



# Informe Mensual

5 de diciembre de 2022

Autor:  
Rosa Duce  
Chief Investment Officer Spain

# Optimismo moderado en el final del año

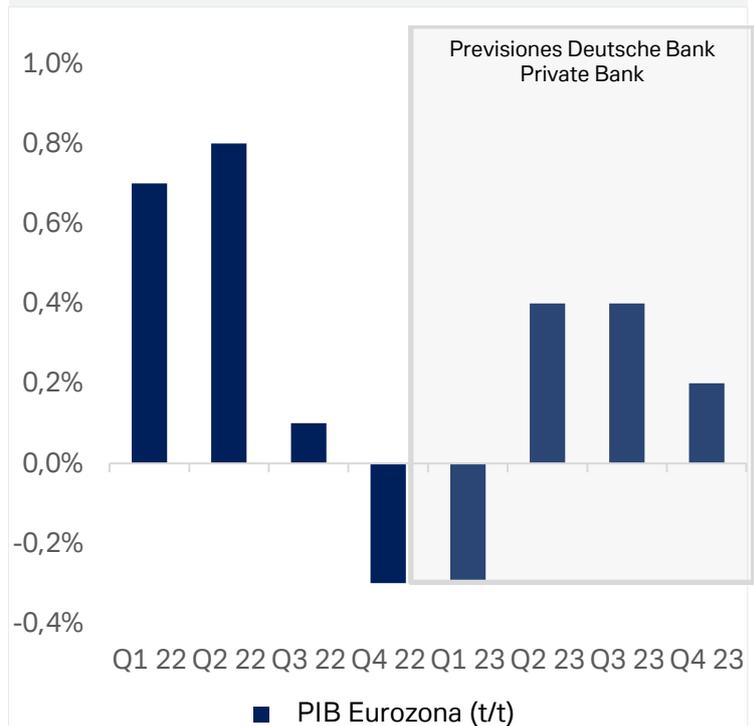
## Resumen del mes

El mes de noviembre se cierra con un buen comportamiento de los activos de riesgo. Al cierre, el índice S&P avanza en noviembre un 5,6%, mientras que el Stoxx 600 sube un 6,9%. En España, el Ibex cierra el mes con ganancias del 5,3% con el sector financiero a la cabeza. Por su parte, las esperanzas de reapertura impulsan a la bolsa china, con el índice Shanghai Composite avanzando un 8,9% en noviembre.

Este mayor optimismo generalizado ha venido derivado por varios factores: i) la percepción de que la inflación podría haber tocado fondo, principalmente en EEUU, ii) la intención de las autoridades chinas de retirar paulatinamente la política de covid cero, iii) la favorable meteorología, que ha favorecido que los inventarios de gas se mantengan en Europa en niveles máximos y iv) un balance de la temporada de resultados mejor de lo esperado.

Los inversores confían en que los bancos centrales moderen sus subidas de tipos, y esto también se ha visto reflejado en los mercados de deuda. La rentabilidad del Treasury americano a 10 años cierra el mes de noviembre en niveles del 3,6%, mientras que el Bund alemán al mismo plazo cae por debajo del 1,9%. Mientras, la cotización del USD se ve penalizada por esta percepción de que la Fed podría estar cerca del final de las subidas y deja el EURUSD por encima de 1,04. Mientras, en materias primas, subida del oro superior al 8% ante la debilidad del dólar, avances del 10% del cobre, ante las expectativas de apertura en China, y caída del 7% del crudo, pese a los esfuerzos de la OPEP por controlar los precios.

## El gráfico del mes: Las economías de EEUU y Europa entrarán en recesión.



\*Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a 3 de noviembre de 2022

## 1. Se relaja la presión inflacionista

La evolución de la inflación sigue siendo la clave. En EEUU, los precios se moderaban de nuevo en octubre, con una tasa general de inflación del 7,7% anual (6,3% la cifra subyacente), por debajo de lo esperado, mientras que las estimaciones preliminares de inflación en la Eurozona para el mes de noviembre apuntan a una tasa del 10% anual (6,6% en el caso de España, la cifra más baja del conjunto del área). En el caso de la Eurozona, es la primera moderación en 17 meses. La noticia ha servido para anticipar una subida más moderada de los tipos de interés tanto por parte de la Fed como el BCE en el mes de diciembre. En ambos casos se espera un incremento de 50 pb. en vez de 75 pb. como en ocasiones anteriores lo que haría que el año terminara con unos tipos oficiales en EEUU del 4,25%-4,5% y del 2% (tipo depo) para la Eurozona. Pese a que es probable que en los próximos meses veamos una paulatina moderación de las cifras de inflación, se mantendrá por encima de los objetivos del 2% durante algún tiempo, con más riesgos al alza que a la baja. Creemos que la inflación no volverá a niveles del 2% hasta como pronto finales de 2024, y desde luego, no volverá a los niveles tan bajos existentes antes de la pandemia. **Conclusión: la inflación se modera, pero seguirá lejos del objetivo de los bancos centrales.**

## 2. Actualización de previsiones

La economía estadounidense debería seguir desacelerándose. Y entrar en recesión en el primer semestre de 2023 aunque la fortaleza del mercado de trabajo y del consumo augura una recesión poco profunda y bastante corta (durante el primer semestre de 2023). Esperamos un crecimiento de EEUU del 1,8% en 2022 y del 0,4% en 2023.

La economía de la eurozona creció durante los tres primeros trimestres del año en un contexto de relajación de las medidas antipandemia y boom de la demanda, y un elevado estímulo fiscal. Sin embargo, el crecimiento ha empezado a ralentizarse ya que la alta inflación pesa sobre el consumo privado a la vez que la escasez de productos intermedios y de mano de obra cualificada pesan sobre la producción. Esperamos que la Eurozona entre en recesión en este último trimestre del año, aunque el exceso de ahorro y las ayudas públicas evitarían una recesión severa. Esperamos un crecimiento la Eurozona del 3,2% en 2022 y del 0,3% en 2023. El apoyo de la política fiscal (medidas específicas para paliar el coste de los mayores precios, más los fondos Next Generation) hace esperar una recesión corta (dos trimestres) y poco profunda. **Conclusión: nos adentramos en un invierno de recesión tanto en EEUU como en Europa.**



### 3. España, muchos retos de cara a 2023 aunque el crecimiento seguirá mayor al resto de Europa.

El año 2022 se cerrará previsiblemente con un crecimiento de la economía española del 4,6%. El levantamiento desde finales de 2021 de la práctica totalidad de las restricciones sanitarias impulsó especialmente la actividad de los sectores más ligados al contacto social (ocio y turismo) en el primer semestre, a lo que se añade el crecimiento de la inversión inmobiliaria, reflejo por un lado de la demanda acumulada y también, de una cierta anticipación de las compras ante el temor a un empeoramiento de las condiciones de financiación. Mientras, el sector industrial mostró un menor dinamismo ante la persistencia de los problemas de suministro y el encarecimiento de los costes de producción (mayores costes de las materias primas y la energía).

Sin embargo, la actividad empezó a frenarse en el tercer trimestre y se espera que esta tendencia bajista se mantenga al menos hasta mediados de 2023. La pérdida acumulada del poder adquisitivo de las familias, la crisis energética, el debilitamiento de los principales socios comerciales (menos turismo, menos exportaciones de bienes industriales), las subidas de los tipos de interés y la incertidumbre económica y política (hay elecciones municipales en mayo y generales en diciembre de 2023) pesarán sobre el ánimo de empresas y familias. Esperamos un crecimiento del PIB en 2023 del 0,8%, una cifra superior a la media europea pero bastante inferior a las previsiones incluidas en el Proyecto de Presupuestos presentado recientemente por el gobierno español (2,1%).

La política fiscal supondrá una de las claves de la recuperación prevista a partir de verano. No obstante, un exceso de ayudas fiscales podría exacerbar las presiones inflacionistas y complicar la labor de enfriamiento del BCE, además de potencialmente provocar dudas sobre la sostenibilidad fiscal a medio plazo (lo ocurrido en Reino Unido es un claro ejemplo de los riesgos de cometer errores en el plano fiscal). Por tanto, las medidas fiscales se deberían de concentrar sobre los colectivos más vulnerables. **Conclusión: España podría crecer algo más que sus socios europeos en 2023, pero no eludiría la recesión. El uso responsable de la política fiscal y las reformas son clave.**

### 4. Confianza en una progresiva apertura de China en 2023

El 10 de noviembre, el Comité Permanente del Politburó de China celebró una reunión para mejorar la aplicación de su política de COVID cero. Un día después de dicha reunión, la Comisión de Salud Nacional de China anunció 20 medidas para relajar las restricciones por la COVID, seguidas de otras 16 iniciativas para también respaldar el renqueante mercado inmobiliario. Entre ellas, incremento de la vacunación a las personas mayores y rebaja de 10 a 8 días en el periodo de cuarentena para las llegadas al país. En conjunto, suponen las medidas políticas más amplias desde el estallido de la COVID y alimentan las esperanzas de reapertura y una recuperación del crecimiento en 2023. Y se anuncian además en un momento en el que el número de infecciones diarias se eleva a niveles inéditos desde abril/mayo de este año.

El gobierno chino sigue además dando pasos para impulsar el crecimiento. En noviembre anunció una nueva rebaja del coeficiente de reservas a partir del 5 de diciembre (la segunda rebaja de este año), con lo que supone otros 500.000 mn. yuanes adicionales para la economía. Además, ha anunciado 16 nuevas medidas de apoyo al sector inmobiliario, incluyendo límites a la exposición del sector financiero al negocio promotor, rebajas de los costes hipotecarios para los compradores y garantías para que las promociones inmobiliarias en curso finalicen. Todo ello debería mejorar los balances del sector.

Gracias a todas estas medidas se espera que la economía china impulse su crecimiento en 2023 después de un año 2022 complejo, con un consumo penalizado por los cierres por Covid y un sector inmobiliario en el que siguen existiendo muchos proyectos por completar. Se espera un crecimiento del PIB de China del 5,0% en 2023. La fuerte inversión en infraestructuras, los efectos base positivos y el repunte del consumo apoyarían dicho crecimiento.

**Conclusión: Somos constructivos con respecto a la renta variable china en el próximo año. Cualquier caída podría proporcionar puntos de entrada para los inversores a largo plazo.**

#### Evolución de los principales mercados en 2022

	Actual	Mes	2022
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (Alemania)	1,90%	2,0%	-14,1%
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (EEUU)	3,60%	2,8%	-12,3%
EEUU (S&P500)	4,080,1	5,6%	-13,6%
Zona euro (Euro Stoxx 50)	3.964,7	9,7%	-6,3%
España (Ibex 35)	8.363,1	5,3%	-2,3%
Japón (Topix)	1,985,6	2,9%	0,3%
Asia excepto Japón (MSCI)	509.1	18,9%	-19,5%
Petróleo WTI (en USD)	80,6	-6,9%	7,1%
Oro (en USD)	1,768,5	8,3%	-3,3%
EUR/USD	1,043	5,3%	-8,5%
EUR/GBP	0.862	-0,1%	-2,1%
EUR/JPY	147.95	-2,2%	9,8%

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



## 4. Visión estratégica

La volatilidad en las bolsas se matendrá elevada dada la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento y la respuesta política a la inflación. No obstante, si los datos económicos siguen mostrando niveles no demasiado negativos y las rentabilidades de los bonos siguen bajando, la combinación de una actitud prudente del mercado y un posicionamiento bajo en bolsa de los inversores tiene el potencial de mantener las subidas a corto plazo. Por regiones, seguimos apostando por EEUU vs Europa, dado su mayor aislamiento sobre el conflicto ruso-ucraniano y la percepción de que la Fed terminará antes su ciclo de subidas (preveemos que en marzo alcance el tipo máximo del 5%, mientras que el BCE llegaría al 3% (tipo depo) en verano).

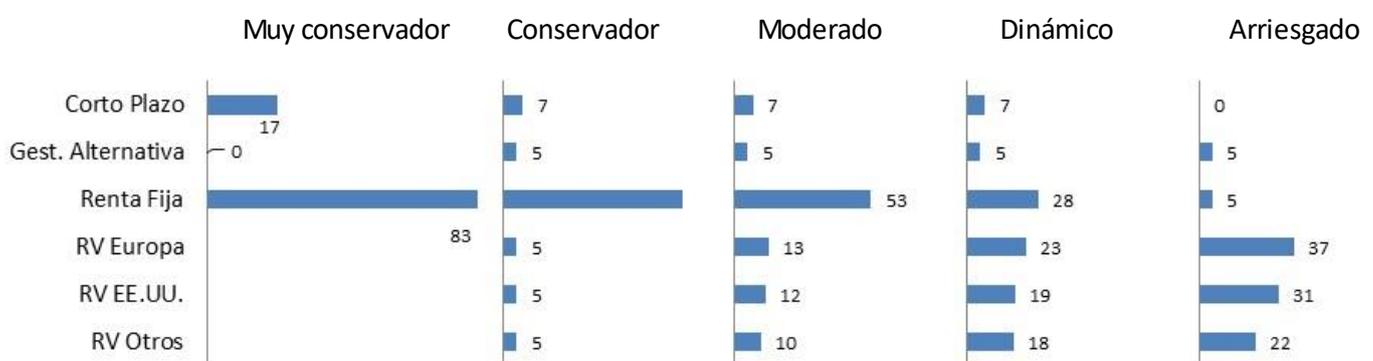
Con unas cifras de inflación tanto en EEUU como en Europa algo menores de lo previsto, podría haber arrancado una nueva fase en el mercado de bonos, sobre todo en el segmento de mayor calidad. Los analistas del CIO OFFICE han actualizado sus previsiones y creen que las rentabilidades de los bonos podrían tener todavía algo más de recorrido al alza a 12 meses vista (hasta el 4,2% a diciembre de 2022 para el Treasury a 10 años en EEUU y el 2,40% en el caso del Bund al mismo plazo), por lo que seguirá habiendo pese a todo una gran volatilidad. Una vez que el tipo final de los bancos centrales parece estar descontado, el margen de subida de las rentabilidades de los bonos es limitado por lo que los inversores podrían aprovechar las altas rentabilidades de los títulos públicos y corporativos IG para ampliar de nuevo su exposición en esta clase de activo.

En cuanto al crédito global HY, los fundamentos de la mayoría de los emisores siguen siendo favorables. Sin embargo, en un contexto de recesión, las tasas de impago aumentarán desde sus niveles inusualmente bajos durante los próximos 12 meses por lo que mantenemos la prudencia en estos activos.

2022 va camino de ser el peor año para las rentabilidades de los bonos públicos emergentes desde la creación de esta clase de activo. Sin embargo, recientemente se han manifestado algunos signos positivos, ya que las últimas cifras de inflación de varios países señalan una mitigación de las presiones de los precios, mientras que en China los responsables políticos anunciaron medidas de liquidez, que se suman a los pasos dados anteriormente para estimular la economía. Si bien es probablemente demasiado pronto para concluir que estamos a las puertas de un giro estructural en los flujos financieros internacionales hacia la deuda emergente (de ahí que mantengamos la cautela), creemos que la perspectiva al respecto ha mejorado a medio plazo. Los diferenciales de crédito deberían reducirse en los próximos 12 meses gracias a la solidez de sus fundamentos aunque a corto plazo, las débiles perspectivas de crecimiento mundial y los temas geopolíticos seguirán pesando.

**Conclusión:** se espera que la volatilidad siga alta pero el sentimiento del mercado a corto plazo ha cambiado, por lo que podrían seguir las subidas. Mantenemos el peso neutral en renta variable en las carteras.

### Carteras modelo por tipo de activo



Fuente: Deutsche Bank AG. 2 de diciembre 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, 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.