



## Informe Mensual

4 de julio de 2022

Autor:  
Rosa Duce  
Chief Investment Officer Spain

# Semestre para olvidar. Lo peor, la renta fija.

### Resumen del mes

Se cierra un semestre especialmente negativo para los mercados financieros. En EEUU, el índice S&P pierde un 20% en el año (-16% en el 2T), con lo que se convierte en el peor semestre en 60 años. Pocas alegrías también en Europa, donde el índice Eurostoxx 50 se ha dejado ya en 2022 un 19,6%, con las mayores caídas para el Dax alemán (-19,5%). Esta vez el selectivo Ibex cierra con un mejor comportamiento relativo, aunque también con caídas (-2,7% en el trimestre, -5,3% en el año). En renta fija, las caídas son también históricas. El cambio hacia una política monetaria mucho más agresiva por parte de los bancos centrales, decididos a luchar contra una inflación que no cesa, hace que todos los activos de renta fija cierren también con abultadas caídas. Sólo como ejemplo, la rentabilidad del bono del Tesoro de EEUU a 10 años cierra el semestre en niveles del 2,96%, mientras que el Bund alemán al mismo plazo escala hasta el 1,35%, en ambos casos, con cierta rebaja respecto a los niveles de mediados de junio (del 3,25% para el Treasury a 10 años y del 1,60% para el Bund), precisamente por los miedos a la recesión.

Los miedos a una recesión se han hecho sentir en los precios del crudo, que también durante el mes de junio han sufrido de una gran volatilidad. Iniciamos el mes con fuertes subidas, pues a medida que China empezaba a eliminar los cierres por Covid se abrían las esperanzas de una mayor demanda desde este país, y lo finalizamos con precios de vuelta hacia los 110 dólares/barril (en el caso del Brent) ante los miedos a una recesión mundial frenen dicha demanda. Mientras, la OPEP aprobaba un incremento de cuotas de producción que parece que tan sólo Arabia Saudí es capaz de cumplir, por lo que la oferta sigue muy restringida.

### 1. Actualización de las previsiones económicas

Los riesgos de recesión son cada vez mayores, a la vista de la continua subida de los precios energéticos y de los alimentos, las interrupciones de la cadena de suministro, el COVID y sobre todo, la agresividad de los bancos centrales en su lucha contra la inflación. Los últimos datos sobre la confianza empresarial en EEUU y Europa han decepcionado y la confianza de los consumidores se ha deteriorado aún más a la luz de una inflación obstinadamente elevada que merma el poder adquisitivo. En EEUU, se espera una desaceleración del crecimiento en el cuarto trimestre de 2022 y una leve recesión en el primer semestre de 2023, con lo que el año 2022 se cerraría con un crecimiento del PIB del 2,0% y el 2023, con un 0,8%. A partir de mediados de 2023 la Fed podría pausar el endurecimiento monetario para volver a poner en marcha el crecimiento económico.

En la Eurozona, los riesgos de recesión crecen, pero actualmente el escenario base sería que se consigue eludir la recesión, gracias en gran medida a la fuerte demanda

### El gráfico del mes: Actualización de previsiones. Esperamos recesión en EEUU en el 1º semestre de 2023.

	2022	2023
EEUU*	2,0%	0,8%
Eurozona	2,9%	1,8%
Alemania	1,9%	2,2%
Francia	2,9%	1,8%
Italia	2,6%	1,7%
España	4,7%	3,0%
R.Unido	3,9%	1,0%
China	3,8%	5,3%
Japón	1,7%	1,8%
Mundo	3,1%	3,1%

\* Para EEUU, el crecimiento del PIB T4/T4 es 0,6% en 2022 y 1,6% en 2023 Fuente: Deutsche Bank AG. 2 de junio de 2022

acumulada post-Covid, las bajas tasas de desempleo y sobre todo, la expansión fiscal (fondo Next Generation de la UE). Esto permitiría un crecimiento del PIB la Eurozona del 2,9% en 2022 y el 1,8% en 2023, con los altos precios de la energía como principales responsables de la desaceleración. Nuestro escenario base sigue siendo que el gas sigue fluyendo de Rusia a Europa. En caso contrario, también veríamos una fuerte recesión en Europa.

Se espera que la economía china se recupere desde los mínimos actuales hasta alcanzar el 3,8% en 2022 y el 5,3% en 2023., gracias a las medidas de expansión monetaria y fiscal y a la reapertura. Esto favorecería el futuro crecimiento mundial, con el consiguiente suministro de bienes chinos intermedios que ayudaría a aliviar las interrupciones de la oferta.

**Conclusión: esperamos una leve recesión en el 1º semestre de 2023, si bien la Fed empezaría después a fomentar de nuevo el crecimiento. La fuerte expansión fiscal permitiría a la Eurozona eludir la recesión, siempre que se mantenga el flujo de gas.**



## 2. Más presión sobre los bancos centrales, con previsión de tipos de interés cada vez más altos

La persistencia de la inflación ha hecho que, lamentablemente, se vean obligados a sacrificar crecimiento y esto nos lleva a esperar ahora una recesión en EEUU y una fuerte desaceleración en Europa. Se espera por lo tanto que la Fed suba los tipos de interés muy rápido durante este 2022, hasta llevar los tipos oficiales al 3.25%-3.5% en junio de 2023. Mientras tanto, es probable que el BCE establezca los mercados de bonos de la Eurozona a través de su próxima herramienta anti fragmentación, mientras que los tipos de interés oficiales probablemente suban de forma significativa para abordar el problema de la inflación. Esperamos que el tipo de depósito suba hasta el 2.0% a junio de 2023 y el tipo de refinanciación hasta el 2.5%, en respuesta a una inflación que seguirá siendo muy alta en la Eurozona, ante los persistentes altos precios energéticos.

El resto de bancos centrales a nivel mundial se suma también a este mayor endurecimiento monetario. Especial mención a Suiza, donde su banco central no sólo ha subido de los tipos en junio en 50 pb. sino que además ha abandonado su política de sus últimos 10 años de control de una excesiva apreciación del franco suizo, y más bien al contrario, favorece ahora la fortaleza del mismo para evitar importar la inflación del resto de Europa.

En el lado contrario, seguimos teniendo al Banco de Japón y a la banca central de China, que siguen con su política de impulso al crecimiento. En el primer caso, con sus compras de deuda y su política de control de la curva de tipos, y en el segundo, con rebajas de tipos. En el caso de China, esperamos que el tipo a 1 año para los préstamos se mantenga estable en el 3,6%.

**Conclusión:** el BCE subirá también los tipos de interés en la Eurozona de forma más agresiva de lo esperado, aunque la puesta en marcha de medidas anti fragmentación mantendrá las primas de riesgo periféricas estables.

## 3. Materias primas. Pendientes del suministro de gas en Europa.

Los altos precios energéticos siguen siendo el caballo de batalla para controlar la inflación, sobre todo en Europa donde la crisis ruso ucraniana complica especialmente el papel del BCE. En el caso del crudo, la UE ha acordado prohibir las importaciones marítimas de crudo ruso para noviembre, y las de productos petrolíferos lo harán a partir de enero. Aunque las importaciones a través del oleoducto Druzhba están exentas de este paquete, el compromiso de Alemania y Polonia de prohibir todas las importaciones a finales de este año significa efectivamente que sólo el ramal sur de este oleoducto (que pasa por Hungría, Eslovaquia y la República Checa) estará activo. Por otra parte, la OPEP+ se ha retrasado continuamente en sus propios objetivos de producción, e incluso en EEUU la disciplina ha resultado más resistente de lo esperado, con un aumento de la producción sólo marginal desde principios de año. El menor crecimiento de la oferta y la desaceleración de la demanda ante la desaceleración de la actividad económica en los países de la OCDE, deberían aliviar parte de la presión alcista sobre los precios. Por tanto, prevemos un precio del Brent de 110 USD/b a junio de 2023.

La evolución del mercado europeo de gas natural es mucho más difícil de predecir. Los flujos de gas procedentes de Rusia a través de Nord Stream 1 están funcionando en torno a un 63% por debajo de su capacidad teórica. Además, los flujos del gasoducto Yamal-Europa se han agotado por completo. Preocupantemente, esta evolución se produce en un momento en el que EEUU se enfrenta a interrupciones en sus exportaciones de gas licuado (GNL) y la reanudación de la capacidad total podría producirse sólo hacia finales de 2022. Esto podría hacer fracasar el objetivo de Europa de llenar las instalaciones de almacenamiento al menos en un 80% antes de noviembre. También preocupa que Rusia siga cambiando el volumen de gas suministrado, lo que refuerza nuestra previsión de que los flujos de gas seguirán siendo volátiles.

**Conclusión:** prevemos precios del crudo en torno a 110 dólares a junio de 2022. Más volatilidad prevista en los precios del gas.

### Evolución de los principales mercados en 2022

	Actual	Mes	2022
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (Alemania)	1.23%	-0.28%	-12.04%
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (EEUU)	2.88%	0.45%	-9.97%
EEUU (S&P500)	3,825.33	-6.60%	-19.12%
Zona euro (Euro Stoxx 50)	3,448.31	-8.20%	-17.54%
España (Ibex 35)	8.176,2	-8,50%	-5,31%
Japón (Topix)	1,861.53	-4.70%	-6.11%
Asia excepto Japón (MSCI)	648.23	-4.53%	-16.88%
Petróleo WTI (en USD)	108.20	-5.93%	44.17%
Oro (en USD)	1,812.80	-2.55%	-1.48%
EUR/USD	1.0427	-2.22%	-8.41%
EUR/GBP	0.8623	0.97%	2.42%
EUR/JPY	140.90	1.74%	7.71%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG 1 de julio de 2022.



## 5. Visión estratégica

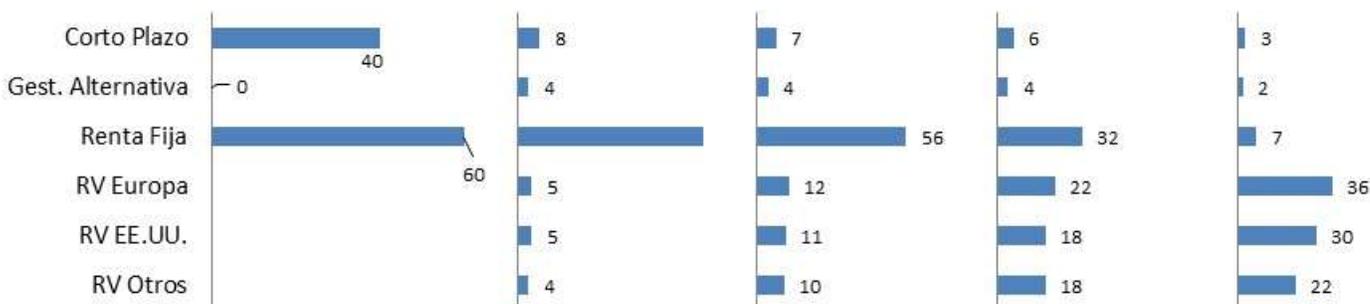
El entorno sigue siendo extraordinariamente complejo. La inflación sigue siendo muy alta, por lo que los bancos centrales van a seguir subiendo los tipos de interés de forma agresiva. No se descarta que la Fed suba de nuevo en julio otros 75 pb., mientras que el BCE también ha dejado claro que subirá entre 25-50 pb. Esperamos por lo tanto que siga la volatilidad, especialmente durante la próxima temporada de resultados, en la que existe un alto riesgo de que los analistas vuelvan a recortar sus estimaciones de beneficios. Dado que una leve recesión en EEUU ya está descontada, nuevos retrocesos bursátiles podrían ser una oportunidad, primero para reequilibrar y, segundo, para añadir riesgo una vez que la situación se estabilice. Por el momento mantenemos el infrapeso de la renta variable en las carteras.

En renta fija, esperamos que las rentabilidades sigan subiendo impulsadas por la normalización de la política monetaria de los bancos centrales. En EEUU, esperamos que la curva de tipos se aplane aún más (2-10 años), pero sin llegar a la inversión total. Por lo tanto, la previsión de rentabilidad para el Treasury a 10 años para junio de 2023 se mantiene en el 3,25%, mientras que la previsión para el 2 años se ha elevado 10 pb. hasta el 3,00%. En Europa, a junio de 2023 se espera una rentabilidad del 2,25% para el Bund a 10 años, con unas primas de riesgo periféricas contenidas gracias a la futura herramienta anti fragmentación del BCE.

En las carteras de este mes subimos de nuevo el peso de los bonos públicos, al haber descontado ya el peor escenario de tipos de interés y servir de posible refugio ante la creciente volatilidad. En los mercados de crédito, se eleva el riesgo del High Yield ante el posible incremento de los impagos por una posible recesión.

**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 julio 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.