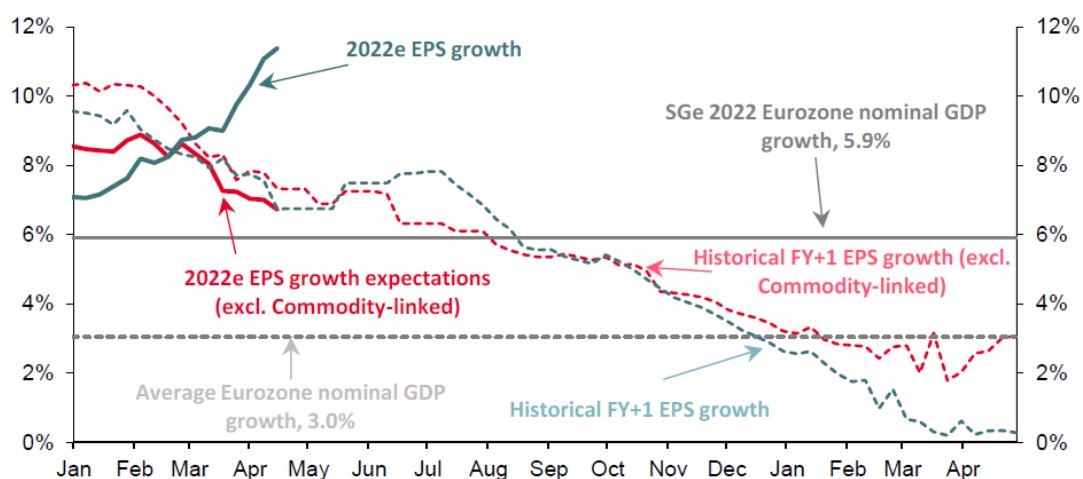




¿Por qué el mercado cede habiendo crecimiento de beneficios?
Posicionamiento.

STOXX 600: 2022 EPS growth expectations (vs history)



STOXX 600 (excl. commodity-linked) = excluding energy and basic resources, Source: IBES, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

A pesar de todo lo que ha ocurrido este año, en Enero el consenso esperaba que los beneficios crecieran este año un 7.1% en Europa y se ha revisado al alza hasta un 11.1% ahora, y en el caso de US desde un 8.7% en Enero hasta un 10.1% ahora. Aunque para el primer trimestre se espera crecimiento, lo más importante es el Guidance de las compañías para el resto de año.

	2022 EPS Growth	
	Current	Jan 22
MSCI World	10%	7,10%
S&P500	10,10%	8,70%
Stoxx 600	11,10%	7,10%
Euro Stoxx	8,40%	8,20%
FTSE 100	12,70%	4,20%
EM	9,90%	5,40%

El mayor crecimiento se prevé en Energía, Industriales y Materiales y el menor en Financieras, C. Discrecional y Servicios. En peso sobre beneficios, la mayor contribución positiva al índice vendrá del sector de Energía, Tecnología e e

Industriales y la menor de Financieras y C. Discrecional. La expectativa de crecimiento de ventas en el año es positivo en todos los sectores menos Utilities. Pero en un mundo nominal las ventas no es el indicador a mirar.

A continuación, incluimos una tabla explicando dónde está el consenso de crecimiento de beneficios. Hay que tener en cuenta dos factores clave, por un lado, la disparidad sectorial de los mismos y por otro lado la merma gradual de márgenes a futuro.

A nivel índice, el consenso proyecta apalancamiento operativo negativo. Las estimaciones de beneficios del primer trimestre han caído 90pb en lo que llevamos de año, mientras que las estimaciones de los próximos trimestres han aumentado especialmente las del cuarto trimestre.

Retrasar esa expectativa de crecimiento a futuro es una dinámica arriesgada y nos preocupa ese elevado nivel de estimaciones en un contexto de aumento de costes laborales, materias primas y desaceleración en consumo. Creemos que el mercado subestima la caída en márgenes futuros por subida de tipos, subida de impuestos, incremento de costes y energía. El gráfico inicial de evolución de beneficios lo refleja muy bien. Cuando estamos en esta situación suele haber una contracción de múltiplos. Además, en EE.UU. hay que tener en cuenta los efectos del USD, JP Morgan espera que por cada subida del 2% del USD, tenga un impacto en el S&P de 1% de BPA.

A finales de los 90, el margen operativo en el S&P500 era del 7%, y ha ido mejorando hasta records del 14%. Ahora la revisión viene de la mano de una inflación, y que lastra un poco los márgenes que pueden rondar el 13%, desde 13.4% en el 2021, y niveles del 11.6% pre-covid.

Por nuestra parte, seguimos viendo los mayores riesgos en márgenes (de más a menos) en alimentación, autos, viajes y ocio (líneas aéreas y hoteles, entre otros), recursos básicos, industria, construcción y químicas (más transitorio) por el incremento de costes y la dificultad para trasladarlo a precios finales, mientras que retail se vería afectado sobre todo por la pérdida real de poder adquisitivo del consumidor por la elevada inflación.

	EPS Growth				EPS Growth E			
	US	Europe	Eurozone	Japan	US	Europe	Eurozone	Japan
Energy	240%	197%	218%	21%	740%	522%	629%	46%
Materials	31%	28%	3%	19%	96%	74%	9%	41%
Industrials	31%	5%	5%	38%	96%	13%	14%	83%
Discretionary	-15%	-7%	-6%	-17%	-46%	-19%	-17%	-37%
Staples	-1%	9%	7%	-1%	-3%	24%	20%	-2%
Financials	-26%	-6%	-4%	22%	-80%	-16%	-12%	48%
Health Care	8%	8%	5%	5%	25%	21%	14%	11%
IT	8%	9%	8%	20%	25%	24%	23%	44%
Com. Services	-7%	1%	20%	34%	-22%	3%	58%	74%
Utilities	0%	-9%	2%	-63%	0%	-24%	6%	-138%
Real Estate	13%	31%	20%	34%	40%	82%	58%	74%
Market	3%	27%	20%	9%	9%	72%	58%	20%
Market Ex-Financials	11%	40%	33%	7%	34%	106%	95%	15%
Market Ex-Energy	-2%	3%	1%	9%	-6%	8%	3%	20%
Cyclicals	8%	9%	1%	5%	25%	24%	3%	11%
Defensives	1%	5%	7%	11%	3%	13%	20%	24%
Value	-1%	58%	43%	22%	-3%	154%	124%	48%
Growth	7%	8%	6%	11%	22%	21%	17%	24%

De cómo gestionen los bancos centrales la retirada de estímulos depende mucho la evolución de la economía y, lógicamente, de la Bolsa.

La Reserva Federal finalmente anunció el inicio de la reducción de balance para el próximo mes de mayo a un ritmo de 95.000 millones de dólares, que irá aumentándose progresivamente de forma trimestral reduciendo el balance cerca de un 10% en 2022 (0,8 trillones) y hasta un 33% en 2023 (3 trillones). La última vez que la Fed hizo una reducción de balance fue en 2018, en este año lo redujo 0,5 trillones y provocó una caída desmesurada del mercado, como podemos ver en la tabla, la mayoría de los índices terminaron el año en negativo. Desde la pandemia, la Fed ha aumentado su balance de 4,2-8,9 trillones. Creemos que la reducción de balance puede traer consecuencias importantes en el mercado y que este no las está teniendo en cuenta. Además, esto junto a las subidas tipos y el deterioro en los activos de riesgos, sería un tensionamiento de las condiciones financieras superior a los 450 puntos básicos en 12 meses, lo que puede hacer dudar al mercado sobre un posible deterioro de las perspectivas de crecimiento para 2023.

	Valor	Moneda	2018
Renta Variable	MSCI WORLD	USD	-10,4%
	MSCI ACWI	USD	-11,2%
	Euro Stoxx 50 Pr	EUR	-14,3%
	IBEX 35 INDEX	EUR	-15,0%
	S&P 500 INDEX	USD	-6,2%
	NASDAQ COMPOSITE	USD	-3,9%
	NIKKEI 225	JPY	-12,1%
	MSCI EM	USD	-16,6%
Renta Fija	Euro-Aggregate	EUR	0,4%
	Government-Related Treasuries	USD	0,3%
	Corporates	EUR	-1,3%
	Corporate	EUR	-5,3%
	Global Aggregate	EUR	-1,0%
	Pan-European High Yield	EUR	-3,6%
	U.S. Corporate High Yield	USD	-2,1%
	Sovereign	USD	-4,2%
	EM LC Currency Core Govt	USD	-5,7%
	Corporate	USD	-1,9%
	Financials	EUR	-1,5%
	Euro Aggregate Financials - Su	EUR	-3,2%
	Daily	EUR	-4,9%
	Bloomberg Barclays Global Conv	EUR	-6,7%
Materias Primas	Gold Spot \$/Oz	XAU	-1,6%
	Silver Spot \$/Oz	XAG	-8,5%
	BRENT CRUDE FUTR Jun22	USD	0,7%
Divisas	Euro Spot	EUR	-4,5%
	EUR-GBP X-RATE	GBP	1,2%
	EUR-JPY X-RATE	JPY	-7,0%
	EUR-CHF X-RATE	CHF	-3,8%

Incorporamos tabla de valoración también

European sectors consensus expectations

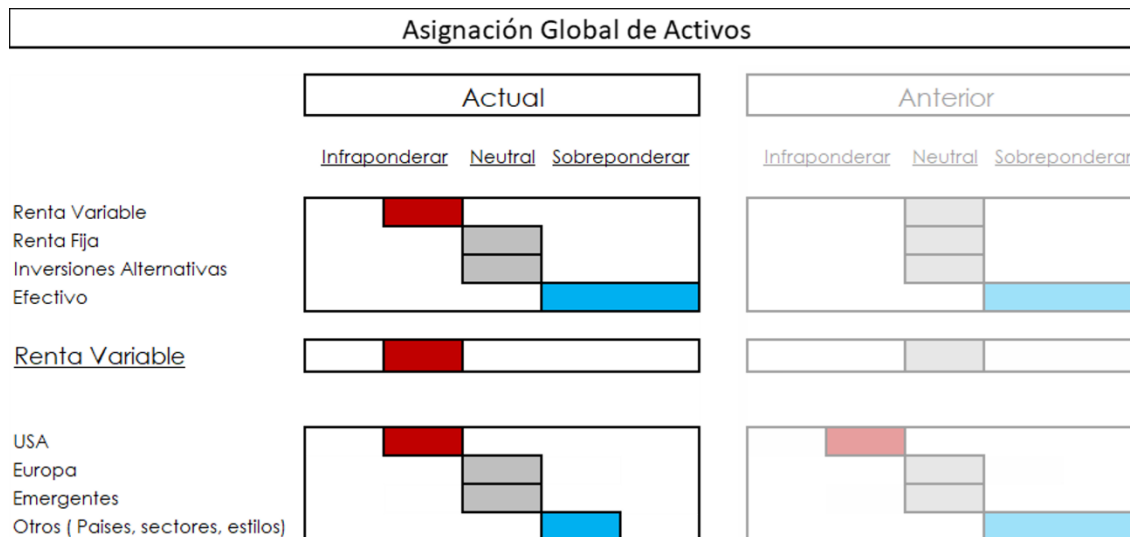
Pre-war ratio (as of 24/02/2022)				Current		
2022e Sales growth (%)	2022e EPS growth (%)	2022e P/E		2022e Sales growth (%)	2022e EPS growth (%)	2022e P/E
25	27	7.2	Energy	48	57	6.3
4	1	17.5	Chemicals	8	-1	18.1
6	5	10.4	Constr. Mat.	7	2	9.9
5	-17	7.1	Metals & Mining	14	7	6.3
13	26	19.2	Aero. & Def.	13	23	20.4
5	14	17.8	Capital Goods	5	10	17.8
8	8	15.9	Construction	9	8	16.1
11	35	8.7	Transportation	13	35	9.0
9	7	6.2	Auto. & Comp.	9	5	5.7
10	13	20.6	Durables, App. & Lux	12	15	20.0
23	91	26.0	Hotels, Rest. & Leisure	23	95	26.5
13	30	20.1	Retailing (spec.)	11	21	19.4
3	1	14.8	Food & Staples Ret.	4	0	15.3
8	18	21.3	Beverages	8	16	22.4
6	10	24.9	Food pdts	6	7	26.8
7	6	8.6	Tobacco	6	6	9.2
6	2	20.5	HPC	7	0	20.7
6	7	16.1	Pharma & Biotech.	6	7	18.3
7	8	21.9	Health Care Eqpt.	7	6	23.2
2	-6	8.2	Banks	2	-11	8.3
3	14	11.1	Div. Financials	20	7	11.6
3	11	9.9	Insurance	0	12	10.7
16	8	16.8	Real Estate	8	11	16.6
13	-2	24.6	Software & IT Svs	14	-4	24.8
6	5	15.4	Tech. Hardware	6	6	15.7
19	25	26.0	Semiconductors	19	25	26.1
0	8	14.0	Telecom Svs	1	7	15.3
5	12	18.8	Media & Ent.	5	10	20.1
-3	6	14.3	Utilities	-7	7	15.0
8	8	13.4	MSCI Europe	11	11	13.5
8	9	13.8	STOXX 600	11	11	13.7
6	9	14.8	STOXX 600 (excl. Commodity-linked)	6	7	15.3

STOXX 600 (excl. commodity-linked) = excluding energy and basic resources, Source: IBES, MSCI, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Un poco de historia sin histeria

Las actuales incertidumbres se parecen bastante más a las de 1990, cuando la invasión de Kuwait por parte de Irak provocó un fuerte repunte en los precios del crudo e impulsó la inflación americana por encima del 6%. Seis meses después, el S&P 500 había subido un 23%, a pesar de que la economía estadounidense registró una suave recesión por el camino.

A largo plazo el crecimiento de los beneficios suele ser similar al del PIB nominal. Esta semana el FMI ha revisado sus estimaciones del PIB real. Las adjuntamos. Nosotros creemos que cuando veamos la contracción en márgenes y el derating de múltiplos probablemente en verano coincidiendo con la reducción de balance de la Fed el mercado dará mejores oportunidades de compra. Por eso estamos ligeramente infraponderados en renta variable. Tras la corrección también en momentos de menor liquidez surgirán oportunidades. La renta variable es mejor antídoto frente a la inflación que la renta fija aunque hay verdaderas oportunidades en renta fija a corto plazo actualmente.



	Real GDP growth (Annual percent change)								
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Media
Japan	-4,5	1,6	2,4	2,3	0,8	0,7	0,5	0,4	1,1
United States	-3,4	5,7	3,7	2,3	1,4	1,7	1,7	1,7	2,1
Europe	-5,6	5,4	1	1,8	2	1,8	1,7	1,6	1,1
Euro area	-6,4	5,3	2,8	2,3	1,8	1,6	1,5	1,3	1,1
Advanced economies	-4,5	5,2	3,3	2,4	1,7	1,7	1,6	1,6	2,1
Emerging market and	-2	6,8	3,8	4,4	4,6	4,5	4,4	4,3	4,1
World	-3,1	6,1	3,6	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	3,1

Podemos analizar también otros momentos de la historia dónde los Bancos Centrales tenían menos herramientas y capacidad de reacción. No es nuestro escenario y sólo lo ponemos a título de recordatorio.

Si comparamos el escenario macro actual con la situación de mediados de los años 1970 y principios de los 1980, cuando la inflación se desbocó por los shocks del petróleo (embargo de la OPEP y guerra Irán-Irak) provocando tres recesiones entre noviembre de 1973 y marzo de 1975, de enero de 1980 a julio de 1980, y entre junio de 1981 y noviembre de 1982.

En el primer período analizado, la Fed tensionó los tipos 425 puntos básicos en seis meses (entre febrero y agosto de 1973, hasta el 11%) con una inflación que alcanzó un máximo del 12,3% (en diciembre de 1974), una tasa de paro que paso del 4,8% en noviembre de 1973 a un 8,5% en el cuarto trimestre de 1975, con datos de crecimiento marcando recesión hasta agosto de 1975.

En el segundo periodo, la Fed (con Volcker al frente) reaccionó mucho más rápido subiendo 850 puntos básicos en seis meses (de octubre de 1979 a marzo de 1980 hasta un tipo en el 20%), para volver a rebajar prematuramente debido a la fuerte contracción de la actividad (-1.050 puntos básicos en cuatro meses, hasta julio de 1980), lo que le obligó a volver a subir lo bajado

en seis meses (de diciembre de 1980 a mayo de 1981). Con esto la inflación se moderó progresivamente tras marcar pico en el 14,8% en marzo de 1980. En este periodo, la tasa de paro superó el 10% en el primer semestre de 1983 y la macro no se recuperó hasta febrero de 1983.



Welcome AM

917 829 206

info@wamiberia.com

Paseo de la Castellana 110, 4ª planta, 28046, Madrid.

“Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.