prices  
EUR per MWh



● US ● Europe

2023 electricity prices  
EUR per MWh



● France ● Italy ● Germany ● Netherlands ● Spain

Fuente: J.P. Morgan Asset Management

## Alemania Breakeven inflación 2 y 10 años



Fuente: Bloomberg

# Parada del Nordstream 1 complica la situación de cara al invierno

Rusia no reanudará el suministro de gas hasta que **Europa elimine las sanciones** impuestas por la guerra de Ucrania. El **gas como arma**.

**Momento complicado de cara al normal incremento de consumo de cara al otoño-invierno.**

EU natural gas imports from Russia  
Million cubic metres



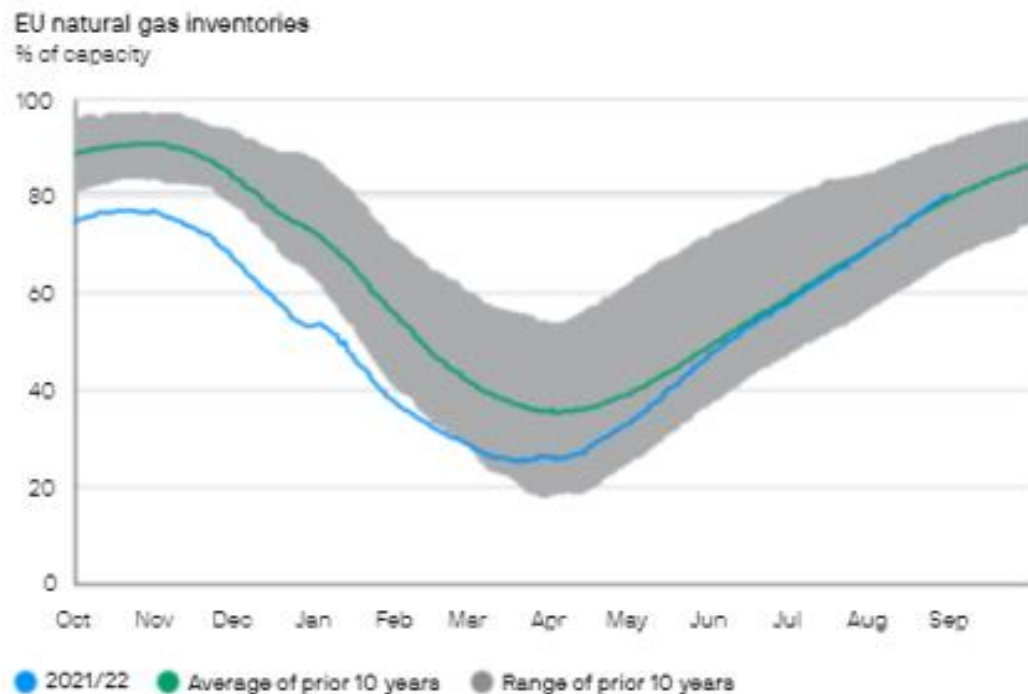
EU natural gas consumption  
% of annual consumption



Fuente: Bloomberg, Gas Infrastructure Europe, Bruegel, J.P. Morgan Asset Management

# El llenado de reservas, insuficiente

Aunque Europa ha mejorado significativamente su nivel de inventarios, **84% actual** (reducción de demanda, mayor eficiencia energética, diversificación de fuentes con mayores importaciones de GNL, sustitución por crudo), **es insuficiente**. Supone **solo 2,5 meses de consumo** a las puertas del invierno. Esto implica que **será necesario destruir más demanda (racionamientos)**.



Fuente: Bloomberg, Gas Infrastructure Europe, Bruegel, J.P. Morgan Asset Management

Country	Capacity filled	% of annual consump. filled	Country	Capacity filled	% of annual consump. filled
European Union	84.23%	22.59%	Italy	86.12%	21.41%
Austria	71.56%	69.72%	Latvia	51.15%	99.78%
Belgium	87.52%	3.9%	Netherlands	83.89%	27.73%
Bulgaria	67.51%	11.66%	Poland	99.13%	14.56%
Croatia	82.1%	11.75%	Portugal	100%	5.61%
Czechia	83.25%	39.65%	Romania	78.78%	21.02%
Denmark	94.14%	32.51%	Slovakia	83%	52.26%
France	94.2%	26.71%	Spain	86.67%	8.2%
Germany	88.49%	21.76%	Sweden	90.81%	0.76%
Hungary	67.46%	39.02%	Ukraine	28.58%	27.44%
Ireland	0%	0%	UK	100%	1.2%

# El precio del crudo, apoyado por la OPEP+ (¿100 usd/b Brent?)

## Presión al alza:

- **OPEP+ anuncia su primer recorte de producción desde 2020.** Simbólico en tamaño (-100.000 b/d), pero señal de que se encuentra cómoda en **100 usd/b** y quiere anticipar una potencial desaceleración de la demanda ante presión sobre el ciclo.
- **Situación geopolítica.** Sanciones a Rusia.

## Presión a la baja:

- Riesgo de **destrucción de demanda** por recesión y precios elevados.
- **China: nuevos confinamientos** en Chengdu, Guiyang (política cero Covid).



Fuente: Bloomberg

# Y el euro en mínimos de 22 años, importador de inflación

**Factores de fondo** de un euro depreciado (dólar apreciado):

- **Mayor riesgo relativo de recesión en Europa vs EEUU** dada su elevada dependencia energética y la **potencial moderación en el ritmo de subidas de tipos por parte del BCE** ante el creciente riesgo de recesión.
- **Riesgos de fragmentación financiera en el área Euro** (nuevo programa anti-fragmentación, crisis política en **Italia**).
- Elevada **incertidumbre global**, efecto refugio dólar.



Fuente: Bloomberg

# Continúa la revisión al alza de las previsiones de inflación...

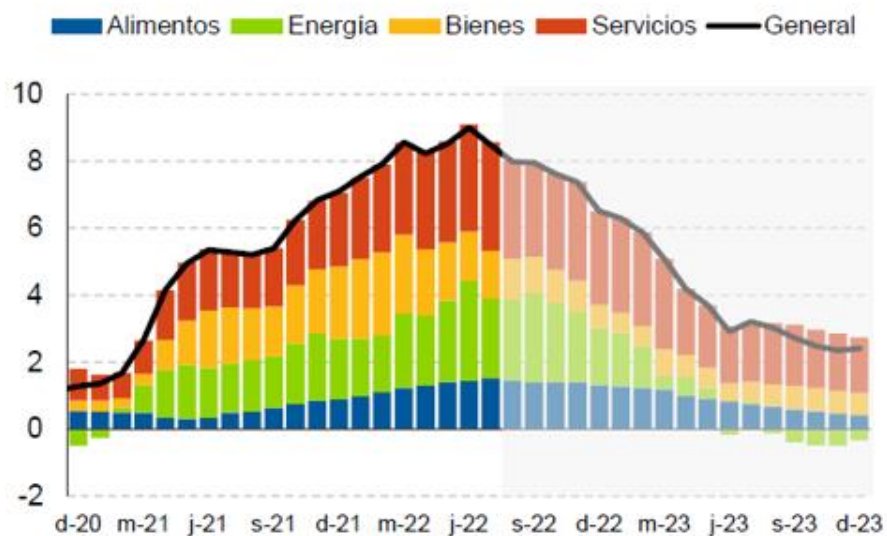
## Previsiones Afi de inflación 2022-24 (%)

	Inflación general		Inflación subyacente	
	EE.UU.	AE	EE.UU.	AE
2021	4,7	2,6	3,6	1,5
2022	8,0	7,6	5,6	4,2
2023	3,7	4,5	3,4	3,8
2024	2,8	2,3	2,7	2,1

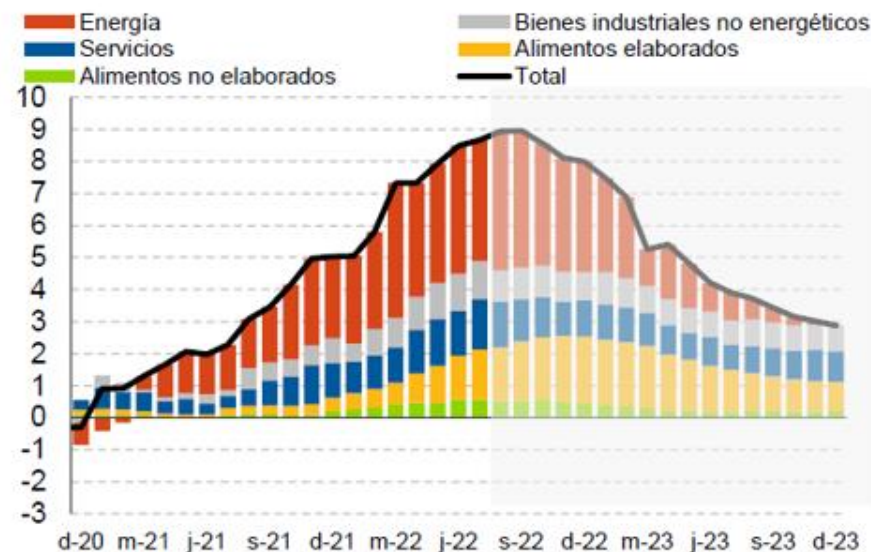
## Comparativa con previsiones anteriores

	Inflación general		Inflación subyacente	
	EE.UU.	AE	EE.UU.	AE
2021	0,0	0,0	0,0	0,0
2022	1,2	0,7	0,3	1,1
2023	1,3	1,2	0,7	1,5
2024	0,9	0,3	0,5	0,2

## IPC EE.UU. (% ia y contribuciones)



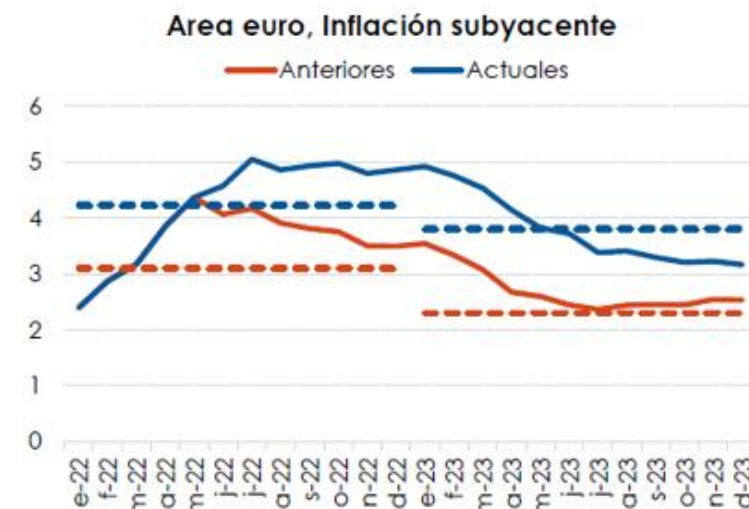
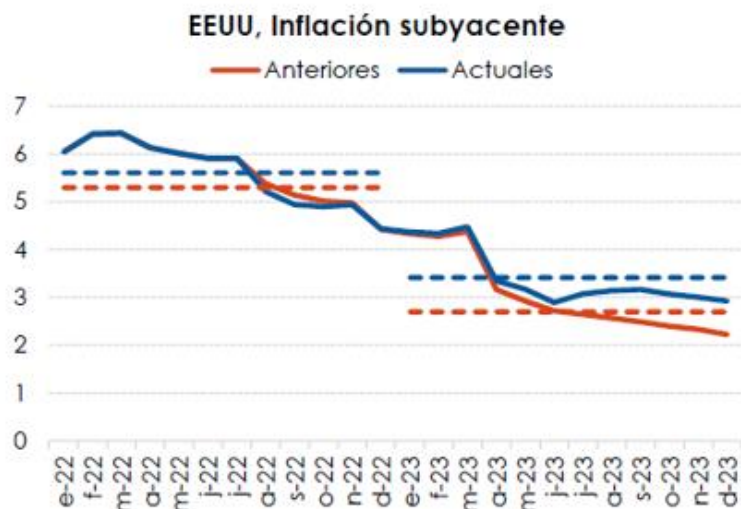
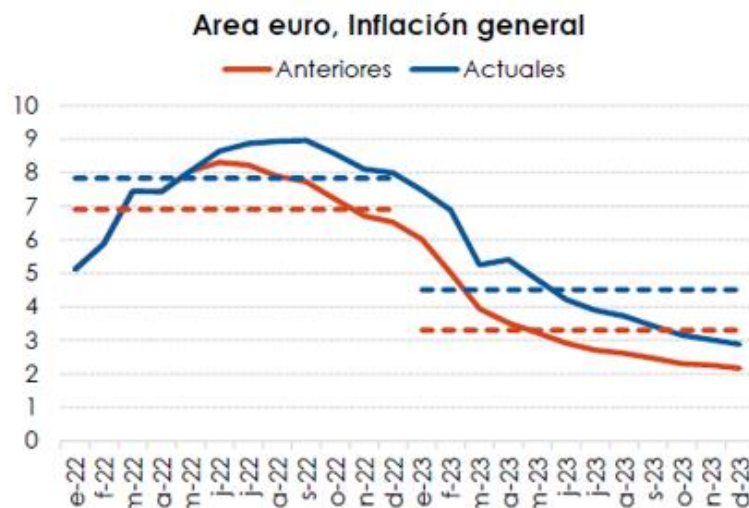
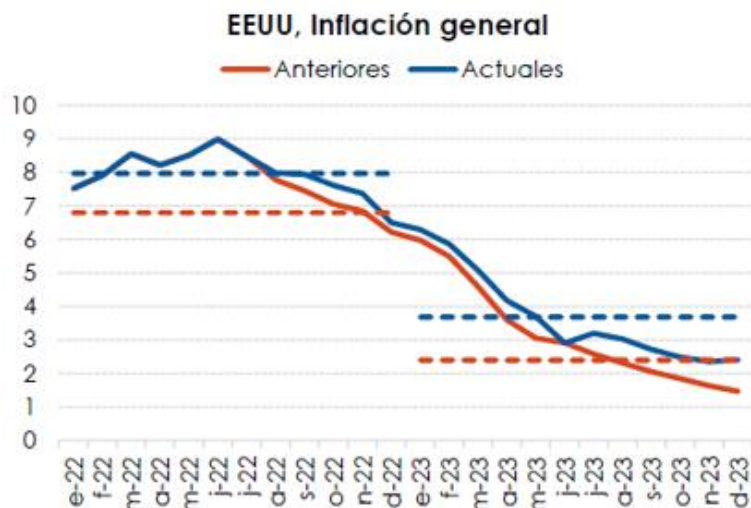
## IPC Área Euro (% ia y contribuciones)



Tras el mal dato de IPC de agosto en EEUU, no es descartable **nueva revisión al alza en las previsiones de inflación americanas.**

Fuente: AFI, Macrobond

## ...retrasando en el tiempo la vuelta al 2% objetivo



La desaceleración económica y la mejora en las cadenas de producción (recomposición de inventarios, moderación de la demanda) debería ir propiciando una **mejora a medio plazo** de los niveles de inflación, aunque la **vuelta al objetivo del 2%** tardará más de lo esperado.

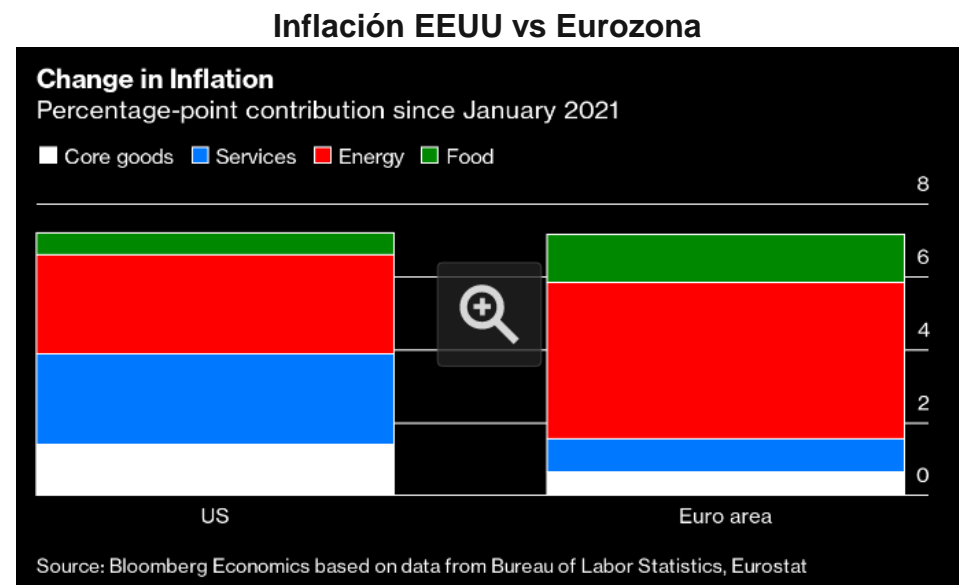
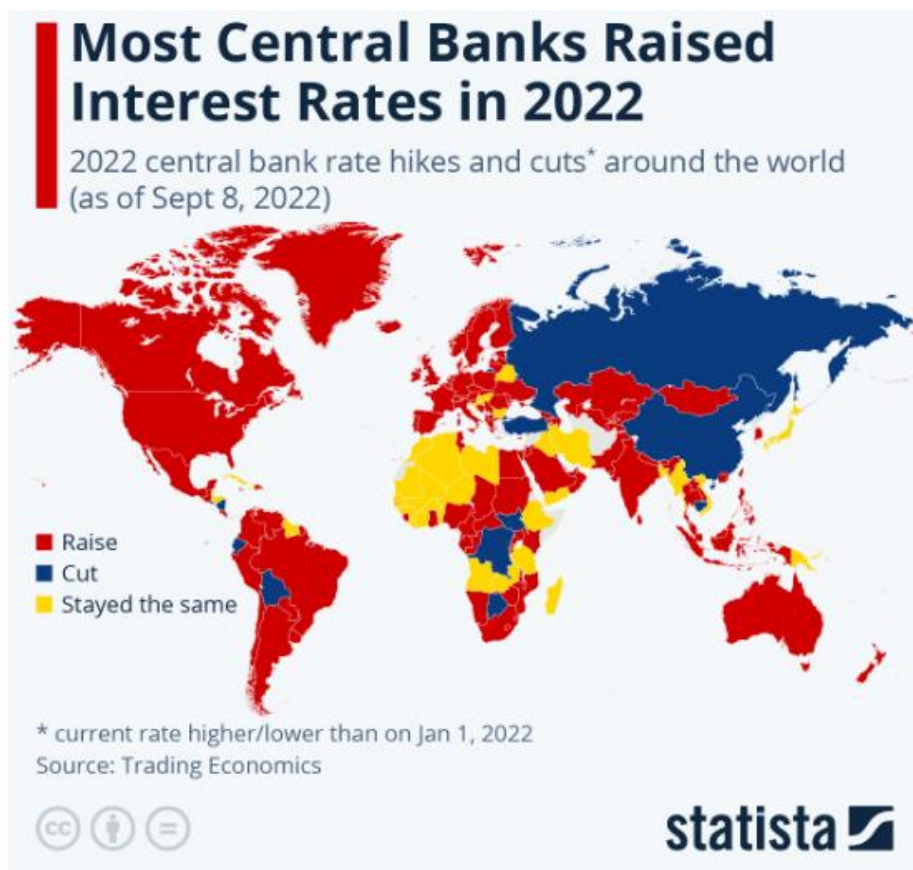
Fuente: AFI, Macrobond



# El control de la inflación, prioridad para los bancos centrales

La elevada inflación obliga a los bancos centrales a acelerar las subidas de tipos y retrasar las bajadas.

El origen de la inflación EEUU (demanda, mercado laboral) y Eurozona (oferta, shock energético) es distinto, y por tanto Fed y BCE tienen aproximaciones diferentes en su normalización monetaria. Esperamos **Fed (+350 pb total) con normalización más intensa vs BCE (+225 pb).**



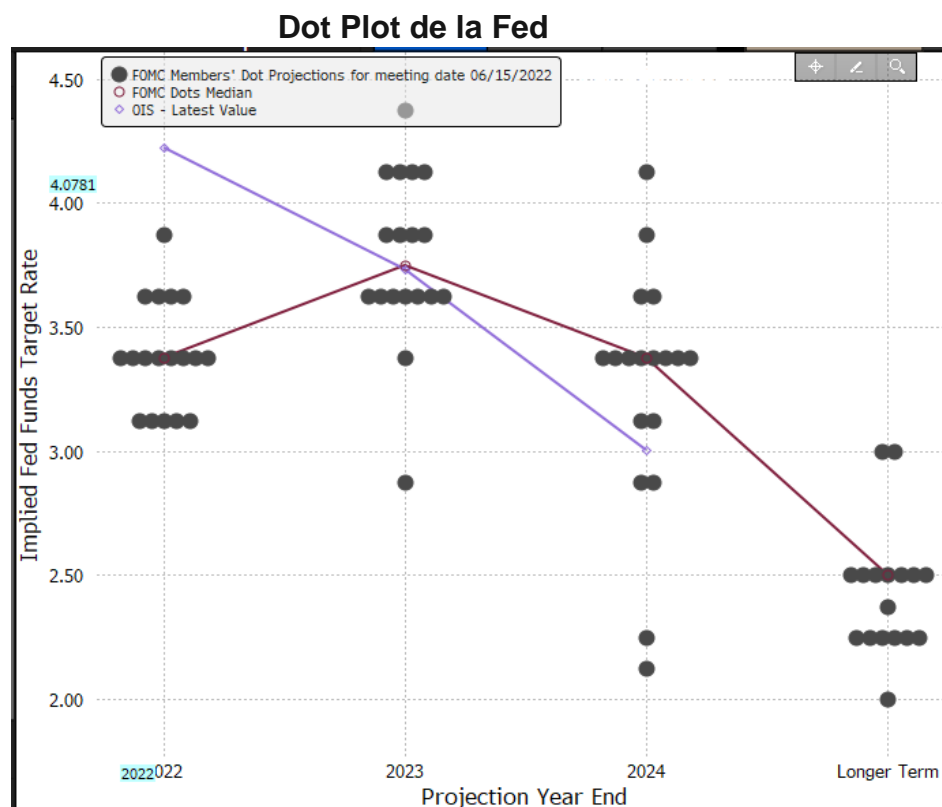
### CALENDARIO REUNIONES BANCOS CENTRALES 2022

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

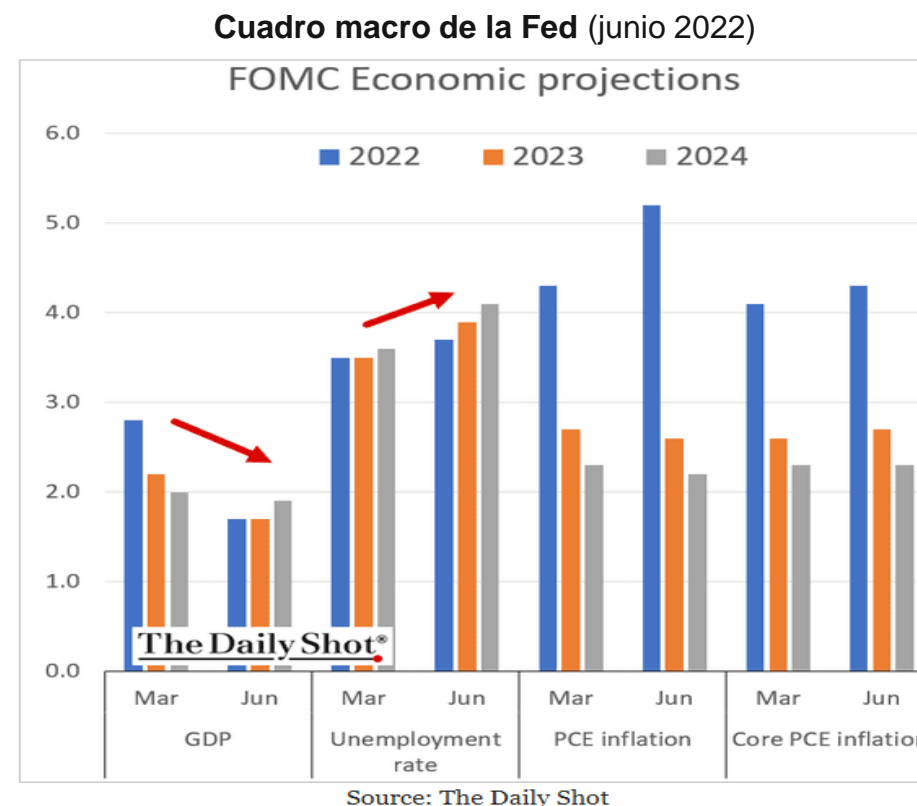
# Fed prioriza el control de la inflación...

**Jackson Hole 26-agosto:** prioridad de la Fed, el control de la inflación. La política monetaria deberá mantenerse restrictiva durante más tiempo del descontado por el mercado. La FED está dispuesta a sacrificar algo más de crecimiento y empleo a cambio de poder controlar los precios. **La clave:** tener éxito en su objetivo de “soft landing” (no será fácil) y que la economía no entre en recesión.

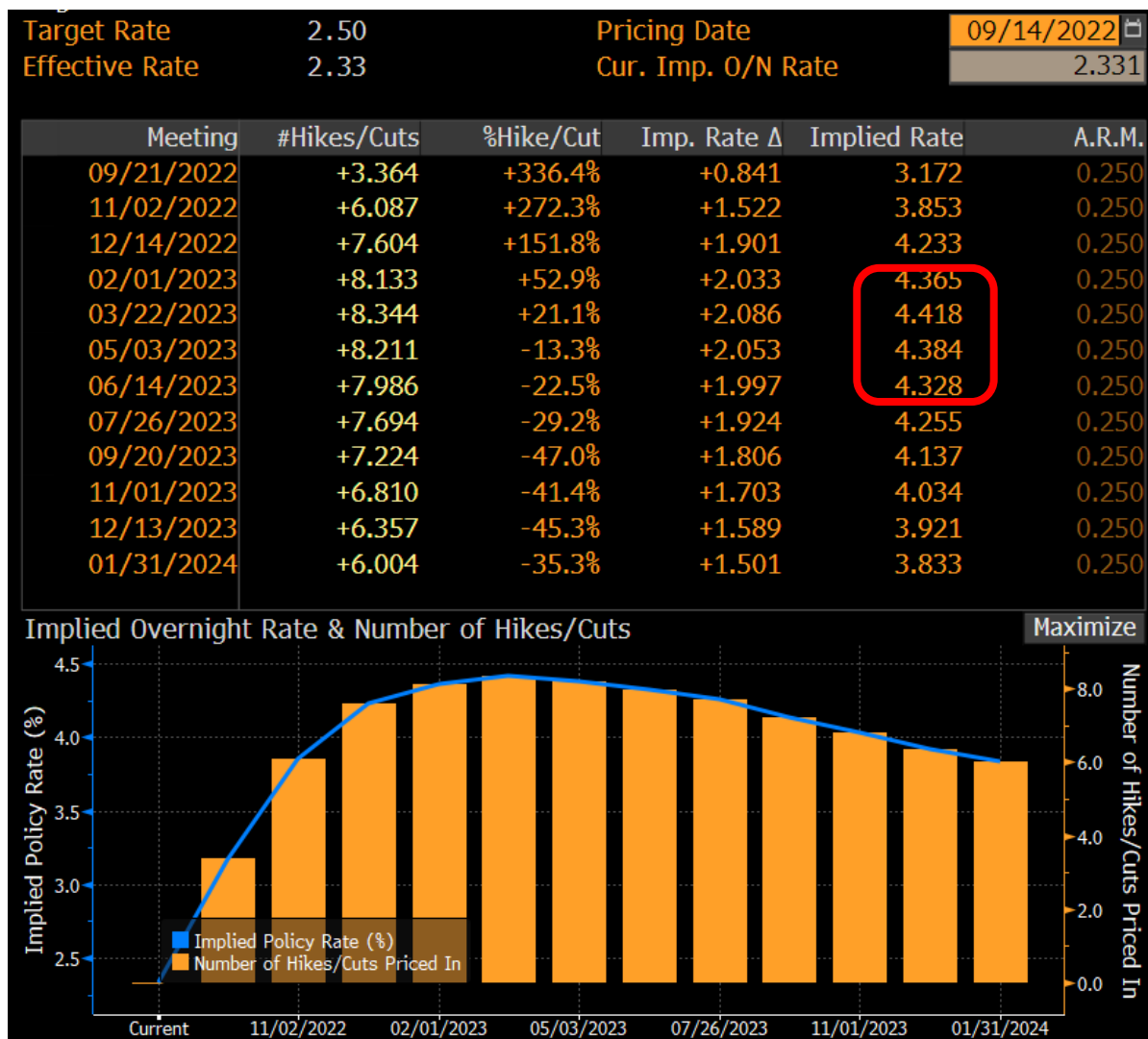
Reunión 27-julio: +75 pb hasta 2,25%-2,50%. **Próxima reunión 21-septiembre:** esperamos +75 pb, tercera de esta cuantía, ante buen tono de datos macro (empleo, ISM servicios) y persistentes presiones inflacionistas (IPC subyacente agosto 6,3% vs 5,9% anterior). **Atención a actualización del cuadro macro** tras revisión a la baja de PIB en junio, y alza tasa de paro (2024e 4,1% vs 3,6% anterior).



Fuente: Bloomberg



## ...y el mercado retrasa las expectativas de bajada de tipos EEUU



Fuente: Bloomberg

### Tipos altos por más tiempo:

Antes de verano, el mercado esperaba que los tipos EEUU tocasen techo en 3,25% en 1T23 y empezasen a bajar en 2S23.

Actualmente, el mercado sitúa el techo de tipos EEUU en 4,25%-4,5% en 1T23 y retrasa las bajadas de tipos a finales de 2023.

# BCE acelera subidas de tipos en un contexto fuertemente inflacionista...

Mandato del BCE (estabilidad de precios), crucial para evitar la destrucción de poder adquisitivo. Tipos reales negativos siguen siendo muy bajos >-8%.

**Aceleración de subidas de tipos** (BCE 8 sept +75 pb) y abandono del “forward guidance” por:

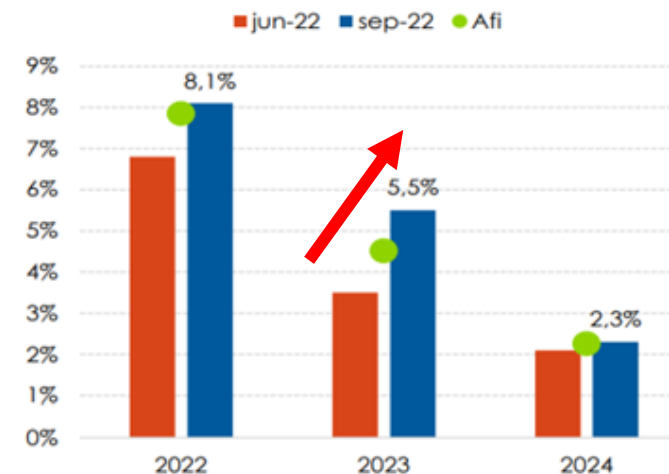
- **Necesidad de normalizar tipos ante inflación desbocada** (9,1% general y 4,3% subyacente agosto **vs objetivo 2%**), con presiones adicionales (gas ruso, euro débil).
- **Ventana de oportunidad de subir tipos se cerrará pronto**, ante los crecientes **riesgos de recesión** por shock energético.

La **cuestión clave** es si las subidas de tipos tendrán éxito en el control de una inflación que es sobre todo de oferta.

Cuadro macro actualizado: aún no ven recesión (¿optimista para poder seguir subiendo tipos?) y la inflación se mantendrá más alta y durante más tiempo

- **PIB:** fuerte revisión a la baja en 2023, **+0,9%** vs +2,1% en junio, aunque **aún no ve recesión en su escenario base** (prevé estancamiento en 4T22 y 1T23). Sí la vería en caso de corte total de suministro de gas ruso (-0,9%e).
- **Inflación:** intensa revisión al alza para **2023, +5,5%** (vs +3,5% en junio) ante un mercado energético que no da muestras de mejora y **retrasa en el tiempo el retorno al objetivo de inflación del 2%**.

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

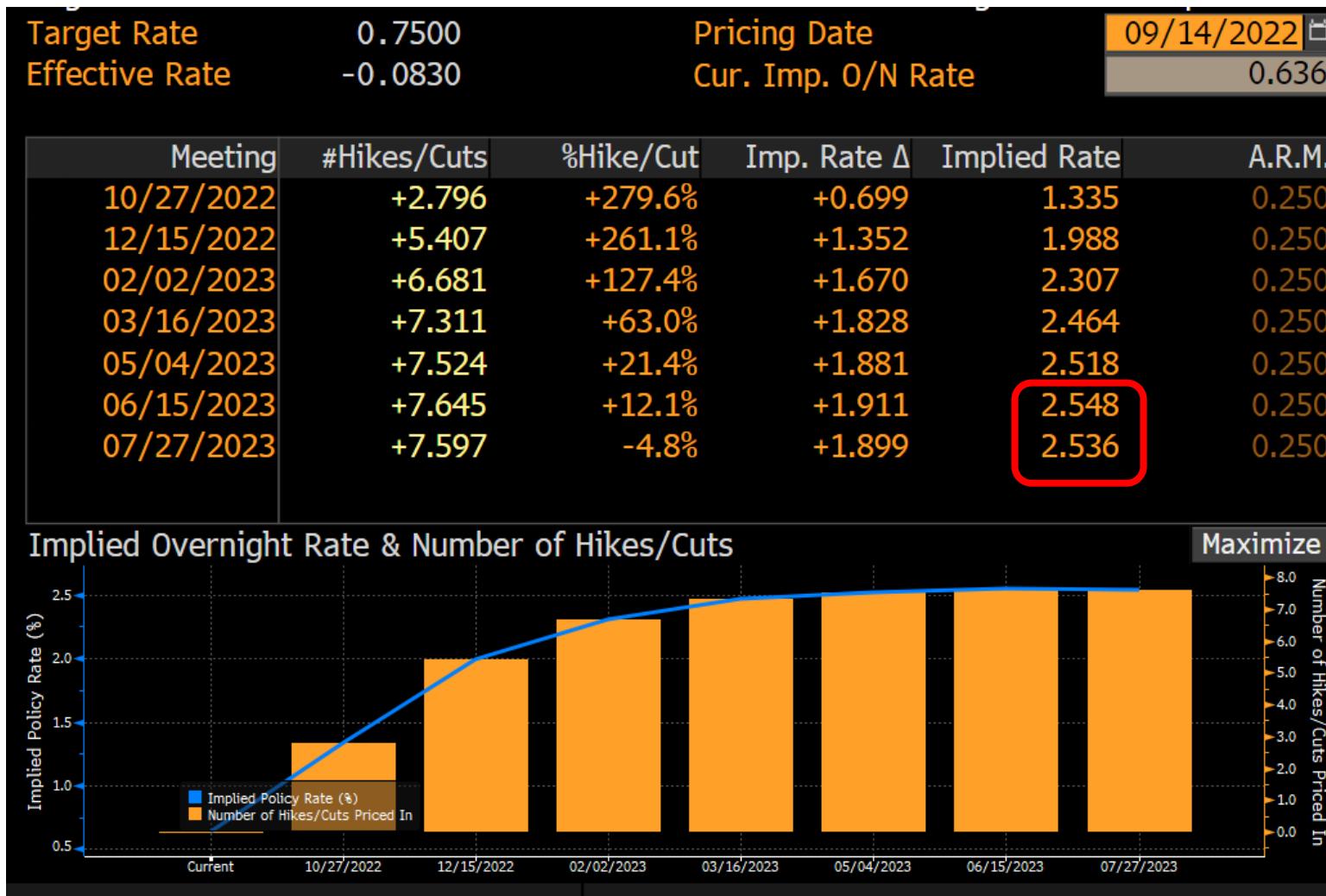


Proyecciones de crecimiento del PIB para el área euro del BCE (media anual)



Fuente: AFI, BCE

# Y el mercado eleva el nivel de llegada



El mercado eleva el nivel de llegada de los tipos europeos al 2,5% en 1S23 (tipo depósito) vs 1% que descontaba a finales de julio.

Fuente: Bloomberg

# Esperamos tipos de interés más altos (aunque no tan altos como los descontados por el mercado) durante más tiempo

## Previsiones Afi de tipos de interés

	Deuda				
	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
13/09/2022	2,375	3,78	3,62	3,46	3,59
dic-22	3,625	3,85	3,65	3,50	3,40
mar-23	3,625	3,75	3,60	3,40	3,40
jun-23	3,625	3,70	3,55	3,25	3,40
sep-23	3,625	3,60	3,50	3,15	3,40
dic-23	3,625	3,40	3,35	3,10	3,35
mar-24	3,625	3,20	3,25	3,05	3,30

Fuente: AFI, Bloomberg

**EEUU:** nivel de llegada Fed Funds 3,50%-3,75%, aunque por debajo del techo que espera el mercado (4,25%-4,5%).

%	MRO, FD y EURIBOR						Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)		
	BCE	FD	1 m	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
sep-22	1,25	0,75	0,39	0,82	1,36	1,91	1,28	1,51	1,67	1,44	2,09	2,80	2,24	3,06	3,91
dic-22	2,25	1,75	1,75	1,80	1,90	2,00	1,50	1,60	1,75	1,70	2,20	2,75	2,45	3,30	3,90
mar-23	2,25	1,75	1,75	1,80	1,90	2,00	1,50	1,60	1,80	1,70	2,20	2,70	2,20	3,00	3,60
jun-23	2,25	1,75	1,75	1,80	1,90	2,00	1,50	1,60	1,80	1,70	2,20	2,70	2,10	2,90	3,60
sep-23	2,25	1,75	1,75	1,80	1,90	2,00	1,50	1,60	1,80	1,70	2,20	2,70	2,05	2,85	3,60
dic-23	2,25	1,75	1,75	1,80	1,90	1,90	1,50	1,60	1,80	1,70	2,20	2,70	2,00	2,85	3,60

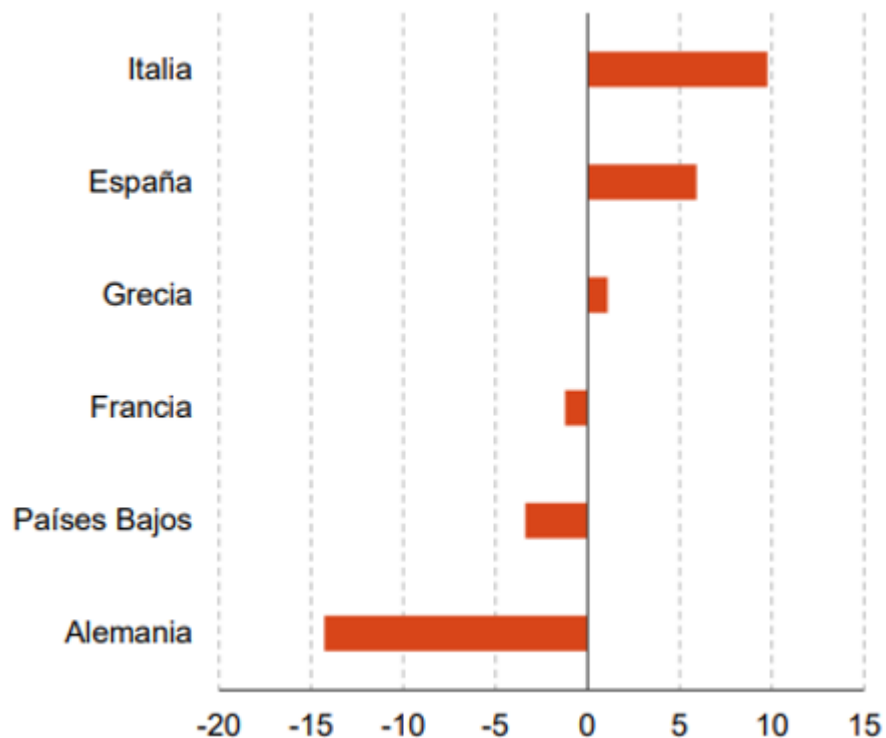
Fuente: AFI, Bloomberg

**Eurozona:** nivel de llegada tipo de depósito 1,75%, aunque nos mantenemos por debajo de las previsiones del mercado (2,5%) al considerar el escenario base de crecimiento del BCE demasiado optimista, con una mayor desaceleración económica que limitará la capacidad del BCE para subir tipos con mayor intensidad.

# El BCE, pese a subir tipos, seguirá apoyando a periféricos

Compras netas del PEPP julio-agosto 2022

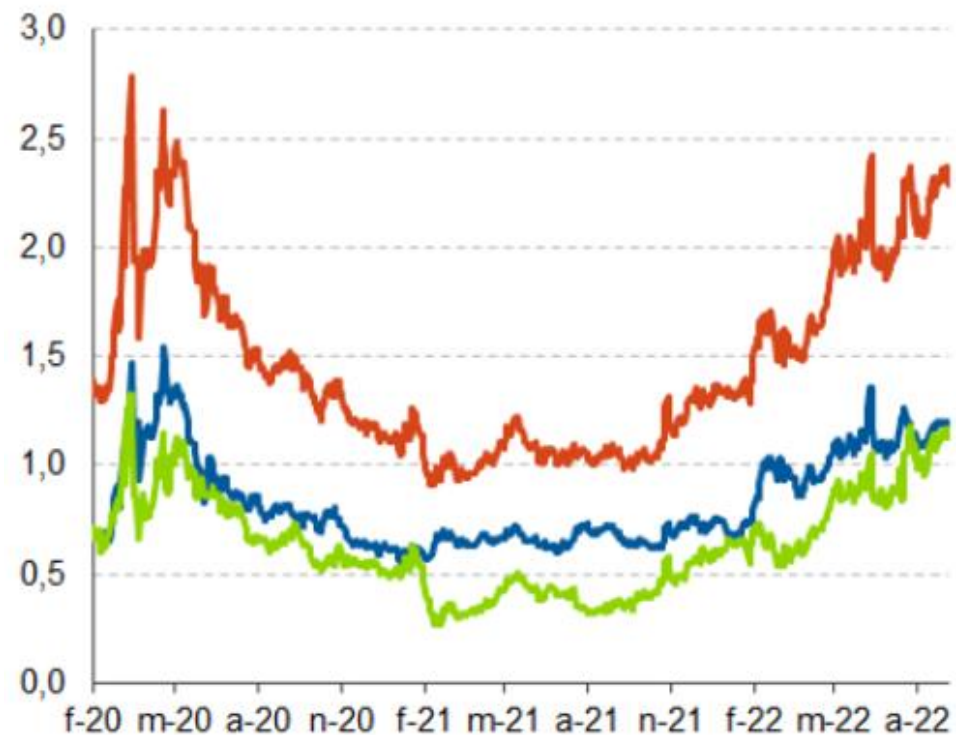
(miles mln euros)



Fuente: AFI, Bloomberg

Diferenciales deuda 10 años

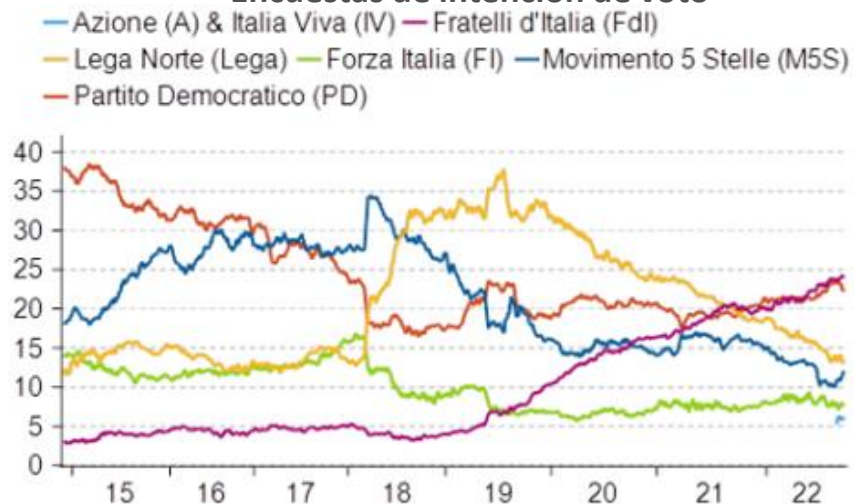
— ITA-ALE — ESP-ALE — ITA-ESP



Fuente: AFI, Bloomberg

# Italia, primer candidato a usar el TPI

## Encuestas de intención de voto

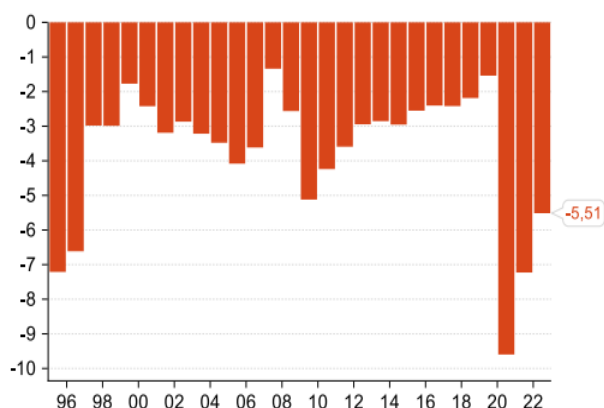


**Elecciones anticipadas 25-septiembre**, tras dimisión de Draghi (primer ministro feb-21/jul-22), aumentan la **inestabilidad política**, sumándose a una **situación ya de por sí complicada** (elevada exposición a gas ruso, débil crecimiento, elevada deuda)...

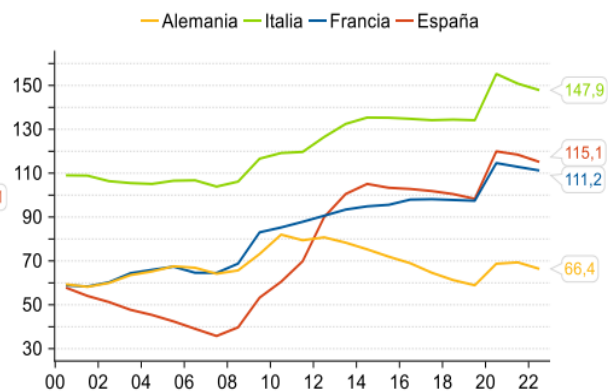
...**convierte a Italia en el primer candidato a usar el TPI** (sin novedades al respecto de este programa anti-fragmentación en la reunión de septiembre).

**Prima riesgo 230 pb** (máximos 242 pb, detonante reunión emergencia BCE junio)...aunque para acceder al TPI no hay que estar inmerso en el Procedimiento de Déficit Excesivo (en suspenso hasta 2024)

## Déficit público (%PIB)\*



## Deuda pública (% PIB)\*



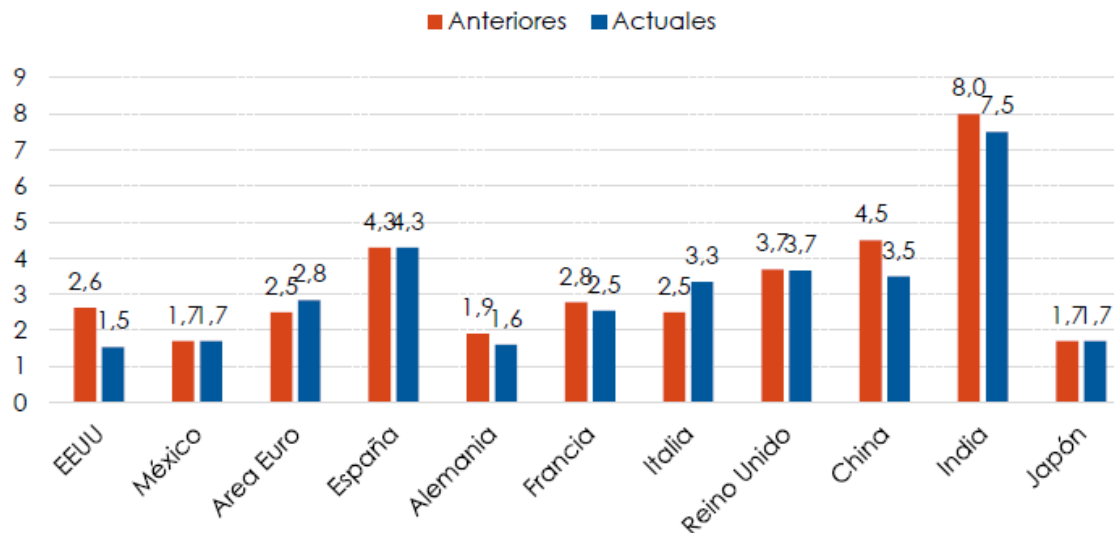
Encuestas dan como **ganadora** a la **coalición de derechas** (Fratelli d'Italia+Lega+Forza Italia), liderada por Giorgia Meloni (Fdi). Aunque históricamente euroescéptica, **Meloni ha moderado recientemente su discurso, defendiendo la disciplina fiscal** (buen augurio para avanzar en reformas comprometidas para desbloquear fondos Next Generation, 200.000 mln eur) y respaldando a la adopción de medidas de apoyo para paliar la crisis energética en el país.

Fuente: AFI



# ¿Y el crecimiento? Revisión a la baja PIB 2023 ante tipos más altos

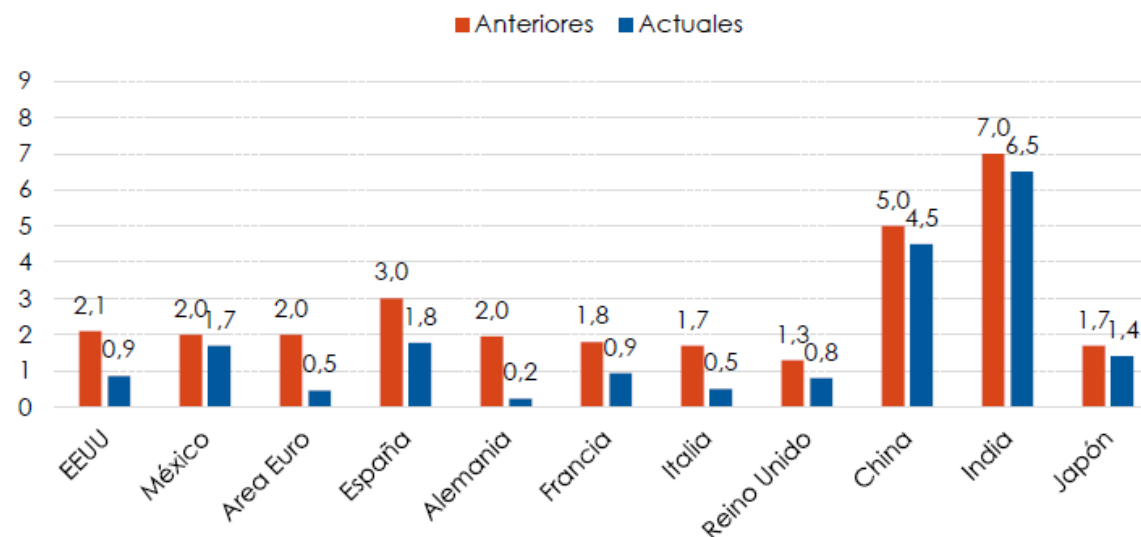
## Previsiones crecimiento PIB (% anual), 2022



PIB 2022 sólido (inercia)...

...pero importante revisión a la baja PIB 2023

## Previsiones crecimiento PIB (% anual), 2023



Fuente: Afi

# Débil crecimiento en 2023, algunas economías en recesión técnica

## Previsiones macroeconómicas globales

% anual	AFI			CE (jul-22)		OCDE (jun-22)		FMI (jul-22)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2024
<b>Mundo</b>	3,0	2,6	3,2	3,2	3,5	3,0	2,8	3,2	2,9	3,4
<b>Desarrolladas</b>	2,3	1,1	1,9	-	-	-	-	2,5	1,4	1,7
<b>EEUU</b>	1,5	0,9	1,8	2,9	2,3	2,5	1,2	2,3	1,0	2,3
<b>Área euro</b>	2,8	0,5	1,9	2,6	1,4	2,6	1,6	2,6	1,2	1,8
Alemania	1,6	0,2	1,7	1,4	1,3	1,9	1,7	1,2	0,8	1,5
Francia	2,5	0,9	1,8	2,4	1,4	2,4	1,4	2,3	1,0	1,5
Italia	3,3	0,5	1,7	2,9	0,9	2,5	1,2	3,0	0,7	1,3
<b>España</b>	4,3	1,8	2,1	4,0	2,1	4,1	2,2	4,0	2,0	3,1
<b>Japón</b>	1,7	1,4	1,4	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	0,8
<b>Reino Unido</b>	3,7	0,8	1,6	3,4	1,6	3,6	0,0	3,2	0,5	1,5
<b>Emergentes</b>	3,5	3,6	4,2	-	-	-	-	3,6	3,9	4,6
<b>Brasil</b>	0,6	1,7	2,3	-	-	0,6	1,2	1,7	1,1	2,2
<b>México</b>	1,7	1,7	1,7	-	-	1,9	2,1	2,4	1,2	1,8
<b>Rusia</b>	-9,0	-2,8	1,3	-	-	-10,0	-4,1	-6,0	-3,5	1,5
<b>India</b>	7,5	6,5	6,0	-	-	6,9	6,2	7,4	6,1	6,9
<b>China</b>	3,5	4,5	5,0	4,6	5,0	4,4	4,9	3,3	4,6	5,1

Crecimiento **2023** será muy débil, con **recesión técnica en algunas economías**, inducida por bancos centrales para reducir la inflación.

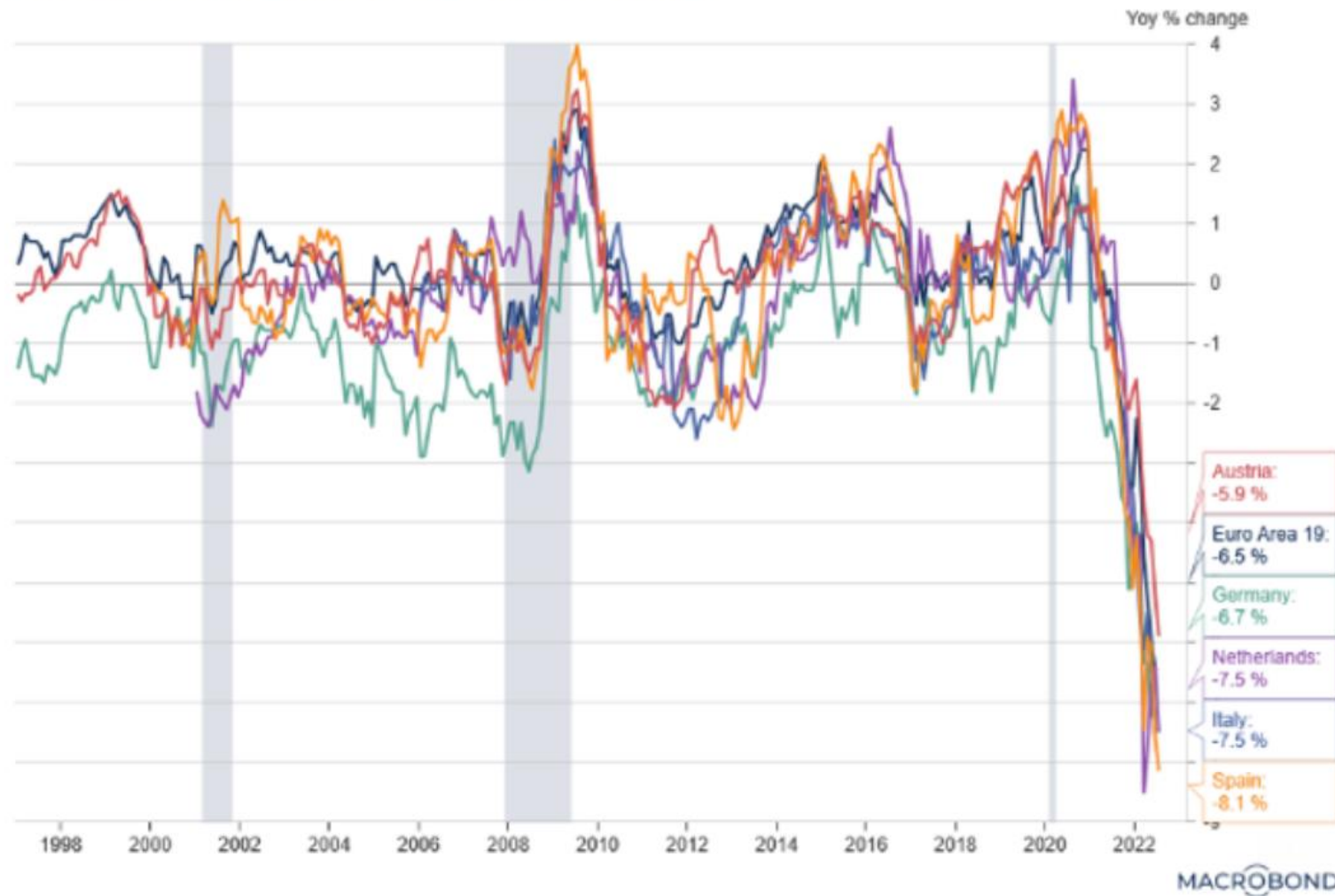
- **EEUU.** Más sólido por fuerte mercado laboral, consumo, no dependencia energética. En negativo, desaceleración sector inmobiliario, lastre de dólar fuerte, pérdida de poder adquisitivo.
- **China:** política cero Covid, sector inmobiliario. Estímulos monetarios y fiscales insuficientes para evitar notable desaceleración, PIB 2022e +3,5% vs +5,5% objetivo Gobierno.
- **Europa:** shock energético, riesgo creciente de recesión (finales 2022-principios 2023) ante escasez de energía. Dependencia de China.

Fuente: Afi, CE, OCDE, FMI

# Europa: impacto de shock energético en consumo

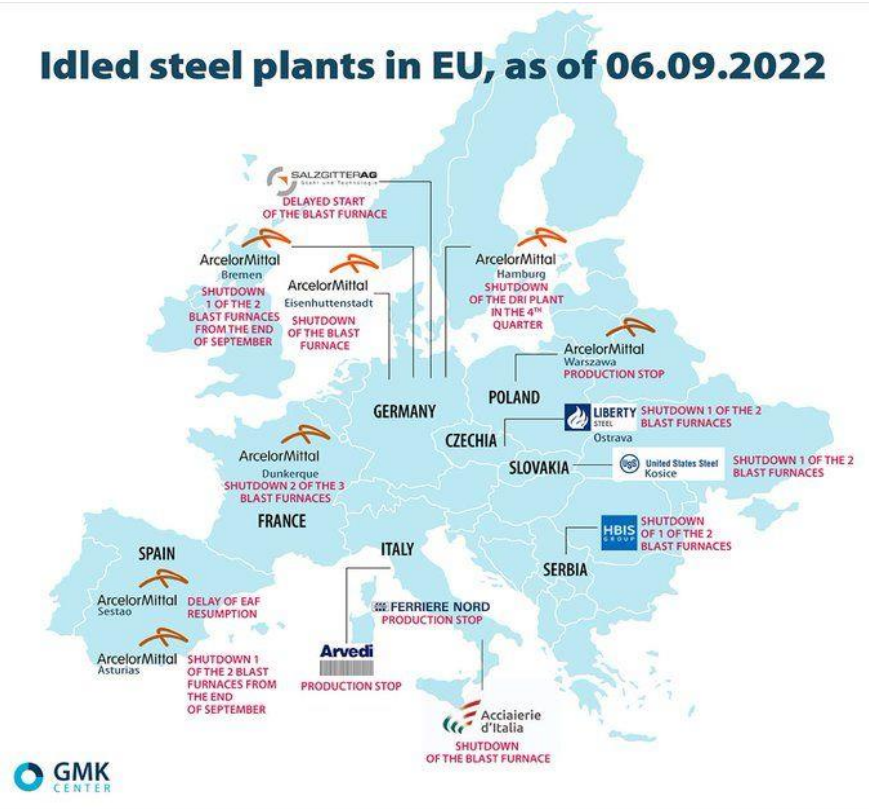
Pérdida de poder adquisitivo

## Euro area real negotiated wages are declining



# Europa: impacto de shock energético en industria

## Idled steel plants in EU, as of 06.09.2022



## S&P Global Eurozone Manufacturing PMI

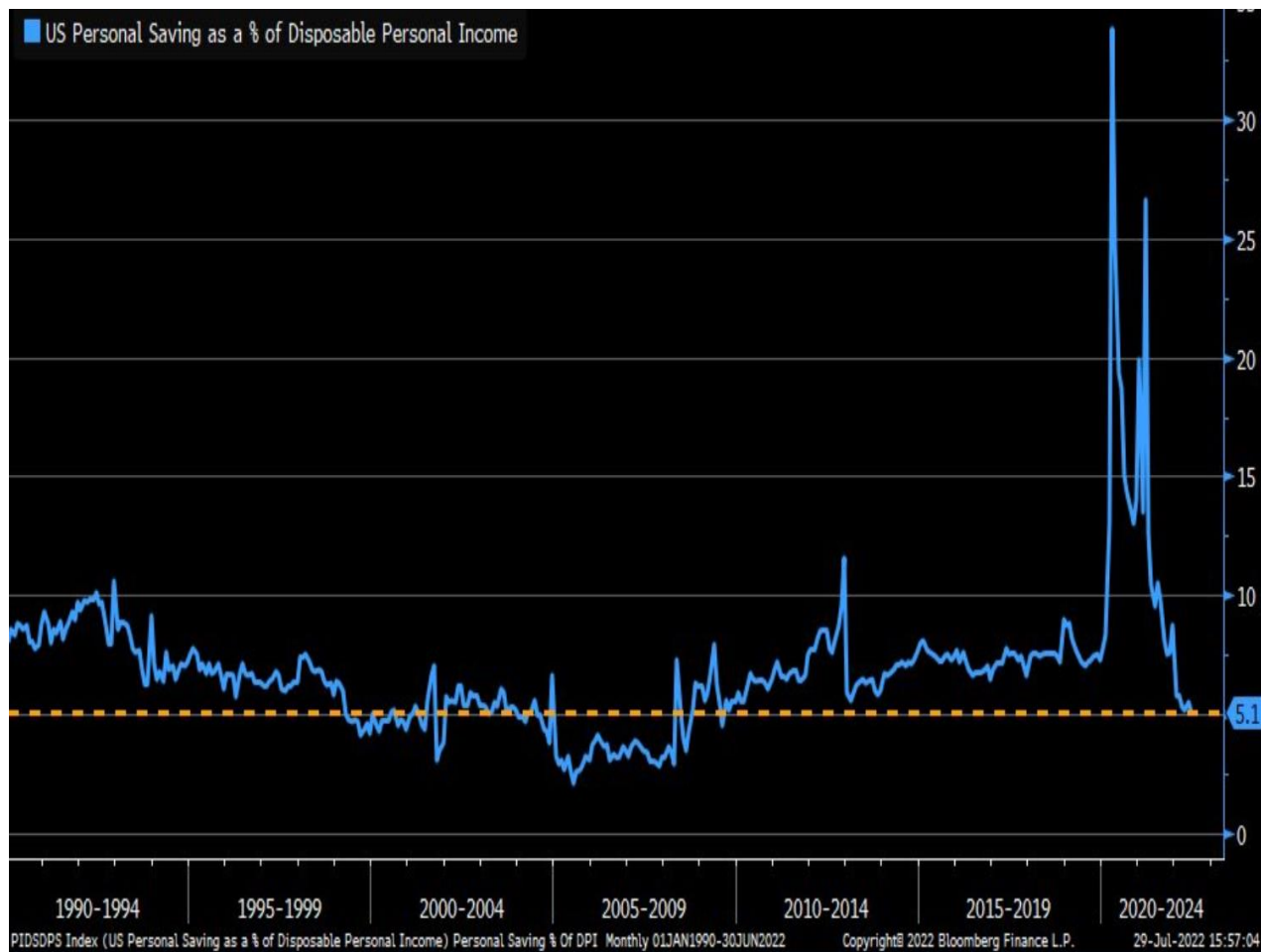
Eurozone Manufacturing PMI, sa, 50 = no change



Source: S&P Global.

# EEUU: ahorro se va consumiendo, pero mercado laboral sigue fuerte

El colchón de ahorro se va agotando, pero el mercado laboral sigue muy sólido, con dos vacantes por cada desempleado.



Fuente: Bloomberg

# China: lastrado por política cero Covid

## Covid-19 in China: Lockdowns of Major Cities Continue

Daily new coronavirus cases in China and biggest cities in lockdown (by number of inhabitants)\*



\* if any

Sources: Our World in Data, Wikipedia, media reports



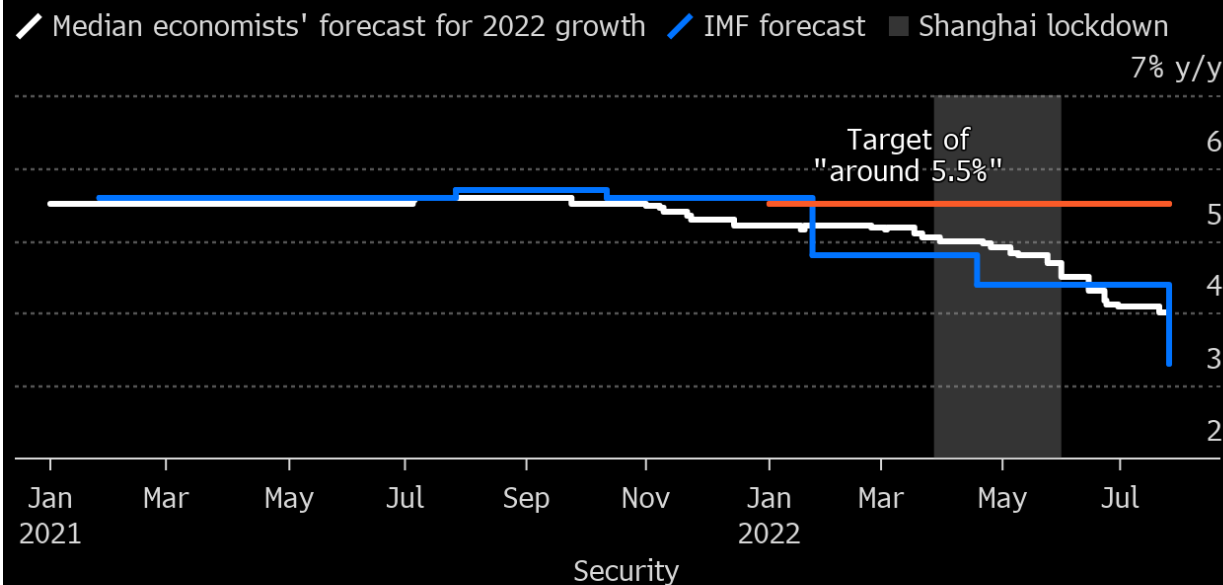
statista

Industria afectada por política cero Covid.

Consumo afectado por situación del sector inmobiliario (pago hipotecas).

## Slumping Outlook

Economists have slashed their forecasts for GDP this year

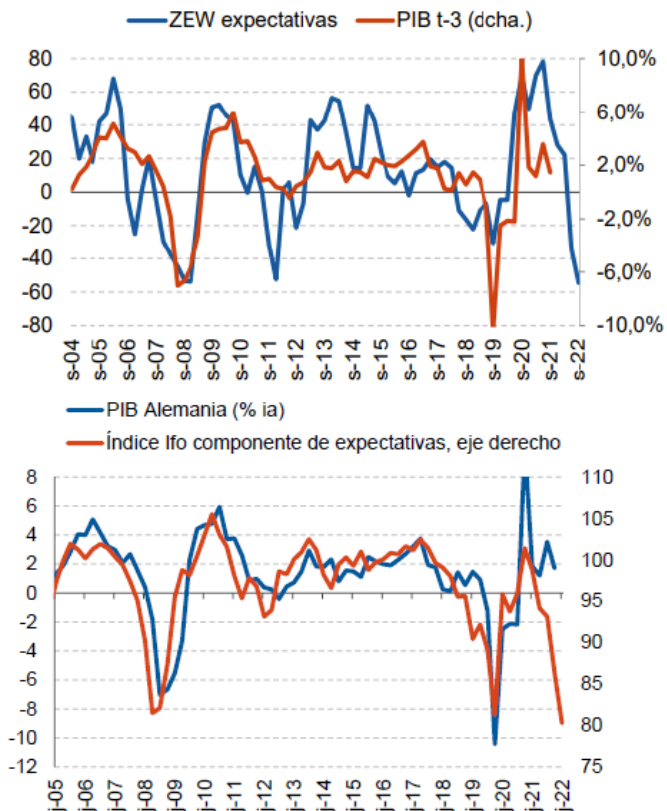


Source: Bloomberg surveys, International Monetary Fund

Bloomberg

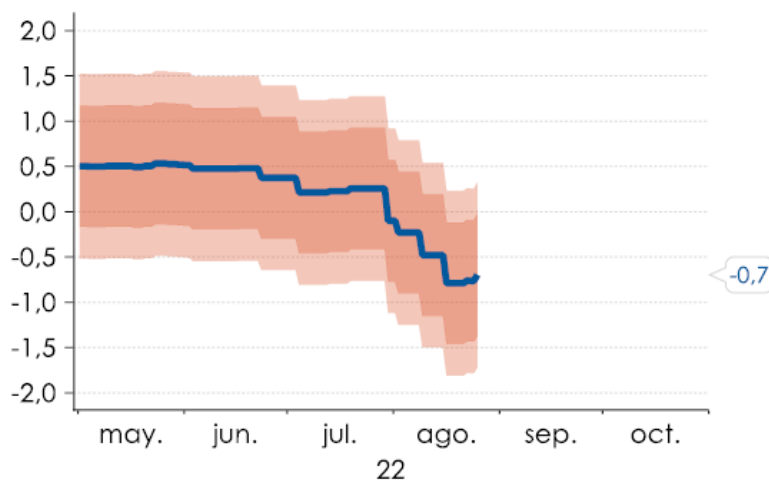
# Alemania: en puertas de la recesión

## ZEW alemán (bal. de respuestas), IFO y crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: Afi, Eikon, Macrobond

## Tracker de actividad del 3T22 de Alemania (% trimestral)

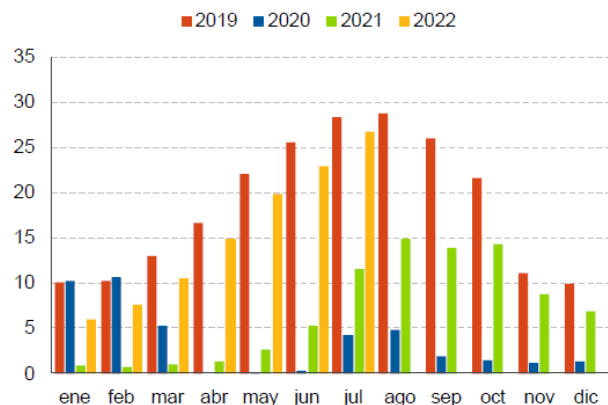


Alemania: industria muy castigada y perspectivas negativas para 3T y siguientes trimestres.

- Gas ruso barato era una ventaja competitiva... **Riesgo de cierres permanentes.** Rescate a Uniper.
- **Elevadas probabilidades de recesión técnica** (crisis energética, problemas en cadenas de producción, elevada inflación que resta poder adquisitivo).
- **Instituto alemán IFO revisa a la baja sus previsiones** de crecimiento, con un tono muy negativo para próximos trimestres y **PIB 2023e -0,3%**.

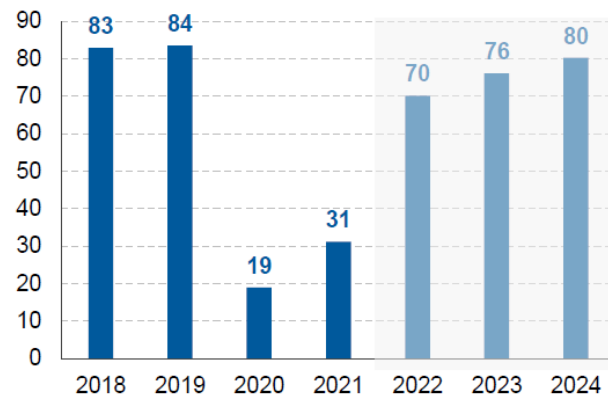
# España en desaceleración...

**Pernoctaciones hoteleras realizadas por no residentes en España**  
(millones)



Fuente: Afi, INE, Ministerio de Trabajo y Economía Social

**Llegada de turistas internacionales anuales**  
(millones de personas). Previsiones Afi 2022-2024

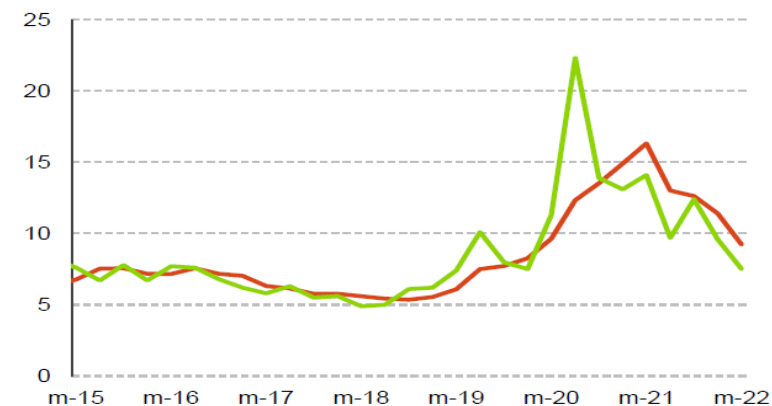


**Sólido PIB 2T (+1,1% trimestral)** apoyado por fuerte consumo y gran temporada de verano.

**Riesgo de crecimiento negativo a final de año** por mayor **presión inflacionista** (se espera inflación de doble dígito durante el otoño), con **impacto en inversión y consumo** (también afectado por agotamiento del ahorro acumulado), a lo que se sumará la **desaceleración de Europa** (impacto en turismo).

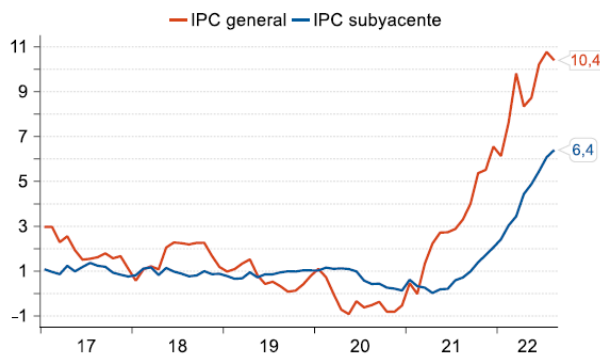
**Tasa de ahorro**  
(% RBD)

— Tasa de ahorro (%RBD acum 4T)  
— Tasa de ahorro desestacionalizada (%RBD)



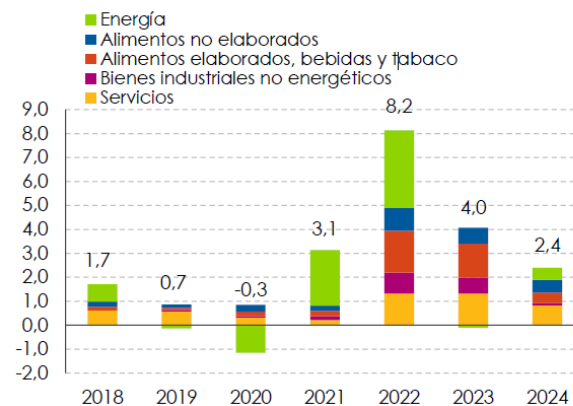
Fuente: Afi, INE

**IPC general y subyacente**  
(% interanual)



Fuente: Afi, INE

**IPC en España. Previsiones Afi 2022-24**  
(% media anual)



Fuente: Afi, INE



# ...revisión a la baja de previsiones 2023

## Tabla 2. Cuadro Macroeconómico

% anual	2021	2022	2023	2024
<b>PIB real</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>
Consumo Final	4.2	1.6	1.5	1.6
Hogares	4.7	1.6	2.0	2.1
AA.PP.	3.1	1.5	0.2	0.6
FBCF	4.3	5.9	2.0	2.3
Bienes de equipo	16.0	10.4	3.0	3.4
Construcción	-2.8	2.1	1.7	1.9
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>4.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
Exportaciones	13.4	12.3	1.4	2.8
Importaciones	12.8	7.5	0.8	2.1
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0.4</b>	<b>1.8</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
IPC (media anual)	3.1	8.4	4.0	2.4
Deflactor PIB	2.2	4.9	2.4	1.5
PIB nominal	7.3	9.2	4.2	3.6
Empleo	3.0	3.1	1.0	1.2
Tasa de paro	14.8	13.2	13.3	12.4
Saldo público PDE (% PIB)	-6.9	-5.0	-3.8	-3.2
Deuda pública PDE (% PIB)	118.4	114.1	115.0	116.9
Balanza por cc (% PIB)	0.8	0.4	1.1	1.3

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Afi, INE

### Revisión a la baja PIB 2023 de +3% a +1,8%:

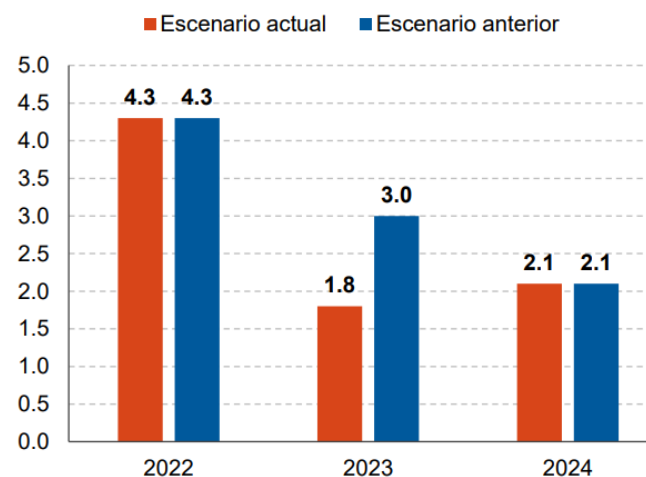
- Consumo hogares +2% (vs +4% anterior) por **mayor pérdida de poder adquisitivo**.
- Inversión empresarial +2% (vs +2,5% anterior) por mayores costes financiación y producción.
- Demanda externa sin cambios pero menor crecimiento de importaciones y exportaciones

### IPC fuerte revisión al alza:

- 2022e +8,4% vs +7,2% anterior
- 2023e +4% vs +2,5%

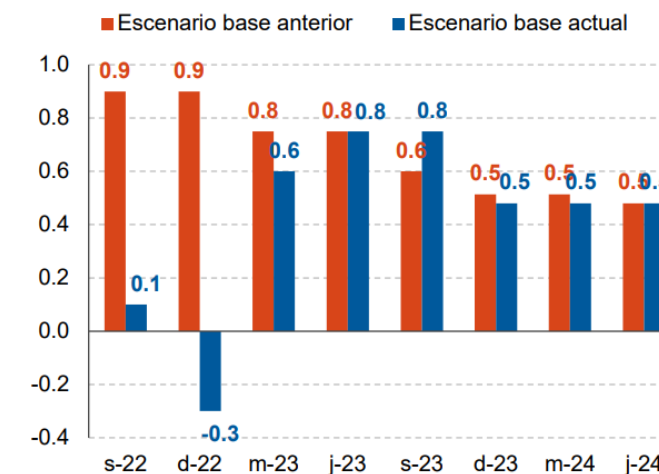
Desaceleración creación de empleo +1% vs +1,4% anterior, posible riesgo rebaja 2024.

### Gráfico 1. Previsiones de PIB actuales vs anteriores (% anual)



Fuente: Afi, INE

### Gráfico 2. Previsiones de PIB actuales vs anteriores (% trimestral)



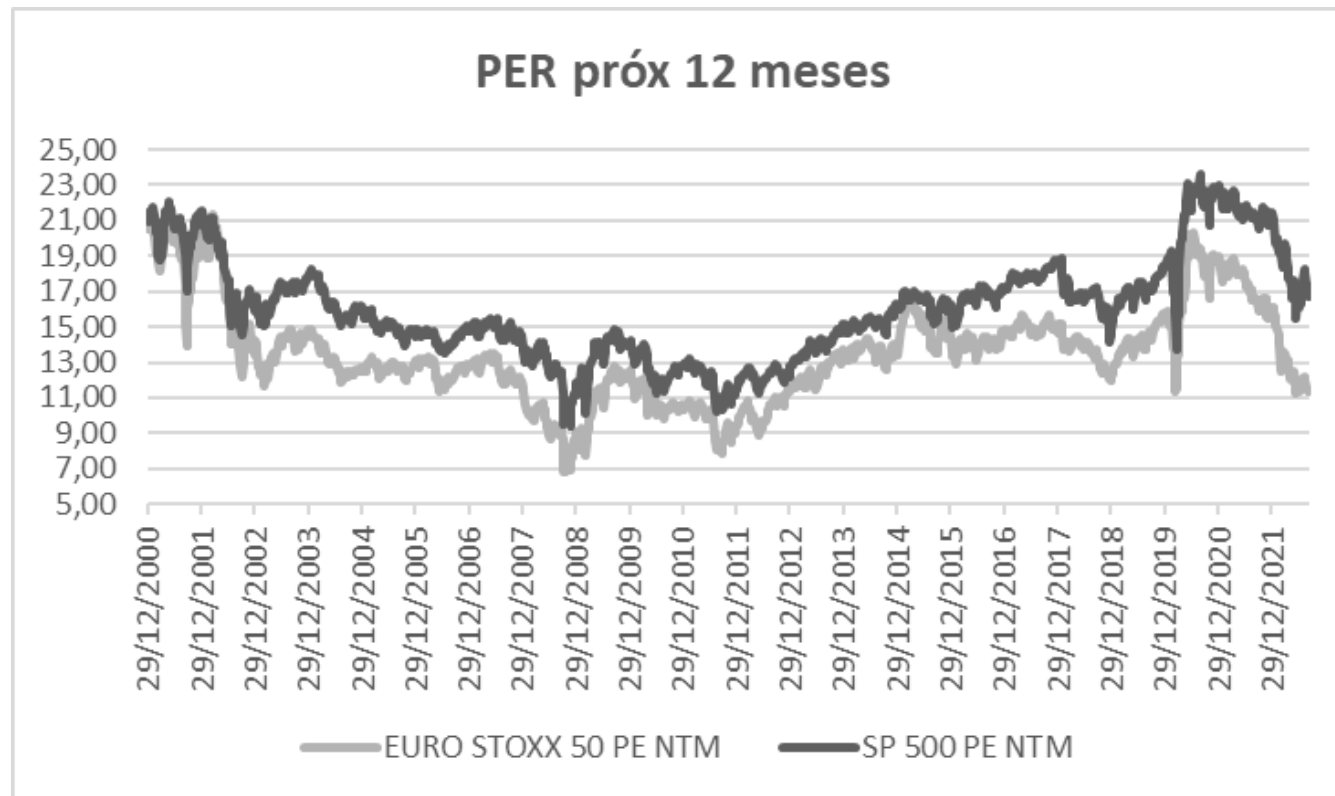
Fuente: Afi, INE

# ¿Dónde estamos?

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 / Conflictos
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 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

# Valoraciones (PER 12m) han corregido significativamente...



Fuente: Factset y elaboración propia

## Importante corrección en PERes:

**EEUU** -27% hasta **17,3x**  
**8% de prima** vs media 2000-hoy (16x)

**Europa** -46% hasta **11,4x**  
**16% de descuento** vs media 2000-hoy (13,5x)

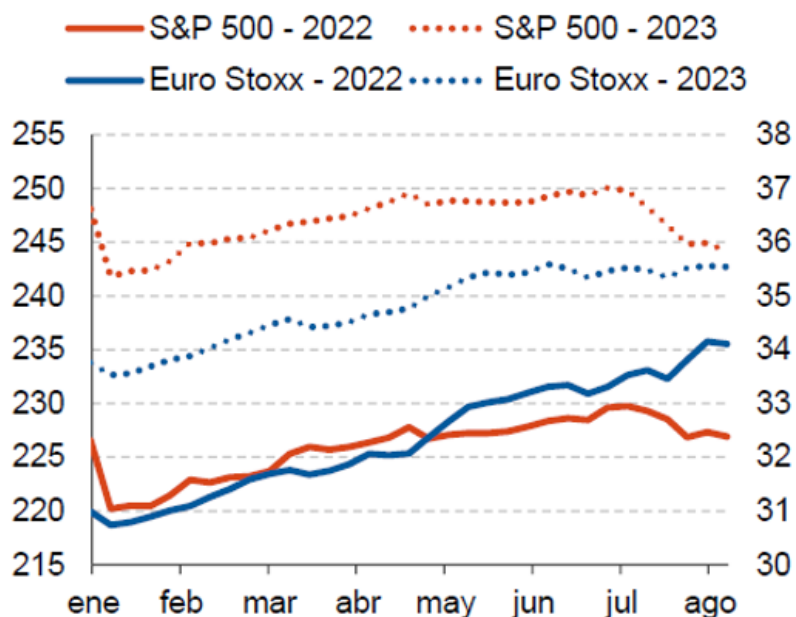
## ...pero revisión a la baja de BPAs aún pendiente

¿Niveles atractivos de entrada tras corrección de múltiplos? No necesariamente un suelo, porque aún queda pendiente la revisión a la baja de los BPAs. **Si hay recesión, aunque sea moderada, deberíamos ver cierto ajuste de BPAs.**

Por el momento:

- Mínimas revisiones a la baja en BPAs EEUU.
- Incluso revisión al alza de BPAs Europa (impacto positivo de energía, reapertura económica tras Covid).

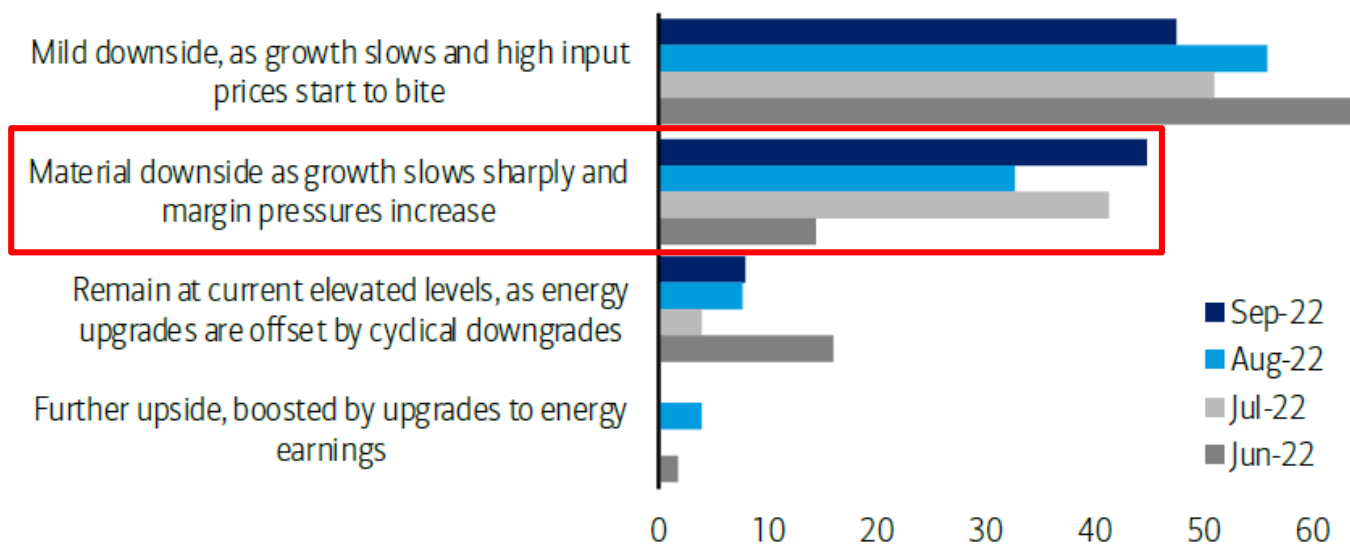
### Evolución de las estimaciones de beneficios



Fuente: AFI

### Exhibit 13: 47% of European investors see mild downside for 12 month forward EPS expectations for Europe over the coming months (down from 56% last month), with 45% expecting material downside (up from 33% last month)

How do you think 12-month forward EPS expectations for Europe will develop over the coming months?



Source: BofA European & Global Fund Manager Survey

# Ya se empieza a apreciar rebaja en márgenes en algunos sectores

**Evolución de las estimaciones de margen neto para los próximos 12 meses – Euro Stoxx**

	ago.-22	jul.-22	may.-22	mar.-22
<b>EuroStoxx</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>
Autos	10,1	11,0	11,0	9,1
RRNN	15,3	15,6	15,6	14,7
Química	8,5	9,0	9,0	9,2
Construcción	6,7	6,6	6,6	6,6
Serv. Financieros	22,0	23,9	23,9	23,9
Alimentación	10,7	12,0	12,0	12,0
Salud	11,4	12,0	12,0	11,2
Industria	5,7	7,1	7,1	7,0
Seguros	6,2	6,4	6,4	6,5
Media	75,1	71,5	71,5	71,4
Energía	7,8	7,2	7,2	7,3
Consumo Básico	13,6	13,2	13,2	13,2
Real Estate	8,3	7,0	7,0	23,7
Retail	8,8	9,0	8,9	9,1
Tecnología	20,4	23,4	23,4	24,1
Telecom.	8,9	8,6	8,6	7,6
Viajes&Ocio	0,0	-2,7	-2,7	-5,1
Utilities	2,4	3,5	3,5	2,2

**Evolución de las estimaciones de margen neto para los próximos 12 meses – S&P 500**

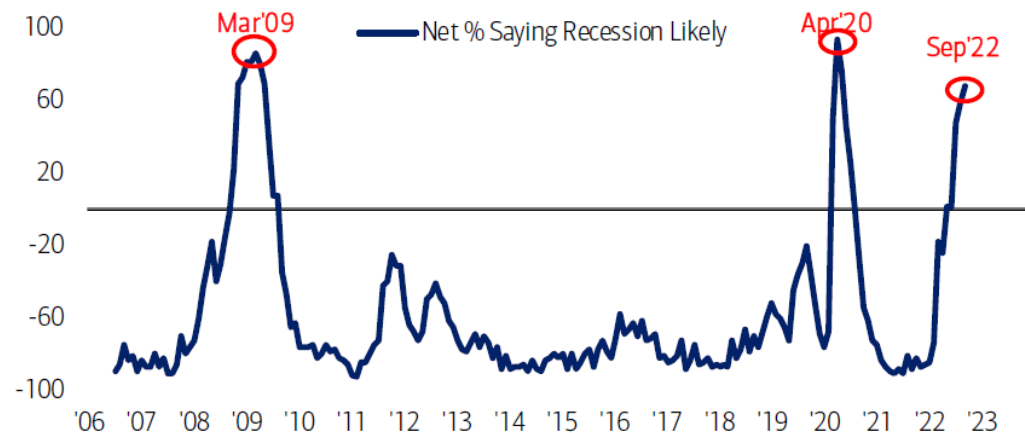
	ago.-22	jul.-22	may.-22	mar.-22
<b>S&amp;P 500</b>	<b>12,2</b>	<b>12,9</b>	<b>12,9</b>	<b>12,8</b>
Telecom.	16,1	17,1	17,2	17,4
Consumo cíclico	6,7	7,8	7,9	7,8
Consumo básico	6,6	6,9	6,9	6,7
Energía	12,3	9,8	9,8	8,0
Salud	9,2	9,1	9,0	9,2
Industria	8,9	8,8	8,9	8,7
Tecnología	23,2	23,7	23,7	23,7
Materiales	12,5	12,4	12,4	13,2
Real Estate	23,0	24,2	24,2	23,6
Utilities	12,7	13,1	13,1	12,3
Financiero	18,2	22,6	22,6	22,3

Fuente: Afi, FactSet

# En cualquier caso, el pesimismo de los inversores es ya muy elevado...

**Chart 5: Recession odds still rising for FMS investors**

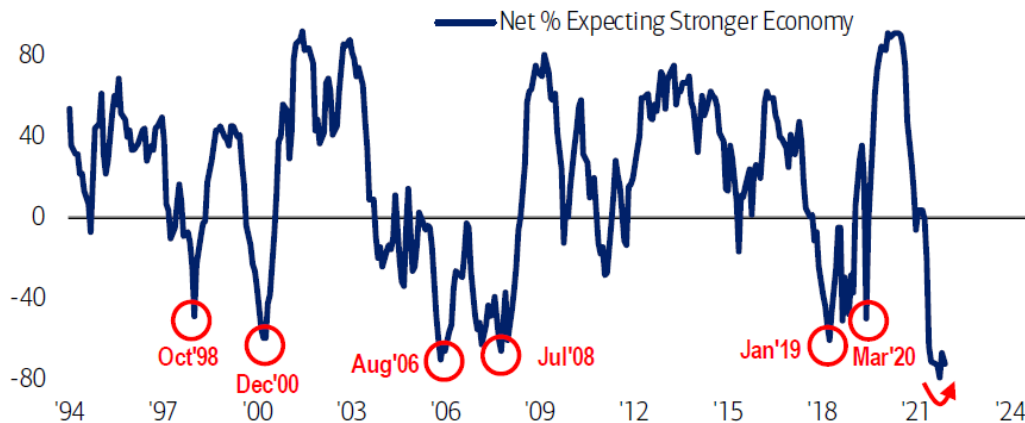
Net % Saying Recession Likely



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

**Chart 2: Close to a record share of FMS investors expect a weaker economy in next 12m...**

FMS net % expecting stronger economy



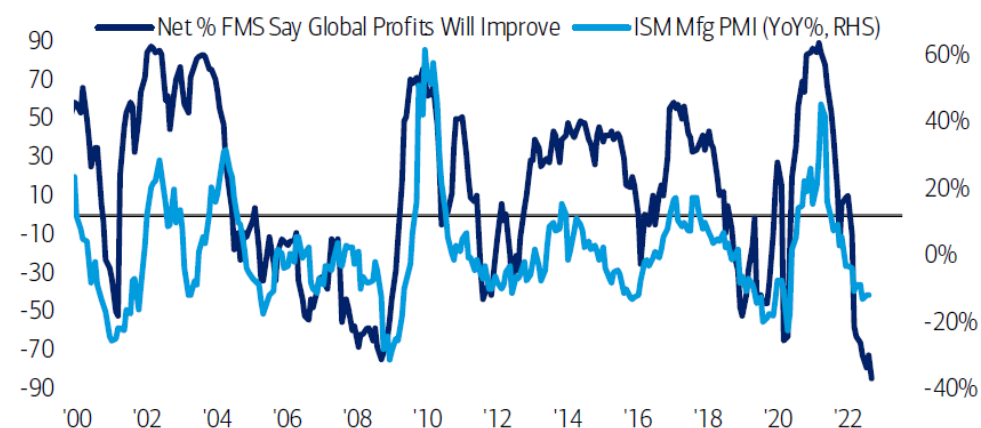
Source: BofA Global Fund Manager Survey.

Últimas encuestas a gestores apuntan a **expectativas de recesión y de revisión a la baja de BPAs en máximos desde 2020** (Gran Confinamiento por Covid)...

...lo que se traduce en **niveles de liquidez muy elevados.**

**Chart 4: A record share of investors expect profits to decline, suggesting further downside ahead for the ISM manufacturing PMI index**

FMS net % expecting global profits to improve vs YoY change in ISM manufacturing PMI survey (RHS)



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg, NAPMPMI Index.

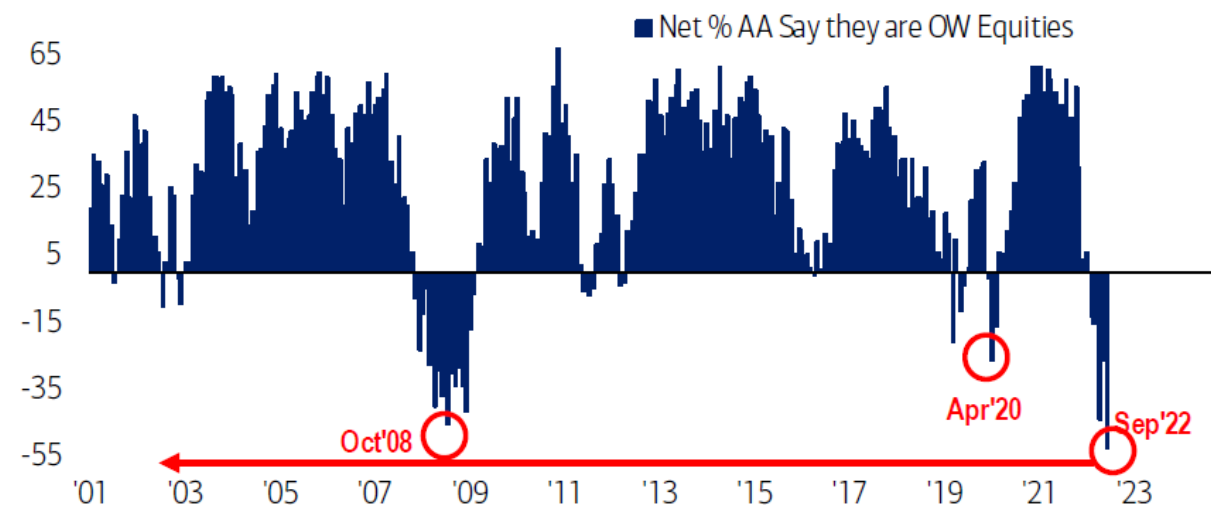
## ...igual que la infraponderación en renta variable

Elevadas expectativas de recesión + Optimismo sobre resultados empresariales en mínimos + Niveles de liquidez muy altos

**Cualquier noticia positiva puede generar un rally como ocurrió en verano**

**Chart 22: Investors cut UW in stocks to a record high...**

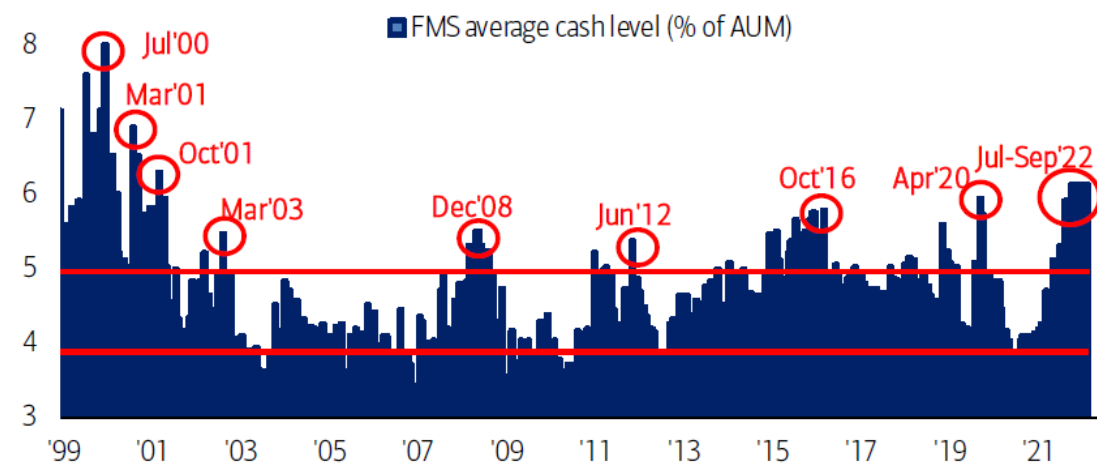
Net % OW Equities



Source: BofA Global Fund Manager Survey

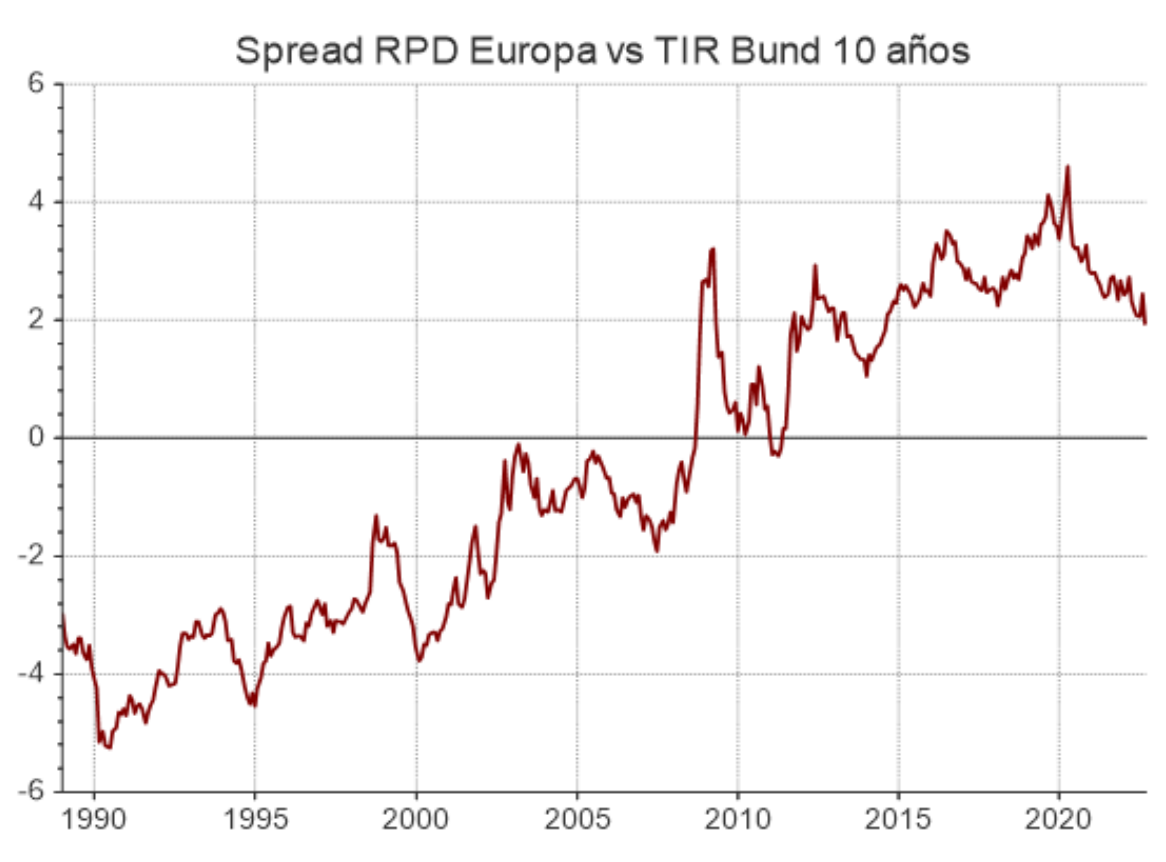
**Chart 8: FMS investors raised cash in September...**

FMS average cash balance, %



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

# La Renta Variable sigue siendo el activo ganador a largo plazo...



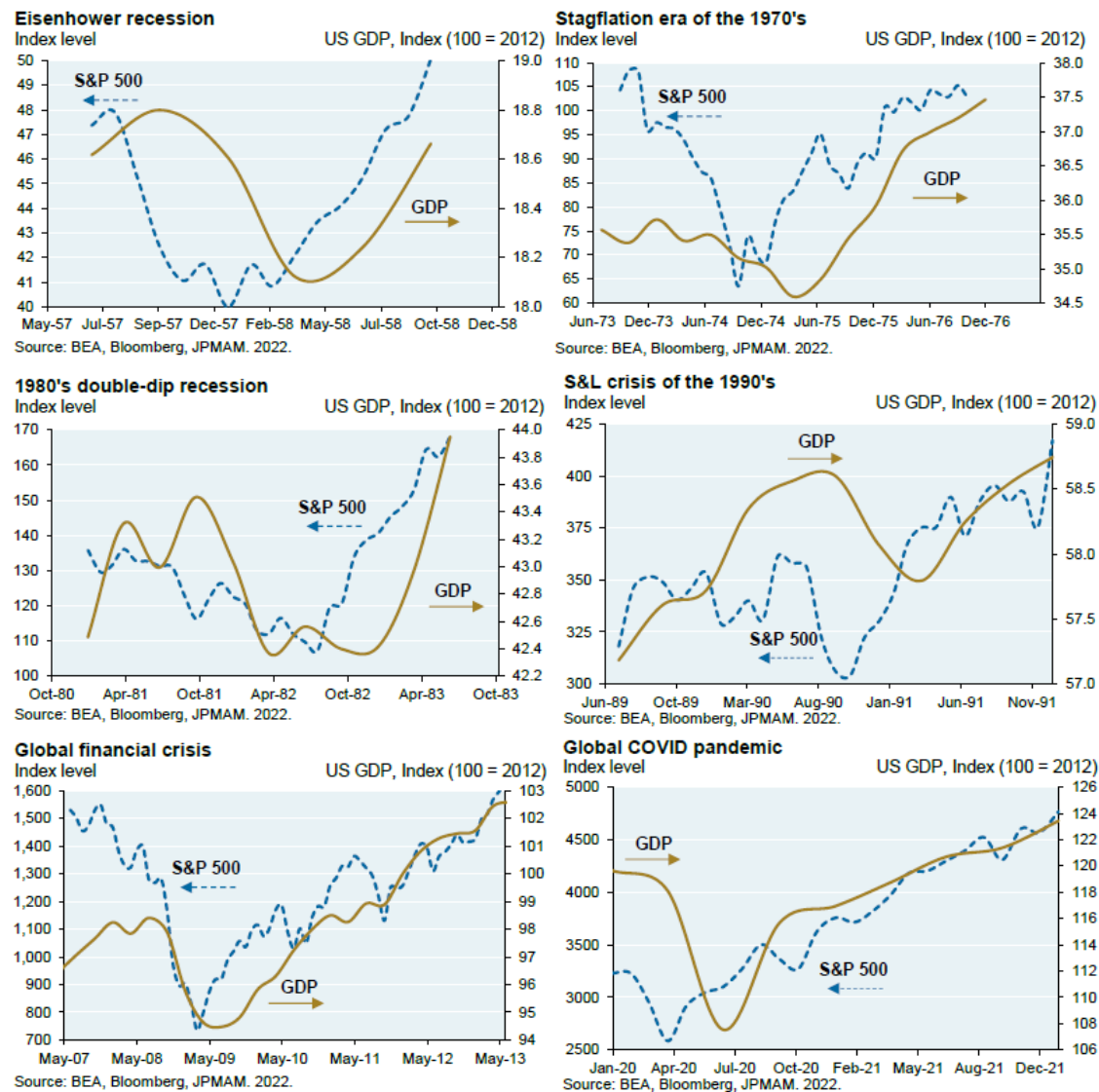
Atractiva valoración  
relativa a Deuda Pública

Fuente: Thomson Reuters

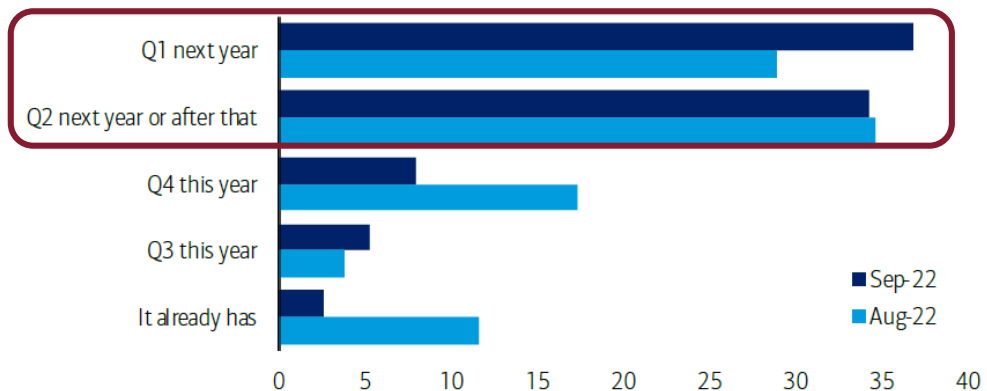


# ...y el ciclo bursátil adelanta al ciclo económico

**Bolsas suelen hacer suelo 6 meses (o más) antes de fin recesión.**

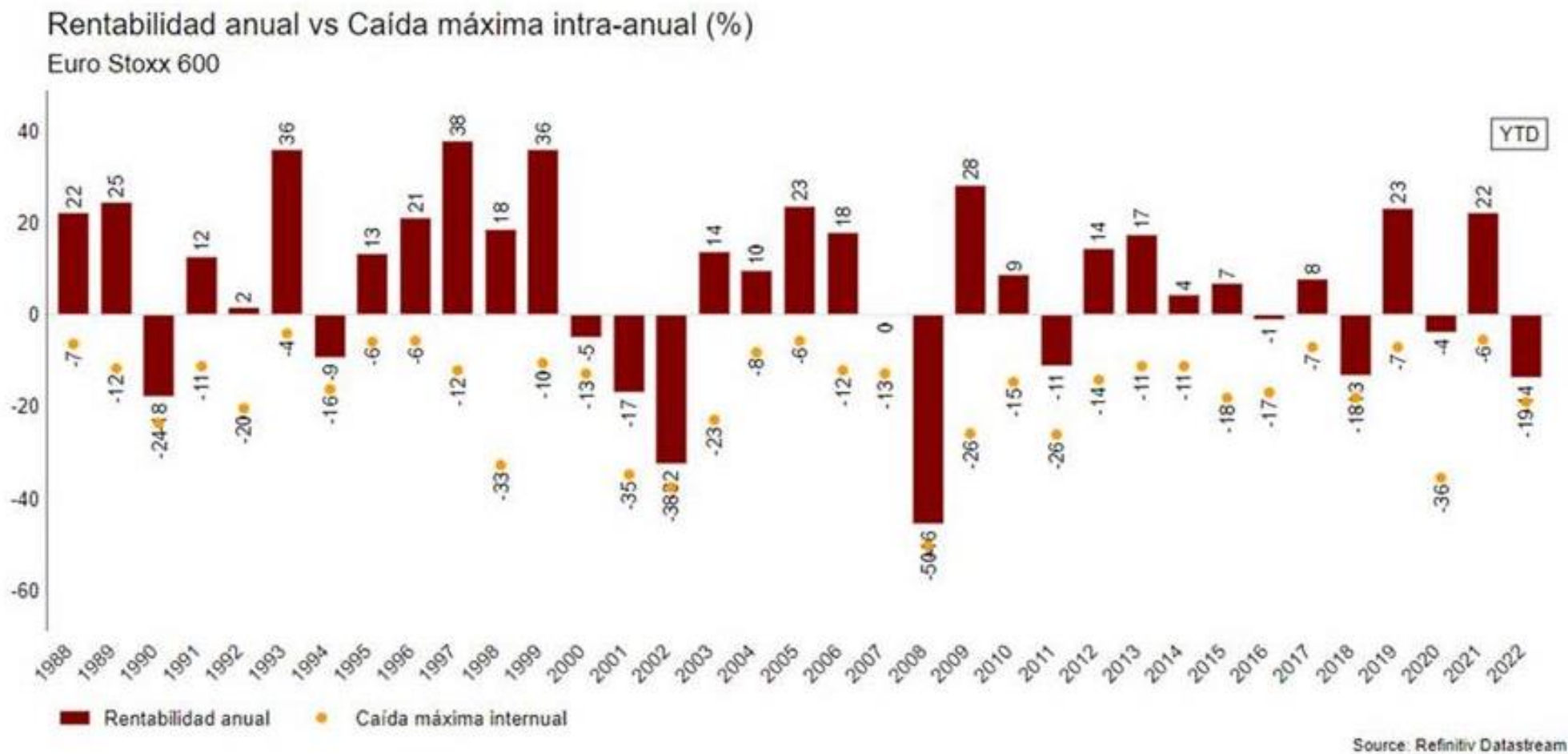


**Exhibit 4: 71% of European investors do not expect the macro cycle to trough before next year, up from 63% last month**  
When do you think the macro cycle will trough?

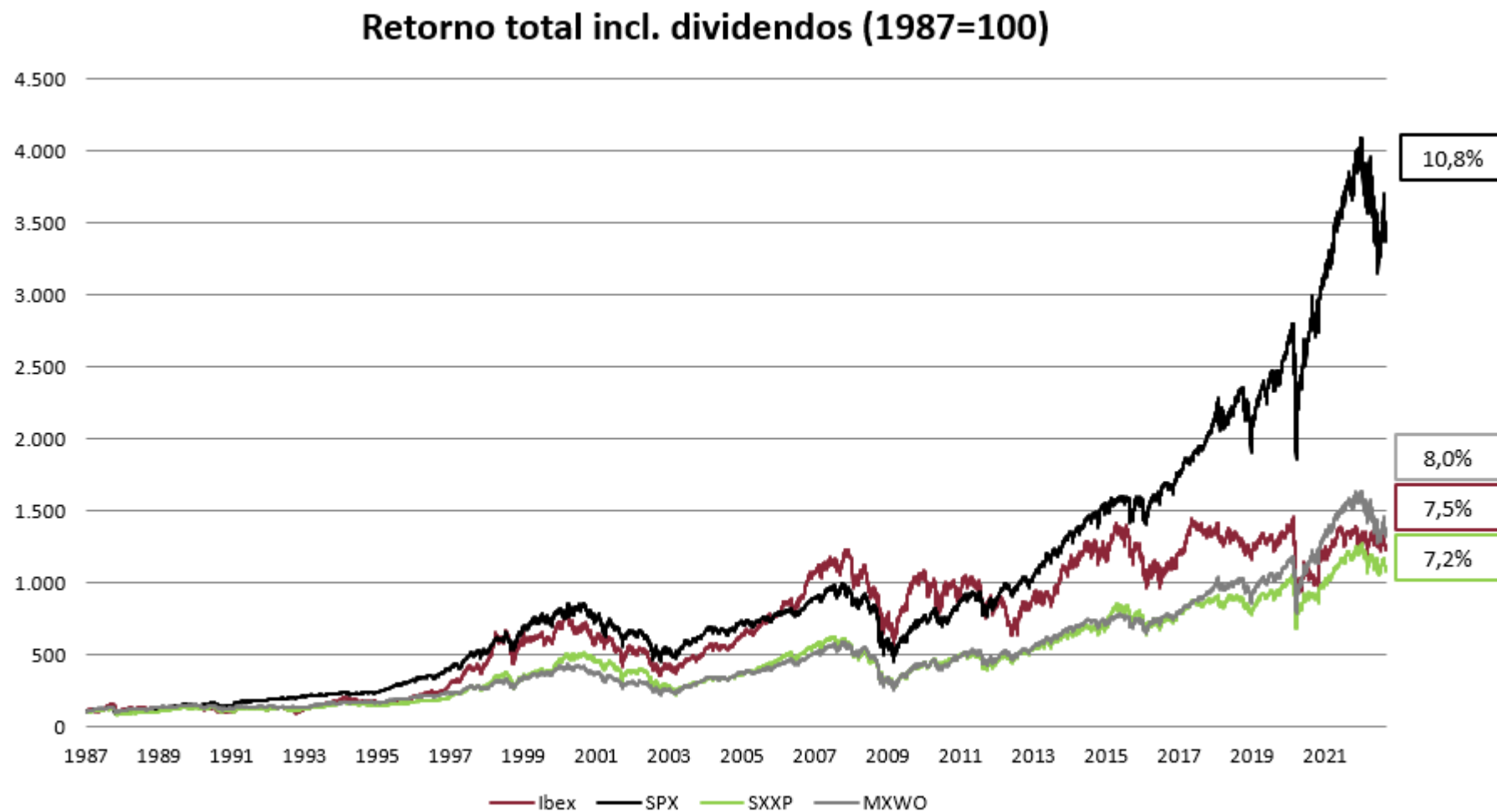


Source: BofA European Fund Manager Survey

# Oportunidades de inversión a largo plazo



# Rentabilidades históricas Renta Variable



# ¿Cuándo se estabilizarán los mercados? El punto de inflexión en inflación, clave

**Catalizador para subidas consistentes: techo a inflación, bancos centrales más “dovish”, menos riesgo sobre crecimiento y resultados.**

## RIESGOS:

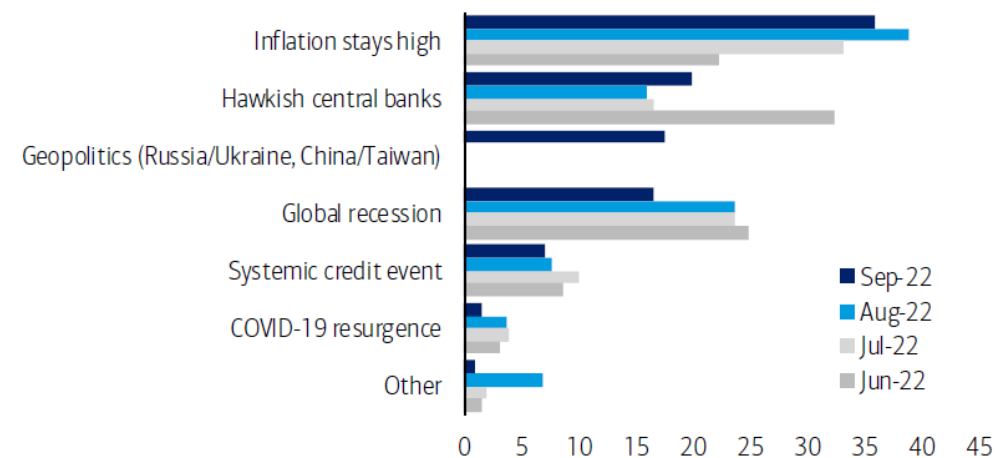
- **Dudas sobre el ciclo:** Europa (guerra), China (Covid), EEUU (subida de tipos)
- **Revisión a la baja de BPAs** (menores márgenes por incremento no trasladable de costes, menor demanda)
- **Excesivo tensionamiento monetario**
- **Riesgos geopolíticos: Taiwan, Armenia-Azerbaijan**

## APOYOS:

- **TINA** (“there is no alternative”): tipos reales siguen siendo muy negativos (tipos suben menos que inflación)
- **Apoyos fiscales** (más gasto en defensa y energía verde)
- **Mantenimiento de políticas monetarias expansivas en China y Japón**

**Chart 21: High, sticky inflation remains the biggest tail risk**

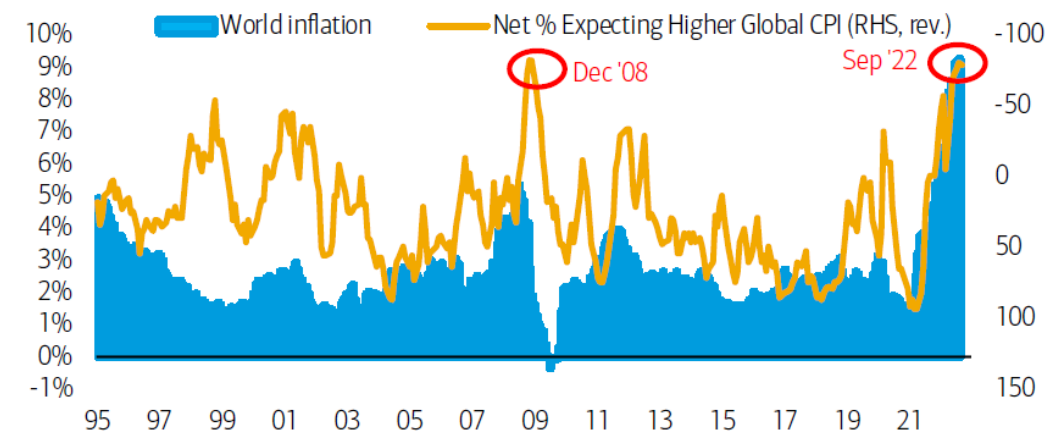
What do you consider the biggest 'tail risk'?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

**Chart 7: Has inflation peaked? FMS investors think so as a fewer share expect stronger global CPI growth in next 12 months in September than last month**

Net % expecting higher global CPI vs world inflation



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Haver. YoY change in global CPI. GDP-weighted CPI, Large sample of 60 economies.

# El modelo básico de inversión no ha cambiado

Lo básico no ha cambiado: **no hay “activo sin riesgo”** y el deterioro monetario va a continuar.

Ya es posible construir una **cartera de renta fija** a medio plazo **a vencimiento** con rentabilidad atractiva (*riesgo de valoración*)

En Renta Variable habrá ganadores y perdedores en una economía de recuperación en K. **Importancia del *stock picking*.**

- Compañías de **calidad**, con negocios sólidos, **márgenes elevados y capacidad para mantenerlos** (poder de fijación de precios).
- Elevada y sostenible rentabilidad por **dividendo**. **Cartera Dividendo Renta4 Banco.**
- Sectores de **crecimiento estructural**. **Megatendencias:** tecnología, salud, medioambiente, consumo.

# Cartera Dividendo Renta 4 Banco

Título	Fecha compra	Rtb Latente	Rtb anterior	Rtb Ajustada	Rb Aj Anterior
INDITEX	08/03/2022	9,6%		1,2%	
LOGISTA	30/12/2021	20,3%		2,5%	
TELEFÓNICA	30/12/2021	5,8%		0,7%	
REPSOL	09/09/2022	-2,0%		-0,2%	
MERLIN PROPERTIES	30/12/2021	3,8%		0,5%	
CAF	10/06/2022	0,2%		0,0%	
FAES FARMA	30/12/2021	16,3%		2,0%	
BBVA	26/08/2022	9,5%		1,2%	
ACERINOX	30/12/2021		-15,9%		-1,98%
REPSOL	30/12/2021		43,6%		5,45%
ACERINOX	29/04/2022		19,0%		2,37%
BBVA	30/12/2021		-13,5%		-1,69%
SANTANDER	27/05/2022		-20,8%		-2,60%
ENDESA	30/12/2021		-8,9%		-1,11%
<b>TOTAL</b>				<b>7,9%</b>	<b>0,45%</b>
<b>TOTAL ACUMULADO</b>				<b>8,4%</b>	
<b>Indice de referencia</b>	<b>30/12/2021</b>			<b>-7,6%</b>	
				<b>Relativo a IBEX</b>	<b>16,0%</b>

Fuente: Renta 4 Banco

# DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos.

Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 80% Sobreponderar, 14% Mantener y 6% Infraponderar.

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.



 **renta4banco**