



Informe Mensual

2 de marzo de 2023

Autor:
Rosa Duce
Chief Investment Officer Spain

Preocupante repunte de la inflación

La inflación no da tregua

Tras un 2022 terrible, el comienzo de 2023 fue alentador para los inversores en bolsa. En enero, el sentimiento favorable al riesgo se vio alimentado por la especulación de que los bancos centrales podrían estar acercándose al final de su ciclo de subidas de tipos. Además, el descenso de los precios de la energía, sobre todo en Europa, contribuía a mejorar las perspectivas económicas de la Eurozona, y la relajación de las restricciones Covid-19 en China impulsó la reapertura. En este contexto, los principales índices de renta variable registraron notables subidas en enero.

Sin embargo, el apetito por el riesgo ha perdido impulso durante el mes de febrero, con un balance dispar. En el caso del S&P, termina con una caída del -2,5%, con el Nasdaq perdiendo un 1%. Mientras, el mejor comportamiento relativo de las bolsas europeas se ha mantenido en febrero, con subidas del Eurostoxx 50 del 1,9%. En el caso del Ibex, las ganancias de febrero del 4% han permitido subidas en el año del 14,2%.

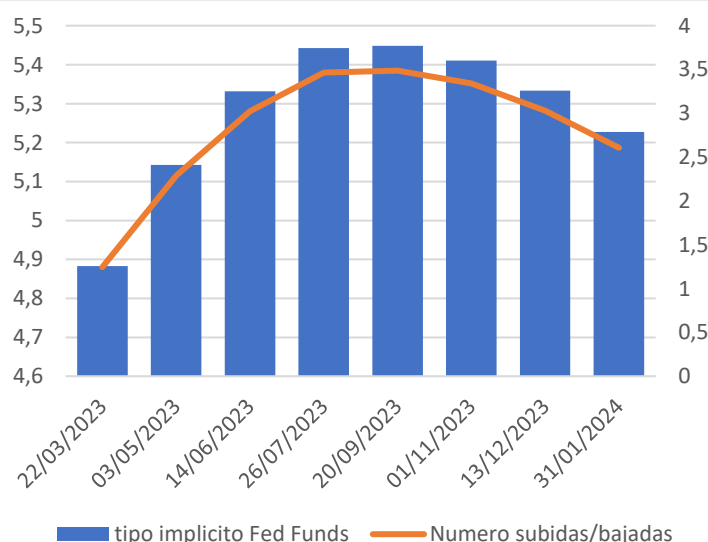
El detonante del nerviosismo fue la publicación del informe de febrero de empleo en EEUU, en el que se mostraba una creación de 517 mil empleos y una tasa de paro que se situaba en un mínimo de 53 años del 3,4%. Posteriormente vinieron cifras mejores de lo esperado de ventas minoristas en este país, recuperación de las encuestas de confianza empresarial prácticamente en todos los países hasta niveles de expansión y lo peor, unas cifras de inflación sensiblemente más altas de lo esperado. El resultado, los inversores están valorando subidas de tipos más agresivas tanto por parte de la Reserva Federal como del BCE, y los tipos finales previstos para sus reuniones de julio han alcanzado el nivel más alto de este ciclo hasta la fecha (el 5,4% para el caso de la Fed y el 3,7% para el tipo depo del BCE).

La mayor agresividad prevista de los bancos centrales se ha trasladado a los mercados de deuda, con subidas generalizadas en las rentabilidades tanto en los bonos públicos como corporativos. La del Treasury americano a 10 años cierra el mes en niveles cercanos al 4%, mientras que la del Bund alemán al mismo plazo lo hace en el 2,63%. Las curvas de tipos gobierno se mantienen invertidas, apuntando a una futura recesión.

En los mercados de materias primas, hemos visto de nuevo caídas en los precios del gas (-18%), apoyado por la caída de la demanda y las mejores temperaturas invernales. Caídas también del crudo (WTI: -2,3%) e incluso de los metales industriales, tras las fuertes subidas de enero en anticipo a la apertura china.

Por último, la mayor agresividad prevista a la hora de subir tipos por parte de la Fed ha impulsado la cotización del USD, que se ha aprecia con respecto a todas las divisas del G10. Frente al Euro, cierra en torno a 1,06.

El gráfico del mes: Expectativas de subidas de tipos por parte de la Fed



Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a 1 de marzo de 2023

1. Los organismos internacionales revisan al alza las expectativas de crecimiento mundial.

El mes de enero ha confirmado la tendencia positiva en los datos económicos a nivel mundial hasta el punto de hablar ahora de suave desaceleración y no de recesión. Gran parte de esta mejora en las previsiones se debe a la fortaleza de la economía china. Así lo muestran las últimas encuestas de confianza PMI, en máximos de una década en el caso de las manufacturas, y en niveles no vistos desde 2021 en el caso de los servicios. La progresiva reapertura de su economía se ha hecho notar también en el número de desplazamientos dentro del país durante la festividad del año nuevo chino, a finales de enero, con cifras que se sitúan ya en el 90% de las existentes en 2019.

La otra gran región que ha mostrado más sorpresas positivas es Europa. Los mejores datos de actividad que empezamos a ver en otoño se han multiplicado en invierno, gracias en gran medida a la buena evolución de los precios de la energía. De hecho, la resiliencia de familias y empresas al shock energético y a las altas cifras de inflación ha sido impresionante. El mercado de trabajo mantiene su dinamismo, con una tasa de desempleo en la Eurozona del 6,1% a cierre de 2022. No obstante, el horizonte sigue siendo incierto, y muy ligado a la política del BCE. Una subida más agresiva de lo previsto podría provocar una recesión a final de año, de ahí la postura de Lagarde favorable a esperar a ver los datos antes de tomar nuevas decisiones. **Conclusión: Mejores datos, pero persisten los riesgos.**



2. Balance de la temporada de resultados del cuarto trimestre

La temporada de resultados está prácticamente finalizada. En lo que respecta a los principales indicadores de rentabilidad, la temporada ha sido más débil que las anteriores, pero lejos de los malos resultados que muchos esperaban. Las cifras de crecimiento combinado (real más esperado) apuntan a un descenso interanual del -4,7% en los beneficios de las empresas del S&P 500, con un aumento de los ingresos del +5,1%. En el caso del Stoxx Europe 600, se espera que los beneficios del 4T aumenten un 11,3% interanual gracias a unos ingresos un 5,6% superiores. La confianza de los consejeros delegados ha resistido además bastante bien. Algunas razones pueden ser que el endurecimiento de las condiciones financieras puede sentirse con retraso, las carteras de pedidos se están recuperando de las distorsiones de la cadena de suministro, y la reapertura de China ha impulsado el optimismo. La crisis energética europea se ha evitado y eso también ayuda a la confianza.

Sin embargo, los inversores son cada vez más conscientes de que la rigidez del mercado laboral está dificultando mucho el trabajo de la Reserva Federal en su lucha contra la inflación. La economía además se está enfriando, lo que puede afectar a los márgenes en los próximos trimestres, al reducirse el poder de fijación de precios.

Esto hace que se reevalúen las apuestas sectoriales. El sector financiero (apoyado por los mayores tipos de interés y de una morosidad contenida) y el sector industrial (favorecido por unos costes energéticos más bajos) podrían coger el testigo a otros sectores como el de tecnología o el consumo cíclico (penalizado en un escenario de menor crecimiento). Los semiconductores siguen apareciendo como un gran tema de inversión. Las inversiones en nuevas plantas de baterías para vehículos eléctricos, ayudadas por la Ley de Reducción de la Inflación en EEUU, ascienden a 52.000 millones de dólares, y los 167.000 millones de dólares de inversión en capex en semiconductores, beneficiarán también a estas compañías.

Conclusión: pese a que los mejores resultados del 4T22, los márgenes empresariales se podrían contraer en los próximos trimestres.

3. Las bolsas de Europa y Asia ganan atractivo

El mes de febrero se ha cerrado con un comportamiento relativo mejor de las bolsas europeas respecto a EEUU. La reapertura de China y la buena evolución de los precios del gas han incrementando los flujos de entrada de dinero hacia los mercados europeos. En contra de lo que se esperaba hace tan sólo seis meses, el invierno se podría cerrar con unos inventarios de gas bastante elevados, gracias a la caída de la demanda y a unas temperaturas invernales mucho más bajas de lo habitual. En Alemania, los niveles de almacenamiento de gas se mantienen por encima del 70% y no sólo han desaparecido el riesgo de racionamiento para la actual temporada de calefacción, sino que también ha disminuido la preocupación para la próxima. Esto ha llevado a un número creciente de analistas a descartar una recesión en Europa. Con cerca del 60% de los beneficios generados fuera de la región, Europa podría beneficiarse de la recuperación de China y de las tasas de crecimiento de los emergentes. A pesar de la evolución positiva, el STOXX 600 sigue cotizando a un PER a 12 veces de 13,3 veces, un 8% por debajo de su media y un 27% por debajo del S&P 500, lo que supone un descuento considerable. Mientras, el potencial del S&P 500 parece limitado, con un PER a 12 meses de 18,3 veces, lo que implica no sólo que la bolsa americana está más cara que las europeas, incluso teniendo en cuenta las diferencias de composición, sino que conlleva una prima del 8% sobre su mediana a 10 años.

Por otro lado, esperamos que las bolsas emergentes superen a las de los mercados desarrollados, ya que se benefician del retorno de China. Con un PER a 12 meses de 10,8 veces, en línea con la media histórica, el MSCI China no parece haber descontado aún totalmente las perspectivas favorables. Sin embargo, puede haber volatilidad, dada la fuerte recuperación de este mercado desde octubre. Dado que las economías vecinas se benefician de este crecimiento de China (y también de India), el MSCI EM Index sigue pareciendo atractivo con un PER a 12 meses de 11,4 veces. **Conclusión:** Atractivas valoraciones para las bolsas europeas y emergentes, con preferencia por Asia entre estas últimas.

Evolución de los principales mercados en 2023

	Actual	Mes	2022
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (Alemania)	3,92	0,41%	0,05%
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (EEUU)	2,65	0,37%	0,08%
EEUU (S&P500)	3970,2	-2,45%	3,4%
Zona euro (Euro Stoxx 50)	4238,4	1,94%	11,7%
España (Ibex 35)	9394,6	4,01%	14,2%
Japón (Topix)	1993,3	0,94%	5,4%
Asia excepto Japón (MSCI)	624,0	-6,82%	0,8%
Petróleo WTI (en USD)	83,9	1,01%	-2,4%
Oro (en USD)	1826,9	1,06%	0,2%
EUR/USD	1,0576	1,03%	-1,2%
EUR/GBP	0,880	1,00%	-0,6%
EUR/JPY	144,0	0,98%	2,5%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG 28 de febrero de 2023

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



4. Invasión a Ucrania. Un año después

El pasado 24 de febrero se cumplía un año de la invasión rusa a Ucrania. En respuesta a la guerra, los países occidentales desarrollados y sus aliados han impuesto sanciones a Rusia, a la vez que se han producido fuertes subidas en los precios de los alimentos y la energía. No se espera que el conflicto se resuelva en los próximos doce meses, de hecho, no puede descartarse por completo una escalada militar y es bastante probable que se impongan nuevas sanciones.

La guerra ucraniana ha provocado cambios en los modelos empresariales y las cadenas de suministro no sólo en 2022, sino también de cara al futuro. La guerra ha supuesto para Europa el reconocimiento de su excesiva dependencia energética de fuentes externas, lo que ha acelerado el impulso de las energías renovables. Además, ha provocado un cambio en la geopolítica mundial, al convertir a Rusia en un socio no fiable (incluso aunque se acabara la guerra, persistirían las sanciones), y obligar a buscar nuevos proveedores de energía. Una de las áreas a vigilar son los vínculos políticos y económicos entre Rusia y China, ya que cualquier tipo de apoyo militar podría desencadenar sanciones por parte de EEUU a este último país, que se añadirían a la recientemente ampliada guerra tecnológica.

Las interrupciones de la cadena de suministro, así como los elevados precios de los alimentos y la energía, son los motores de la alta inflación, la principal preocupación de los mercados financieros y de los banqueros centrales. Aunque las cadenas de suministro se han ido recuperando, los elevados precios de los alimentos y la energía figuran entre las principales incógnitas en lo que respecta al nivel de inflación y su posible duración. La inflación parece haber tocado techo, pero su ritmo de desaceleración se ha frenado en estos primeros meses de 2023 (según la estimación preliminar, el IPC en España habría vuelto a subir un 6,1% anual), muy lejos de los niveles fijados como objetivo por los bancos centrales.

Conclusión: ha pasado un año y la guerra sigue enquistada, sin visos de finalizar, y parece que todavía no hemos sufrido todas las consecuencias. Es cierto que la economía ha resistido mejor de lo que se esperaba, pero el panorama sigue siendo incierto

5. Visión estratégica

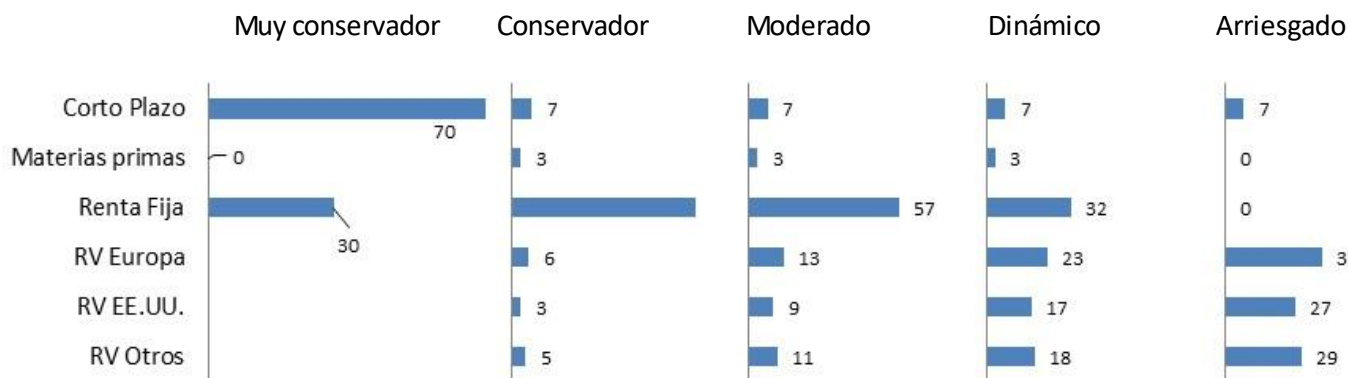
Dado que se sigue esperando un crecimiento pequeño pero positivo de los beneficios empresariales, las valoraciones de las bolsas internacionales parecen razonables. En cambio, la renta variable estadounidense es algo menos atractiva en este sentido. A pesar de que la tendencia actual del mercado se mantiene favorable y que la temporada de beneficios del cuarto trimestre de 2022 se ha cerrado con un balance mejor de lo esperado, seguimos manteniendo un ligero infrapeso de la renta variable en las carteras.

En renta fija, la inversión de la curva de tipos gobierno de EEUU a 2-10 años se ha acentuado y se sitúa por encima de los 80 pb. Lo mismo ha ocurrido en Europa, donde la curva de tipos gobierno de Alemania muestra una pendiente negativa (2-10 años) de más de 35 pb. Una señal clara de una posible recesión en el futuro. En este contexto, los bonos Grado de Inversión ofrecen rendimientos razonables, dado que los datos económicos y los informes de beneficios publicados recientemente no indican ninguna tendencia preocupante para los mismos. Se mantiene por lo tanto la sobreponderación la renta fija en las carteras, con una recomendación de mantener una duración ligeramente corta (4,6 frente a 5,1 años).

La relajación de las restricciones en China podría aumentar la demanda de petróleo. Los países de la OPEP+ siguen produciendo por debajo de sus propios objetivos y han mostrado su intención de mantener los precios elevados vía recortes de la producción en caso necesario. La reapertura de la economía china y el mayor gasto fiscal son beneficiosos para los metales industriales, que podrían ganar impulso. Se confirma la actual sobreponderación moderada en materias primas.

Conclusión: Mantenemos el infrapeso de la renta variable en las carteras, a la espera de que se aclare el panorama económico y de los bancos centrales.

Carteras modelo por tipo de activo



Fuente: Deutsche Bank AG. 2 de marzo de 2023.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



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, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.