

Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Mayo 2023

 renta4banco



Mercados

INDICES MUNDIALES DE RENTA VARIABLE						
INDICES	2022	1T23	Abril	Mayo	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)
IBEX 35	-5,6%	12,2%	0,1%	-1,0%	11,2%	-2,9%
EUROSTOXX 50	-11,7%	13,7%	1,0%	-0,4%	14,4%	1,3%
DAX	-12,3%	12,2%	1,9%	0,2%	14,6%	2,1%
MSCI ITALY	-12,1%	12,0%	1,5%	1,2%	15,1%	0,1%
MSCI UK	3,0%	2,1%	3,3%	-1,2%	4,2%	-1,2%
S&P 500	-19,4%	7,0%	1,5%	-0,8%	7,7%	5,6%
NASDAQ 100	-33,0%	20,5%	0,5%	0,1%	21,2%	10,5%
RUSSELL 2000	-21,6%	2,3%	-1,9%	-0,5%	-0,1%	-3,7%
NIKKEI 225	-9,4%	7,5%	2,9%	1,0%	11,7%	1,9%
HANG SENG	-15,5%	3,1%	-2,5%	0,8%	1,4%	0,6%
MSCI CHINA	-23,5%	5,3%	-5,2%	0,7%	0,5%	0,3%
MSCI ASIA PACIFIC	-19,4%	4,1%	-1,1%	1,0%	3,9%	1,1%
MSCI EM LATIN AMERICA	-0,1%	3,1%	1,6%	1,0%	5,8%	1,3%
MSCI WORLD	-19,5%	7,3%	1,6%	-0,5%	8,4%	4,9%
MSCI ACWI	-19,8%	6,8%	1,3%	-0,4%	7,8%	4,5%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 5/5/2023.

Relativa calma en bolsas pese a:

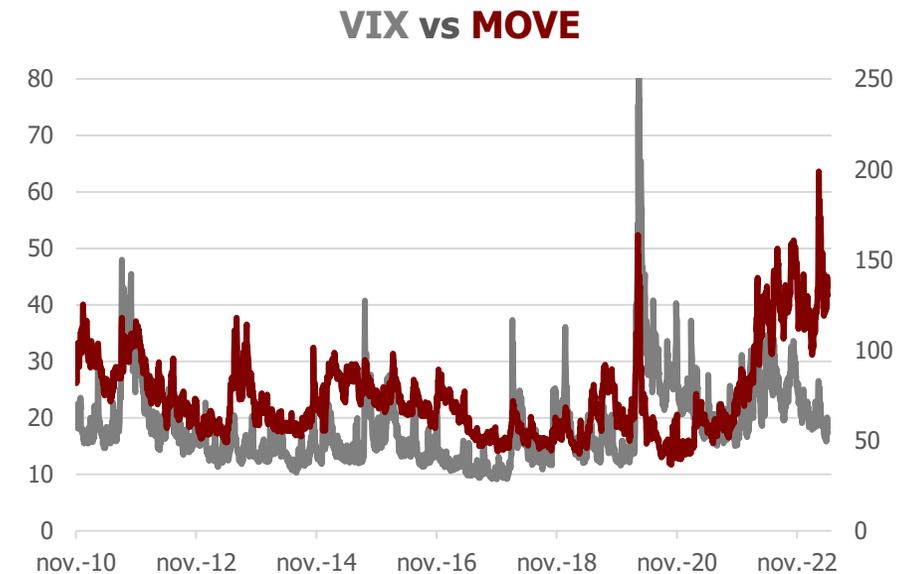
- Crecientes **riesgos** sobre el **crecimiento económico**.
- **Inflación aún elevada**.
- **Inestabilidad** en **banca regional americana**.
- Proximidad del **techo de deuda EEUU**.

Mercados

DIVISAS MUNDIALES, MATERIAS PRIMAS, VOLATILIDAD Y RENTA FIJA						
	2022	1T23	Abril	Mayo	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)
EUR/USD	-5,8%	1,3%	1,7%	0,0%	2,9%	4,1%
BRENT	10,5%	-7,1%	-0,3%	-5,3%	-12,4%	-7,7%
ORO	-0,3%	8,0%	1,1%	1,3%	10,6%	10,1%
VIX (S&P 500)	25,8%	-13,7%	-15,6%	8,9%	-20,7%	-24,0%
V2X (Eurostoxx)	8,4%	-7,0%	-10,3%	4,9%	-12,5%	1,5%
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-4,7%	0,7%	0,1%	0,2%	1,0%	1,4%
GOB. GLOBAL (€HDG)	-15,1%	2,3%	0,2%	0,0%	2,5%	2,7%
CORP. GLOBAL (€HDG)	-16,0%	2,0%	0,8%	-0,5%	2,3%	2,2%
US AGGREGATE	-13,0%	3,0%	0,6%	-0,1%	3,5%	3,2%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	-20,6%	1,5%	0,1%	-0,5%	1,2%	1,4%
GOB. EMERG. LC	-5,5%	3,1%	-1,0%	0,9%	3,0%	0,7%
US HIGH YIELD	-11,2%	3,6%	1,0%	-0,4%	4,2%	2,0%
EUROPEAN HIGH YIELD	-11,1%	2,9%	0,5%	0,2%	3,6%	0,2%
GOB. ALE 10 Y	-22,4%	2,2%	-0,2%	0,3%	2,2%	3,2%
GOB. ESP 10 Y	-22,8%	3,6%	-0,5%	0,1%	3,1%	2,6%
GOB. ESP 5 Y	-12,0%	2,1%	0,0%	0,3%	2,4%	2,7%
GOB. ESP 2 Y	-4,9%	1,1%	0,0%	0,2%	1,3%	1,6%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 5/5/2023

- **Caída del crudo** (riesgo de desaceleración económica contrarresta recorte de oferta de OPEP+).
- **Estabilidad en renta fija**, con EEUU alcanzando techo de tipos y Eurozona aun con trabajo por hacer.
- **Volatilidad sorprendentemente baja en las bolsas vs bonos**, sobre todo en EEUU pese a los riesgos.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Trilema. En busca de estabilidad de precios y estabilidad financiera, el crecimiento será el mayor perjudicado

Nouriel Roubini, famoso en 2008 por haber previsto la debacle de las hipotecas *subprime*, planteaba un trilema, por el que afirmaba que **es imposible mantener a la vez:**

- 1.- Estabilidad de precios** (vía tipos)
- 2.- Estabilidad financiera** (vía balances)
- 3.- Crecimiento económico**

En el entorno actual, es previsible que los **bancos centrales sigan priorizando el control de la inflación y salvaguardando la estabilidad financiera...**

...por lo que **el crecimiento económico sería el gran perjudicado.**

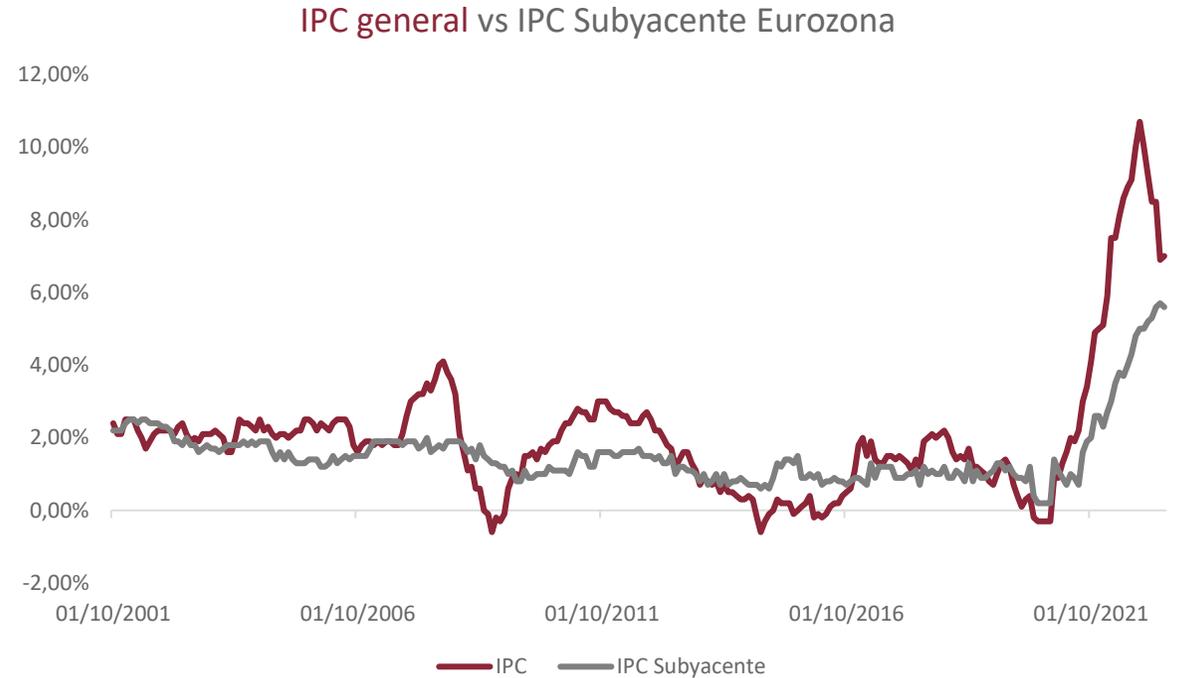
Estabilidad de precios, todavía por lograr. Aún lejos del objetivo del 2%.

Inflación subyacente EEUU excluyendo vivienda no cede



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Inflación subyacente Eurozona en máximos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Nuevo foco de tensión:
la sequía (precio alimentos)**



Lagarde: fragmentación global es inflacionista

La fragmentación de la economía global es inherentemente inflacionista (+5pp a c/p, +1 pp a l/p), lo que plantea riesgos para la política monetaria.

- **Energía** utilizada como arma.
- **Bloques competidores en la economía global**, liderados por EEUU y China.
- **Búsqueda de cadenas de producción resilientes y autosuficientes.**
- **Regionalización** → cadenas producción en "sitios amigables" (mayor importancia de la seguridad que del coste).

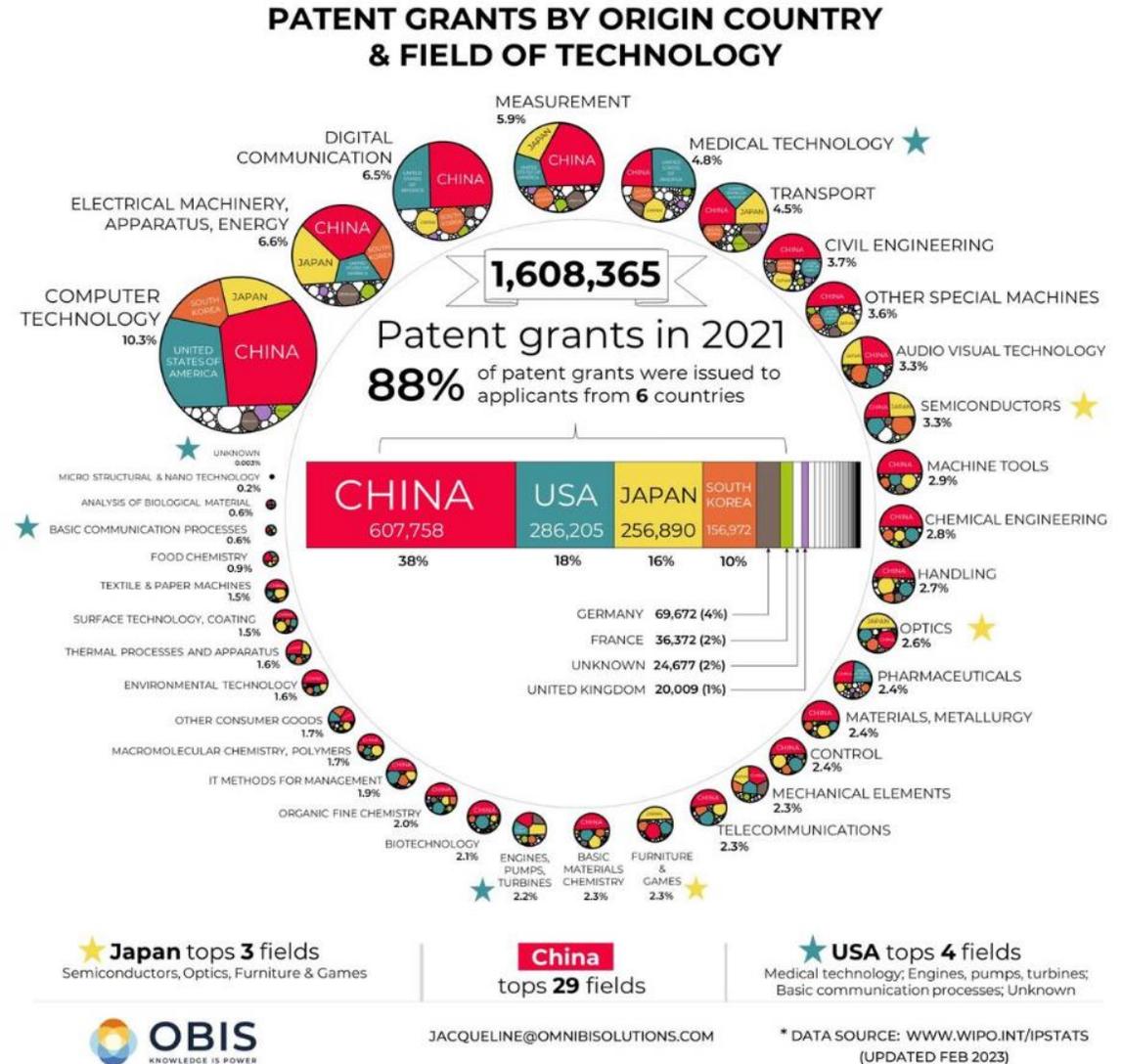
Mayor inflación y menor crecimiento

Ejemplo: UE depende en un 98% de China para tierras raras.

Vehículos eléctricos necesitan 6x más minerales que los automóviles convencionales.

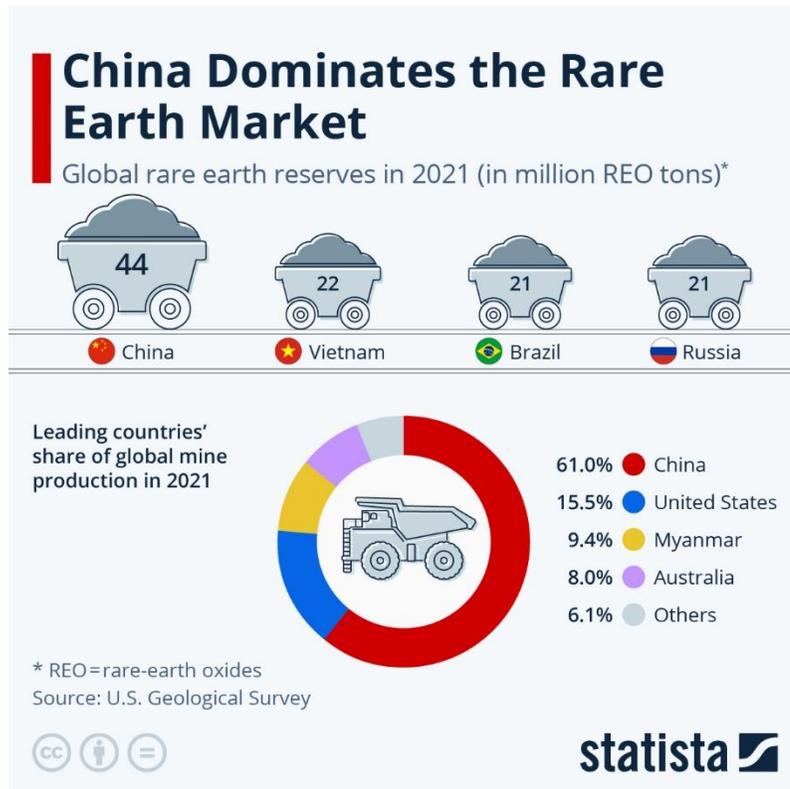
Parece difícil volver a los niveles de inflación previos a 2020

Dependencia tecnológica

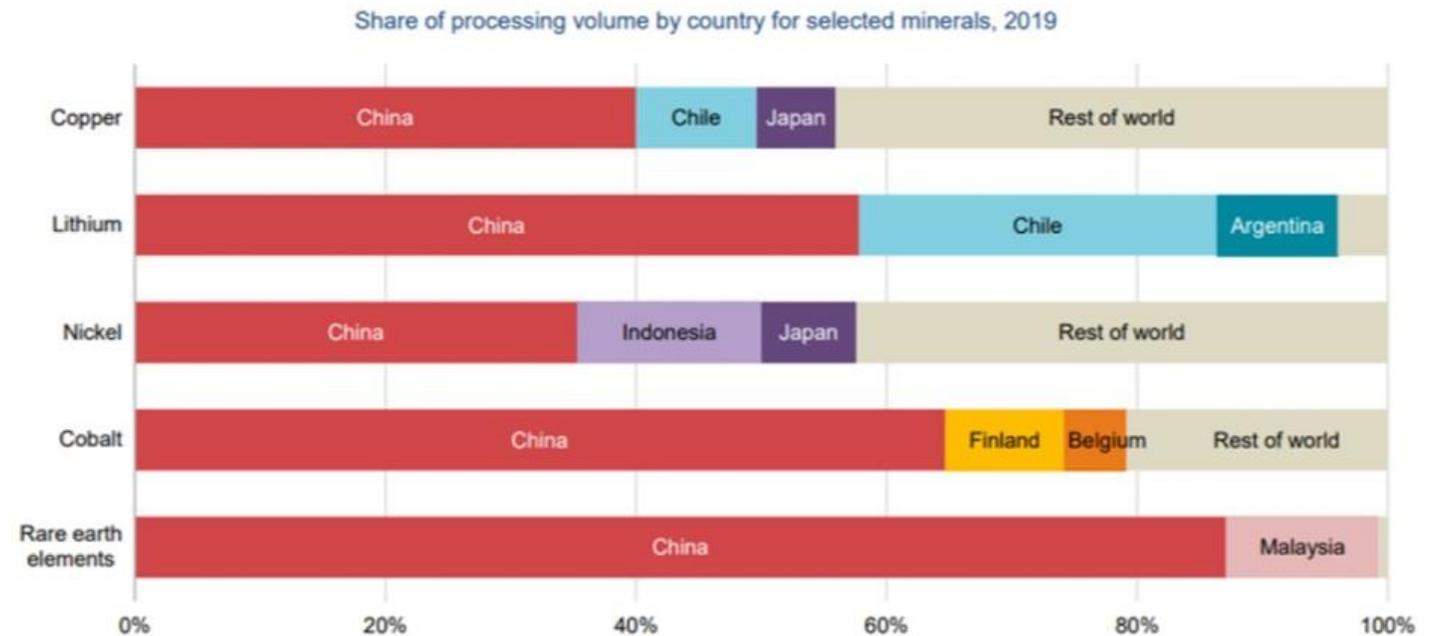


Dependencia de Tierras Raras y Minerales

- **China controla el 44% de las reservas mundiales...y el 90% de la capacidad de procesamiento y refino.**
- **China baraja prohibir la exportación de tecnología de varias tierras raras** en respuesta a las medidas de EEUU contra la industria china de semiconductores.



CUOTA DE VOLUMEN PROCESADO POR PAÍS DE DISTINTOS MINERALES, 2019



Note: The values for copper are for refining operations.

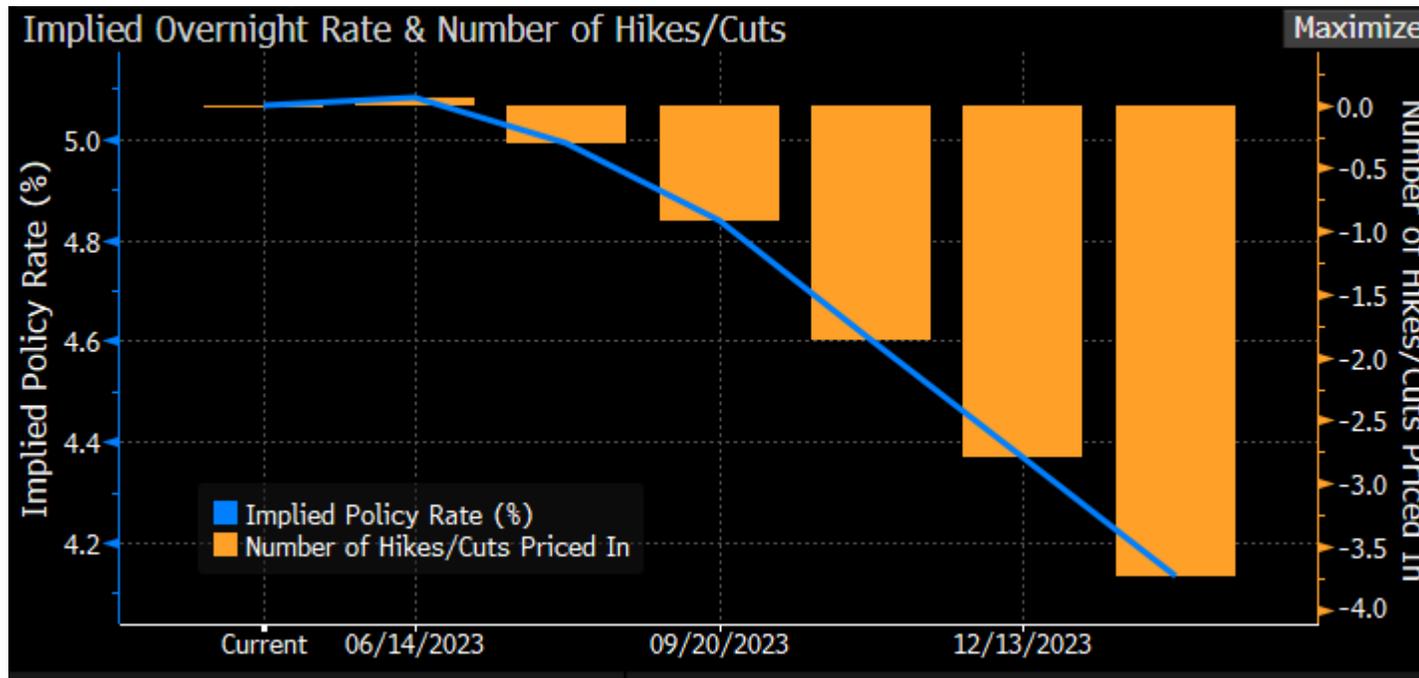
Sources: World Bureau of Metal Statistics (2020); Adamas Intelligence (2020) for rare earth elements.

Fed: podría haber alcanzado su techo de tipos, pero no comparte bajadas previstas por mercado en 2S23

Fed 3-mayo: +25 pb hasta 5%-5,25%. Pausa data-dependiente: próximos movimientos de tipos dependerán de **evolución de economía** (vs guía anterior de más subidas de tipos) e **inflación** (efecto retardado de subidas tipos). **Total subidas +500 pb desde marzo 2022.**

Tensionamiento de condiciones crediticias (banca regional) hace parte del trabajo a la Fed: frena economía, empleo, inflación.

Tipos descontados por el mercado para los Fed Funds



Fuente: Bloomberg

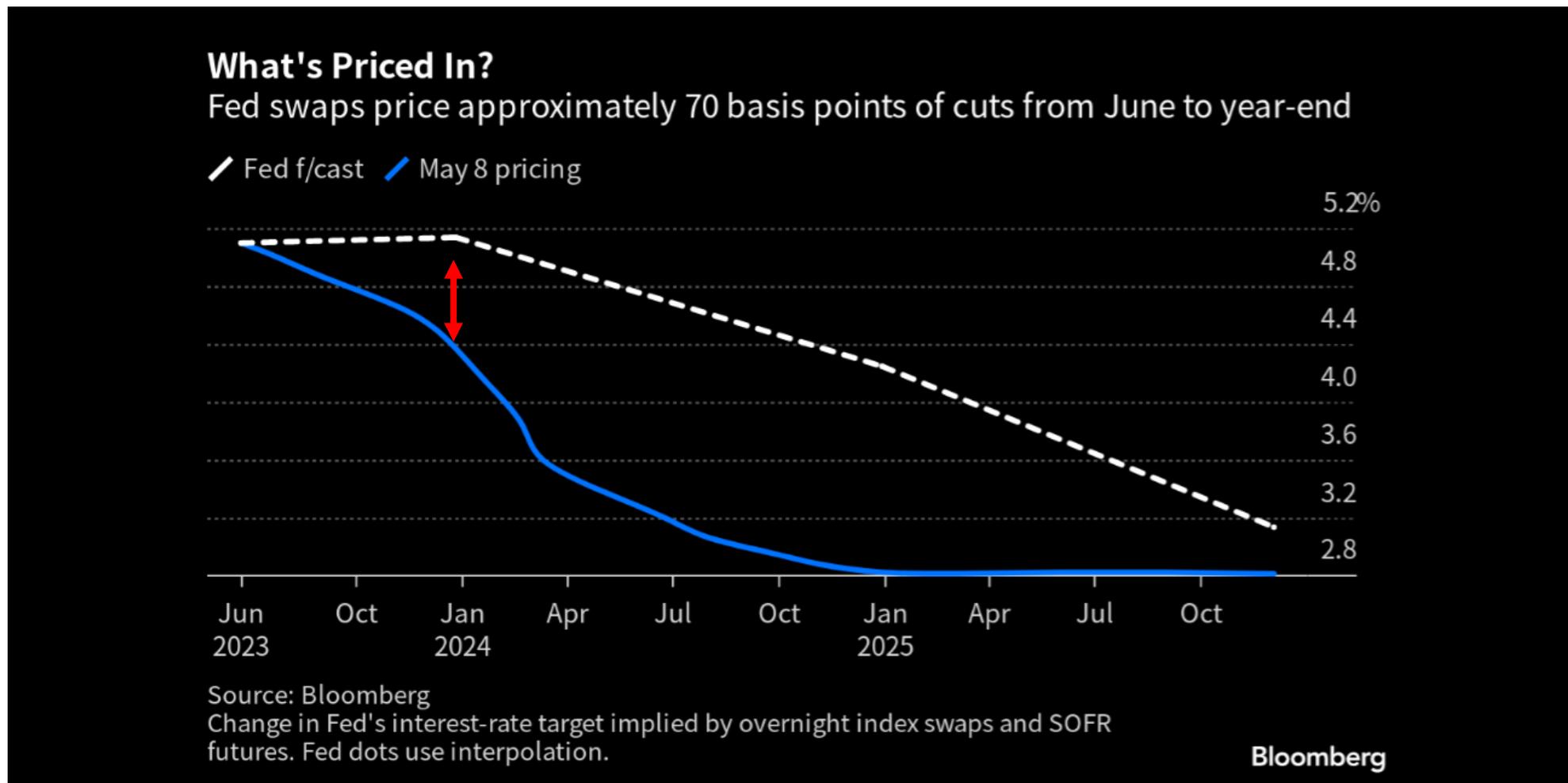
Mercado descuenta primera bajada en sept-23 y total -75 pb a fin de año.

Demasiado "dovish" si tenemos en cuenta:

- **Moderación de la inflación será lenta** (aún alejada del objetivo del 2%)
- **Mercado laboral sólido.**

**Es prematuro hablar de bajadas de tipos
(salvo recesión intensa)**

La Fed no comparte las bajadas de tipos descontadas por el mercado para 2023

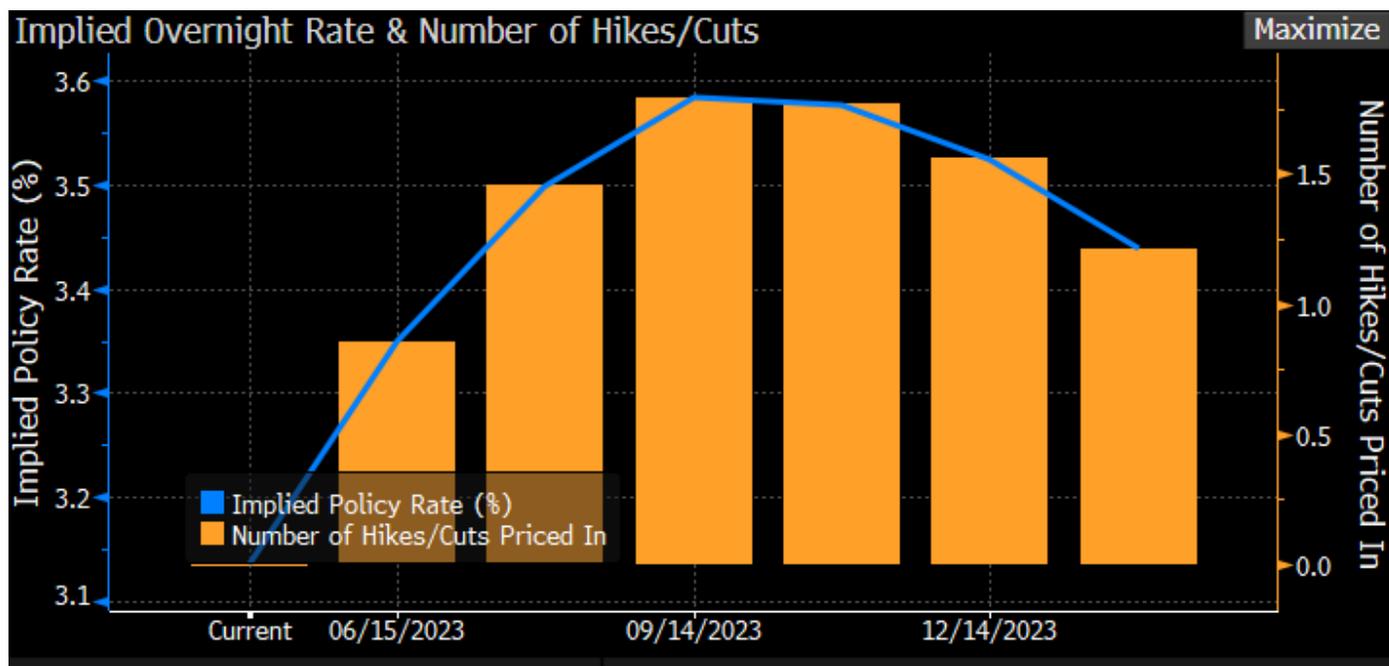


El BCE aún tiene trabajo por hacer: queda subida de tipos y no se vislumbra pronto recorte

BCE 4-mayo: +25 pb hasta 3,25% (tipo depo), supone moderar subidas anteriores (+50 pb). Total subidas +375 pb desde julio 2022.

Próximos movimientos de tipos de interés serán data-dependientes, aunque aún hay trabajo por hacer (IPC abril 7% general, 5,6% subyacente). Persistente foco de riesgo en **alimentos** (presión adicional de **sequía**).

Tipos descontados por el mercado para el Tipo de Depósito del BCE



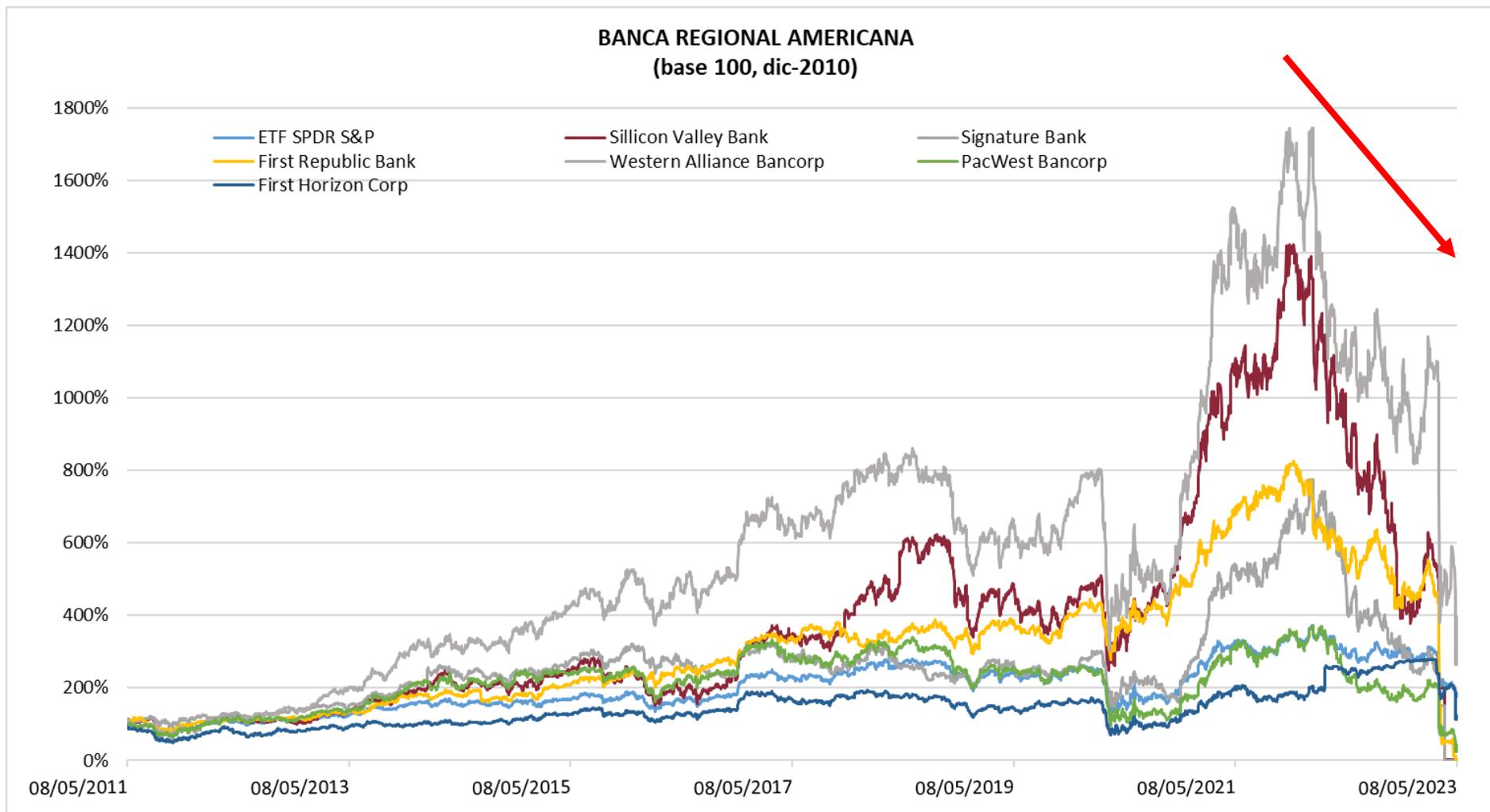
Fuente: Bloomberg

- **Firme compromiso con devolver la inflación a su objetivo del 2%**, para lo que llevará los tipos al nivel necesario y los mantendrá en dicho nivel durante una buena temporada.
- El **endurecimiento de las condiciones financieras** podría hacerle parte del trabajo.
- **Mercado descuenta un par de subidas más hasta 3,5%-3,75%.**

Aún quedan subidas de tipos.

Sin expectativas de pronto recortes.

Inestabilidad financiera se mantiene en EEUU: la banca regional americana continúa en el punto de mira

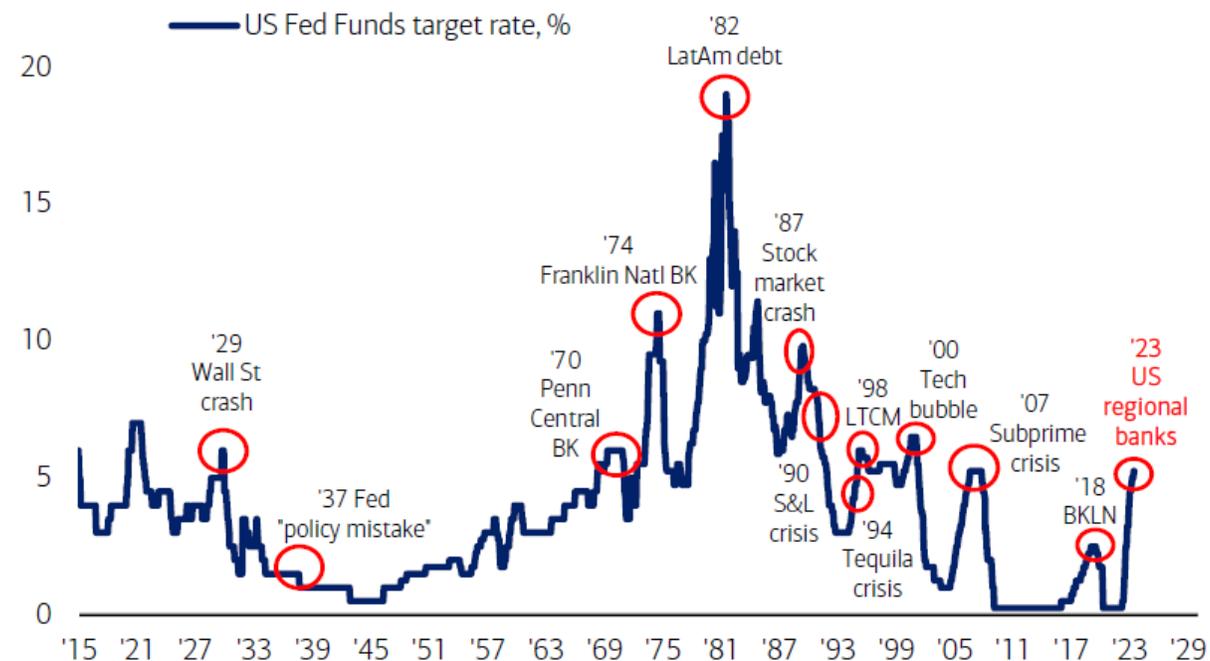


Fuente: Bloomberg

Efectos secundarios del tensionamiento monetario tras una década de tipos bajos y exceso de liquidez

Chart 2: They Broke the Regional Banks

US Fed Funds target rate (%)

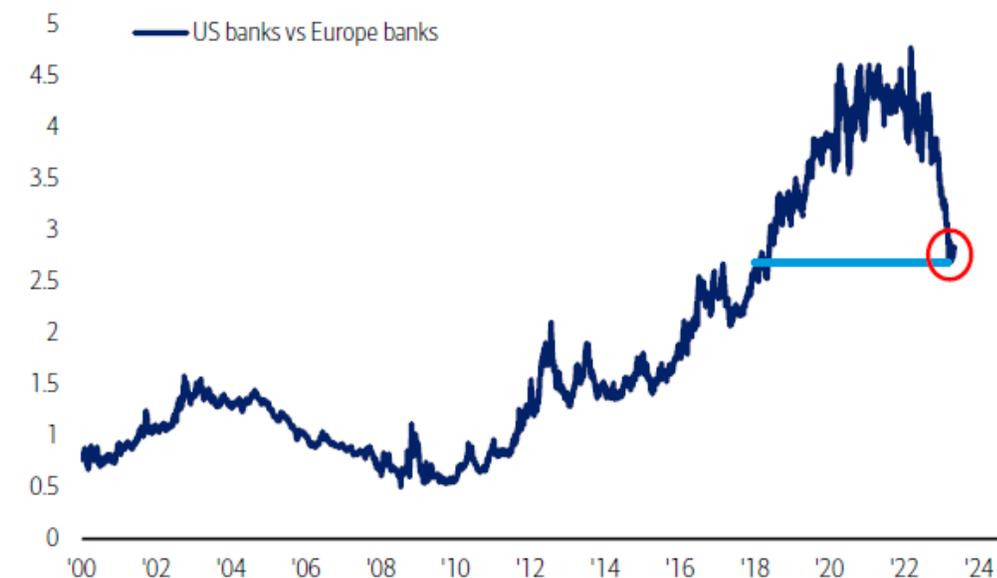


Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, GFD Finaeon.

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 3: US banks unwind 5 years of outperformce vs Europe banks

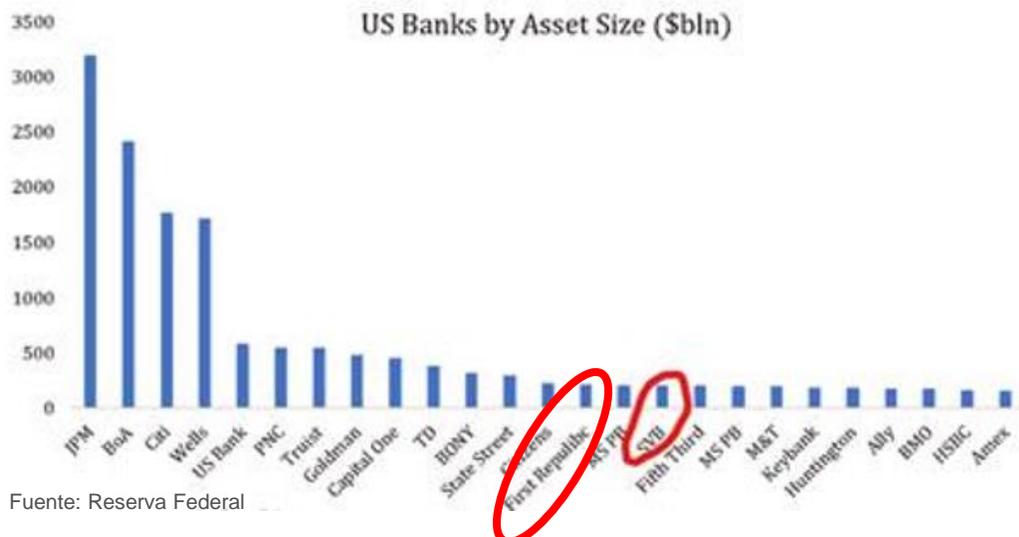
US banks vs Europe banks: relative price



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, S5BANKX Index vs SX7E Index

BofA GLOBAL RESEARCH

First Republic, último banco intervenido (y comprado por JP Morgan)



Evolución del Número de Bancos en EEUU



Fuente: FDIC

Finalmente, y en una **intervención de emergencia liderada por el gobierno...**

...JP Morgan Chase adquiere First Republic Bank (banco nº 14 por activos, en problemas desde quiebra de SVB y Signature Bank, ante retirada de depósitos y menor valor de activos por intensas y rápidas subidas de tipos Fed).

JP Morgan se hará con los activos de First Republic (173.000 mln usd en préstamos, 30.000 mln usd en "securities"), con acuerdo JP Morgan - FDIC para repartirse pérdidas y beneficios potenciales.

JP Morgan se queda con **92.00 mln usd en depósitos** (incluyen 30.000 mln usd inyectados por principales bancos americanos).

JP pagará 10.600 mln usd al FDIC, que estima el coste de asegurar los depósitos en 13.000 mln usd.

JP Morgan **no asumirá ni deuda corporativa ni acciones preferentes.**

Fugas de depósitos: hacia mercados monetarios y bancos grandes

Money-market fund assets

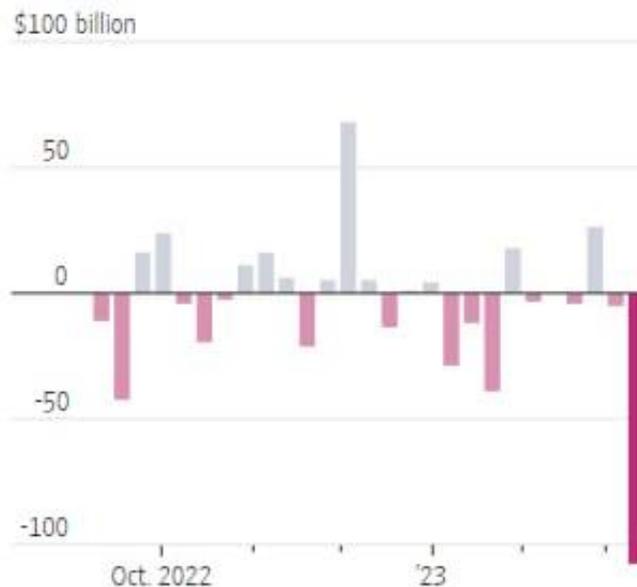


Note: Weekly as of March 29

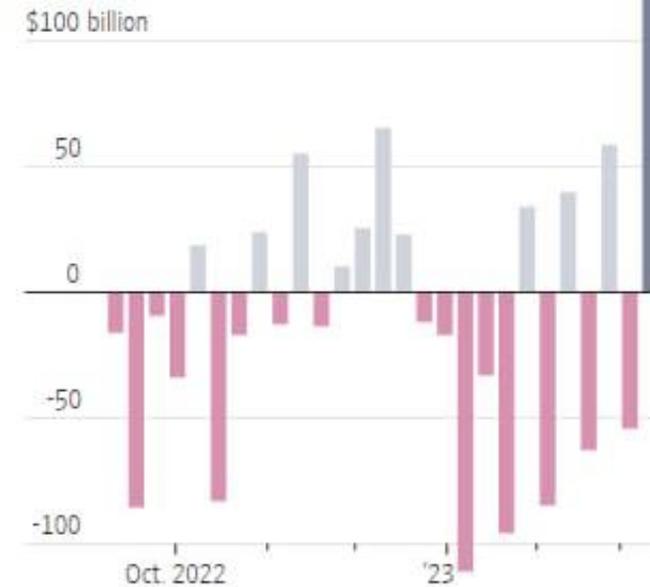
Source: Investment Company Institute

Deposits, change from a week earlier

SMALL BANKS



LARGE BANKS



Note: Includes domestically chartered commercial banks. Large banks are defined as the top 25 ranked by domestic assets. Small banks are those not in the top 25.

Source: Federal Reserve

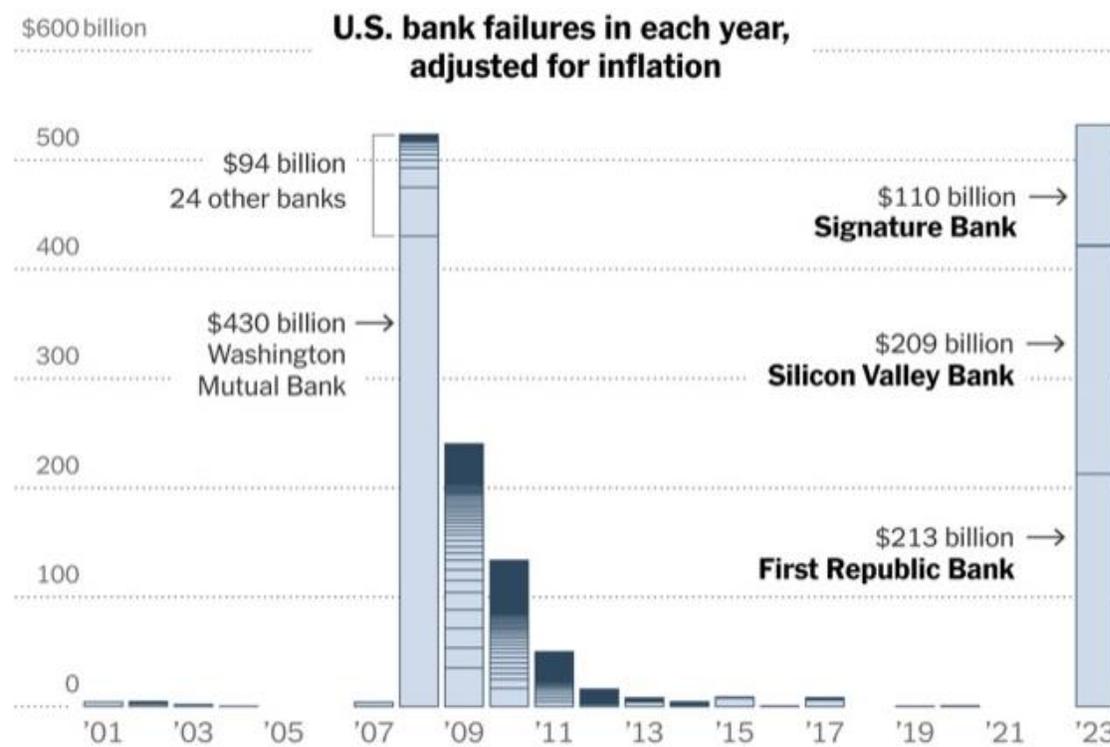
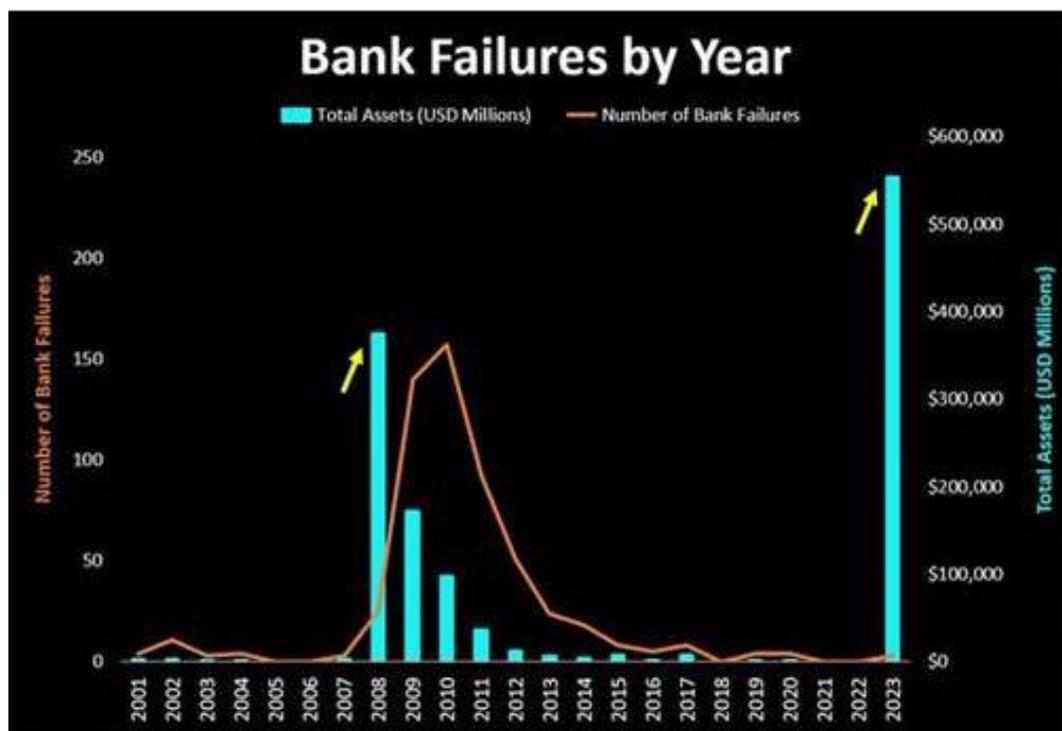
Nate Rattner/THE WALL STREET JOURNAL

Datos a 7/4/2023

¿Conseguirán las medidas de reguladores y Fed estabilizar el sistema?

2023 está siendo el año de mayores quiebras bancarias en términos de activos.

En negativo, **pesan las subidas de tipos de la Fed y pesará la desaceleración del ciclo económico.**



Vigilar recurso a la FED (como señal de estabilización)

Balance de la Fed



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Discount Window Borrowing

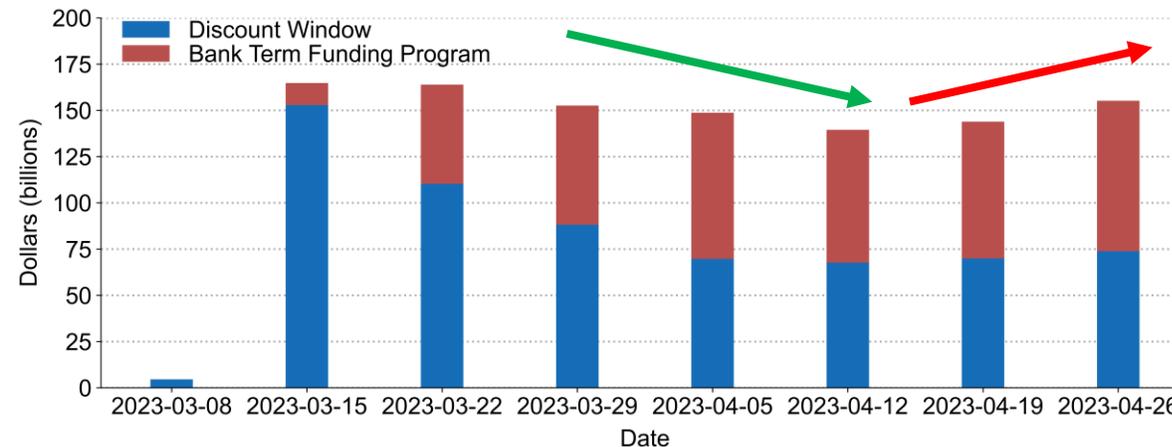


Source: Federal Reserve Board of Governors, retrieved from FRED.
 Note: Data through April 26, 2023.



La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

Federal Reserve Credit to Banks



Source: Federal Reserve Board of Governors, retrieved from FRED.



Tras varias semanas de caídas en el recurso a la Fed (vía Ventanilla de Descuento y Bank Term Funding Program, el programa diseñado a raíz de la quiebra del SVB para aceptar papel al nominal)...

...el volumen total de recurso a la Fed ha vuelto a aumentar recientemente.

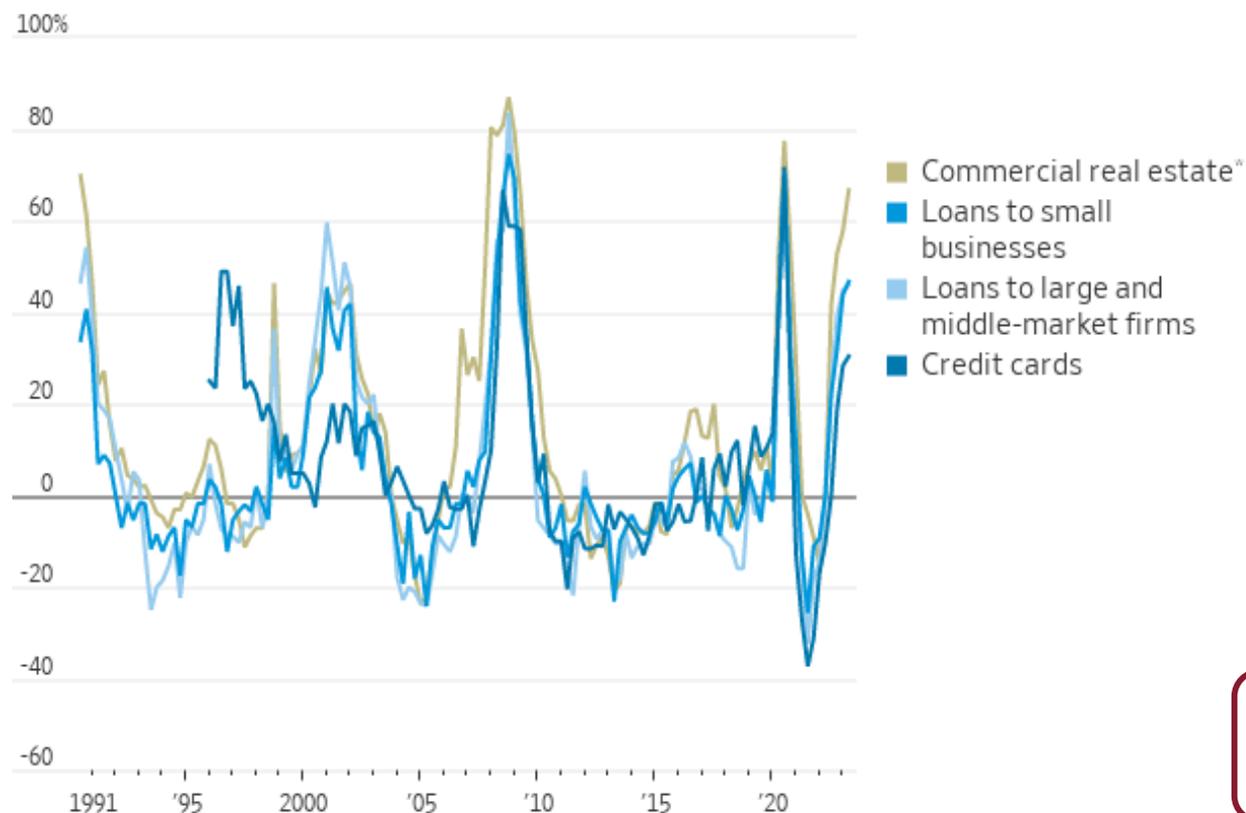
Se mantiene la incertidumbre



Creciente presión a la baja sobre el ciclo económico ante el endurecimiento de las condiciones financieras

Stingier Standards

Net percentage of U.S. banks reporting tighter lending terms



*Note: Beginning in Q4 2013, commercial real estate includes only loans secured by nonresidential structures

Source: Federal Reserve

EEUU:

- Encuesta de Concesión de Crédito: **endurecimiento de condiciones financieras** en 1T23 y **menor demanda de crédito** de empresas y familias.
- A **futuro**, contexto económico **más incierto y desfavorable**.
- **Banca regional supone elevado porcentaje del crédito**: 28% comercial e industrial, 53% Real Estate, 67% Commercial Real Estate, 28% financiación consumo.

Europa:

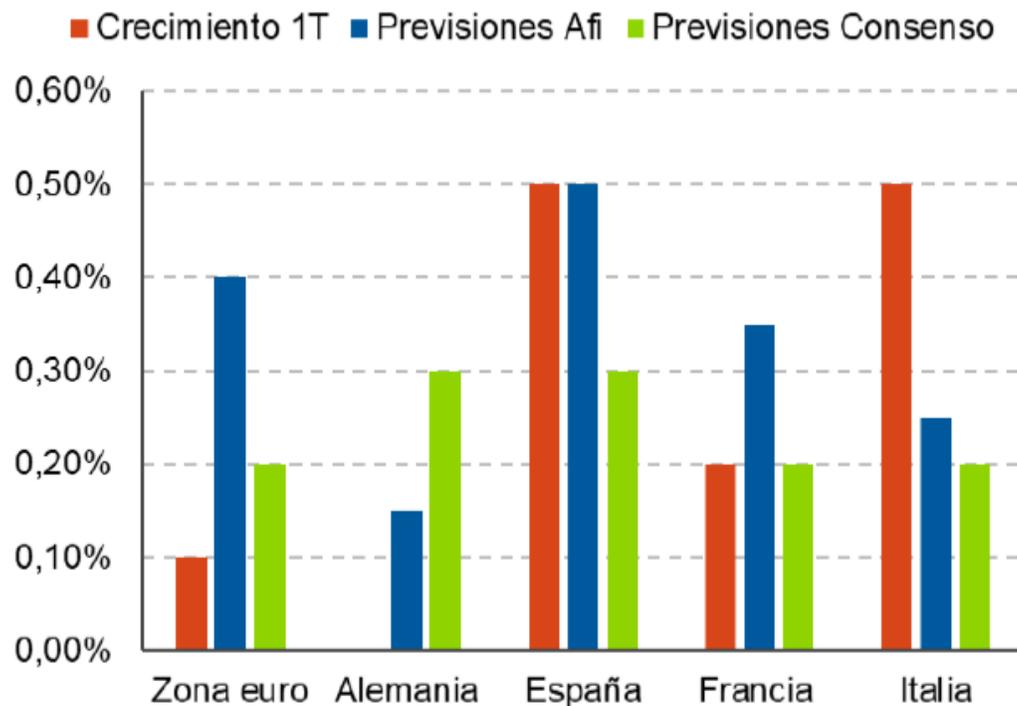
- Encuesta de Préstamos Bancarios muestra **notable endurecimiento de condiciones crediticias** en abril tanto para familias como para empresas (el **mayor desde crisis de deuda soberana de 2011**) y la consiguiente desaceleración en los volúmenes de crédito.

Menos crédito y más caro = menor crecimiento económico

Primeras señales de desaceleración, mayores en Europa que en EEUU...

Debilidad en PIB 1T23 Europa (sobre todo Alemania)
por presión en consumo de los hogares

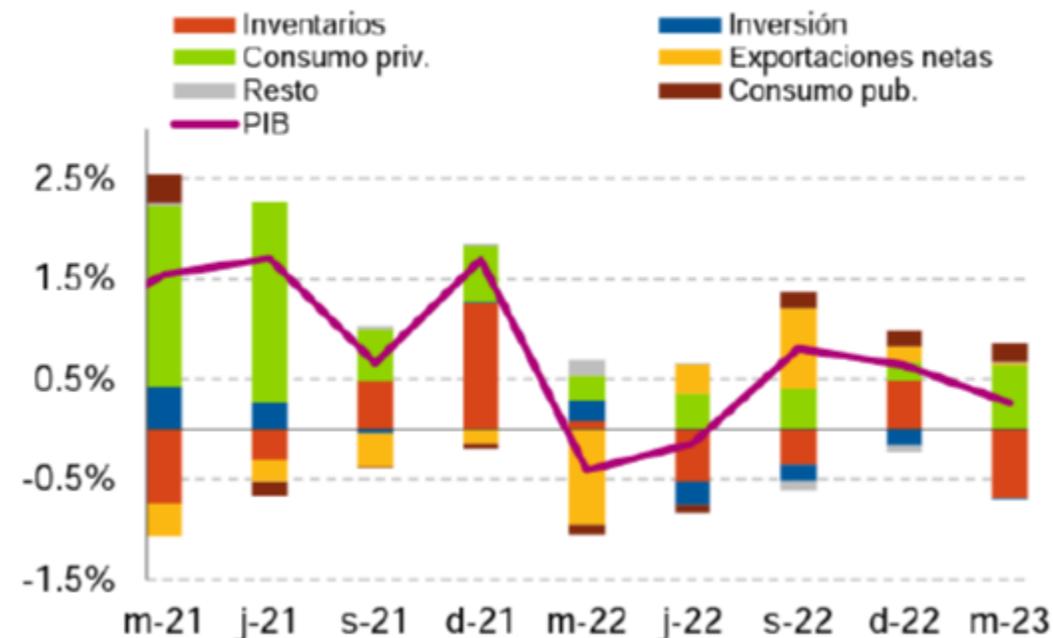
Variación trimestral del PIB en el 1T23 (%)



Fuente: Afi, Bloomberg

EEUU más resiliente por consumo de los hogares,
pero caída de inversión e inventarios

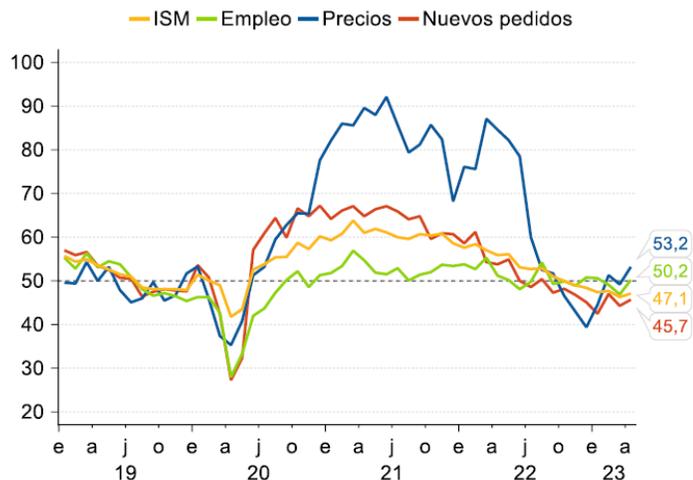
PIB en EE.UU.: crecimiento trimestral y contribuciones



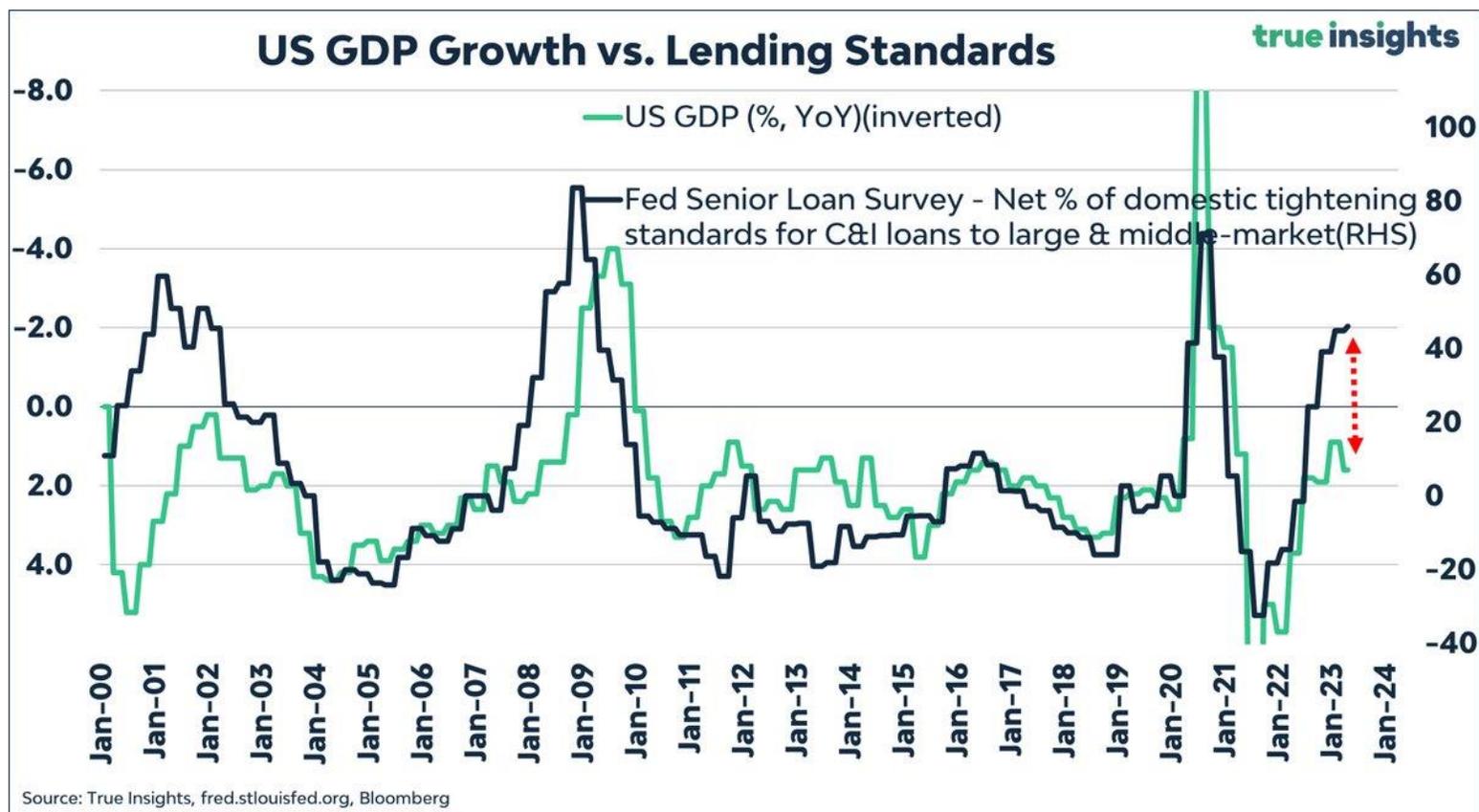
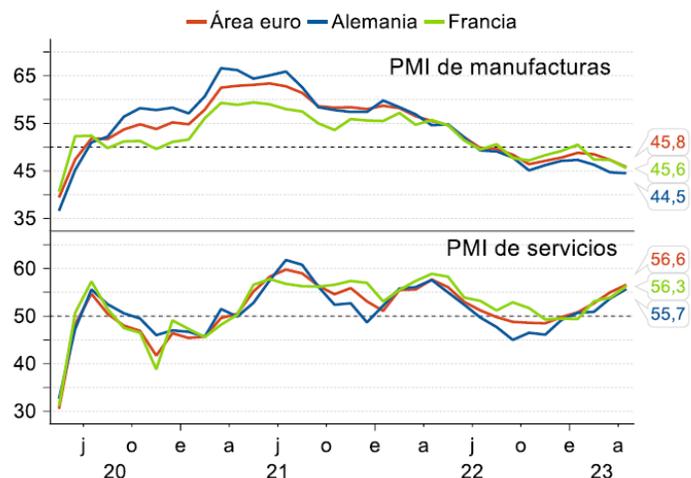
Fuente: Afi, Eikon

..que se intensificará ante deterioro de indicadores más adelantados de ciclo (manufacturas) y condiciones crediticias

ISM de manufacturas y componentes



PMI de manufacturas y servicios en área euro, Francia y Alemania



Fuente: Afi, Macrobond

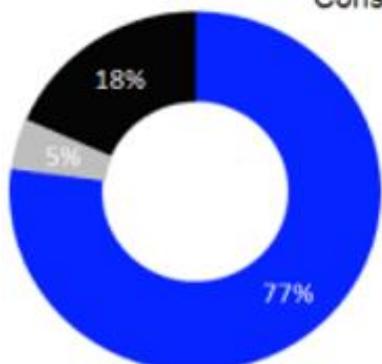
La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

Los resultados 1T23 baten las estimaciones...

S&P 500

77% baten estimaciones
Buen tono en guías

■ Above ■ Match ■ Below



	Above	Match	Below
S&P 500	77%	5%	18%
Consumer Discretionary	73%	7%	20%
Consumer Staples	88%	4%	8%
Energy	86%	-	14%
Financials	65%	3%	32%
Health Care	83%	6%	11%
Industrials	84%	3%	13%
Materials	85%	-	15%
Real Estate	57%	18%	25%
Technology	91%	2%	7%
Comm. Services	71%	7%	21%
Utilities	59%	4%	37%

STOXX 600

70% baten estimaciones
Buen tono en guías

■ Above ■ Match ■ Below



	Above	Match	Below
STOXX 600	70%	6%	24%
Basic Materials	44%	6%	50%
Consumer Cyclical	91%	9%	0%
Consumer Non-Cyclicals	50%	0%	50%
Energy	78%	0%	22%
Financials	83%	0%	17%
Healthcare	67%	11%	22%
Industrials	88%	4%	8%
Technology	50%	20%	30%
Real Estate	25%	0%	75%
Utilities	100%	0%	0%

Fuente: Refinitiv I/B/E/S data

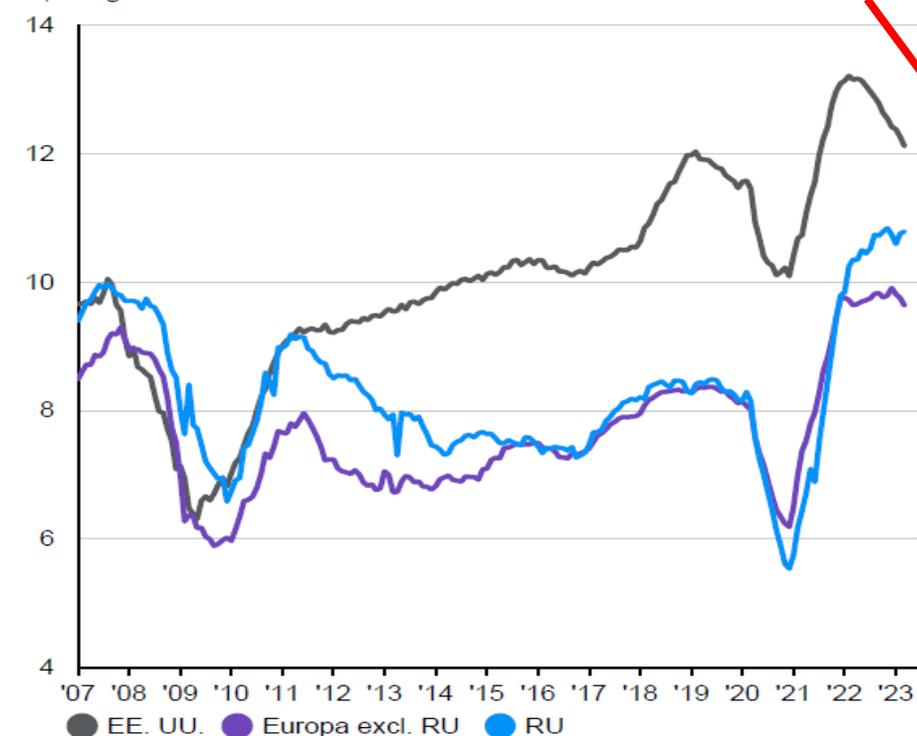
...pero presión a la baja a futuro...

Esperamos **presión sobre márgenes** (actualmente cercanos a máximos), que ya se empieza a ver en EEUU pero aún no en Europa, ante **mayor dificultad para trasladar incrementos de costes a precios finales por desaceleración de demanda (menor crecimiento de ventas)** debido al deterioro del ciclo.



Márgenes de beneficios

%, márgenes de beneficios a 12 meses en relación con las ventas



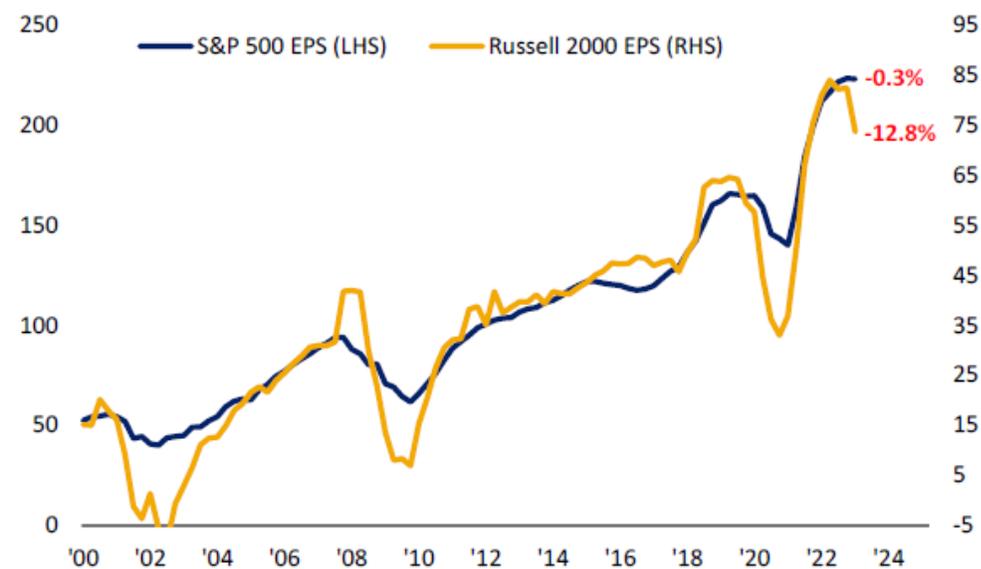
Fuente: JP Morgan Asset Management

...con riesgo en BPAs 2024

Revisiones BPAs Small Caps adelantan revisiones blue chips

Chart 11: Small cap earnings lead large cap earnings

Trailing 12-month EPS: S&P 500 vs Russell 2000



Source: BofA Gloal Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

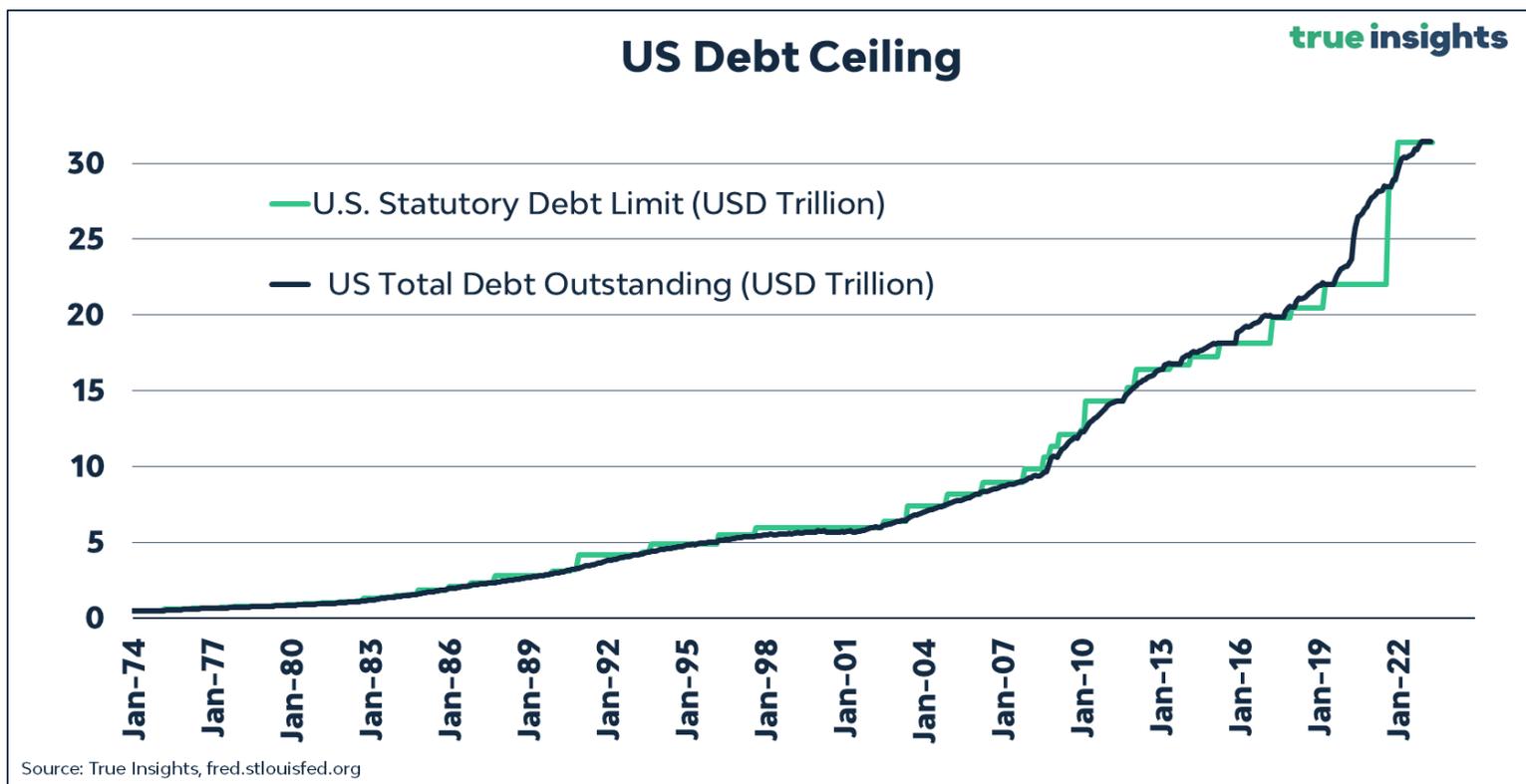
Riesgo de rebaja de BPAs 2024, donde el crecimiento esperado de doble dígito no es coherente con un contexto de **desaceleración de demanda y condiciones financieras más restrictivas**.

Variación i.a. BPA

	2020/19	2021/20	2022e/21	2023e/22	2024e/23
S&P 500	-14%	50%	5%	2%	12%
Eurostoxx 50	-32%	72%	22%	-1%	9%
Ibex 35	-64%	144%	32%	2%	5%

Fuente: Factset, consenso de mercado

Otros riesgos: techo de deuda EEUU



El techo de deuda fijado en 2021 (31,4 bln usd) **se alcanzó en enero 2023.**

Desde entonces, el Tesoro americano ha funcionado a través de **medidas extraordinarias** que se esperaba durasen hasta septiembre.

Sin embargo, unos **ingresos fiscales más moderados** de lo esperado podrían **adelantar la fecha límite a principios de junio.**

Aunque esperamos un **acuerdo**, aunque sea “**in extremis**” (el Congreso ha actuado en 78 ocasiones desde 1960 para ampliar o revisar el techo de deuda), la incertidumbre hasta el acuerdo podría imprimir **volatilidad** a los mercados, tal y como ocurrió en **2011.**

Otros riesgos: cambio de sesgo en política monetaria del BoJ

3 bln usd en riesgo de desinversión por parte del BoJ por repatriación de capitales ante el previsible cambio de sesgo en la política monetaria.

Japan's Huge International Investments

Cumulative Japanese purchases of assets by country during Kuroda's term

■ North America
 ■ Latin America and Caribbean
 ■ Europe and Central Asia
■ Middle East and North Africa
 ■ South Asia
 ■ Sub-Saharan Africa
 ■ East Asia and Pacific

Net purchases of bonds and equities (trillion yen)



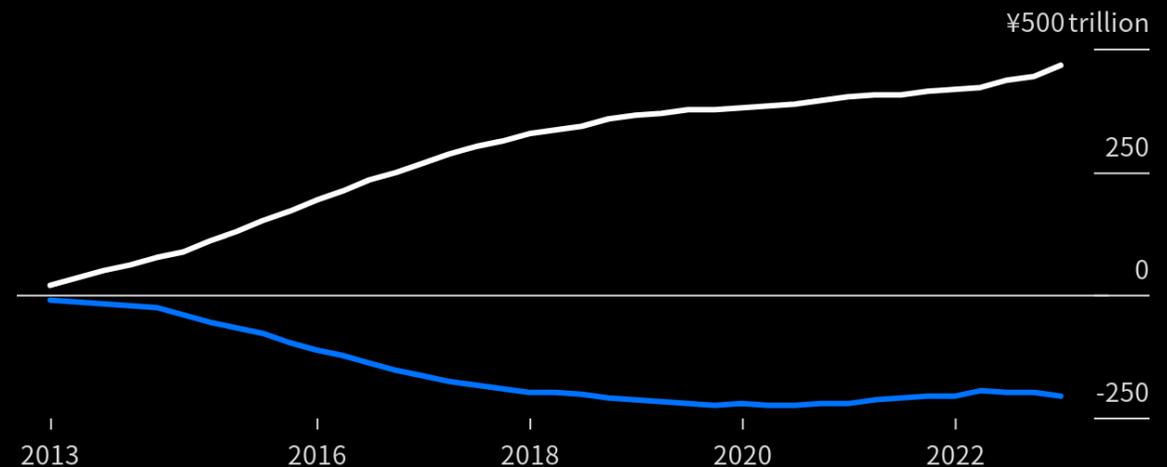
Sources: Bloomberg, Japan Ministry of Finance and the Bank of Japan
 Note: Data for period between April 2013 (Kuroda's first policy meeting) and Dec. 2022, both start and end points inclusive.

Bloomberg

BOJ Keeps Buying Bonds as Locals Sell

Cumulative net purchases of Japanese government bonds since 2013

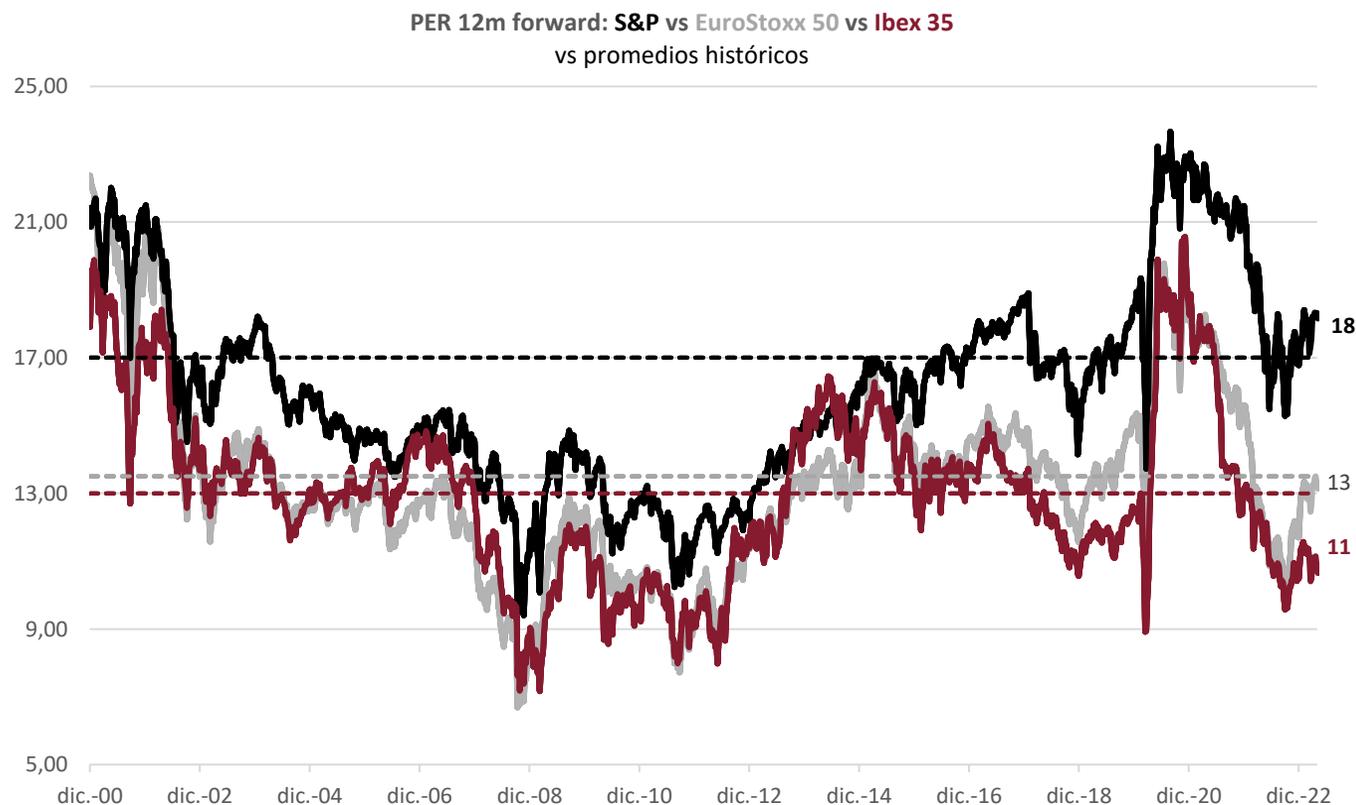
/ BOJ
 / Local investors



Sources: Bloomberg, Bank of Japan

Bloomberg

Valoraciones exigentes, especialmente si se revisan a la baja BPAs



Fuente: Factset y elaboración propia

1) Los múltiplos (PER) se han expandido desde sept-22:

EEUU +19% a 18x vs mín 15x.

Prima 7% vs media 2000-hoy

Europa +30% hasta 13x vs mín 10x.

En línea vs media 2000-hoy (13,5x)

España +11% hasta 11x vs mín 9,6x.

Descuento 18% vs media 2000-hoy (13x)

2) La desaceleración económica prevista presionará los BPAs a la baja, y haría las valoraciones más exigentes.

Escenarios bolsas: S&P 500 (objetivos a 1 año)

Escenarios S&P 500 (valor)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
15,0x	2.591	2.753	2.915	3.077	3.239	3.401	3.563	3.725
16,0x	2.764	2.937	3.109	3.282	3.455	3.628	3.800	3.973
17,0x	2.937	3.120	3.304	3.487	3.671	3.854	4.038	4.221
18,0x	3.109	3.304	3.498	3.692	3.887	4.081	4.275	4.470
19,0x	3.282	3.487	3.692	3.897	4.103	4.308	4.513	4.718
20,0x	3.455	3.671	3.887	4.103	4.319	4.534	4.750	4.966

Escenarios S&P 500 (Var % vs. actual)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
15,0x	-37%	-33%	-30%	-26%	-22%	-18%	-14%	-10%
16,0x	-33%	-29%	-25%	-21%	-16%	-12%	-8%	-4%
17,0x	-29%	-25%	-20%	-16%	-11%	-7%	-2%	2%
18,0x	-25%	-20%	-15%	-11%	-6%	-1%	3%	8%
19,0x	-21%	-16%	-11%	-6%	-1%	4%	9%	14%
20,0x	-16%	-11%	-6%	-1%	4%	10%	15%	20%

Fuente: Factset y elaboración propia

S&P 500

BPA 2023e +2%. Razonable 0/+5%
PER medio histórico 17x

Escenario base	recesión suave, PER medio histórico
Escenario optimista	sin recesión, re-rating
Escenario pesimista	recesión intensa, de-rating

Escenarios bolsas: Eurostoxx 50 (objetivos a 1 año)

Escenarios EUROSTOXX 50 (valor)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
11,0x	2.850	3.028	3.206	3.385	3.563	3.741	3.919	4.097
12,0x	3.109	3.304	3.498	3.692	3.887	4.081	4.275	4.469
13,0x	3.368	3.579	3.789	4.000	4.210	4.421	4.631	4.842
14,0x	3.627	3.854	4.081	4.308	4.534	4.761	4.988	5.214
15,0x	3.887	4.129	4.372	4.615	4.858	5.101	5.344	5.587
16,0x	4.146	4.405	4.664	4.923	5.182	5.441	5.700	5.959

EUROSTOXX 50
BPA 2023e -1%. Razonable -5%/0%
PER medio histórico 14x

Escenarios EUROSTOXX 50 (Var % vs. actual)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
11,0x	-34%	-30%	-26%	-22%	-18%	-14%	-10%	-6%
12,0x	-29%	-24%	-20%	-15%	-11%	-6%	-2%	3%
13,0x	-23%	-18%	-13%	-8%	-3%	2%	6%	11%
14,0x	-17%	-11%	-6%	-1%	4%	9%	15%	20%
15,0x	-11%	-5%	1%	6%	12%	17%	23%	28%
16,0x	-5%	1%	7%	13%	19%	25%	31%	37%

Escenario base recesión suave, PER medio histórico
Escenario optimista sin recesión, re-rating
Escenario pesimista recesión intensa, de-rating

Fuente: Factset y elaboración propia

Escenarios bolsas: Ibex 35 (objetivos a 1 año)

Escenarios IBEX 35 (valor)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
10,0x	6.657	7.073	7.489	7.905	8.321	8.737	9.153	9.569
11,0x	7.322	7.780	8.237	8.695	9.153	9.610	10.068	10.526
12,0x	7.988	8.487	8.986	9.486	9.985	10.484	10.983	11.482
13,0x	8.653	9.194	9.735	10.276	10.817	11.358	11.899	12.439
14,0x	9.319	9.902	10.484	11.066	11.649	12.231	12.814	13.396
15,0x	9.985	10.609	11.233	11.857	12.481	13.105	13.729	14.353

IBEX 35

BPA 2023e +2%. Razonable -5%/0%
PER medio histórico 13x

Escenarios IBEX 35 (Var % vs. actual)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
10,0x	-28%	-23%	-19%	-14%	-10%	-5%	-1%	4%
11,0x	-21%	-16%	-11%	-6%	-1%	4%	9%	14%
12,0x	-13%	-8%	-2%	3%	8%	14%	19%	25%
13,0x	-6%	0%	6%	12%	17%	23%	29%	35%
14,0x	1%	7%	14%	20%	26%	33%	39%	45%
15,0x	8%	15%	22%	29%	36%	42%	49%	56%

Escenario base	recesión suave, PER medio histórico
Escenario optimista	sin recesión, re-rating
Escenario pesimista	recesión intensa, de-rating

Fuente: Factset y elaboración propia

Recomendaciones de inversión

Ahora se empiezan a ver los **efectos secundarios de las subidas de tipos y freno a la liquidez** tras el ciclo monetario ultraexpansivo de los últimos 10-15 años. **Creciente presión sobre el crecimiento económico, vía menor crédito y a un coste más alto.**

Renta fija:

- Seguirá habiendo presión en crédito por tensionamiento de condiciones financieras, **más defaults, centrarse en IG.**
- **Deuda pública: aumentar duraciones a medida que nos vayamos acercando al techo de tipos.** Más cercano en EEUU que en Europa.

Bolsa: se mantendrá la volatilidad. Esperamos **puntos de entrada más atractivos. Mantener sesgo defensivo, infraponderar ciclo.**

- **Impacto negativo de condiciones crediticias más duras en el ciclo económico.** Atención a impacto en actividad económica, inflación, tipos. **Las bolsas descuentan una recuperación económica que no compartimos.**
- Expectativas de menores tipos dependen totalmente de evolución de **inflación** (que previsiblemente seguirá **elevada a corto plazo**), **por lo que los recortes de tipos tardarán en llegar** (salvo daño importante al ciclo económico y fuerte caída de la inflación). **Las bolsas descuentan una rápida bajada de tipos de la Fed que no compartimos.**
- Aunque reguladores y bancos centrales hayan puesto cortafuegos a la inestabilidad financiera, **la confianza es clave en el sector bancario. Persisten las dudas en la banca regional americana.**
- **Cercanía al techo de deuda americano** podría imprimir **volatilidad a corto plazo.**

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Alfonso Batalla, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas). El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerte la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier entidad del Grupo o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contratos de análisis patrocinado con Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios.

Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponer, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

A fecha actual, sobre el total universo de compañías en cobertura por parte de Renta 4 Banco, del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: (ver tabla a continuación). A continuación, se incluye una tabla con la lista actual de recomendación de los valores en cobertura:

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Compañía	Cotiz. Último Informe	Precio Objetivo	Recomendación	Fecha último Informe	Hora último Informe	Analista	Validez precio objetivo
Acciona	178,10	206,00	Mantener	28/02/2023	8:15	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Acciona Energía	36,62	39,00	Mantener	28/02/2023	8:15	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Acerinox	9,60	15,20	Sobreponderar	27/04/2023	9:20	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Aedas	27,42	19,00	Mantener	15/02/2023	9:00	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Aedas	14,80	19,00	Mantener	15/02/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Aena	151,85	129,00	Mantener	26/04/2023	9:45	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Alba	42,15	63,30	Sobreponderar	10/03/2021	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Almirall	9,29	10,23	Mantener	23/02/2023	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Alia	3,00	3,07	Mantener	25/04/2023	8:55	Javier Diaz	31/12/2023
Altri	4,64	6,40	Mantener	28/02/2023	8:15	Pablo Fernández de Mosteyrín	31/12/2023
Amadeus	59,40	58,50	Mantener	28/02/2023	8:15	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
AmRest	4,32	4,30	Mantener	28/02/2023	8:15	Alfonso Batalla Eguidazu	31/12/2023
Applus	7,16	11,50	Sobreponderar	27/03/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
ArcecorMittal	27,49	32,40	Sobreponderar	09/02/2023	16:30	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Arima	8,65	9,50	Mantener	27/02/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Ariete	3,86	5,50	Sobreponderar	25/04/2023	8:55	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Atramedia	3,52	4,69	Mantener	23/02/2023	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Atryx Health	6,10	8,65	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Pablo Fernández de Mosteyrín	31/12/2023
atSistemas	3,66	4,00	Mantener	28/02/2023	8:55	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Azkoyn	6,40	9,60	Sobreponderar	27/02/2023	8:15	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Banco Sabadell	1,03	1,28	Sobreponderar	17/04/2023	9:00	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
Banco Santander	3,54	4,24	Sobreponderar	17/04/2023	9:00	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
Bankinter	5,75	6,63	Mantener	20/04/2023	11:17	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
BBVA	6,71	8,39	Sobreponderar	17/04/2023	9:00	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
CAF	26,30	43,00	Sobreponderar	02/05/2023	10:15	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Caixabank	3,53	4,45	Sobreponderar	17/04/2023	9:00	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
Celnex Telecom	37,84	63,20	Sobreponderar	27/04/2023	8:30	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
CIE Automotive	26,32	36,00	Sobreponderar	26/04/2023	17:35	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Citica Baviera	18,90	22,00	Mantener	01/03/2023	8:15	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Corticeira Amorim	9,77	10,90	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Pablo Fernández de Mosteyrín	31/12/2023
Deoleo	0,26	0,28	Mantener	27/02/2023	8:15	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Dominion	3,73	6,20	Sobreponderar	27/04/2023	12:45	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Ebro Foods	17,14	22,60	Sobreponderar	27/04/2023	8:15	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Ecoener	5,08	8,00	Sobreponderar	27/02/2023	13:30	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Enagas	17,56	18,64	Mantener	25/04/2023	8:15	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Ence	3,61	4,20	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Pablo Fernández de Mosteyrín	31/12/2023
Endesa	18,61	22,63	Mantener	24/02/2023	8:30	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Faes Farma	3,18	4,75	Sobreponderar	26/04/2023	10:35	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Ferrovial	26,42	29,65	Mantener	01/03/2023	8:00	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Fluidra	17,18	17,30	Mantener	27/02/2023	8:15	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Gestamp	4,04	5,74	Sobreponderar	21/04/2023	12:15	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Gigis	7,96	9,80	Sobreponderar	25/04/2023	8:55	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Greenvolt	6,37	8,70	Mantener	24/03/2023	9:00	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Grenergy	29,08	43,95	Sobreponderar	27/02/2023	9:00	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Grifols	11,54	19,00	Sobreponderar	28/02/2023	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
IAG	1,76	1,90	Sobreponderar	24/02/2023	8:15	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Iberdrola	11,84	13,57	Sobreponderar	26/04/2023	9:00	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Inditex	27,68	37,50	Sobreponderar	15/03/2023	8:15	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Indra	12,52	15,40	Sobreponderar	01/03/2023	8:15	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Inmobiliaria Colonial	6,79	6,60	Mantener	28/02/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Inmobiliaria del Sur	7,10	10,10	Mantener	26/04/2023	8:15	Javier Diaz	31/12/2023
Inversa Prime	1,21	1,52	Sobreponderar	29/03/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Izertis	7,98	10,64	Sobreponderar	25/04/2023	8:55	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Jerónimo Martins	19,42	21,60	Mantener	28/02/2023	8:15	Alfonso Batalla Eguidazu	31/12/2023
Lar España	4,62	7,30	Sobreponderar	27/02/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
LDA	0,89	0,97	Infraponderar	21/04/2023	8:39	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
LLYC	10,90	13,90	Sobreponderar	25/04/2023	8:55	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Logista	23,48	30,20	Sobreponderar	18/04/2023	8:15	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Making Science	12,40	18,60	Sobreponderar	25/04/2023	8:55	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Napris	1,87	1,84	Mantener	18/01/2023	9:00	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
Melú Hotels	6,27	7,50	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Merin Properties	8,99	10,30	Sobreponderar	28/02/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Metrovacesa	7,48	8,30	Sobreponderar	26/04/2023	8:15	Javier Diaz	31/12/2023
Natogy Energy	26,20	25,36	Infraponderar	15/02/2023	11:30	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Navigator	3,33	4,50	Mantener	28/02/2023	8:15	Pablo Fernández de Mosteyrín	31/12/2023
Neinor	9,00	9,50	Mantener	29/03/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Opdenergy	4,40	6,50	Sobreponderar	28/02/2023	9:00	Eduardo Imedio	31/12/2023
Proedusa	19,90	22,70	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Pablo Fernández de Mosteyrín	31/12/2023
Prosegur	1,71	4,20	Sobreponderar	14/12/2023	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Prosegur Cash	0,74	1,20	Sobreponderar	24/02/2023	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Redeia	16,32	17,10	Infraponderar	26/04/2023	8:15	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Renta Corporación	1,56	1,90	Mantener	27/02/2023	9:00	Javier Diaz	31/12/2023
Repsol	15,01	18,90	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Alfonso Batalla Eguidazu	31/12/2023
Rovi	43,12	53,50	Mantener	21/02/2023	9:00	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Siacyr	2,96	3,86	Sobreponderar	31/03/2023	8:00	Ángel Pérez Llamazares, CIA	31/12/2023
Solaria	17,45	18,00	Mantener	01/03/2023	9:00	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Soltec	5,81	7,20	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Sonae	1,04	1,40	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Alfonso Batalla Eguidazu	31/12/2023
Talpo	3,10	5,00	Sobreponderar	02/05/2023	12:20	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Técnicas Reunidas	8,29	12,30	Sobreponderar	02/05/2023	16:30	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Telefónica	3,87	4,60	Sobreponderar	23/02/2023	11:30	Iván San Félix Carbajo	31/12/2023
Tubacex	2,65	4,00	Sobreponderar	21/04/2023	10:00	César Sánchez-Grande	31/12/2023
Umbrella	6,35	7,20	Mantener	25/04/2023	8:55	Eduardo Imedio Cano	31/12/2023
Unicaja	1,21	1,43	Sobreponderar	28/02/2023	8:15	Nuria Álvarez Añibarro	31/12/2023
Vidrala	97,80	117,00	Sobreponderar	27/04/2023	11:15	Ávaro Aristegui	31/12/2023
Viscofan	60,60	63,90	Mantener	28/02/2023	8:15	Alfonso Batalla Eguidazu	31/12/2023

Porcentaje de recomendaciones	
Sobreponderar	59,30%
Infraponderar	3,49%
Mantener	37,21%
En revisión	0,00%

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.