

Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Noviembre 2023

 renta4banco



Pausa en las bolsas

Tras un buen primer semestre...

INDICES	1T23	2T23	3T23	Octubre	Noviembre	Variación 2023
IBEX 35	12,2%	3,9%	-1,7%	-4,4%	2,7%	12,5%
EUROSTOXX 50	13,7%	1,9%	-5,1%	-3,5%	3,5%	9,9%
DAX	12,2%	3,3%	-4,7%	-4,4%	2,9%	8,8%
MSCI ITALY	12,0%	5,3%	0,6%	-2,5%	4,2%	20,5%
MSCI UK	2,1%	-1,6%	1,3%	-3,6%	1,6%	-0,4%
SMI	2,9%	3,3%	-1,9%	-4,3%	1,5%	1,3%
MSCI EUROPE	8,0%	0,9%	-2,5%	-4,2%	2,8%	4,7%
S&P 500	7,0%	8,3%	-3,6%	-2,8%	3,6%	12,5%
NASDAQ 100	20,5%	15,2%	-3,1%	-2,6%	4,1%	36,4%
DOW JONES	0,4%	3,4%	-2,6%	-1,7%	2,8%	2,1%
RUSSELL 2000	2,3%	4,8%	-5,5%	-7,7%	4,1%	-2,7%
NIKKEI 225	7,5%	18,4%	-4,0%	-3,6%	4,1%	22,4%
HANG SENG	3,1%	-7,3%	-5,9%	-2,3%	-1,0%	-12,9%
MSCI CHINA	5,3%	-10,8%	-3,1%	-2,8%	-1,6%	-12,9%
MSCI ASIA PACIFIC	4,1%	0,7%	-3,6%	-3,4%	1,5%	-0,9%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,1%	11,2%	-5,7%	-4,9%	3,4%	6,3%
MSCI WORLD	7,3%	6,3%	-3,8%	-3,4%	3,4%	9,6%
MSCI ACWI	6,8%	5,6%	-3,8%	-3,3%	3,2%	8,2%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 02/11/2023

...llegan las DUDAS sobre:

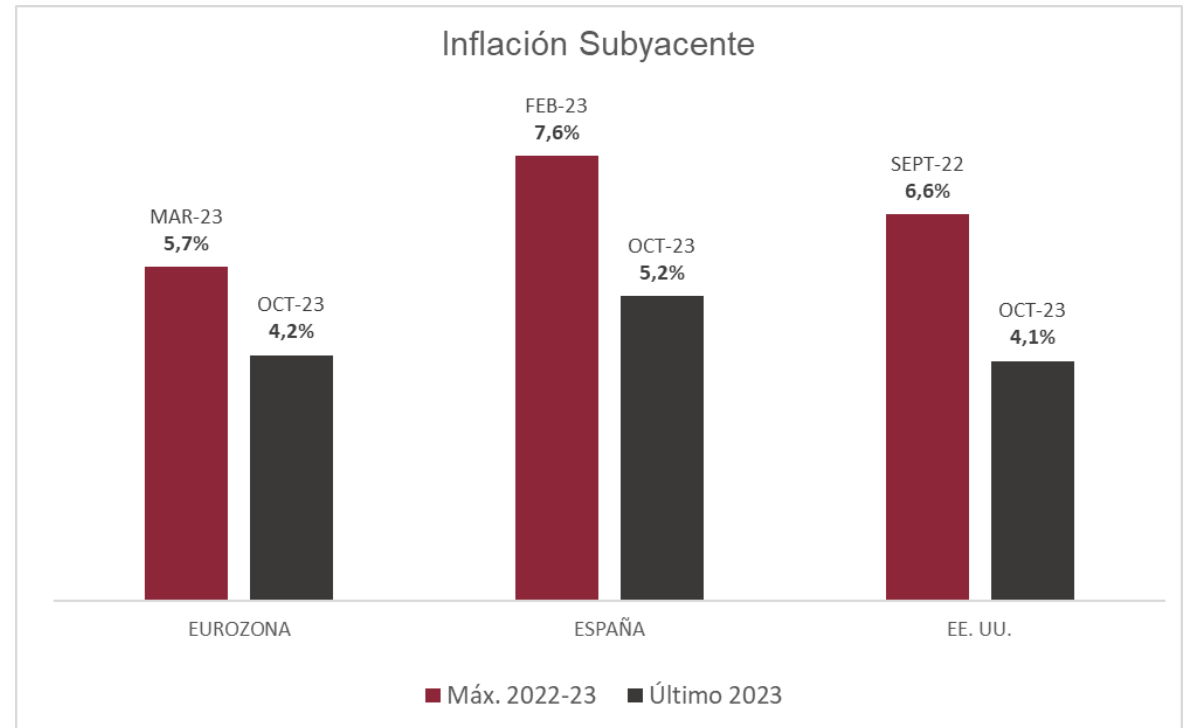
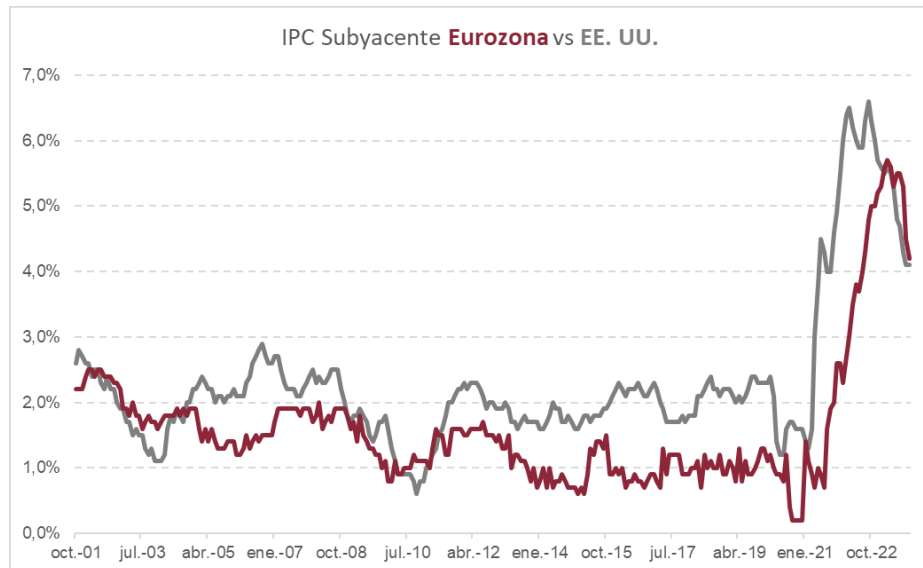
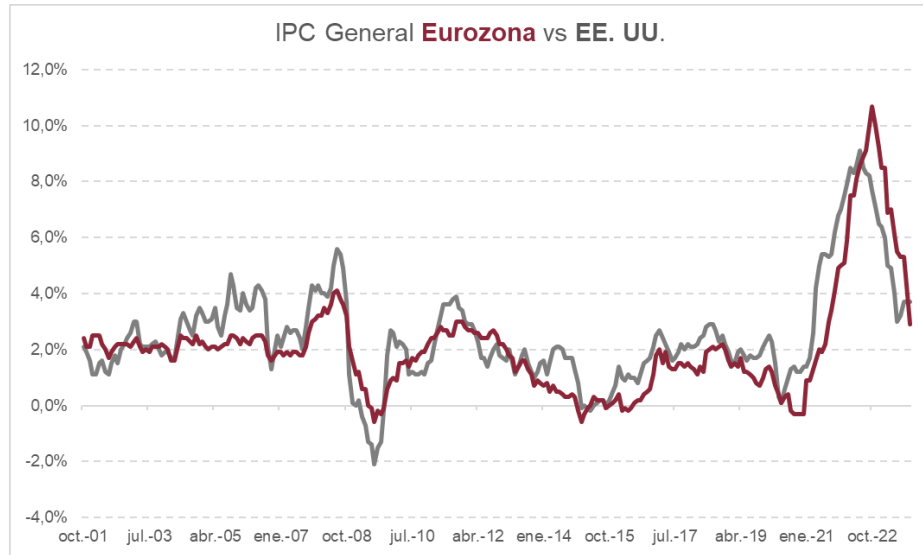
1. INFLACIÓN

- Moderándose, pero **aún lejos de objetivo 2%**
- **Con nuevos riesgos al alza (geopolítica, energía)**

2. CICLO

- **¿aterrizaje suave? (EE.UU.)**
- **¿recesión técnica? ¿estancamiento? (Eurozona)**

Inflación aún elevada vs objetivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La **inflación** sigue elevada, especialmente la **subyacente**, aún lejos del **2% objetivo**.

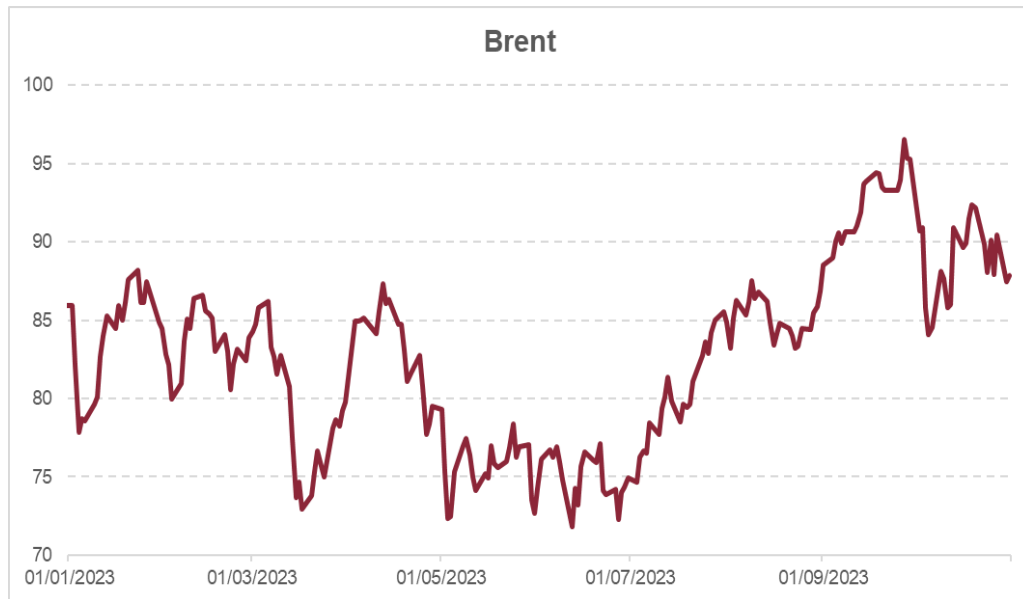
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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.

Y con nuevos riesgos al alza (posible extensión conflicto Israel-Hamás)

Petróleo ~ 90 \$/b por temores a disrupciones en oferta:

- **Irán**, 5% de producción global de crudo. Riesgo: represalias contra Teherán, problemas en **Estrecho de Ormuz** (~ 20% del comercio global de crudo).
- Golpe al acuerdo entre Israel y **Arabia Saudita** (13% de la producción global) mediado por EEUU. Riesgo: retraso de vuelta al mercado del crudo saudí (2024e).



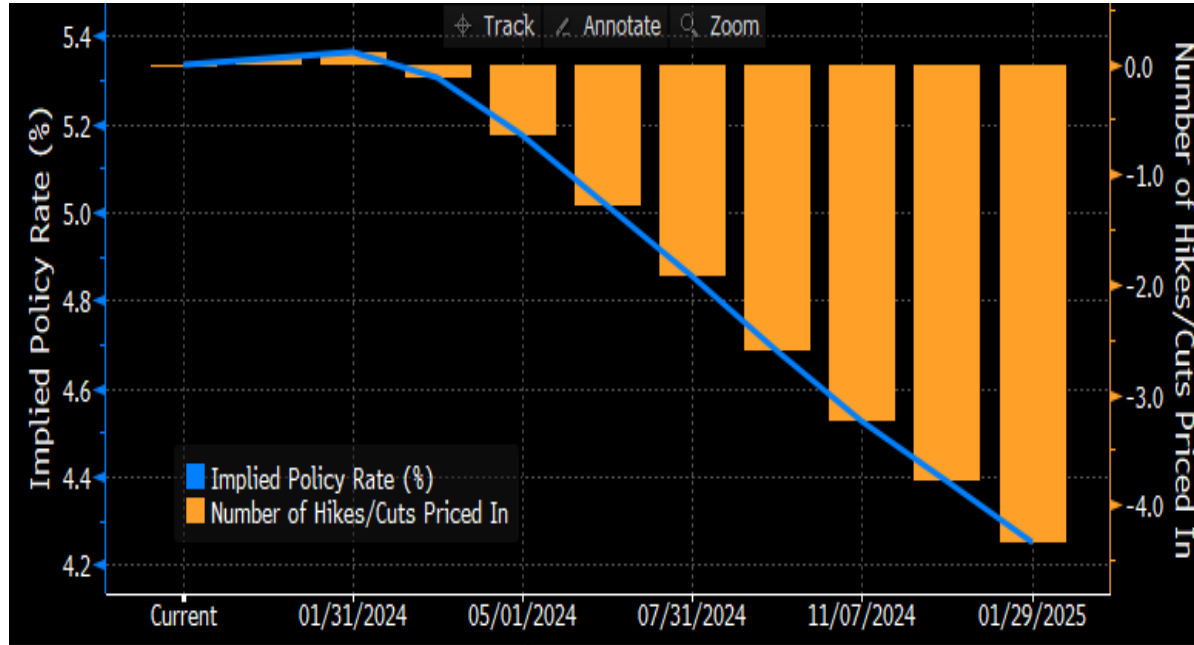
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Más difícil alcanzar objetivo de inflación del 2%

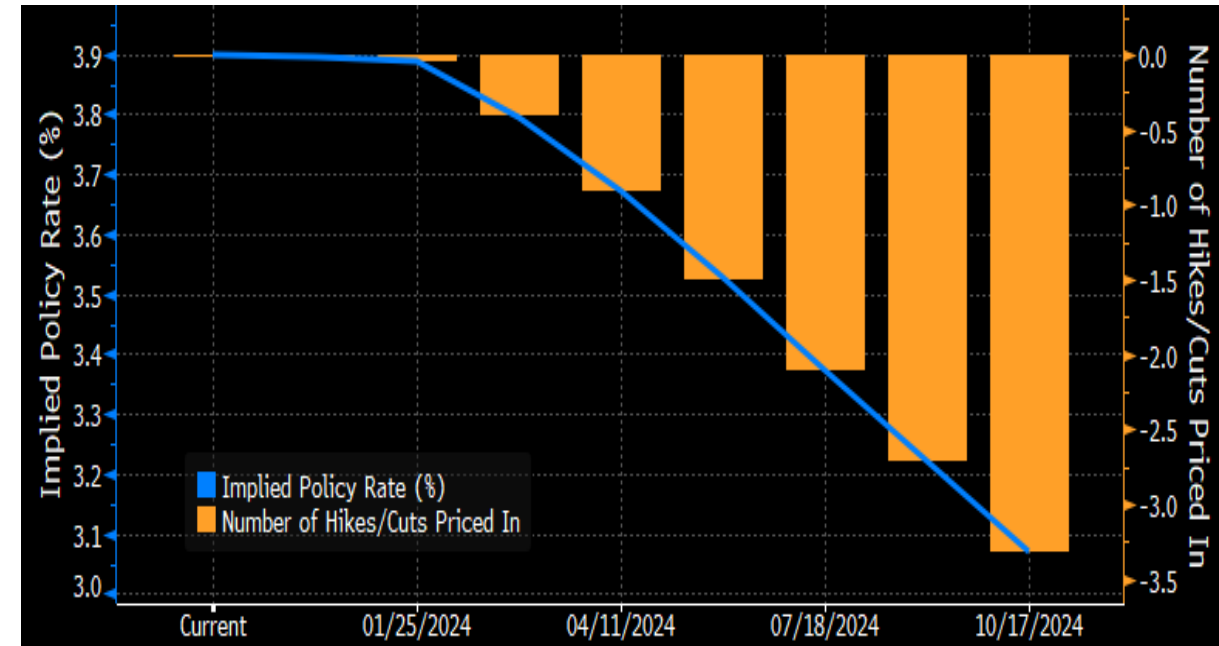
Lo que implica tipos altos por más tiempo

Tipos descontados por el mercado para la Fed



Fuente: Bloomberg

Tipos descontados por el mercado para el BCE



Fuente: Bloomberg

Aunque el techo de tipos podría haberse alcanzado

(TIRes en máximos, desaceleración económica en algunas geografías),

una inflación aún lejos de controlarse promete

TIPOS ALTOS POR MÁS TIEMPO

¿Inicio de bajadas?

Mediados de 2024 (consenso de mercado) **DATA-DEPENDIENTE**,

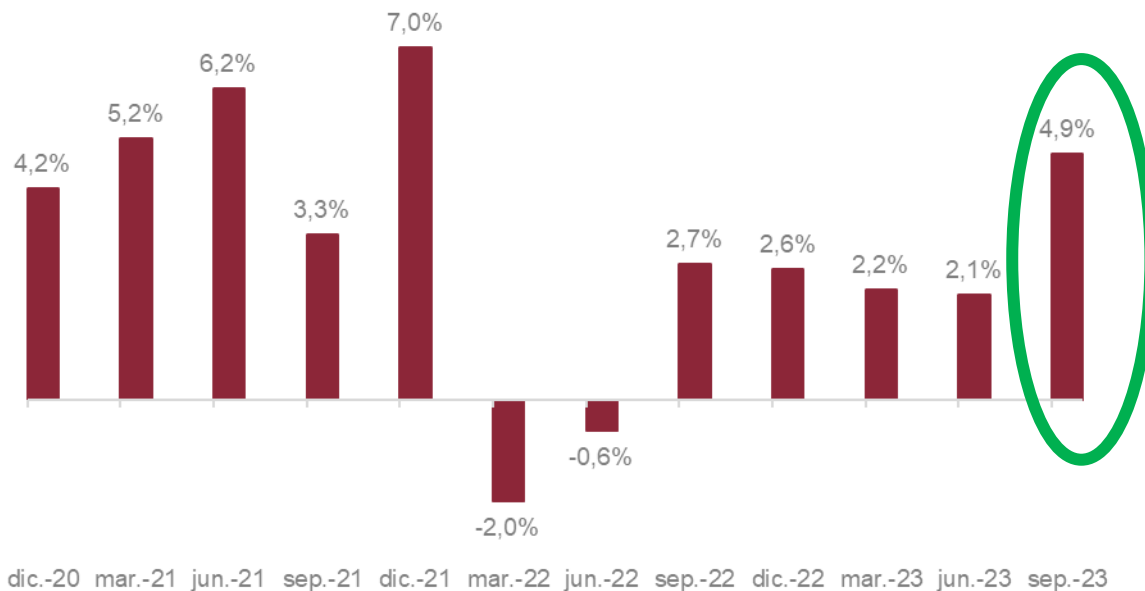
pero manteniéndose en **2024 en zona restrictiva**

(>3% en EE.UU. y del 2-2,5% en Eurozona)

Tipos altos que seguirán lastrando a un ciclo en desaceleración, aunque con divergencias geográficas

En positivo, mayor resiliencia de la economía EE.UU.

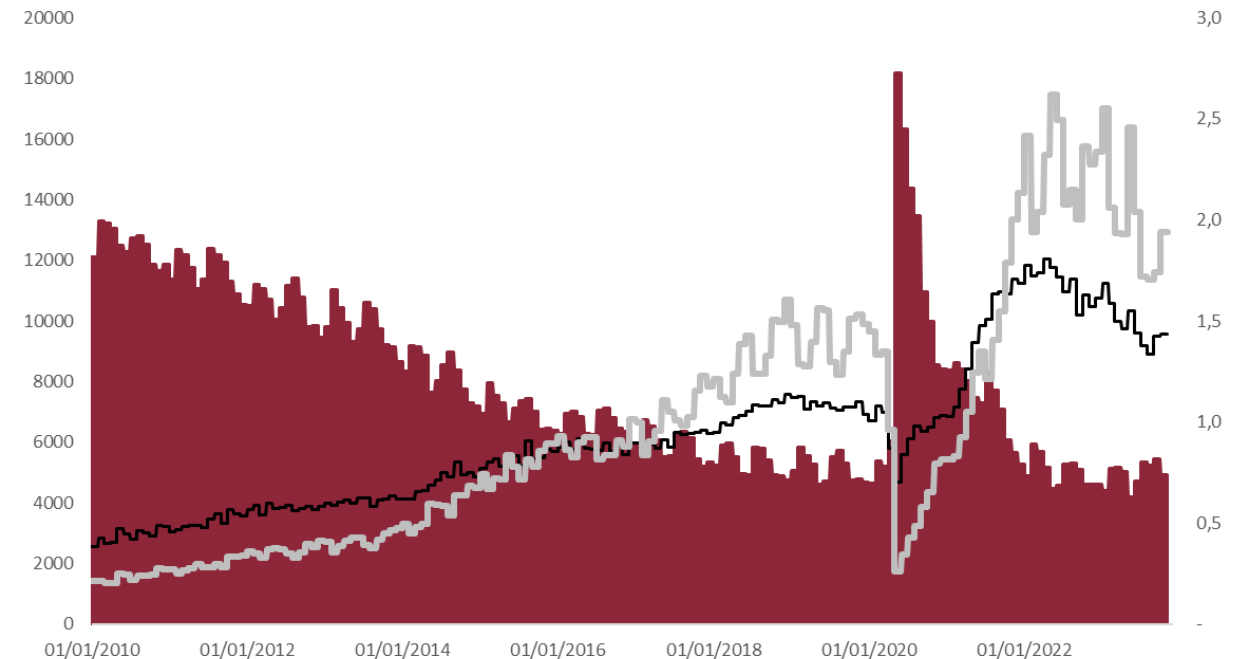
Sólido PIB apoyado por...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...un fuerte mercado laboral (1,9 empleos por cada desempleado)

Desempleo vs. Vacantes EEUU (miles) y ratio

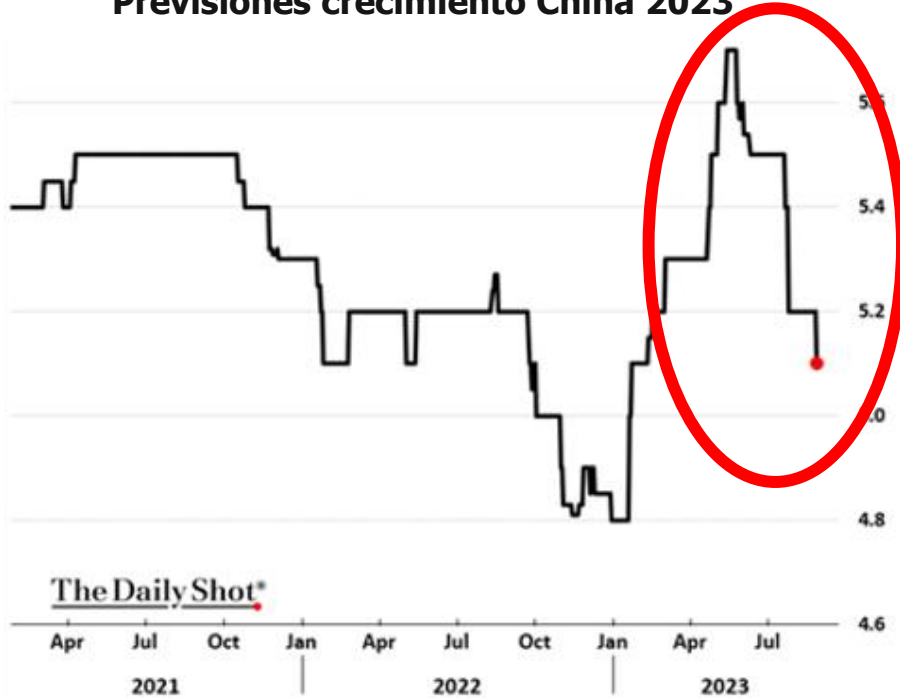


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La peor parte, para China y Alemania

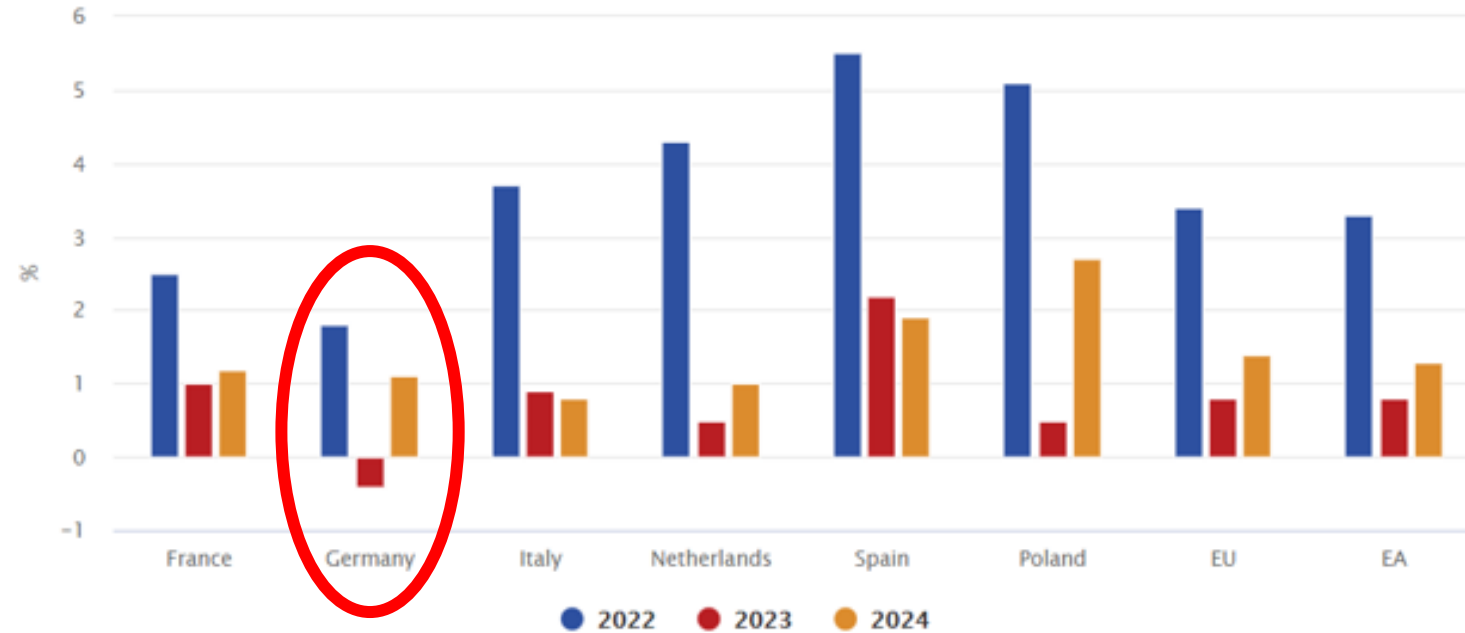
En negativo, presión a la baja sobre ciclo en **China** (sector inmobiliario) y **Europa** (lastre de **Alemania**, por dependencia energética y de China).

Previsiones crecimiento China 2023



Fuente: Bloomberg

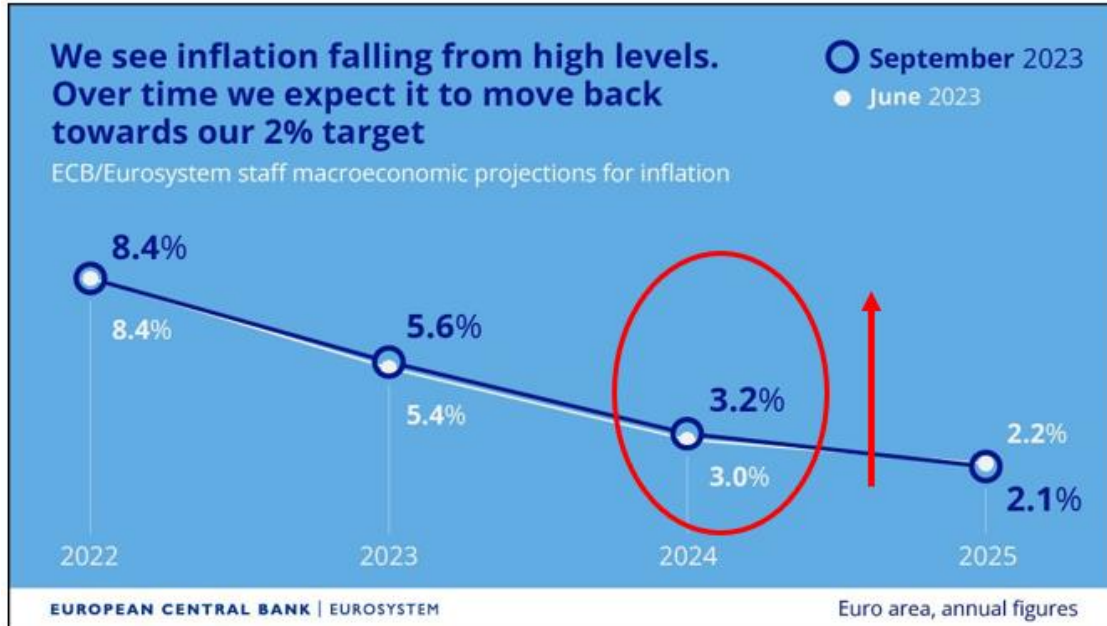
Previsiones crecimiento CE (sept-23)



Fuente: Comisión Europea

Eurozona: riesgos al alza para inflación, a la baja para crecimiento

Previsiones BCE de Inflación (sept-23)

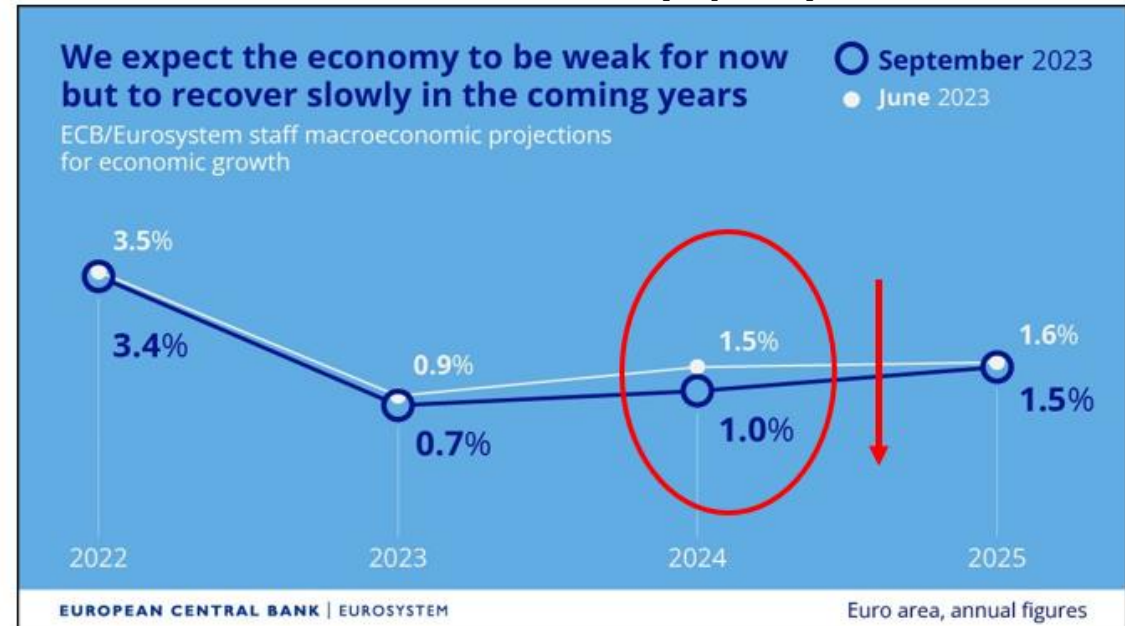


Fuente: BCE

**Previsiones de inflación sept-23
asumen Brent 2024e 82 usd/b**

- Si 95 usd/b (riesgo Oriente Medio):**
- inflación 3,3% en 2024 (vs 3,2%)
 - inflación 2,4% en 2025 (vs 2,1%)
 - **vuelta al 2% se retrasaría a 2026**

Previsiones BCE de PIB (sept-23)



Fuente: BCE

En nuestro escenario:

- desaceleración del ciclo
- inflación aún alta
- tipos altos por más tiempo
- riesgo geopolítico

¿en qué invertimos?

Oro

ORO, apoyado por su **calidad de activo refugio** en el actual **contexto geopolítico**.



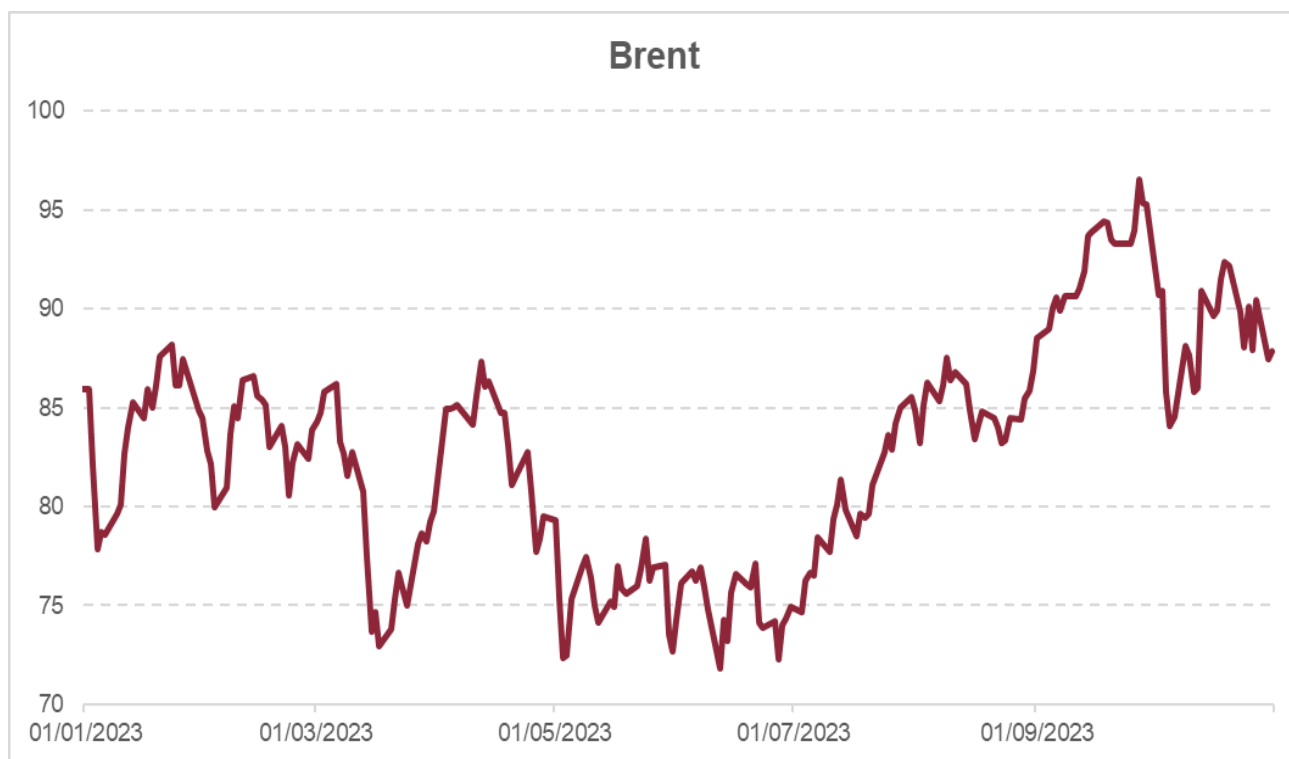
ETF Oro (físico)

Mineras de oro

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Crudo

CRUDO, apoyado por recortes de oferta (Arabia Saudí, Rusia) a los que se suman nuevos **riesgos sobre la producción** ante la situación en Oriente Próximo.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

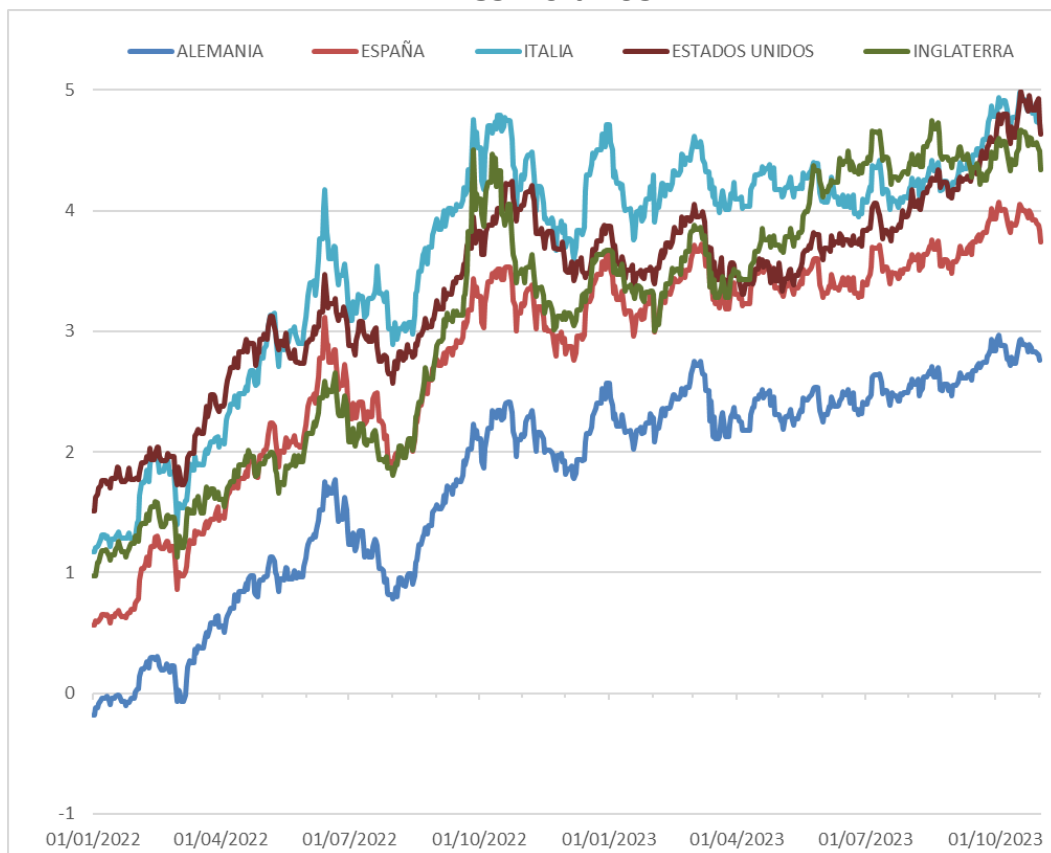
Petroleras

Fondos Inversión Petroleras

Renta Fija

Renta Fija, apoyada por unas TIRes cercanas a máximos, que refuerzan su atractivo frente a la Renta Variable. **Clave para aumentar duración: momento de inicio de bajada de tipos. Sin prisa.**

TIRes 10 años



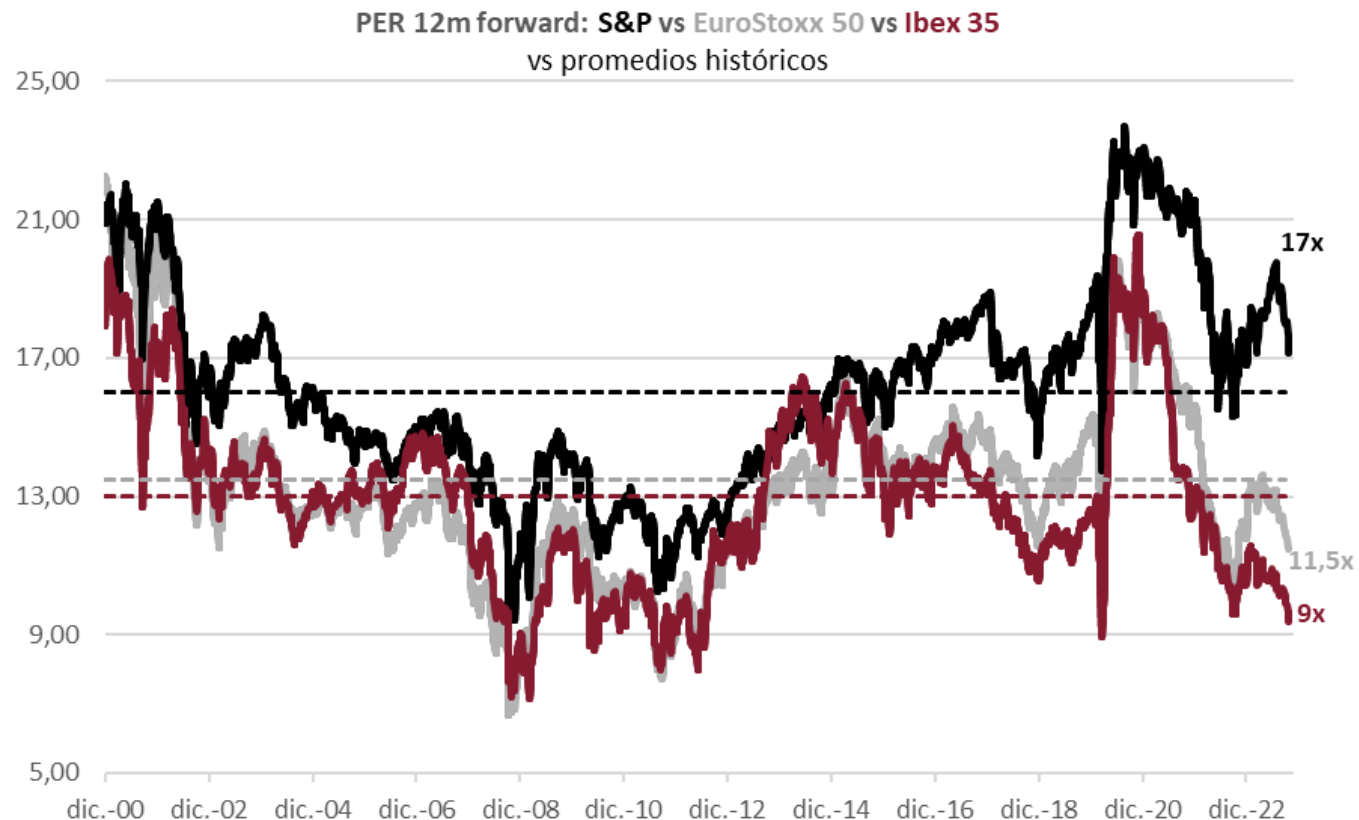
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

PER S&P500 vs TIR 2 años EEUU (invertida)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Bolsas, más atractivas tras últimas caídas...



Fuente: Factset y elaboración propia

EEUU PER 17x

Prima 7% vs media 2000-hoy (16x)

Europa PER 11,5x

Descuento 15% vs media 2000-hoy (13,5x)

España PER 9x

Descuento 30% vs media 2000-hoy (13x)

Europa más barata que EE.UU.

en términos históricos,

**aunque con mayor presión a la baja del ciclo y
al alza de la inflación.**

...aunque el contexto geopolítico podría presionar...

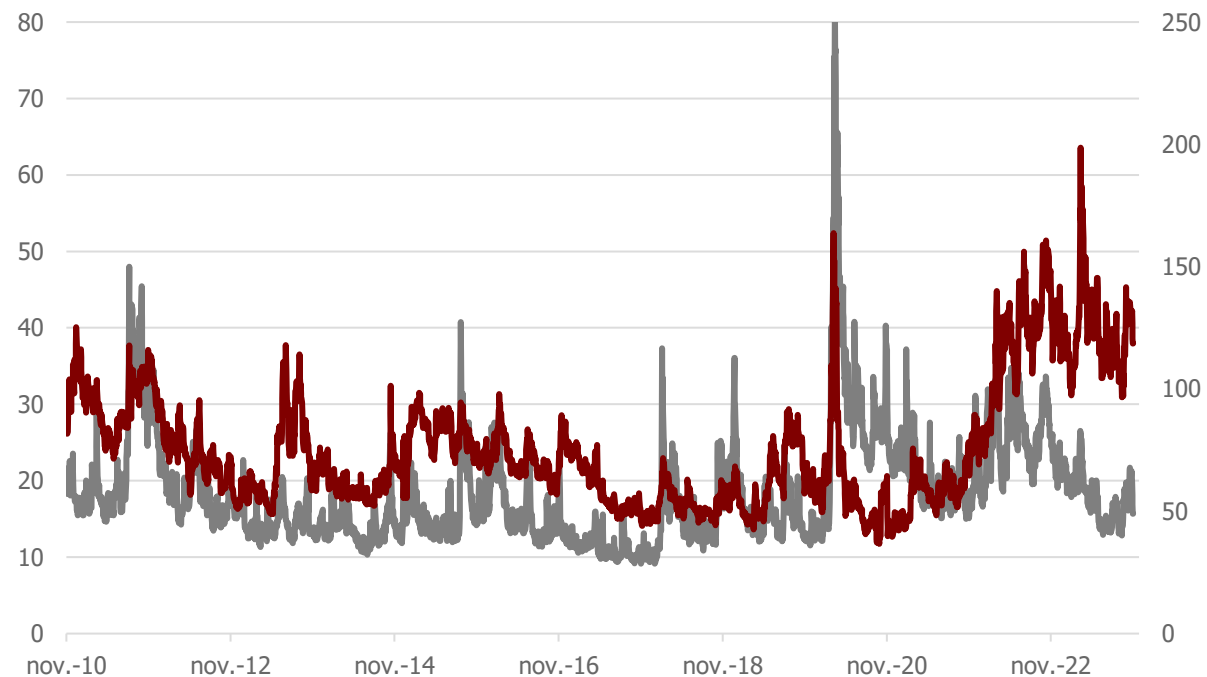
Bolsas apenas han reaccionado al conflicto Israel-Hamás. Una **potencial extensión del conflicto a todo Oriente Medio podría generar volatilidad al alza** (VIX en mínimos vs volatilidad elevada en MOVE -bonos-) **y presionar a las bolsas a la baja.**

	Desde inicio guerra Israel-Hamas
IBEX 35	0,7%
EUROSTOXX 50	1,0%
SPX 500	0,2%
NASDAQ 100	-0,4%
MSCI CHINA	-2,6%
BRENT	2,9%
TTF (gas Europa)	27,8%
EURUSD	1,2%
ORO	8,5%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Volatilidad Bolsas vs Volatilidad Bonos

VIX vs MOVE



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...al igual que el ciclo: atención a Beneficios empresariales, ¿riesgo a la baja?

Veremos si la evolución del ciclo permite cumplir **con el BPA 2024e**.

Variación estimada BPAs

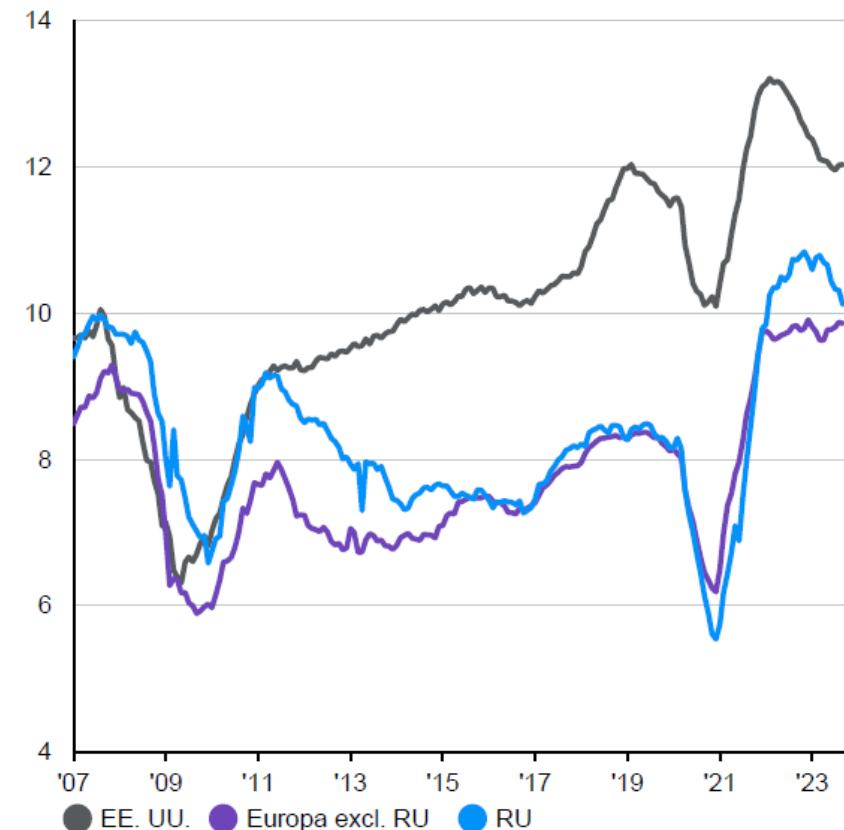
	2018/17	2019/18	2020/19	2021/20	2022e/21	2023e/22	2024e/23
S&P 500	21%	1%	-14%	50%	5%	2%	12%
Eurostoxx 50	1%	-1%	-32%	72%	21%	4%	5%
Ibex 35	-5%	4%	-64%	144%	32%	10%	1%

Fuente: Factset y elaboración propia

- **Se aprecia una mayor cautela en las guías en un contexto de desaceleración económica esperada** ante los efectos retardados de las subidas de tipos de interés y unas condiciones financieras más restrictivas.
- Atención a la **evolución de márgenes 2024, las previsiones de expansión de los mismos podrían ser optimistas** (difícil expansión en un contexto de presiones inflacionistas y salariales, así como de desaceleración de la demanda).

Márgenes de beneficios

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



Fuente: J.P. Morgan Asset Management.

1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

2. Certificación de analistas

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, 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.

3. Información importante

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 suponerle 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.

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.

4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.
- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ 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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Azkoyen, Inmobiliaria del Sur y Nextil, 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.

5. 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); Infraponderar, 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.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

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.