



Informe Mensual

3 de junio de 2022

Autor:
Rosa Duce
Chief Investment Officer Spain

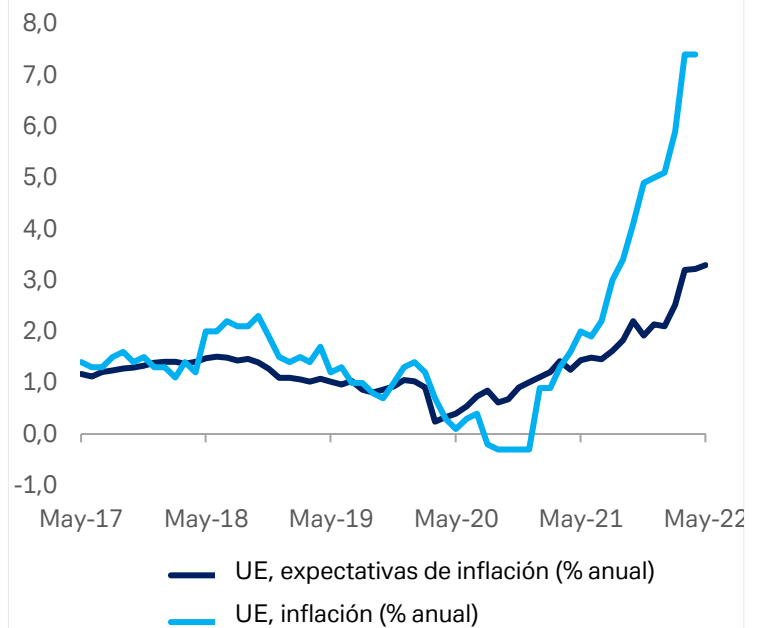
Cierta estabilización en mayo

Resumen del mes

Tras el mal inicio de año, la mayoría de los activos cierran el mes de mayo con ganancias. Los motivos, la percepción de que el escenario de endurecimiento monetario ya está descontado, unos datos económicos que siguen siendo fuertes y el relajamiento de las restricciones en China. Al cierre de mayo el índice S&P avanza un 0,2%, el Eurostoxx 50 cierra prácticamente plano (-0,3%) mientras que en mayo de nuevo el Ibex se desmarca con subidas por encima de sus homólogos europeos (+3,2%) gracias al buen papel del sector eléctrico y energía, y también de los bancos.

Con todo, los principales riesgos persisten, con más preocupación ahora por el crecimiento y el riesgo de recesión que por la inflación en sí. Y esto hace que se empiecen a descontar menos subidas de tipos por parte de los bancos centrales. En el caso de la Fed, se descuentan ahora unos tipos a cierre de año del 2,75%, y se descarta que haya una subida de tipos de 75 pb. en las dos próximas reuniones (el propio Powell ha confirmado que subirá 50 pb. en junio y otros 50 pb. en julio, y a partir de ahí valorará el impacto de estas fuertes subidas iniciales sobre el crecimiento y la inflación). Esta rebaja en las expectativas de endurecimiento monetario por parte de los bancos centrales ha favorecido a los bonos, especialmente de EEUU. La rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años en EEUU se coloca a cierre de mes en el 2,85% (lejos del 3,20% que llegamos a ver en abril de manera puntual), mientras que la del Bund alemán al mismo plazo cierra en el 1,10% penalizado por la subida de la inflación en mayo

El gráfico del mes: La prioridad de los bancos centrales, anclar las expectativas de inflación.



Fuente: Deutsche Bank AG. 2 de junio de 2022

1. Actualización de las previsiones económicas

La irrupción de la guerra ucraniana ha agravado tensiones latentes ya existentes como consecuencia de la apertura de las economías tras la pandemia. La persistencia de la inflación ha provocado un cambio radical en las expectativas de los bancos centrales, con subidas de tipos más rápidas y más bruscas de lo inicialmente previsto. Todo ello implicará un freno en la actividad económica. En el caso de EEUU, se espera que crezca por encima del potencial y, por lo tanto, pese a los riesgos, no prevemos una recesión a corto plazo (previsión crecimiento del PIB: 2,9% en 2022, 2,2% en 2023). Las persistentes y elevadas presiones inflacionistas pesan sobre el consumo privado, así como lo hará el endurecimiento monetario, no sólo sobre el consumo, sino también sobre el sector inmobiliario o el sector industrial. Sin embargo, la recuperación del mercado laboral continuará presionando a los salarios y a la Fed. El riesgo de este escenario radica, de hecho, en que la Fed tenga que subir los tipos más allá de lo previsto (previsión actual: tipos máximos del 3.25%-3.50% a mediados de 2023), provocando una recesión.

En cuanto a la zona euro, la economía sigue creciendo, pero a un ritmo menor como consecuencia de los elevados precios de la energía, la escasez de productos intermedios y la escasez de mano de obra cualificada, que pesan sobre la producción. Dicho esto, se espera que el exceso de ahorro, el apoyo fiscal del Fondo Next Generation de la UE y un consumo robusto impulsen un crecimiento por encima del tendencial en 2022. (previsión crecimiento del PIB: 2,8% en 2022 y 2,2% en 2023). El crecimiento sería mucho mayor si no fuera por las limitaciones de la oferta a la luz de la situación de Ucrania.

Por último, la política de Cero-Covid, la actual desaceleración del sector inmobiliario y los riesgos geopolíticos están pesando sobre el crecimiento chino (en el primer trimestre la economía creció un 4.8% anual). De cara al futuro, una relajación gradual de las restricciones y una fuerte expansión fiscal deberían impulsar el crecimiento. Preveemos un crecimiento del PIB del +4,5% en China en 2022, y del 4,8% en 2023, en ambos casos por debajo del consenso y del objetivo de crecimiento del gobierno chino.

Conclusión: la economía mundial se está enfriando, pero nuestro escenario base sigue siendo que conseguirá eludir la recesión.



2. Crece la presión sobre el BCE

Pese a que los mercados parecen mostrar cierta estabilidad, la incertidumbre se mantiene. Los datos preliminares de inflación de mayo en Europa muestran de nuevo un repunte de la misma, al persistir por un lado los cuellos de botella en la producción y por otro, la presión al alza en el precio de las materias primas. No en vano, a cierre de mayo los líderes europeos conseguían por fin el acuerdo para implantar un sexto paquete de sanciones a Rusia, en el que se incluye el embargo a la importación de crudo ruso (aunque sólo por vía marítima) desde finales de 2022. El resultado, el crudo avanza por sexto mes consecutivo en mayo y se coloca otra vez el Brent por encima de los 120 dólares/barril.

En junio tenemos además una importante reunión del BCE con actualización de previsiones de crecimiento e inflación. El incremento continuo de la inflación ha puesto cada vez más presión sobre el BCE por lo que se empieza a hablar de subidas de tipos ya en el mes de julio, incluso de 50 pb. Ahora mismo el mercado descuenta un tipo de interés para la facilidad de depósitos (depo) de 100 pb a cierre de año.

Los analistas del CIO OFFICE creen que el BCE pondrá fin a sus compras netas de activos en junio antes de subir el tipo depo tres veces y el tipo refi dos veces en 2022. Esperan además al menos 4 subidas de tipos en 2023.

Conclusión: el BCE debe actualizar en junio sus previsiones de inflación y crecimiento, además de adelantar el posible calendario de retiradas de estímulo.

3. Divisas: margen limitado de subida del USD a estos niveles

El índice DXY alcanzó un nuevo máximo de 20 años el 13 de mayo y el dólar alcanzó un máximo de 7 años frente al euro. La reciente fortaleza del USD se debe a varios factores: i) la fuerte revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial; ii) la creciente incertidumbre ante la escalada del conflicto ucraniano, lo que ha favorecido al dólar como refugio, y iii) la rápida subida de los tipos de interés reales de EEUU, que han pasado a ser positivos en las últimas semanas.

De cara al futuro, el potencial alcista del dólar parece limitado, especialmente frente al euro. Esto se debe, sobre todo, a la forma en que el mercado ve la senda de subida de tipos de la Fed. Los mercados esperan que vuelva a subir los tipos en 50 pb en las dos próximas reuniones, pero parece que estos movimientos así como los posibles en el futuro, están ya descontados, lo que podría debilitar al dólar.

En el lado del euro, hay muchos argumentos a favor de una moneda más fuerte en el futuro. Una política fiscal favorable, el levantamiento de las restricciones de Covid-19 y la fortaleza del mercado laboral de la zona del euro deberían terminar por apoyar al euro. Además, la temporada de resultados del primer trimestre en Europa ha sido mejor de lo esperado y muchos datos económicos de la zona euro siguen sorprendiendo al alza, en contraste con EEUU.

Conclusión: parece que la fortaleza del USD ya ha tocado máximos, especialmente frente al EUR. No obstante, existen a corto plazo factores que siguen apoyando al dólar. Prevemos un cambio EUR/USD en 1.10 a Junio 2023.

Evolución de los principales mercados en 2022

	Actual	Mes	2022
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (Alemania)	1,24%	-1,48%	-11,16%
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (EEUU)	2,92%	0,95%	-9,84%
EEUU (S&P500)	4.144,06	0,18%	-12,76%
Zona euro (Euro Stoxx 50)	3.795,13	1,34%	-9,47%
España (Ibex 35)	8.757,7	+3,11%	0,51%
Japón (Topix)	1.926,39	0,69%	-2,80%
Asia excepto Japón (MSCI)	682,89	0,47%	-12,33%
Petróleo WTI (en USD)	116,66	9,53%	52,47%
Oro (en USD)	1.868,00	-3,61%	0,77%
EUR/USD	1,0745	1,79%	-5,59%
EUR/GBP	0,8540	1,55%	1,24%
EUR/JPY	139,49	0,85%	5,51%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG 30 de abril de 2022.



5. Visión estratégica

Los mercados parecen haber descontado gran parte de los riesgos actuales, especialmente los ligados a la evolución de los tipos de interés. Sin embargo, dichos riesgos seguirán aquí durante algún tiempo por lo que la volatilidad seguirá estando presente. Mantenemos por tanto el infrapeso de la renta variable en las carteras.

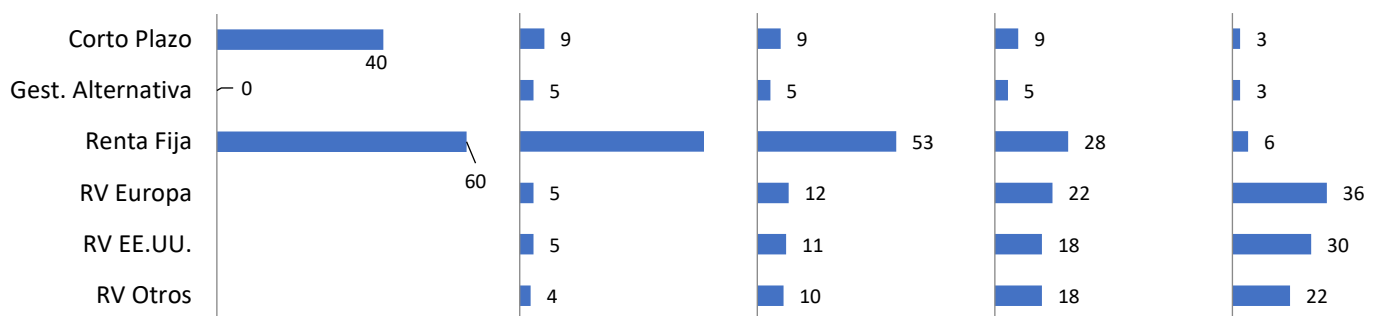
En los mercados de bonos, los diferenciales de crédito de los bonos corporativos Grado de Inversión han aumentado en las últimas semanas, sobre todo por el final del programa de compra de bonos de los bancos centrales (la Fed ha iniciado ya la reducción del balance y el BCE finalizará en junio con las compras brutas y muy poco después con las compras netas de bonos). En cuanto a los bonos High Yield, aunque las tasas de impago siguen siendo bajas, el atractivo se reduce ante el miedo a una recesión mundial que termine por elevar las mismas. En base a esto, los bonos de alto rendimiento (HY) no son especialmente atractivos en el entorno actual. Por otro lado, las fuertes caídas sufridas por la renta fija de alta calidad abre oportunidades en este tipo de activo, por lo que en las carteras de este mes se produce un pequeño cambio en la asignación de activos de renta fija, con subida del peso de los bonos públicos y corporativos Grado de Inversión y rebaja de los bonos High Yield.

En materias primas, la crisis entre Rusia y Ucrania sigue presionando al alza los precios del crudo y el gas, no obstante, el margen de subida ya es limitado ya que a medio plazo se debería ajustar una menor demanda (menos crecimiento mundial) con un incremento de la oferta por parte de los productores fuera de Rusia.

El aumento de las tasas de inflación, las preocupaciones geopolíticas y los temores de recesión están impulsando los precios del oro, pero los aumentos de precios deberían ser limitados debido a la fortaleza del dólar y al alejamiento de la política monetaria ultra flexible.

Conclusión: se espera que la volatilidad siga alta a la espera de las decisiones de los bancos centrales y el desarrollo de la guerra en Ucrania.

Carteras modelo por tipo de activo



Fuente: Deutsche Bank AG. 1 de junio de 2022. Dentro de Gestión alternativa se incluye también materias primas. .



Información importante

General

Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. La comunicación del presente documento es realizada de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales, sus sociedades filiales y sus directivos y empleados (colectivamente, «Deutsche Bank»). Este material se facilita con carácter informativo exclusivamente y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, ni para celebrar una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones o recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor. Las inversiones pueden encontrarse sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al emisor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras, por ejemplo, una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión. El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este informe. Deutsche Bank no garantiza, entre otras cosas, la precisión, suficiencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos que podrían no resultar válidos y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien Deutsche Bank ha recabado la información incluida en el presente documento de manera diligente y de fuentes que considera fiables, no garantiza, o no puede garantizar, la integridad, el carácter razonable ni la precisión de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad.

Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores han de plantearse, con o sin ayuda de un asesor de inversiones, si cualquiera de las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resulta adecuada, dadas sus necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares y las características concretas del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de los documentos de oferta finales relativos a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a ninguna persona. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones, al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad de ningún tipo derivada del uso o distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que pueda haber realizado el inversor, o que pueda realizar en el futuro. Más información disponible a petición del inversor. La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, Estados Unidos. El presente documento no está destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, o que se encuentre en ellos, en los que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso contravenga las disposiciones legales o reglamentarias, o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de obtención de licencias o de registro en dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas que puedan llegar a estar en posesión del presente documento deberán informarse sobre ese tipo de restricciones y respetarlas. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo incluido en el presente constituirá ninguna manifestación, garantía ni predicción de la futura rentabilidad. Se facilitará más información a petición del inversor.

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

En Europa, Oriente Medio y África este documento se considera material publicitario, aunque no en EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y análisis o modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. La rentabilidad pasada no es una indicación de los resultados futuros. Las inversiones pueden estar en riesgo. El valor de una inversión puede caer al igual que subir, por lo que puede no recuperarse la cantidad inicial invertida en algún momento del tiempo. El capital puede estar en riesgo.