

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 3 al 7 de octubre de 2022

Madrid, 3 de octubre de 2022



Mejor Estrategia de Sostenibilidad Global
Capital Finance International (CFI) 2022



*Firmante de los Principios de Inversión
Responsable de las Naciones Unidas*



*Firmante
The Net Zero Asset Managers*

Monitor de Mercado

ÍNDICES RENTA VARIABLE							
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	130.4	1.19%	-0.56%	-6.38%	-19.32%	-13.43%
	EUROSTOXX 50	3,318.2	1.19%	-0.91%	-5.66%	-22.80%	-18.68%
	UK	6,893.8	0.18%	-1.78%	-5.36%	-6.65%	-3.02%
	ALEMANIA	12,114.4	1.16%	-1.38%	-5.61%	-23.74%	-21.16%
	FRANCIA	5,762.3	1.51%	-0.36%	-5.92%	-19.44%	-12.17%
	ESPAÑA	7,366.8	0.91%	-2.86%	-6.59%	-15.46%	-17.03%
USA	ITALIA	20,648.9	1.45%	-1.98%	-4.22%	-24.49%	-19.77%
	S&P 500	3,585.6	-1.51%	-2.91%	-9.34%	-24.77%	-17.75%
	S&P 100	1,625.8	-1.78%	-3.32%	-9.58%	-25.92%	-18.66%
	NASDAQ	10,575.6	-1.51%	-2.69%	-10.50%	-32.40%	-27.13%
JAPÓN	NIKKEI	25,937.2	-1.83%	-4.48%	-7.67%	-9.91%	-12.21%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	536.1	0.02%	-3.85%	-8.41%	-13.83%	-13.09%
	EUROPA	23.3	0.66%	-6.73%	-11.47%	-85.57%	-86.40%
	ASIA	385.2	-0.44%	-4.92%	-12.67%	-23.00%	-22.50%
	LATAM	2,098.6	1.20%	-3.98%	-0.77%	12.19%	8.91%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	2,378.7	-0.94%	-2.45%	-9.46%	-26.40%	-21.46%

TIPOS DE INTERÉS					
		USA	España	Alemania	UK
3 Meses		3.25	0.68	0.80	2.58
1 Año		3.93	2.03	1.71	3.88
3 Años		4.29	2.36	1.76	4.40
5 Años		4.09	2.63	1.96	4.39
10 Años		3.83	3.29	2.11	4.09
30 Años		3.78	3.71	2.09	3.83
		1.39			

BONOS					
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año
Monetario	142.0	0.01%	0.03%	-0.25%	-0.81%
Crédito	209.1	0.27%	-1.06%	-3.50%	-15.17%
Gobiernos	667.0	0.55%	-1.00%	-3.89%	-16.77%
RF Emergente	1011.6	0.31%	-4.10%	-4.44%	-15.56%
High Yield	293.3	0.08%	-2.08%	-3.99%	-15.43%
					-15.76%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 30-sep.-22

DIVISAS					
	Valor	Día	Semana	Mes	Año
Eur/Dólar	0.98	-0.13%	1.19%	-2.51%	-13.79%
Eur/Yen	141.88	0.05%	2.12%	1.56%	8.39%
Eur/Libra	0.88	-0.60%	-1.73%	1.44%	4.30%
					1.60%

Cierre Semanal

Las salidas de flujos de capital y los desplomes de precios en las divisas y otros activos financieros domésticos, habían afectado históricamente a los mercados emergentes. En esta ocasión, los países emergentes también están sintiendo el efecto de la fortaleza del dólar, pero gran parte del ajuste ya se había producido durante los últimos años y muchos bancos centrales de estos países se habían adelantado a la hora de endurecer sus políticas monetarias. Ahora son los mercados desarrollados, como Reino Unido, Japón y la eurozona, los que están sufriendo oscilaciones en sus divisas similares a las de los mercados emergentes. Dado que se percibe que sus bancos centrales están rezagados, sus problemas internos (crisis energética, incertidumbres políticas), conducen a intensos ajustes en sus divisas, en un entorno en el que la Reserva Federal aumenta sin descanso los tipos de interés.

En otras palabras, el desafío tradicional que afrontaban los mercados emergentes se está convirtiendo en cierta medida en un problema también para los grandes países desarrollados. Por supuesto, unas monedas más débiles harán poco para impulsar el crecimiento en un entorno de demanda global a la baja, pero ciertamente dificultarán la desinflación a medida que las importaciones de materias primas, denominadas en dólares, se trasladan a los precios domésticos. La nueva sorpresa al alza de la inflación en la zona del euro del pasado viernes, por encima del 10% interanual, es un recordatorio de ello.

El dólar es mi divisa, pero es tu problema. Esta frase la pronunció en 1971 John Connally, Secretario del Tesoro estadounidense, a un grupo de ministros de finanzas europeos, preocupados por el hecho de que la debilidad de

sus divisas frente al dólar les estuviera generando mucha inflación. Cincuenta años después, la problemática vuelve a ganar protagonismo. ¿Le preocupará a la Fed? Probablemente no, hasta que tenga firmemente controlada la estabilidad de precios. Así, la Reserva Federal considerará la situación económica del resto del mundo solo en la medida en que afecte las condiciones financieras, los precios de importación, los precios de la energía y la demanda de bienes y servicios en Estados Unidos.

Durante los últimos días, hemos tenido abundantes ejemplos de este tipo. La fuerte reacción del mercado al anuncio fiscal del Reino Unido del viernes 23 de septiembre, continuó durante la semana pasada y la libra esterlina llegó a tocar la paridad contra el dólar en su momento de mayor debilidad y se registraron aumentos extremos en los rendimientos de los bonos soberanos. Esto último provocó la intervención del Comité de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra, ya que los fondos de pensiones del Reino Unido, con sus grandes carteras de bonos soberanos, empezaron a parecer vulnerables. El BoE comprará hasta 5.000 millones de libras esterlinas al día de bonos a largo plazo hasta el 14 de octubre. Al mismo tiempo, lógicamente, también pospuso el inicio de su programa de reducción de balance hasta el 31 de octubre. Aunque el efecto inmediato de la intervención fue muy fuerte, estamos hablando de una solución temporal, ya que la estabilidad de precios requiere unas condiciones financieras más estrictas a medio plazo. Del mismo modo, el Banco de Inglaterra tendrá que realizar un fuerte aumento de tipos en su reunión de noviembre, que el mercado está situando en los 150 puntos básicos en estos momentos.

En Asia, el Banco de Japón ya había intervenido en el mercado de divisas la semana anterior, en lo que fue la primera intervención de compra de yenes desde la crisis asiática de 1998. Fue la reacción a la depreciación "excesiva" del yen, consecuencia de la decisión del Banco de Japón de dejar su política monetaria ultra acomodaticia sin cambios. Aquí también, el efecto inicial fue una gran recuperación en la cotización del yen. Sin embargo, es poco probable que los efectos sean duraderos. De hecho, el yen ha vuelto a acercarse esta semana a los niveles en los que se produjo la intervención.

La vertiginosa velocidad de los movimientos del mercado de divisas también se ha replicado en el renminbi chino, que se encuentra en sus niveles más débiles frente al dólar en más de 15 años, pero que se ha depreciado con mayor intensidad en las últimas dos semanas. De momento, el banco central chino se ha limitado a emitir comunicados, lo que acrecentó la volatilidad en el mercado de tipos de cambio y el nerviosismo de los inversores. En China, la debilidad de la moneda parece reflejar los fundamentos económicos del país, ya que el crecimiento no muestra signos reales de mejora, la demanda de productos chinos se desacelera y es poco probable que se dé un giro en la política de COVID cero.

Aunque el Reino Unido atrajo la mayor atención esta semana, las incertidumbres en Europa no están disminuyendo. El resultado de las elecciones de Italia no sorprendió: la coalición de derecha resultó ganadora de las elecciones italianas y Giorgia Meloni, la líder de Hermanos de Italia recibirá previsiblemente el encargo de formar gobierno. El nuevo gobierno tendrá un tiempo limitado para trabajar en el presupuesto de 2023, donde se pondrán a prueba sus promesas de campaña. Por ejemplo, un aumento en las pensiones mínimas a 1.000 euros por mes y un tipo impositivo fijo, podrían generar nerviosismo en el mercado con respecto a la credibilidad del país y la sostenibilidad de su deuda. A medio plazo, es probable que el nuevo gobierno traiga una postura fiscal más laxa y un mayor riesgo de fricciones con la Unión Europea.

Por otra parte, durante los meses de verano, muchos inversores parecían esperanzados por algún tipo de acuerdo en el conflicto entre Rusia y Ucrania durante el otoño, lo que ayudó a mejorar la confianza en Europa. Sin embargo, tales escenarios parecen cada vez más improbables, ya que durante los últimos días se intensificaron las tensiones geopolíticas, con la anexión de cuatro regiones ucranianas por parte de Rusia y daños por probables actos de sabotaje en los gasoductos Nord Stream 1 y 2. Aunque no fluía gas desde Rusia a través de estos gasoductos, el aparente sabotaje centrado en la parte danesa de la infraestructura y no muy lejos de un gasoducto no vinculado a Rusia, creó una incertidumbre adicional, lo que llevó a que los precios del gas se dispararan un 20% a mediados de semana, que se revirtieron en gran medida en la sesión del viernes.

Al mismo tiempo, la inflación de septiembre en la eurozona volvió a sorprender con fuerza al alza y alcanzó el 10,0% interanual. Los mayores precios de la energía y los alimentos en septiembre estuvieron acompañados de un fuerte aumento de la inflación subyacente, explicado solo en parte por efectos estacionales. En ausencia de una respuesta centralizada a la crisis energética, los estados miembros nacionales han comenzado a anunciar importantes estímulos fiscales. Alemania, en particular, anunció un sorprendente paquete de 200.000 millones de euros para amortiguar los precios de la energía, lo que generó peticiones de un mayor endeudamiento a nivel de la UE, para ayudar a los países con un espacio fiscal limitado, que no pueden permitirse intervenciones de esta magnitud. Por supuesto, cuantos más paquetes de apoyo fiscal se anuncien, menos caerá la demanda interna. Obviamente, aunque esa sea la intención de los gobiernos, tal combinación de generosidad fiscal y mercados laborales muy sólidos, podría hacer que las presiones inflacionistas subyacentes sean más persistentes. En última instancia, la consecuencia puede ser un mayor ajuste monetario por parte del BCE.

Para terminar, los datos publicados en Estados Unidos durante la semana pasada, ofrecieron a la Fed pocas razones para moderar su ajuste monetario. El panorama general sigue siendo de una demanda subyacente bastante resistente y presiones de precios todavía sólidas. El deflactor del consumo privado del mes agosto mostró un aumento del mensual del 0,6%, que superó las expectativas del consenso. Además, la tasa subyacente también registró una sólida ganancia del 0,5% mensual en agosto, lo que probablemente haya convencido a la Fed de que queda mucho trabajo por delante para embrigar las altas tasas de inflación.

Renta Variable

Teniendo en cuenta todos estos factores (volatilidad en los mercados de divisas y de deuda, persistencia en las tasas de inflación y crecientes tensiones geopolíticas), no es extraño que los mercados bursátiles mundiales cerraran el mes de septiembre con una acusada volatilidad y caídas muy relevantes en las principales plazas, sobre todo en las estadounidenses.

Se ha intensificado el sentimiento negativo entre los inversores, azulado también con nuevos y restrictivos comentarios de los bancos centrales y nuevas advertencias por parte de las compañías que han ido publicando resultados estos días, sobre la presión que están sufriendo sus márgenes.

Así, el índice S&P 500 cayó por sexta vez en siete semanas y en la sesión del viernes se hundió a nuevos mínimos anuales. El índice registra ya una caída del 25% en nueve meses, lo que supone su tercer peor desempeño en este momento del año desde 1931. En el cómputo semanal, el S&P 500 se desplomó un -2,9%. Las acciones cayeron por tercer trimestre consecutivo, registrando el peor septiembre en dos décadas. Además, el índice ha bajado un 12% solo en las últimas tres semanas.

El comportamiento sectorial volvió a favorecer al estilo “value”, que recuperó otro 1% semanal frente al “growth”. El sector petrolífero fue el único capaz de cerrar la semana con alzas, mientras que los sectores eléctrico, tecnológico e inmobiliario sufrieron un castigo semanal muy relevante. En cuanto a los anuncios empresariales más significativos, Nike señaló que sus márgenes se verían presionados al menos durante el próximo año y señaló que estaba incrementando sus inventarios, para paliar los problemas en la cadena de suministro. El mismo tiempo, señaló el creciente peso del fortalecimiento del dólar en sus ventas y en sus resultados. Así, y pese a haber mejorado las estimaciones con sus beneficios, los inversores le propinaron otro fuerte recorte en su cotización.

A este lado del Atlántico, las caídas semanales fueron más modestas, en el entorno del -1% en promedio, aunque con un significativo peor comportamiento relativo de las plazas periféricas. Por otra parte, hay que tener en cuenta que, desde el cierre europeo del viernes, los mercados estadounidenses corrigieron más de un -2% adicional, lo que probablemente se reflejará en el arranque semanal de la sesión europea.

Los sectores sanitario, petrolífero y de materias primas fueron los claros ganadores de la semana bursátil europea, mientras que uno de los sectores más castigados fue el financiero, que probablemente había recibido un trato excesivamente favorable en las últimas semanas, con la vista puesta en los bancos centrales y en el viento de cola que supone para el sector la subida de tipos. No obstante, los inversores esta semana sí han tenido en cuenta que la banca también es muy sensible al mayor temor a un entorno recesivo, y al incremento de las primas de riesgo de la periferia.

La bolsa japonesa sufrió un significativo desplome semanal superior al -4%, mientras que los emergentes también sufrieron un fuerte castigo semanal y registraron caídas de la misma magnitud en todas las áreas.

Renta Fija

Las rentabilidades de la deuda pública en Estados Unidos y en Alemania volvieron a repuntar en los tramos largos. La estela de los anuncios presupuestarios en Reino Unido contribuyó a un movimiento de extrema volatilidad, que se moderó después con la ayuda del anuncio del Banco de Inglaterra. El bono a 10 años estadounidense cerró con un rendimiento del 3,83%, unos 15 puntos básicos por encima del cierre del viernes anterior. Por su parte, el bono alemán con el mismo vencimiento cerró en niveles del 2,10%, unos 8 puntos básicos de subida semanal.

No obstante, los tramos cortos de la curva europea cerraron con caídas semanales de rentabilidad significativas, como consecuencia de la reducción de las expectativas de subidas de tipos oficiales. En Estados Unidos, el tipo a 2 años repuntó en el cómputo semanal, aunque con mucha menor intensidad que los largos.

Las primas soberanas de la periferia europea repuntaron moderadamente tras las elecciones italianas, a la espera de ver cómo se desarrolla la nueva relación con las instituciones europeas. Tanto el endurecimiento monetario como el estancamiento económico se mantienen como riesgos de fondo al alza.

Con todo, los precios de la deuda volvieron a retroceder en Europa, en el entorno del -1%, mientras que el crédito corporativo de grado de inversión cayó en la misma proporción. El crédito "high yield" retrocedió con mayor intensidad.

Materias Primas

Un dólar algo más débil contribuyó a que mejorara el desempeño de los activos físicos durante la semana pasada. El crudo Brent recuperó un 2% de su valor, hasta el entorno de los 88 dólares por barril. Por su parte, tanto el oro como los metales industriales también fueron capaces de cerrar la semana con alzas moderadas.

Divisas

Tras aproximarse a los 0,95 dólares, el euro ha podido recuperar algo de terreno con la ayuda del Banco de Inglaterra y del estrechamiento de diferenciales de rentabilidad. Sigue, sin embargo, siendo prematuro apostar por la posibilidad de que se haya visto ya el suelo en su cotización. Por otra parte, el yen japonés fue, sin duda, la divisa más débil de la semana.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La agenda macroeconómica europea nos dejó en general un tono decepcionante, sobre todo en el ámbito de los indicadores adelantados.

Comenzando precisamente por aquí, la encuesta IFO de sentimiento empresarial de septiembre en Alemania retrocedió con mucha intensidad, al pasar de los 88,6 a los 84,3 puntos, cuando el consenso de analistas había esperado una lectura de 87,0 puntos. Se deterioraron tanto el componente de situación actual como, sobre todo, el de expectativas. En otro orden de cosas, la confianza económica de la Comisión Europea se situó en los 93,7 puntos en septiembre, por debajo de los 95,0 que había previsto el consenso. Del mismo modo, la confianza del consumidor de octubre en Alemania marcó un nuevo mínimo histórico, en los -42,5 puntos, bastante por debajo de los -39,0 que había esperado el consenso de analistas. Por su parte, los indicadores de confianza de los agentes económicos también salieron por debajo de lo previsto tanto en Francia como en Italia.

En el mundo de los precios, como hemos indicado en el comentario de apertura, los datos de inflación de septiembre fueron decepcionantes, con algunas excepciones. De una parte, la inflación en España se moderó hasta niveles del 9,0% interanual (9,3% en tasa armonizada), mientras que la subyacente pasó del 6,4% al 6,2% interanual, bastante por debajo del 6,6% que habían previsto los analistas. En Francia, el IPC armonizado también salió por debajo de lo esperado y se situó en el 6,2% interanual. En Italia, la inflación repuntó desde el 9,1% al 9,5%, en línea con las previsiones del mercado. Por el contrario, el IPC armonizado alemán alcanzó un fuerte crecimiento del 10,9% interanual, frente al 8,8% anterior y el 10,2% esperado por los expertos. Para terminar, el IPC preliminar de la eurozona alcanzó el 10,0% interanual, tres décimas por encima de lo anticipado, tras subir un fuerte 1,2% en septiembre. En tasa subyacente, los precios repuntaron un 4,8% interanual, frente al 4,3% anterior y el 4,7% esperado por los expertos.

En España, los precios de producción de agosto rompieron una racha de cuatro meses consecutivos de moderación y escalaron hasta niveles del 41,8% interanual, desde el 40,4% de julio. Por otra parte, las ventas minoristas de agosto se hundieron un -6,6% mensual, aunque la tasa interanual recuperó el terreno positivo, con una lectura de 0,8%, frente al -3,2% anterior. Para terminar con los datos macroeconómicos publicados en nuestro país durante la semana pasada, el crecimiento hipotecario se moderó ligeramente en el mes de julio, al pasar del 20,1% al 18,8% interanual.

En otro orden de importancia, el agregado monetario M3 en la eurozona creció a una tasa interanual del 6,1%, bastante por encima del 5,4% que esperaba el consenso de analistas. Además, el mercado de trabajo se mantuvo sólido en los distintos países de la eurozona y la tasa de desempleo de agosto en el conjunto del área se mantuvo en el 6,6%.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos.

En Estados Unidos, el tono macroeconómico volvió a ser más constructivo que el registrado a este lado del Atlántico, lo que sigue evidenciando una gran solidez económica.

En el mundo de las encuestas, la confianza del consumidor del Conference Board de septiembre se situó en los 108,0 puntos, desde los 103,6 anteriores y por encima de los 104,6 que esperaban los expertos. Mejoraron tanto el componente de situación actual como el de expectativas. Por el contrario, se revisó a la baja el índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan, por el deterioro que experimentó el componente de expectativas. Así, el índice se situó en los 58,6 puntos, frente a los 59,5 que mostró la primera estimación. En cuanto a los

indicadores manufactureros regionales, el de Chicago se hundió hasta los 45,7 puntos, frente a los 52,2 anteriores y muy por debajo de los 51,8 puntos que esperaban los analistas.

En cuanto a los abundantes datos relacionados con el mercado inmobiliario, los datos fueron mixtos: de una parte, los precios de la vivienda retrocedieron por primera vez desde mayo de 2020 y la caída del -0,6% mensual de julio llevó la tasa interanual hasta el 16,06%, bastante por debajo de lo previsto. Por el contrario, las ventas de viviendas nuevas repuntaron un sorprendente 28,8% mensual, cuando el mercado había apostado por una caída del -2,2%. Por último, las ventas pendientes de viviendas del mismo mes retrocedieron un -2,0% mensual, ligeramente por debajo de la previsión del mercado, establecida en el -1,5%.

En cuanto a otros datos de actividad real, los pedidos de bienes duraderos cayeron en agosto un -0,2%, una décima por encima de lo esperado, mientras que excluyendo elementos de transportes repuntaron un 0,2% mensual, en este caso en línea con las expectativas. Por otra parte, los inventarios mayoristas de agosto repuntaron un 1,5%, muy por encima del 0,4% esperado por el consenso.

No hubo sorpresas en la tercera estimación del PIB del segundo trimestre, que se mantuvo en el -0,6% en tasa trimestral anualizada. Por su parte, las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo volvieron a quedar muy por debajo de lo estimado y registraron mínimos desde el mes de abril, en las 193.000 peticiones, frente a las 215.000 que esperaba el mercado.

En cuanto a los datos de ingresos y gastos personales del mes de agosto, los primeros crecieron un 0,3%, en línea con las previsiones, mientras que los gastos personales repuntaron un 0,4%, dos décimas por encima de lo esperado, lo que evidencia que los hogares estadounidenses continúan recurriendo a la tasa de ahorro acumulada. En cuanto al deflactor del consumo privado, salió por encima de las previsiones, tanto en versión general como en subyacente. Los precios subieron un 0,3% mensual en tasa general y un 0,6% en tasa subyacente, dejando los niveles de crecimiento interanual en el 6,2% y el 4,9%, respectivamente, dos décimas por encima de lo esperado en ambos casos.

Datos macroeconómicos publicados en Asia.

En China, el PMI manufacturero de septiembre recuperó la zona de expansión, al situarse en los 50,1 puntos, desde los 49,4 anteriores y por encima de los 49,7 puntos que esperaba el consenso. Sin embargo, el PMI manufacturero elaborado por la empresa Caixin decepcionó las expectativas, al situarse en los 48,1 puntos, por debajo de los 49,5 de la lectura anterior, que coincidía también con la previsión del mercado. Del mismo modo, el PMI de servicios se debilitó con claridad, al pasar de 52,6 a los 50,6 puntos.

En Japón, tanto la producción industrial como las ventas minoristas de agosto salieron bastante por encima de lo esperado, con repuntes mensuales del 2,7% y 1,4%, respectivamente.

Catalizadores Semanales

Durante la semana que comienza, los inversores estarán muy pendientes de los datos de empleo estadounidenses y de los indicadores adelantados del mes de septiembre. También empezaremos a prestar más atención a la agenda empresarial, a punto ya de empezar la campaña de presentación de resultados empresariales del tercer trimestre del año.

En España:

- **PMI manufacturero del mes de septiembre (3-oct).** El lunes arrancaremos con el PMI manufacturero de septiembre. El consenso del mercado espera un nuevo deterioro en el indicador, que pasaría de los 49,9 a los 49,4 puntos. De confirmarse el pronóstico, estaríamos hablando de los niveles mínimos desde enero de 2021.
- **Desempleo registrado en el mes de septiembre (4-oct).** El martes será el turno para que el Ministerio de Trabajo y Economía Social presente el desempleo registrado en septiembre. Con la excepción de los meses de septiembre de 2020 y 2021, cuando la economía se estaba recuperando de las sucesivas olas de COVID-19, estamos hablando de un mes tradicionalmente negativo para el empleo en España, marcado por la finalización de la campaña veraniega. Por otra parte, los elevados costes energéticos y la debilidad en los niveles de confianza de los agentes económicos, podrían empezar a afectar con mayor intensidad al mercado de trabajo. No disponemos de la previsión del consenso, pero es muy probable que el número de desempleados aumente por tercer mes consecutivo en España.
- **PMI de servicios y compuesto del mes de septiembre (5-oct).** El miércoles continuaremos conociendo indicadores adelantados del mes de septiembre, en este caso los PMI de servicios y compuesto. Para el primero, los analistas han estimado que se adentrará en territorio contractivo, en los de 49,7 puntos, frente a los 50,6 registrados en el mes de agosto. Para el PMI compuesto, se espera la misma lectura.
- **Producción industrial del mes de agosto (6-oct).** En la sesión del jueves, se publicará otro dato de actividad real de agosto: la producción industrial. Los expertos están esperando una contracción mensual del -0,2% en este indicador, aunque la tasa interanual seguiría creciendo un sólido 4,6%.

En Europa:

- **PMI manufacturero, de servicios y compuesto en Italia y lecturas finales para Francia, Alemania y el conjunto de la eurozona (3/5-oct).** Al igual que en el caso español, se espera que los indicadores adelantados PMI retrocedan en el país transalpino. Para el indicador manufacturero, el mercado espera una lectura de 47,5 puntos, frente a los 48,0 del mes de agosto, mientras que el PMI de servicios se situaría en los 49,0 puntos, desde los 50,5 del mes anterior. Para el resto de países, no se esperan cambios respecto de la lectura preliminar, por lo que el PMI compuesto de la eurozona seguiría situado en los 48,2 puntos que puso de manifiesto la primera estimación, publicada a finales del mes de septiembre.
- **Actas de la última reunión del BCE (6-oct).** Los participantes del mercado buscarán en las actas de la reunión del BCE del 8 de septiembre, pistas sobre el tamaño de los próximos aumentos de los tipos de interés. Dichas pistas pueden ser escasas, ya que el Consejo de Gobierno se ha comprometido a tomar decisiones reunión a

reunión, en base a los datos macroeconómicos que se vayan publicando. El comunicado de la reunión de septiembre sugirió que el BCE planea elevar los tipos por encima del nivel neutral e indicó que se producirán aumentos en cada una de las "próximas reuniones". El Consejo de Gobierno también decidió suspender su sistema de tramos: los bancos podrán recibir el tipo de depósito sobre la totalidad de las reservas depositadas en el BCE. Cualquier discusión sobre el futuro de la remuneración de estas reservas atraería también el interés del mercado.

- **Producción industrial de agosto en Francia y Alemania (5/7-oct).** El miércoles conoceremos la producción industrial francesa, para la que se espera una lectura plana, frente a la fuerte caída del -1,6% experimentada en el mes de julio. En tasa interanual, la producción industrial del país vecino se situaría en el -1,5%. El viernes será el turno para la producción industrial alemana. La persistente escasez de suministro y el aumento de los costes de la energía, han afectado a la industria alemana. Los datos de producción de agosto ofrecerán más información sobre el estado del sector industrial y la economía en general en el tercer trimestre. En julio, la producción industrial disminuyó un -0,3% respecto al mes anterior. Por otra parte, la producción en las industrias de uso intensivo de energía cayó más bruscamente en julio (-1,9%), después de haber caído ya en casi un -6% en el primer semestre de 2022. Para el mes de agosto, el consenso del mercado está esperando un nuevo retroceso mensual del -0,5%.

En EE.UU.:

- **ISM manufacturero de septiembre (3-oct).** Arrancamos la semana con el indicador adelantado manufacturero ISM. El consenso estima que la encuesta retrocederá ligeramente en septiembre, hasta los 52,1 puntos, desde los 52,8 anteriores. En estos niveles, el indicador adelantado sugiere que la economía aún se está expandiendo, en contraste con el mensaje del PIB, que se contrajo en el primer semestre del año. Se necesitaría una caída por debajo de los 45 puntos para que el ISM manufacturero sea consistente con la recesión económica.
- **Encuesta de rotación laboral y puestos de trabajo vacantes del mes de agosto (4-oct).** Todo lo relacionado con el mercado laboral tendrá unas repercusiones muy superiores a lo normal, en un momento en el que los inversores están empezando a buscar señales de desaceleración económica. En este sentido, la demanda de mano de obra debería mostrar signos de enfriamiento, especialmente en sectores sensibles a los tipos de interés como la vivienda. Las tasas hipotecarias han aumentado hasta el 6,7%, el nivel más alto desde 2007, lo que merma gravemente la demanda de vivienda. Un menor gasto de los consumidores en bienes discretionales, junto con la desaceleración de la demanda de vacaciones y viajes, debería deprimir la demanda laboral en otras industrias. El mercado espera un total de 11,08 millones de empleos sin cubrir, desde los 11,24 millones anteriores.
- **Balanza comercial de agosto (5-oct).** Las cifras comerciales de agosto reforzarán la expectativa de que las exportaciones netas contribuirán positivamente al PIB del tercer trimestre en Estados Unidos. Las importaciones reales de bienes han caído durante cuatro meses consecutivos hasta julio, una ventaja para el PIB, mientras que las exportaciones han mantenido una trayectoria ascendente. Los datos apuntan a una mayor reducción del déficit comercial, que los analistas han estimado en 67.900 millones de dólares, desde los 70.700 millones anteriores. A más largo plazo, la fortaleza del dólar y la desaceleración del crecimiento exterior pasarán sobre las exportaciones, mientras que las importaciones pueden tener dificultades a medida que la actividad interna se modera.

- **ISM no manufacturero del mes de septiembre (5-oct).** El ISM de servicios de septiembre probablemente bajará a medida que se modera la expansión del sector servicios. Los mayores tipos de interés, una demanda de bienes más moderada y el aumento de los temores recesivos, están pesando sobre el crecimiento. Los analistas han estimado una lectura de 56,0 puntos en el ISM no manufacturero, ligeramente por debajo de los 56,9 anteriores.
- **Datos de empleo del mes de septiembre (7-oct).** De momento, los datos disponibles continúan mostrando un mercado laboral donde las empresas se aferran a los trabajadores existentes, y aquellos que han perdido empleos pueden encontrar rápidamente otros nuevos. Habrá que ver si se empieza a producir algún cambio, aunque no parece que vaya a ser en el reporte de empleo de septiembre. El consenso espera la creación de 250.000 nuevos puestos de trabajo, con una tasa de participación estable, en el 62,4%. Asimismo, la tasa de desempleo se mantendría en el 3,7%. En cuanto al salario por hora trabajada, se espera un crecimiento del 0,3% mensual, que dejaría la tasa interanual en niveles del 5,1%, una décima por debajo de la lectura del mes de agosto.

Mercados

Durante los próximos días, todo lo que no sea un dato de empleo mucho más débil de lo esperado, probablemente mantendrá a la Fed en su camino de ajuste agresivo de tipos de interés. Por supuesto, el mercado también seguirá los discursos de los miembros del FOMC que hablarán durante los próximos días (Barkin, Williams, Evans, Waller, Jefferson y Mester tienen eventos programados), para detectar cualquier variación de puntos de vista dentro del Comité.

Durante la última semana, los riesgos de estabilidad financiera procedentes del Reino Unido permitieron a los inversores albergar más esperanzas de que, en última instancia, la Fed podría verse obligada a dar marcha atrás en su proceso de endurecimiento monetario. Como hemos indicado en el comentario de apertura, las palabras de Connally respecto del dólar están volviendo a primer plano de actualidad y la pregunta pertinente es la siguiente: ¿en qué momento la fortaleza del dólar empezará a ser también un problema para la economía estadounidense? Actualmente, no parece que estemos cerca de este punto y, en ausencia de algo que se parezca a un "Momento Lehman", es difícil imaginar que la Fed suspenda sus planes de subida de tipos, sobre todo cuando los datos recientes sugieren que la institución debería seguir adelante.

En cualquier caso, los inversores continuarán muy pendientes de la economía, de la política monetaria y de aspectos geopolíticos, pero muy pronto comenzará la campaña de presentación de resultados empresariales del tercer trimestre de 2022, que pensamos que será nuevamente un termómetro muy relevante. Las valoraciones actuales aparentemente son muy atractivas, aunque el mercado teme que todavía esté por llegar un buen recorte en las estimaciones de beneficios, que ha empezado ya, pero que quizás esté siendo excesivamente tímido todavía.

Por otra parte, el pesimismo extremo, la elevada sobreventa técnica y el cauto posicionamiento inversor, constituyen ingredientes que avalan un repunte del mercado desde una perspectiva técnica. Asimismo, empiezan a verse algunas señales tempranas de capitulación de la renta variable, como el aumento de la volatilidad, aunque de momento no alcanzan niveles que nos permitan anticipar un suelo sólido en las cotizaciones.

En suma, seguimos creyendo necesario, en este escenario de mercado de gran volatilidad, extremar la cautela y mantener una posición infraponderada tanto en mercados de renta fija como de renta variable. No obstante, consideramos que hemos dejado atrás lo peor del movimiento correctivo de los mercados, a medida que el realismo se instala entre los agentes económicos y que se acerca el momento en el que tendremos que asumir un posicionamiento más constructivo, sobre todo en los mercados de renta fija. Asimismo, creemos que un rebote técnico podría producirse en cualquier momento.

CONTENIDOS DE LA PRESENTACION BBVA

La presente documentación se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta, invitación o incitación para la venta, compra o suscripción de valores, productos o servicios financieros, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Las opiniones, estimaciones, predicciones, recomendaciones o estrategias de inversión que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pudieran sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados, sin que BBVA se obligue a revisarlas públicamente en el caso que se produzcan cambios de estrategia, de intenciones o de acontecimientos no previstos que puedan afectar a las mismas.

Los servicios, productos, opiniones, predicciones, estimaciones y estrategias que pueda contener la presente documentación pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición jurídica o financiera u objetivos de inversión, y en ningún caso conlleven que se esté prestando asesoramiento jurídico, contable o fiscal alguno. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. Algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo, por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos.

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fideicomisos, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras.

BBVA o alguna entidad de su Grupo pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto directa o indirectamente de este documento, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento, colocación o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a los distintos productos y servicios.