



## Informe Mensual

4 de mayo de 2022

Autor:  
Rosa Duce  
Chief Investment Officer Spain

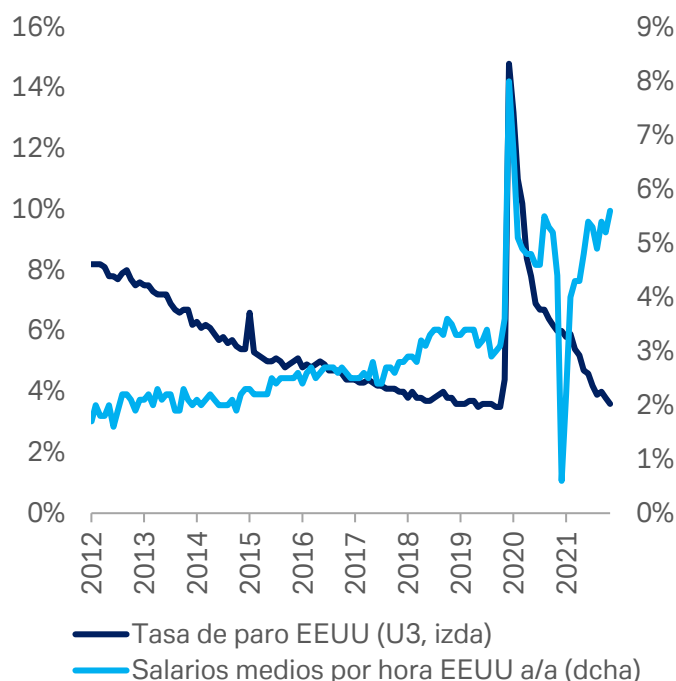
# Pendientes de los bancos centrales

### Resumen del mes

Se cierra un mes muy negativo para los mercados. Los inversores siguen oscilando entre los miedos a la inflación y la respuesta de los bancos centrales, y el temor a un freno del crecimiento. Este riesgo es sin duda mayor en EEUU, donde se teme que la Fed tenga que subir los tipos mucho más de lo esperado para controlar la inflación, y con ello provocar una recesión. En el caso de la Eurozona, la presión sobre el BCE es menor, pues no hay tanta tensión en el mercado de trabajo, pero el riesgo está en la guerra en Ucrania y el temor a que se cierre el suministro de gas.

Ante este entorno, no es extraño que tanto las bolsas como los activos de deuda hayan cerrado el mes en negativo. En el caso del S&P, cierra el peor mes de abril desde marzo de 2020 (en retorno total ha caído un 8.7%), mientras que el Stoxx 600 cierra prácticamente plano (-0.6%). La continua subida de las rentabilidades de la deuda y unos resultados del 1T que no terminan de convencer pesan sobre el sector tecnológico (Nasdaq: -13.2%). En cuanto a España, nuestro selectivo Ibex cierra el mes con una subida del 2.6%. Las diferentes perspectivas de tipos y la fuerte volatilidad se ha reflejado en el mercado de divisas, con el EUR cayendo a mínimos de 5 años (1.05 USD). La tendencia alcista en los rendimientos de los bonos a 10 años de EEUU ha continuado, situándose en torno al 2,85 %, mientras que el Bund alemán al mismo plazo llega al 0,85, aunque suben las primas de riesgo periféricas,

### El gráfico del mes: La tensión en el mercado de trabajo obliga a la Fed a actuar.



Fuente: Deutsche Bank AG. 2 de mayo de 2022

## 1. La inflación sigue imparable

Los inversores miran con mucha preocupación la persistencia de los altos niveles de inflación. En EEUU, en marzo la inflación subía un 8.5% anual, la cifra más alta en 40 años, con la inflación subyacente subiendo un 6.5%. Mientras, en la Eurozona, las cifras preliminares de inflación de abril sitúan el IPC en el 7,5% anual, la más alta desde que se creó el euro, con la inflación subyacente en el 3,5%.

Con estos datos, no es extraño que las expectativas de subida de tipos por parte de los bancos centrales sigan creciendo. En el caso de EEUU, esperamos que la Fed eleve los tipos 50 pb. en la reunión de hoy 4 de mayo, y que suba otros 50 pb. en las dos siguientes reuniones de junio y julio. A partir de ahí, la evolución dependerá de los datos económicos. Actualmente se descuentan hasta 300 pb. de subida en los próximos meses, pero tales expectativas podrían revisarse si se desacelera el crecimiento y la inflación toca máximos. Pese a que la Fed está "por detrás de la curva", creemos que su respuesta será apropiada y que la economía de EEUU encontrará manejables los aumentos en los tipos de interés.

Situación distinta la de la Eurozona, donde persiste el riesgo de escalada en la guerra ruso-ucraniana. Esto revertiría algunos indicadores de confianza recientes bastante positivos.

Aunque esperamos una desaceleración en el crecimiento europeo, actualmente no esperamos una recesión a gran escala, a menos que haya una interrupción en el suministro de gas ruso. Ha habido muchos comentarios sobre la inversión de las curvas de tipos, pero esto por sí solo no es suficiente. Otros factores (p. ej., la salud del mercado laboral, el grado de apoyo fiscal, el ahorro de los hogares, etc.) también serán importantes. Por tanto, a pesar de la guerra en Ucrania, también el BCE necesita endurecer la política monetaria más rápido de lo esperado, pero no tiene menor presión para hacerlo de forma agresiva. Se espera, de hecho, que suba los tipos en julio, pero también que dé detalles sobre nuevas herramientas de soporte que ayuden al crecimiento. Habrá que esperar en todo caso a la reunión del BCE de junio, en el que se actualizarán las previsiones de inflación y crecimiento, para entrever mejor el futuro de la política del BCE.

**Conclusión:** el margen de la Fed para un aterrizaje suave no para de estrecharse, mientras los salarios y la inflación permanecen en cotas elevadas. Mientras, el BCE sufre menos presión salarial, pero aun así tendrá que subir tipos más rápido de lo inicialmente esperado.



## 2. Buena temporada de resultados del primer trimestre

La temporada de resultados del 1er trimestre hasta ahora ha sido buena, pero el comportamiento de las bolsas no lo ha recogido ante el miedo de los tipos de interés más altos sobre algunas empresas tecnológicas e industriales de EEUU. A cierre de abril, de las 275 empresas del S&P 500 que han comunicado hasta ahora sus resultados del 1T de 2021, el 81% ha batido las expectativas, con diez de los once sectores sorprendiendo al alza (Materiales y Energía como los mejores). La sorpresa de resultados global permanece en el 3%. El consenso apunta actualmente a una subida interanual del 7,1% de los beneficios del S&P 500 en el 1T, con un crecimiento de los ingresos del 12,1%. Las cifras revelan que las empresas del S&P 500 con mayor exposición global a los ingresos son las que están comunicando un mayor crecimiento de sus beneficios en el 1T. Además, el margen de beneficio neto combinado del S&P 500 en el 1T de 2022 se sitúa en el 12,2%, por encima de la media quinquenal del 11,2%, pero por debajo del margen de beneficio neto de hace un año (del 12,8%) y también un poco inferior al del trimestre pasado (12,4%). En Europa, hasta el momento 201 compañías del STOXX Europe 600 han publicado las cifras del 1T de 2022 y el 65% de ellas ha superado las expectativas. El consenso estima actualmente un aumento interanual del 27,1% en los resultados globales del STOXX Europe 600 en el 1T de 2022, con unos ingresos un 19,0% superiores.

**Conclusión:** las sorpresas positivas en los resultados continúa por encima de su media de 5 años y es probable que los pronósticos del consenso se revisen de nuevo al alza.

## 3. Los problemas de suministro se agravan con los cierres en China

El incremento de infecciones por la variante Ómicron en Shanghái y muchas otras ciudades, siguen provocando una paralización de la actividad económica en China. Como consecuencia, la actividad manufacturera a nivel mundial ha visto cómo se agravan los cuellos de botella logísticos y en la cadena de suministro. Aunque en los últimos días las autoridades de Shanghái han comenzado a permitir a las fábricas que reanuden su actividad bajo determinadas restricciones contra la COVID-19, lo que debería permitir una mejora de la actividad en este mes de mayo, la debilidad económica en el país persiste, pese a las continuas medidas de estímulo monetarias y fiscales llevadas a cabo por el gobierno.

Esta debilidad de la economía china (en el primer trimestre el PIB creció sólo un 4.5% anual) está teniendo, al menos, un efecto positivo: la menor presión sobre los precios del crudo y otras materias primas, dado que se espera una ralentización de la demanda desde este país.

**Conclusión:** la política de cero Covid del gobierno chino no sólo pone en riesgo el crecimiento económico de este país, sino que agrava los graves problemas logísticos y de suministro que arrastramos a nivel mundial como resultado de la pandemia.

### Evolución de los principales mercados en 2022

|   | Actual   | Mes     | 2022    |
|---|----------|---------|---------|
| Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (Alemania) | 0.94%    | +40pb   | +110pb  |
| Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (EEUU)     | 2.94%    | +53pb   | +138pb  |
| EEUU (S&P500)                                     | 4,131.93 | -10.14% | -12.92% |
| Zona euro (Euro Stoxx 50)                         | 3,802.86 | -3.39%  | -10.67% |
| España (Ibex 35)                                  | 8.584,2  | +2,60%  | -0,10%  |
| Japón (Topix)                                     | 1,897.76 | -3.45%  | -3.60%  |
| Asia excepto Japón (MSCI)                         | 686.53   | -5.95%  | -12.74% |
| Petróleo WTI (en USD)                             | 4,016.24 | -5.52%  | -18.64% |
| Oro (en USD)                                      | 103.79   | -2.90%  | 39.20%  |
| EUR/USD   | 1,885.50 | -1.13%  | 4.54%   |
| EUR/GBP   | 1.0518   | -5.50%  | -7.26%  |
| EUR/JPY   | 0.8380   | -1.27%  | -0.30%  |

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



## 5. Fortalecimiento del dólar

El USD, medido por el índice DXY general (índice que compara el USD frente a una cesta de divisas principales), tocó los 103,9 puntos la semana pasada, apoyado por las expectativas de un agresivo ciclo de subidas de tipos por parte de la Fed para contrarrestar la inflación y por los flujos hacia activos refugio, debido a la continuación del conflicto geopolítico sobre Ucrania. La fortaleza del USD ha sido especialmente notoria frente a sus homólogos EUR y JPY entre las monedas del G10, o sea, los países en los que se está considerando un enfoque más prudente al ajuste de las políticas monetarias. Al mismo tiempo, varias monedas emergentes podrían permanecer también bajo presión si no se despeja la incertidumbre vinculada al conflicto entre Rusia y Ucrania, lo que afectaría a las perspectivas de crecimiento e inflación, con un riesgo elevado de flujos salientes de capital extranjero.

**Conclusión:** Mientras que no esté claro el calendario de subidas del BCE vs la Fed y persista la incertidumbre geopolítica, parece que la tendencia alcista del USD se va a mantener.

## 5. Visión estratégica

Los mercados seguirán centrándose en el ritmo de subidas de tipos por parte de la Fed y su impacto en el crecimiento. Dichas expectativas de crecimiento tendrán implicaciones para todas las clases de activos. En las bolsas, las preferencias sectoriales seguirán cambiando, pero una mayor confianza del mercado en que el crecimiento se desacelerará y que las subidas de tipos serán manejables, que es nuestro escenario base, podría terminar por dar apoyo al mercado. De hecho, podría decirse que las acciones cíclicas y de valor europeas ya han descontado una desaceleración significativa del crecimiento, con acciones defensivas liderando los mercados desde el shock geopolítico inicial. Impulsada por las preocupaciones sobre el crecimiento (debido a la guerra en Ucrania), los bloqueos en China y la inflación, la valoración relativa de los valores cíclicos europeos ha caído a los mínimos de recesiones anteriores.

## 5. Visión estratégica

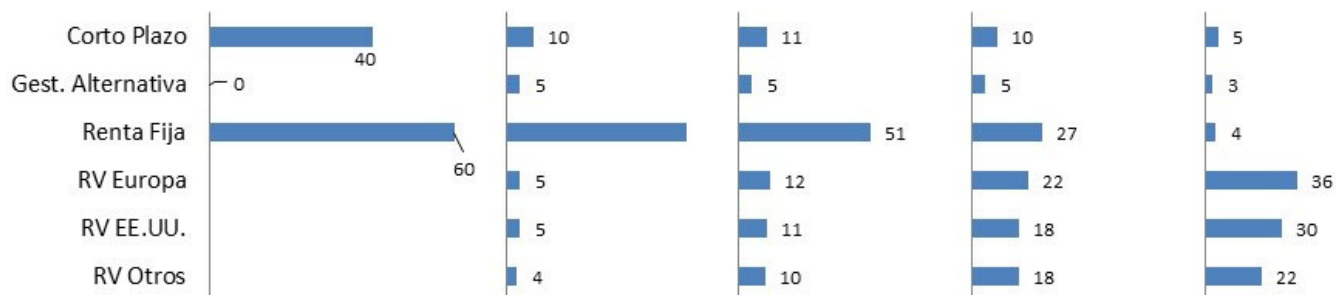
Los sectores cíclicos europeos de materiales, industria, consumo cíclico, energía y bancos cotizan con un descuento del 40% frente a los sectores defensivos. Este es un descuento significativamente mayor a la media a largo plazo del 20% y supera los niveles observados durante el shock de Covid de 2020. Las acciones de crecimiento europeas continúan cotizando con una prima de alrededor del 100% frente a las acciones de valor, a pesar del aumento de las rentabilidades de la deuda.

En renta fija, seguiremos viendo una fuerte volatilidad. Los bonos corporativos Grado de Inversión deberían verse apoyados por la salud de los balances empresariales, con unas primas de riesgo que poco a poco deberían estrecharse. En cuanto a los bonos High Yield, se podrían beneficiar de su exposición al sector energía. En cualquier caso, de momento se mantendría una duración corta-media (menor a 4 años) en el segmento de renta fija.

En cuanto a las materias primas, la guerra ucraniana sigue generando mucha volatilidad en los precios, ante el miedo a posibles nuevas sanciones por parte de la UE y una potencial respuesta desde Rusia cerrando el suministro de petróleo y gas. Aunque puede haber rebotes temporales, las subidas de precios deberían ser limitadas ante la continua recuperación de la oferta desde otros proveedores fuera de Rusia y una menor demanda (cierres de China y normalización de la demanda en otros países tras el boom post-Covid).

**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 mayo 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. Deutsche Bank prohíbe 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.