

Resumen Semanal

El BCE sube tipos después de 11 años

Los más de 9 años de tipos de interés negativos quedan atrás en la Eurozona, tras la subida de 50 p.b. del jueves. La mayor desde el año 2000.

Las bolsas acogieron con optimismo unos resultados empresariales mejores de lo esperado y sobre todo, la percepción de cercanía del pico de inflación. El ajuste de las expectativas de inflación a la baja posiblemente haya sido la mejor noticia de las últimas semanas y se explica, tanto por la contundencia de FED y BCE en su lucha contra la inflación, como por unos datos macro que comienzan a evidenciar, como adelantábamos, que la economía se dirige hacia una

suave recesión. La mala noticia respecto del ciclo económico, pueden tener una lectura positiva para el ciclo financiero. Podría resultar contra intuitivo, pero es así en los puntos de inflexión.

En el terreno macro, conocimos en la semana los datos de PMI de la Eurozona, cayendo el índice compuesto hasta el 49,4, lo que es consistente con una ligera contracción de la actividad económica. Anticipábamos esta caída como una condición necesaria para el rebote de unas bolsas, que deben cotizar la recesión para comenzar a pensar en la fase siguiente del ciclo. Esta semana, la Fed volverá a subir tipos, posiblemente un +0,75%, hasta el 2,5%. El mercado cotiza 4 subidas adicionales, para alcanzar los tipos un nivel cercano al 3,5% en diciembre y comenzar las bajadas en el 1T23.

[Agenda Financiera](#)

“0%”

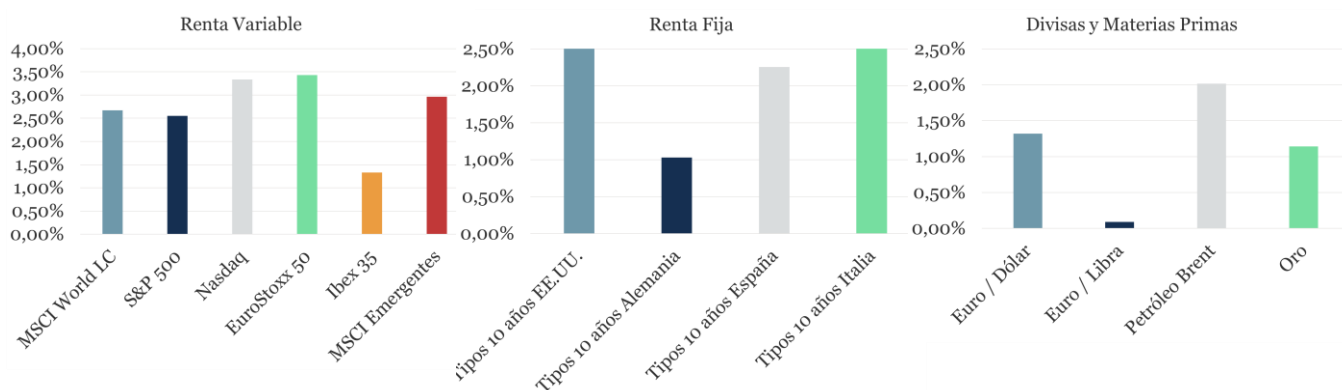
Nuevos tipos de interés del BCE, que sale de la política de tipos negativos iniciada en junio de 2014

¿Habrá hecho pico la inflación en EE.UU.?

27 julio	28 julio	29 julio	8 septiembre	mediados sept.
Anuncio de tipos de la FED y comparecencia de prensa	Anuncio del dato de PIB de EEUU del 2T22. Se espera +0,4% t/t	Dato de IPC de la Eurozona de junio. Se espera +8,7% a/a y -0,1% m/m	Anuncio de tipos del BCE y comparecencia de prensa	Discurso del estado de la UE de von der Leyen en el parlamento europeo



Principales activos de la semana



Evolución de los Principales activos

	% variación		
	Último	Semana	Año actual (YTD)
Renta variable			
MSCI World LC	2.080,10	2,67%	-15,49%
S&P 500	3.961,63	2,55%	-16,88%
Nasdaq	11.834,11	3,33%	-24,36%
EuroStoxx 50	3.596,49	3,43%	-16,33%
Ibex 35	8.051,60	1,33%	-7,60%
MSCI Emergentes	990,37	2,97%	-19,61%
Renta fija			
Tipos 10 años EE.UU.	2,75%	-0,16%	1,24%
Tipos 10 años Alemania	1,03%	-0,10%	1,21%
Tipos 10 años España	2,26%	-0,04%	1,69%
Tipos 10 años Italia	3,17%	0,04%	2,12%
Otros activos			
Euro / Dólar	1,02	1,32%	-10,18%
Euro / Libra	0,85	0,09%	1,14%
Petróleo Brent	103,20	2,02%	32,68%
Oro	1.727,64	1,14%	-5,55%



Análisis de Mercados en 5 claves

1. El BCE sube tipos 11 años después y abandona la política de tipos negativos vigente durante 9 años.

El BCE sorprendió (relativamente) con una subida de tipos de 50 p.b.. Se aprobó por unanimidad y permitirá una mayor subida de los tipos de interés, finalizando el periodo de tipos en negativo. Hasta unos días antes el consenso esperaba 25 p.b. pero en los últimos días los rumores ya apuntaban a que podría ser de 50. La presidenta Lagarde dejó la puerta abierta a nuevas subidas de tipos en septiembre si la inflación no converge al objetivo de la institución, algo poco probable. El ritmo de normalización se decidirá reunión a reunión y dependiendo de la evolución de los datos, lo que supone un cambio en las indicaciones de la institución. Adicionalmente, se aprobó la herramienta anti fragmentación Transmission Protection Instrument (TPI) que se defendió como una medida más para controlar el encarecimiento de la financiación y asegurar la correcta transmisión de política monetaria. En este sentido, C. Lagarde apuntó que el TPI El tamaño del TPI no está limitado ex ante, pero sí muy condicionado. Para contar con la elegibilidad los Estados deberán cumplir con (i) los objetivos fiscales de la UE, (ii) ausencia de desequilibrios macro, (iii) la sostenibilidad fiscal y (iv) política sólidas y creíbles de recuperación ligadas a recibir los fondos NGEU. En una palabra y como no puede ser de otra manera, condicionalidad. Por último, el BCE recordó que cuenta con la flexibilidad de las reinversiones de los programas de compra (PEPP) como primera línea para controlar las distorsiones del mercado de deuda.

2. Inestabilidad en Italia tras la dimisión de Draghi

Draghi, que no fue elegido en las urnas, pero que tras el fracaso del gobierno hace un año y medio, recibió el respaldo de prácticamente todo el Parlamento para el cargo de primer ministro, ha decidido dimitir al perder parte de ese respaldo, en medio de divisiones entre los propios partidos, y a pesar de que los sondeos de opinión la semana pasada señalaban que los italianos querían mayoritariamente su permanencia como primer

ministro. El presidente Mattarella quiso evitar la incertidumbre política que supondría la caída de Draghi, pero no ha sido posible, e Italia se enfrenta a unas elecciones adelantadas el próximo 25 de septiembre. Italia está acostumbrada y es pronto para saber qué ocurrirá en las elecciones, pero parece altamente probable que se llegue a una coalición anti europeísta liderada por los Hermanos de Italia (Fratelli), lo que será fuente de inestabilidad. Su mensaje anti europeísta ya se ha suavizado, pero si llegara al gobierno, no descartamos un volátil periodo de adaptación, hasta que, como en casos anteriores, se llegue a comprender que desde el gobierno, las posiciones radicales tienen un coste muy superior al que tienen desde la oposición.

Esperamos que la política italiana pese sobre la percepción de riesgo europea al menos, hasta la cita electoral.

3. Campaña de publicación de resultados 2T22

Han publicado sus cuentas del 2T22 algo más del 20% de las compañías del S&P 500, y otra vez están siendo capaces de mejorar las estimaciones de los analistas.

Las indicaciones y comentarios de los responsables de las compañías siguen siendo mixtas, pero en líneas generales, están consiguiendo mantenerse sólidas y podrían mantenerse relativamente fuertes en próximos trimestres.

El impacto de las sorpresas positivas en las cotizaciones está siendo superior que el de las sorpresas negativas.

4. Suministro de gas ruso a Europa

Antes el inicio del cierre por mantenimiento planificado, el gasoducto Nord Stream ya estaba funcionando al 40% de su capacidad. Tras dicho cierre entre el 11 y el 21 de julio, el suministro se ha reestablecido, pero con una reducción adicional. Funcionará al 20% a corto plazo, ya que según Rusia hay problemas en la instalación de la turbina. El temor a un corte total de gas sigue creciendo, Rusia mantiene la tensión y Alemania ha pasado a la fase de más riesgo que incluye racionamiento de gas para la industria.



Gráficos comentados

El BCE sube tipos tras 11 años y abandona su política de tipos negativos tras 9 años.

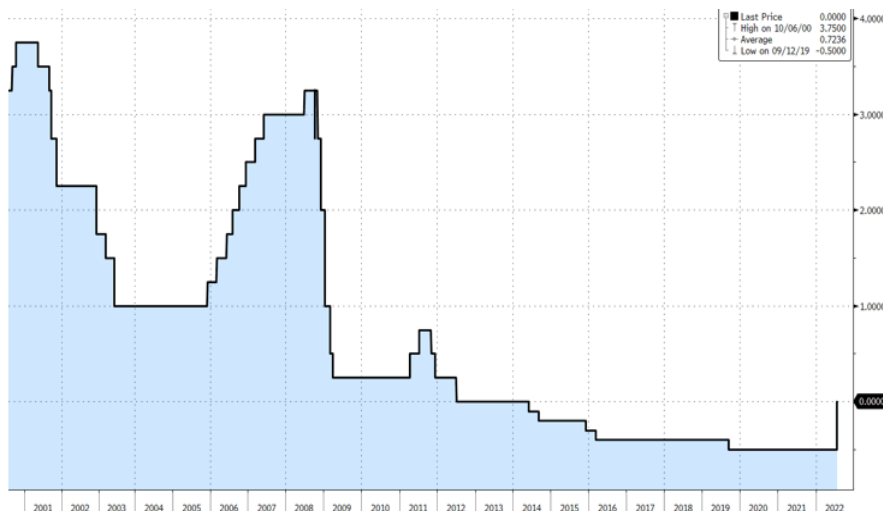
La reunión del BCE de la semana pasada llevaba mucho tiempo marcada en la agenda de los inversores y esta vez, la institución no defraudó (*ver página anterior*).

Como esperaba (y casi exigía) el mercado, se proporcionaron detalles del TPI (Instrumento de Protección de la Transmisión), que parece será suficiente para proteger a la Eurozona ante las más que probables ampliaciones de las primas de riesgo, especialmente, de Italia.

El BCE siguió los pasos de la FED y se mostró firme en su lucha contra la inflación. ¿Tiene otra opción?

La implementada el jueves fue la primera subida de tipos en 11 años, la mayor desde el año 2000 y la que, tras 9 años, sacó a la Eurozona de tipos de interés negativos.

Facilidad de depósito del BCE

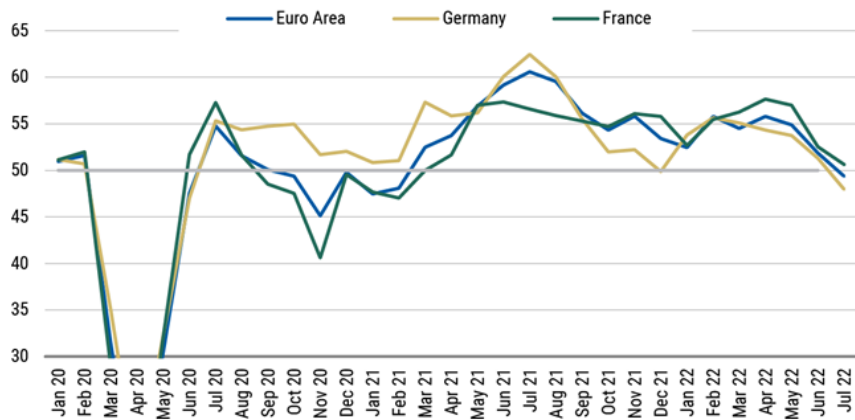


Fuente: Bloomberg

PMIs de junio de la Eurozona ya señalan a una contracción de la actividad

El viernes los PMIs preliminares de julio de la Eurozona salieron por debajo de lo esperado y ya están en contracción (compuesto 49.4 vs 51 esperado). La caída fue generalizada, similar en el sector manufacturero (de 52.1 a 49.6) y servicios (de 53 a 50.6). Los altos precios de la energía y la incertidumbre macro han deprimido la actividad de inversión, la confianza y el gasto. Esta tendencia confirma nuestra previsión de que la Eurozona va camino de una recesión (leve), que podría agravarse por la guerra y la disrupción del gas. Las recesiones matan la inflación y el hecho de que el mercado ya la ponga en precio, aumenta la probabilidad de estar formando el suelo. La desaceleración de crecimiento ya está reduciendo gradualmente los precios, con precios tanto de input como de output en el sector industrial cayendo fuertemente en comparación con datos de hace un par de meses y los precios de servicios también parecen haber dejado el pico atrás. Aun así, la inflación puede seguir subiendo en los próximos meses antes de hacer pico, posiblemente en septiembre.

PMIs Compuestos de la Eurozona



Source: S&P Global, Morgan Stanley Research

Fuente: Morgan Stanley Research



Análisis por clase de activos

	MERCADOS	ANALISIS DE A&G
 <p>Renta Variable</p>	<p>Semana positiva, con las bolsas en Europa subiendo tras la reapertura de Nord Stream 1, aunque en niveles del 40% (ayer se rebajó hasta el 20% por problemas con una turbina), que son los que registraba antes de las labores de mantenimiento, alejando el temor a un inminente recorte del gas ruso a Europa. La banca, que recibió el impulso de la decisión del BCE de subir los tipos 50pb, vio moderada esa “alegría” por la incertidumbre generada en Italia y por la expectativa de un impuesto especial a la banca en España.</p>	<p>Las bolsas, que argumentábamos recogían un escenario muy negativo, van poniendo en precio lo negativo del ciclo y comenzando a cotizar la siguiente fase. En estos puntos de inflexión ciclo económico y financiero divergen y es hora de pensar que lo ciclos alcistas no terminan, sino que comienzan con las recesiones.</p> <p>La valoraciones no son aún extremadamente atractivas aunque se han purgado los excesos y la estimaciones de beneficios continúan alta para dar por hecho el suelo de mercado. Estamos neutrales tácticamente, pero encontramos buenas oportunidades de largo plazo.</p>
 <p>Renta Fija</p>	<p>Fuerte aplanamiento de la curva (e incluso inversión en EEUU), con subida de los tipos a corto plazo, mientras que los largos cotizan la recesión y se ven lastrado a la baja, con una recuperación relevante del precio de lo bonos.</p> <p>En Italia, fuerte ampliación de la prima de riesgo tras la dimisión de Draghi.</p>	<p>Si bien el gran movimiento de tipos al alza, creemos que ya está hecho, no vemos aún suficientemente remunerado el riesgo de duración (y menos en Europa). Como esperábamos, hemos asistido a cierta recuperación al comenzar a ajustarse a la baja las expectativas de inflación pero seguimos sin ser compradores de duración con otro objetivo que no sea la diversificación.</p>
 <p>Crédito</p>	<p>Excelente semana para el crédito, que se beneficiaba tanto del estrechamiento de diferenciales en un entorno de apetito por el riesgo generalizado como de los recortes de los tipos de interés ante la cercanía de la recesión.</p>	<p>Tras las fuerte ampliaciones de los diferenciales de crédito, estamos positivos en deuda corporativa, especialmente high Yield, subordinadas financieras y deuda híbrida.</p> <p>El mercado ha capitulado en estos activos y las rentabilidades a vencimiento (o a la call) son ya muy atractivas. La volatilidad seguirá presente en los próximos meses pero es momento de construir carteras de crédito a medio plazo.</p>
 <p>Divisas</p>	<p>Debilidad generalizada del dólar en la semana, al perder temporalmente valor su atractivo como refugio.</p> <p>El Euro recuperó parte del terreno perdido contra el dólar tras sorprender el BCE en la magnitud de sus subidas de tipos y el Yen se apreciaba un +1,77% frente al billete verde en la semana.</p>	<p>Neutrales en el dólar, pero sus características de activo refugio, no son menospreciables en estos momentos de incertidumbre. Está caro y no nos gusta de largo plazo.</p>
 <p>Materias Primas</p>	<p>Recuperación de las materias primas, con el oro avanzando ligeramente y un petróleo aún muy volátil, que subía un 2%, situándose de nuevo por encima de los \$100 el barril de Brent.</p>	<p>Nos gustan las materias primas, pero somos algo más cautos tras las fuerte subidas acumuladas en los últimos tiempos. Positivos con el oro como activo refugio, ante un escenario de tipos reales bajos o negativos de largo plazo y de alta volatilidad.</p>

Evolución histórica de las principales clases de activos

	Último	Semana	Año actual (YTD)	1 mes	3 meses	1 año	3 años
Renta variable							
MSCI World LC	2.080,10	2,67%	-15,49%	4,91%	-6,80%	-9,63%	22,76%
S&P 500	3.961,63	2,55%	-16,88%	5,37%	-7,26%	-9,29%	31,81%
Nasdaq	11.834,11	3,33%	-24,36%	7,07%	-7,83%	-19,41%	43,42%
MSCI USA Small Caps	807,17	4,01%	-17,21%	6,62%	-7,64%	-13,83%	21,84%
EuroStoxx 50	3.596,49	3,43%	-16,33%	3,81%	-6,34%	-11,40%	1,80%
Ibex 35	8.051,60	1,33%	-7,60%	-1,15%	-6,94%	-6,61%	-13,25%
MSCI Europe Small Caps	449,45	3,86%	-17,69%	-0,21%	-12,38%	-13,90%	11,69%
Nikkei 225	27.914,66	4,20%	-3,05%	6,75%	2,99%	1,33%	29,11%
MSCI China	69,55	1,15%	-17,49%	-2,71%	4,76%	-32,71%	-12,52%
MSCI Emergentes	990,37	2,97%	-19,61%	-0,32%	-7,92%	-25,33%	-6,17%
MSCI E.M. Europa del Este	99,89	4,58%	-75,73%	0,29%	-11,46%	-75,19%	-71,42%
MSCI E.M. Asia Ex Japón	643,94	2,41%	-18,41%	-0,02%	-5,60%	-25,13%	-1,33%
MSCI E.M. LATAM	1.987,81	1,87%	-6,67%	-4,66%	-19,37%	-21,68%	-31,15%
EuroStoxx Banks	122,45	3,19%	-15,58%	-6,47%	-10,71%	-5,61%	-10,36%
MSCI World Value	2.989,40	2,24%	-12,09%	1,70%	-8,82%	-7,05%	6,85%
MSCI World Growth	3.661,98	4,19%	-24,14%	7,44%	-7,51%	-19,40%	30,71%
MSCI World Large Caps	1.656,72	3,00%	-17,58%	4,40%	-7,76%	-12,24%	21,53%
MSCI World Small Caps	469,46	4,74%	-19,23%	5,36%	-8,82%	-17,16%	13,69%
MSCI World Energía	218,81	3,27%	23,58%	-2,37%	-5,76%	40,60%	5,83%
MSCI World Materiales	288,70	3,30%	-15,37%	-2,36%	-15,06%	-11,44%	14,00%
MSCI World Industria	295,69	4,17%	-14,76%	6,04%	-6,02%	-11,28%	13,65%
MSCI World Consumo discrecional	331,49	6,17%	-22,42%	9,88%	-8,99%	-17,26%	27,51%
MSCI World Consumo Estable	276,29	0,54%	-5,15%	4,88%	-5,30%	1,86%	12,42%
MSCI World Salud	337,92	-0,28%	-6,97%	5,16%	-2,51%	-0,75%	36,91%
MSCI World Financiero	127,74	2,93%	-14,07%	2,14%	-8,83%	-7,94%	7,05%
MSCI World IT	426,14	4,12%	-23,22%	8,29%	-5,13%	-14,39%	57,19%
Renta fija							
Tipos Intervención FED	1,75%	0,00%	1,50%	0,00%	1,25%	1,50%	-0,75%
Tipos 10 años EE.UU.	2,75	-0,16%	1,24%	-0,41%	-0,15%	1,47%	0,67%
Tipos Intervención BCE	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Tipos 10 años Alemania	1,03%	-0,10%	1,21%	-0,61%	0,06%	1,46%	1,39%
Tipos 10 años España	2,26	-0,04%	1,69%	-0,46%	0,32%	1,97%	1,86%
Bonos Gobiernos Europa	290,93	0,55%	-9,33%	3,96%	-1,35%	-10,86%	-5,59%
Bonos Corporativos Europa	240,13	1,24%	-8,92%	3,95%	-1,90%	-10,24%	-7,42%
Bonos High Yield Europa	389,28	2,35%	-11,10%	1,41%	-6,00%	-10,71%	-2,31%
Bonos Gobiernos Globales	588,71	0,55%	-4,35%	1,67%	0,43%	-5,63%	-1,73%
Bonos Emergentes	752,94	0,03	-0,18	0,00	-0,06	-0,19	-0,12
Diferencial Bonos HY Europa pbs	532,29	-0,74	2,91	-0,20	1,45	2,97	2,89
Diferencial Bonos IG Europa pbs	104,94	-0,18	0,57	-0,07	0,23	0,58	0,57
Otros activos							
Materias Primas	116,52	2,69%	17,50%	-6,58%	-9,69%	22,01%	46,75%
Petróleo Brent	103,20	2,02%	32,68%	-7,64%	-3,23%	39,86%	61,68%
Oro	1.727,64	1,14%	-5,55%	-5,99%	-10,56%	-4,39%	21,85%
Cobre	335,10	3,54%	-24,78%	-15,04%	-26,86%	-22,81%	24,32%
Euro / Dólar	1,02	1,32%	-10,18%	-3,34%	-5,35%	-13,24%	-8,42%
Dólar / Yen	136,12	-1,77%	18,28%	-0,10%	5,93%	23,59%	25,77%
Euro / Libra	0,85	0,09%	1,14%	-1,25%	1,17%	-0,47%	-5,08%
Australiano / Dólar	0,69	2,00%	-4,60%	0,03%	-4,35%	-6,10%	-1,08%



apex finance