



**Afi** Inversiones Globales  
SGIIC SA

# Se ha esquivado la recesión... ¿pero solo de forma temporal?

**David Cano Martínez**

Madrid, 8 de junio de 2023

**dcano@afi.es**

**@david\_cano\_m**

# Se ha esquivado la recesión...

## Índices de sentimiento empresarial y crecimiento del PIB

### EE.UU.

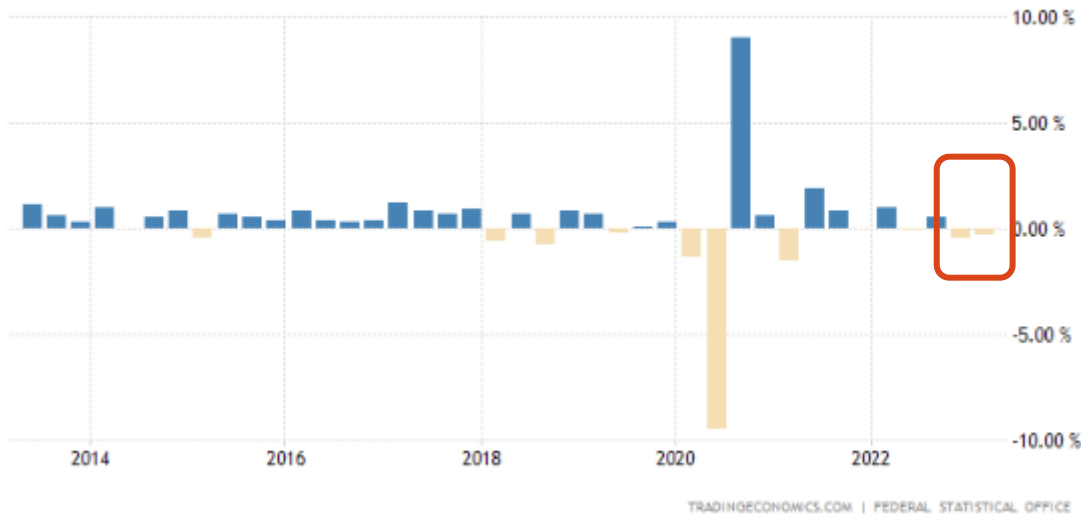


### Zona euro

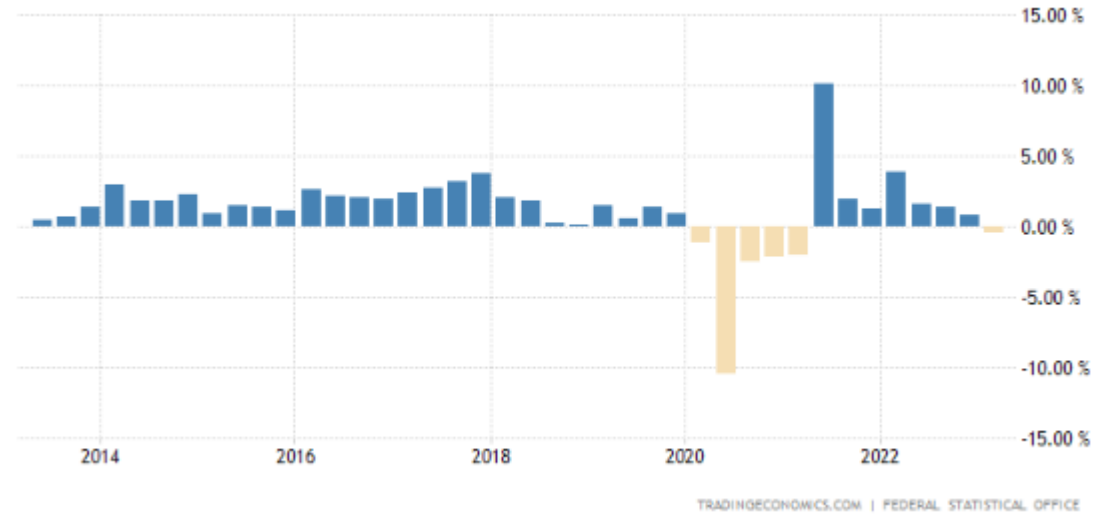


# ... salvo en Alemania...

## Crecimiento trimestral del PIB



## Crecimiento interanual del PIB



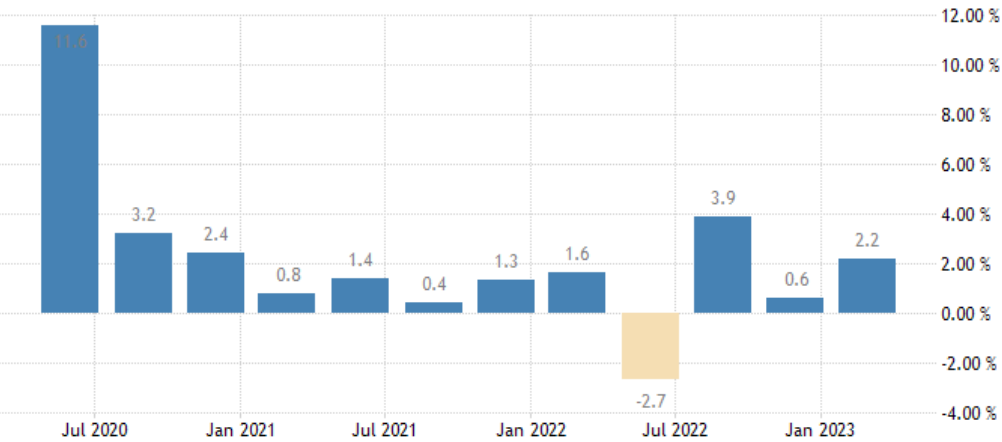
# ... pero no en el resto de los países de la zona euro

## Crecimiento del PIB y previsiones

% anual	2022	AFI (mar-23)		CE (may-23)		OCDE (mar-23)		FMI (abr-23)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
<b>Área euro</b>	3,5	0,5	0,7	1,1	1,6	0,8	1,5	0,8	1,4
<b>Alemania</b>	1,9	-0,1	0,9	0,2	1,4	0,3	1,7	-0,1	1,1
<b>Francia</b>	2,6	0,5	0,9	0,7	1,4	0,7	1,3	0,7	1,3
<b>Italia</b>	3,8	0,5	0,7	1,2	1,1	0,6	1,0	0,7	0,8
<b>España</b>	5,5	1,8	1,5	1,9	2,0	1,7	1,7	1,5	2,0

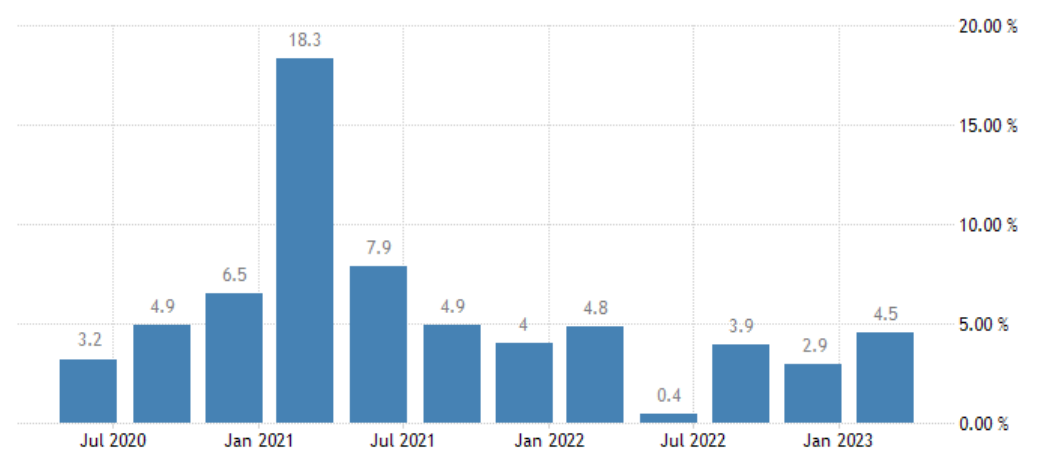
# China: mayor crecimiento de lo esperado del PIB en 1T23 (+2,2% T), acelerando el avance interanual (4,5%).

### Crecimiento trimestral del PIB



TRADINGECONOMICS.COM | NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA

### Crecimiento interanual del PIB



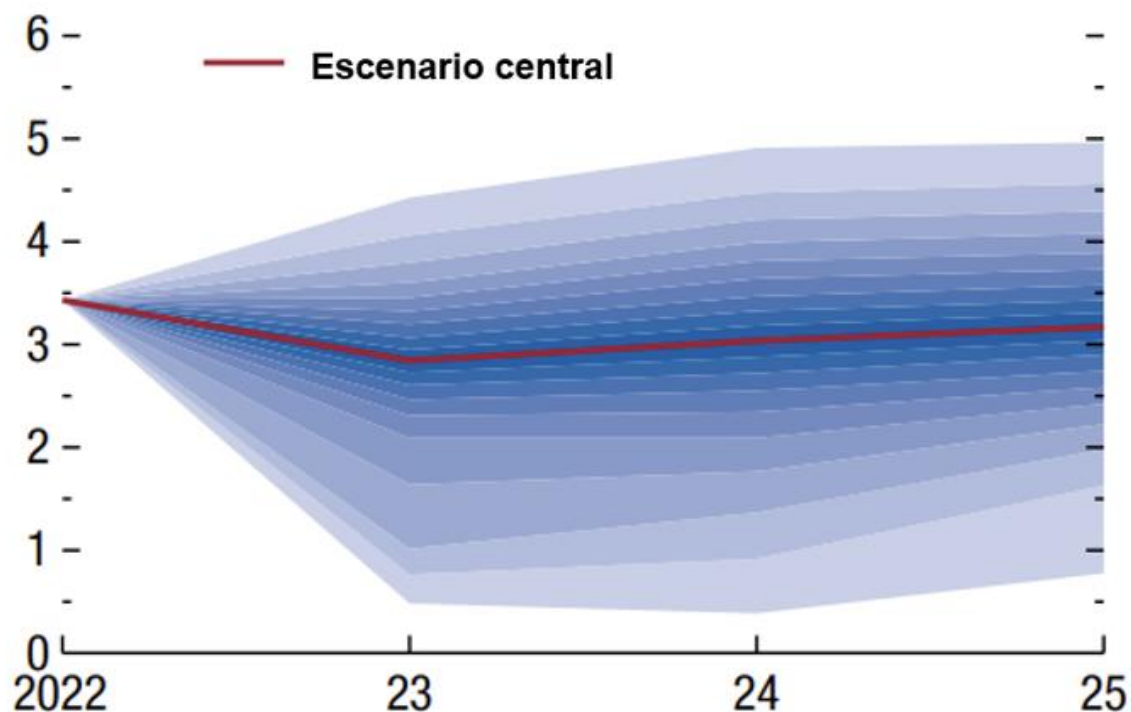
TRADINGECONOMICS.COM | NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA

# Junto con India, vuelven los motores del PIB mundial

## Previsiones de crecimiento del PIB

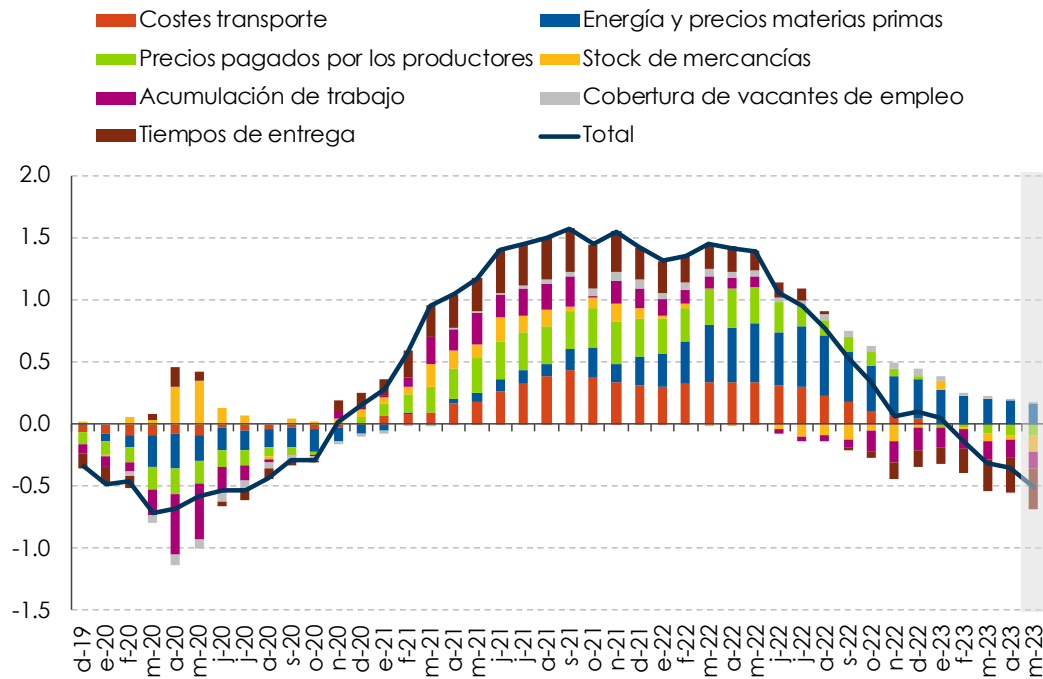
% anual	FMI (abr-23)		
	2022	2023	2024
<b>Mundo</b>	3,4	2,8	3,0
<b>Desarrolladas</b>	2,7	1,3	1,4
EEUU	2,1	1,6	1,1
Área euro	3,5	0,8	1,4
Alemania	1,8	-0,1	1,1
Francia	2,6	0,7	1,3
Italia	3,7	0,7	0,8
España	5,5	1,5	2,0
Japón	1,1	1,3	1,0
Reino Unido	4,0	-0,3	1,0
<b>Emergentes</b>	4,0	3,9	4,2
Brasil	2,9	0,9	1,5
México	3,1	1,8	1,6
Rusia	-2,1	0,7	1,3
India	6,8	5,9	6,3
China	3,0	5,2	4,5

## Crecimiento del PIB mundial y previsiones del FMI

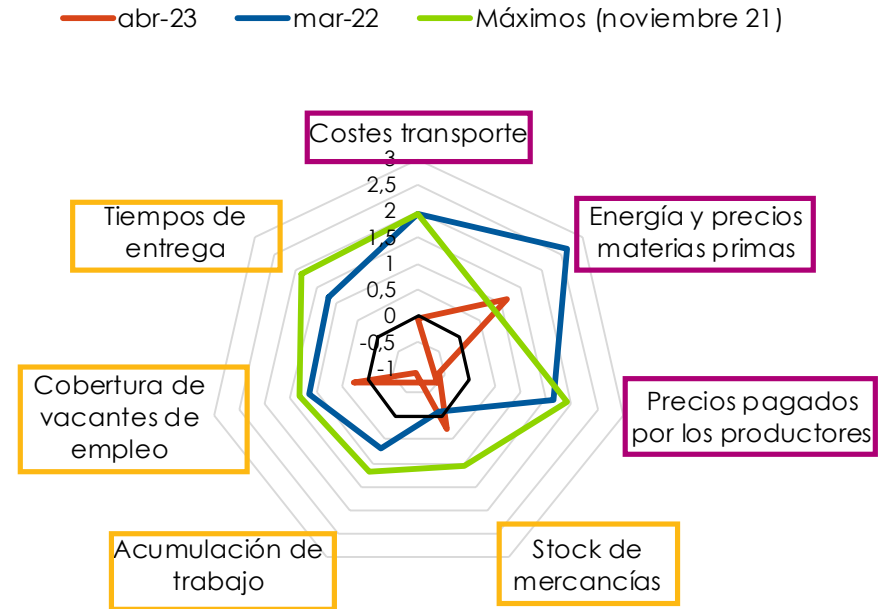


# Fuerte relajación de los cuellos de botella

**Índice general y contribuciones**  
(desviaciones respecto a la media histórica\*)



**Comparativa mensual por componentes**  
(desviaciones respecto a la media histórica\*)



Fuente: Afi, Macrobond, Datastream, Bloomberg

\* Valores iguales a 0 corresponden a la media histórica. Valores por encima de la media histórica implica un aumento del tensionamiento en el componente, mientras que valores por debajo de la media histórica reflejan una relajación.

# Cuadro de seguimiento del riesgo de inflación

## BALTIC DRY INDEX



## Petróleo (Brent, USD)



## Gas natural



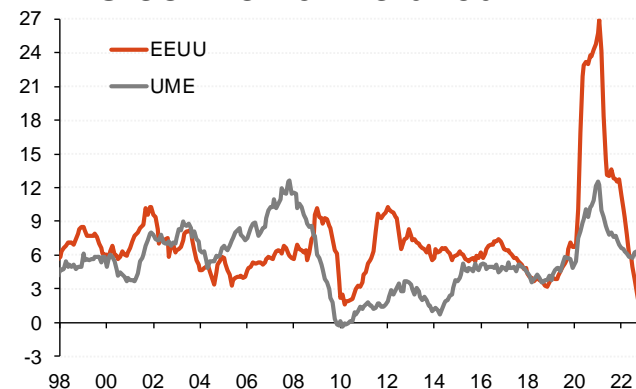
## Derechos de emisión de CO2



## Metales (LME)



## M2 (EEUU) y M3 (UME) Crecimiento interanual

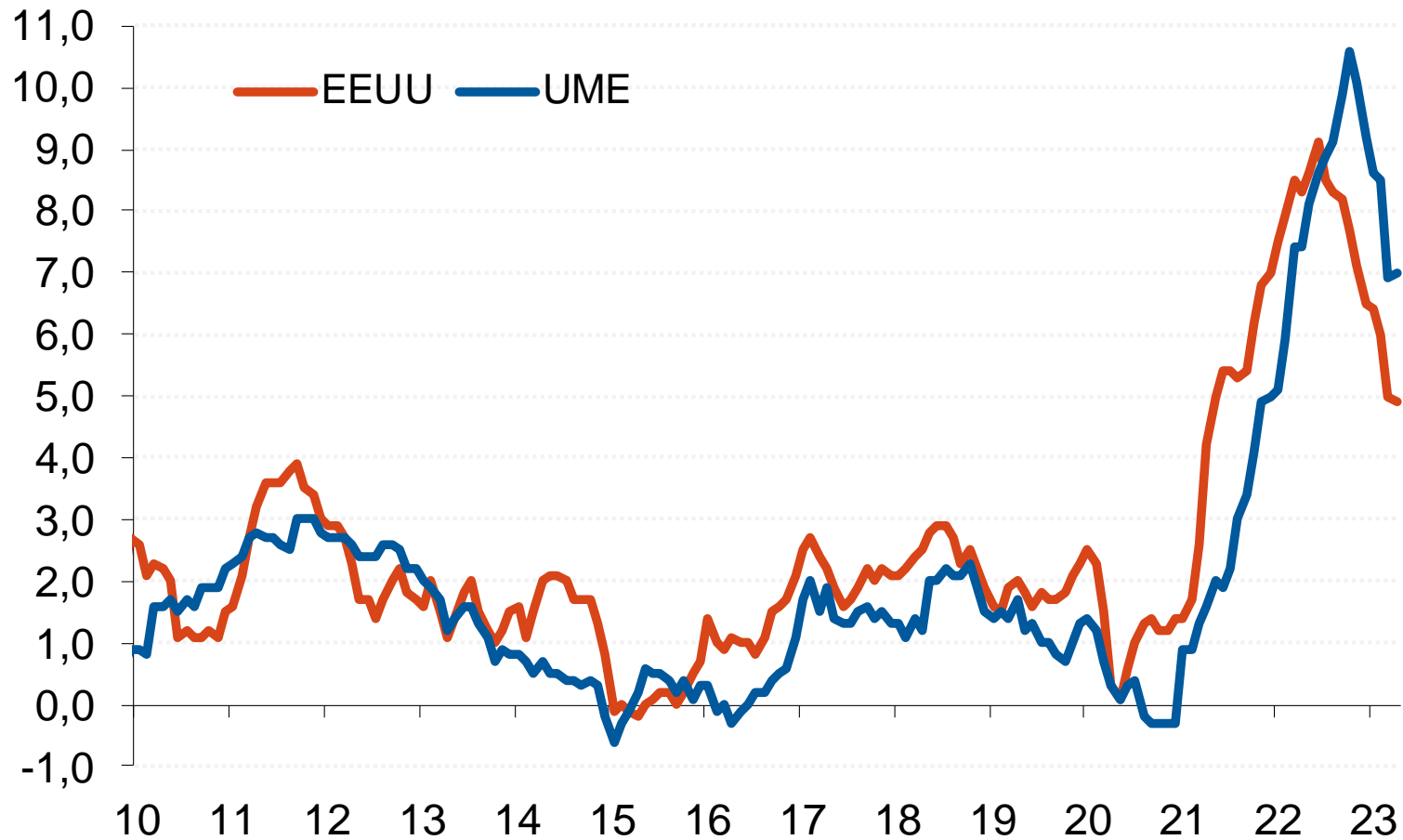


	31/05/2023	30/04/2023	09/03/2023	31/12/2022	31/05/2022	Último	30/04/2023	09/03/2023	31/12/2022	31/05/2022	
RICI	3.379,5	-6,6%	-6,0%	-11,7%	-22,2%	Gas Natural	2,3	-5,1%	-10,1%	-48,9%	-71,9%
CRB	282,9	-4,3%	-2,4%	-6,1%	-16,1%	CO2	79,0	-7,7%	-17,1%	-3,1%	-5,6%
Baltic dry	1.123,0	-28,7%	-18,6%	-25,9%	-56,2%	Brent	71,8	-9,7%	-11,9%	-16,4%	-41,5%
LME	3.644,7	-6,7%	-7,8%	-8,5%	-19,7%	Oro	1.959,2	-2,0%	6,8%	7,3%	6,3%

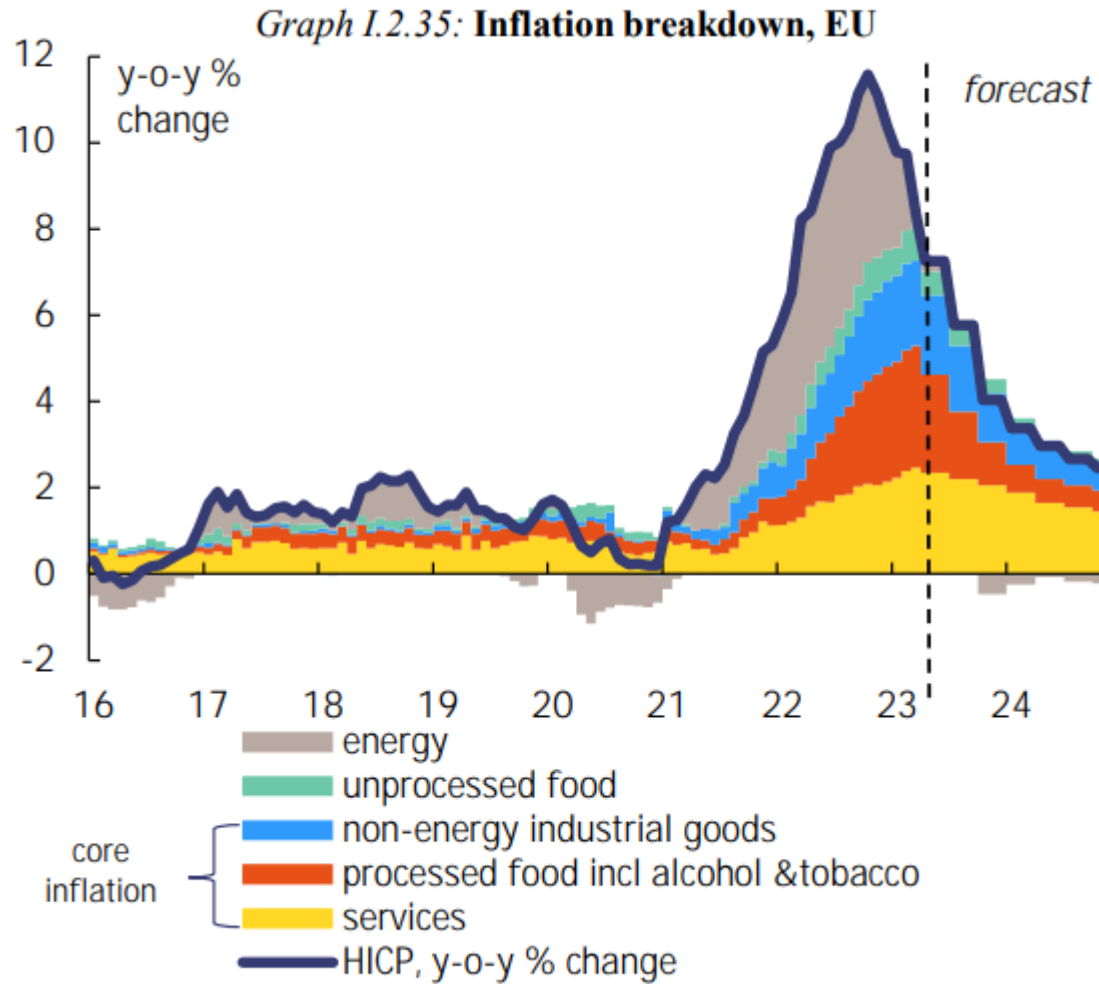


# La inflación general deja atrás los máximos.

Evolución de la tasa de inflación en EEUU y en la zona euro



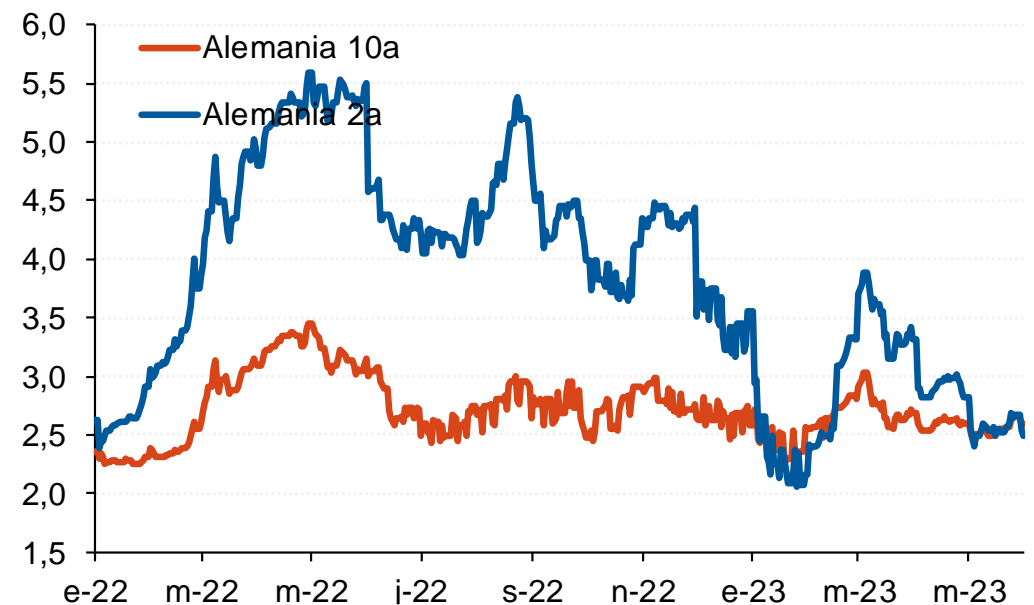
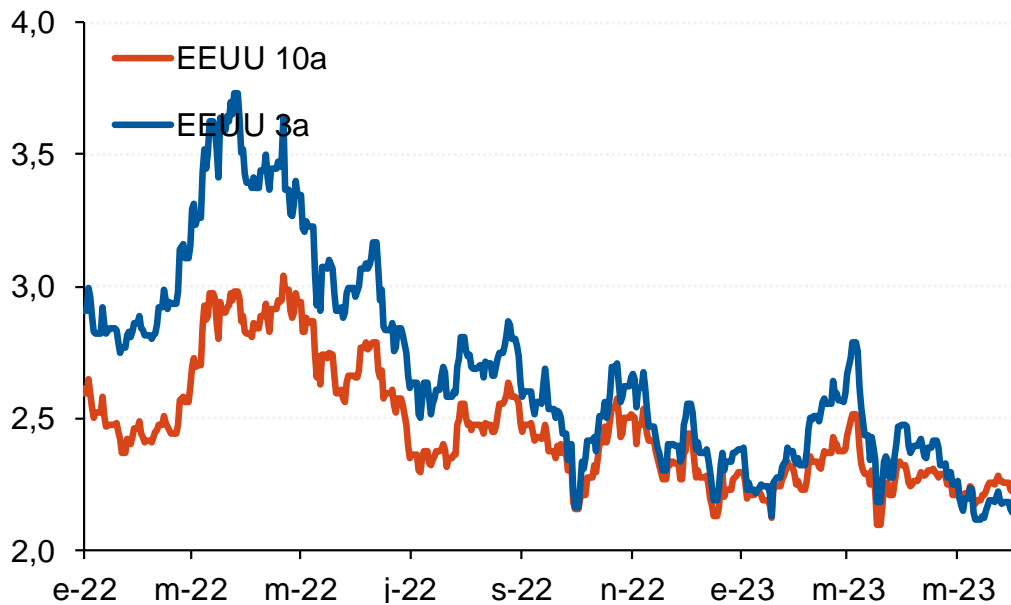
## Evolución de la tasa de inflación en la UE y previsiones



# El mercado cotiza un rango de inflación 2,0% - 2,5%. Afi

Inflación actual y expectativas de inflación en distintos plazos (EEUU y Alemania)

EEUU		Alemania	
<b>Actual</b>	<b>4,9</b>	<b>Actual</b>	<b>7,2</b>
3 años	2,1	2 años	2,5
5 años	2,2	5 años	2,5
10 años	2,2	10 años	2,6



# ¿Hemos llegado al final del proceso de subidas de tipos por parte de los bancos centrales?

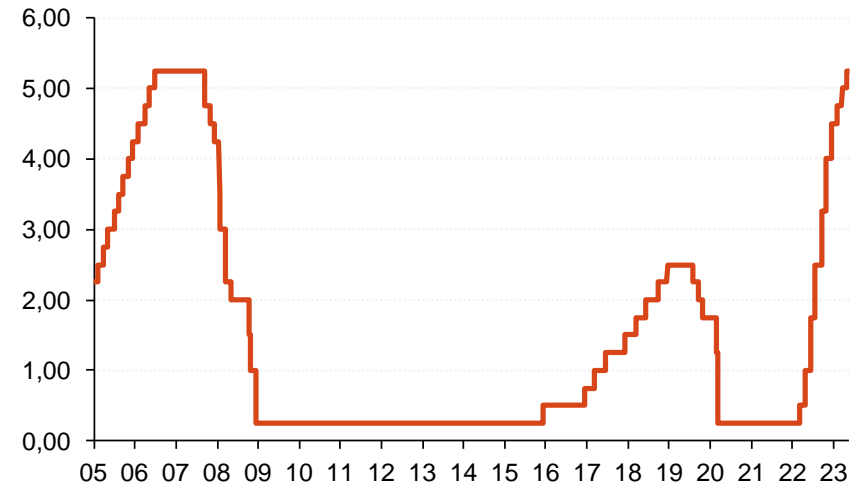
Tipo de interés y variación acumulada desde DIC20

	Último	31/12/2020
Fed	5,25	500
BCE	3,75	375
BoE	4,50	440
Japón	-0,10	0
Suiza	1,50	225
Noruega	3,25	325
Suecia	3,50	350
Canadá	4,50	425
Australia	3,85	375
N.Zelanda	5,25	500
China	3,65	-20
India	6,50	250
Rusia	7,50	325
Brasil	13,75	1175
México	11,25	700
Colombia	13,25	1150
Chile	11,25	1075
Perú	7,75	750
Corea del Sur	3,50	300
Indonesia	5,75	200
Turquía	8,50	-850
Polonia	6,75	665
Sudáfrica	7,75	425
Israel	4,50	440
Rumanía	7,00	550

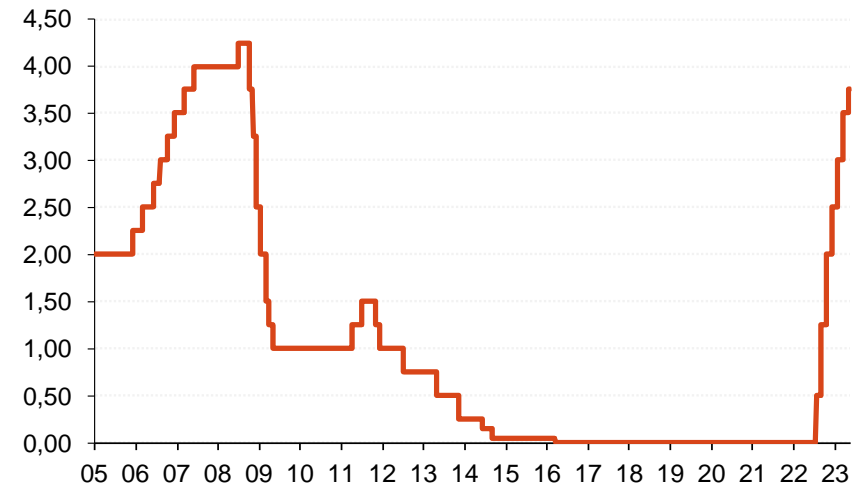
Tipo de interés y variación acumulada en 2023

	Último	31/12/2022
Fed	5,25	75
BCE	3,75	125
BoE	4,50	100
Japón	-0,10	0
Suiza	1,50	50
Noruega	3,25	50
Suecia	3,50	100
Canadá	4,50	25
Australia	3,85	75
N.Zelanda	5,25	100
China	3,65	0
India	6,50	25
Rusia	7,50	0
Brasil	13,75	0
México	11,25	75
Colombia	13,25	125
Chile	11,25	0
Perú	7,75	25
Corea del Sur	3,50	25
Indonesia	5,75	25
Turquía	8,50	-50
Polonia	6,75	0
Sudáfrica	7,75	75
Israel	4,50	125
Rumanía	7,00	25

EEUU



BCE

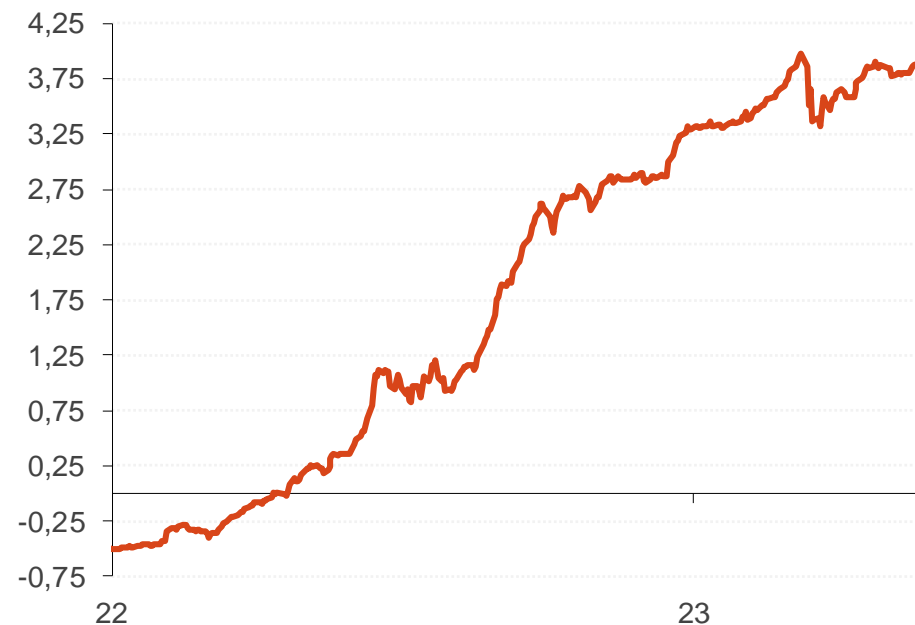
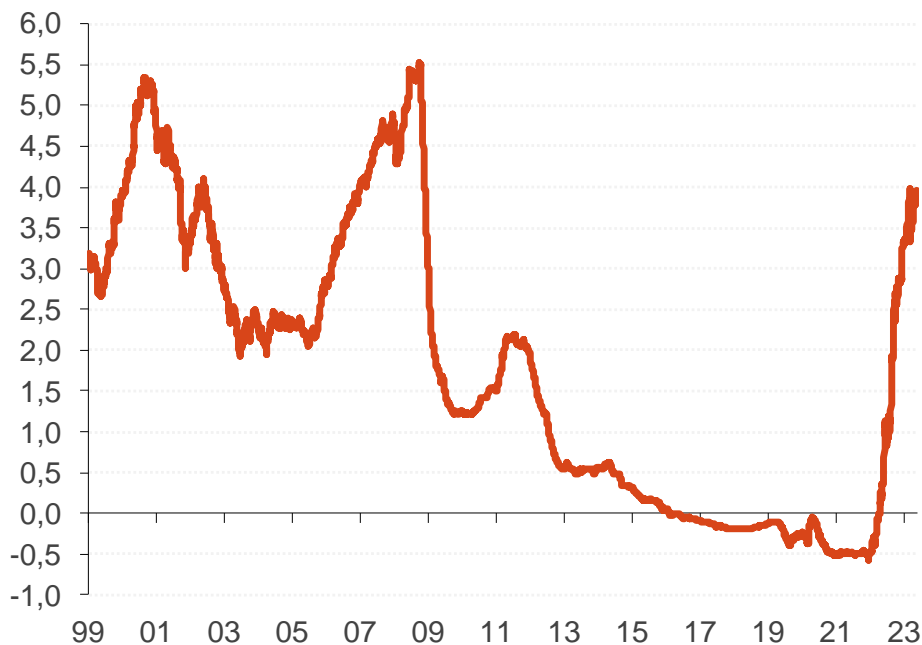


# Previsiones AFI de tipos de interés del EUR

## Previsiones AFI

%	MRO, FD y EURIBO			Alemania (TIR)					España (TIR)					Italia (TIR)			Italia vs ESP			España vs ALE		
	BCE	FD	12 m	2a	5 a	10 a	15 a	30 a	2a	5a	10a	15 a	30 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
may.-23	3,75	3,25	3,96	2,96	2,53	2,52	2,71	2,66	3,21	3,20	3,58	3,88	4,17	3,53	3,85	4,38	31	64	80	26	67	106
jun-23	4,00	3,50	3,80	2,80	2,50	2,50	2,53	2,45	3,05	3,20	3,60	3,74	3,90	3,40	3,95	4,45	35	75	85	25	70	110
sep-23	4,25	3,75	3,60	2,70	2,40	2,40	2,45	2,40	2,95	3,10	3,55	3,73	3,95	3,40	3,90	4,50	45	80	95	25	70	115
dic-23	4,25	3,75	3,25	2,50	2,30	2,35	2,43	2,40	2,75	3,00	3,40	3,59	3,80	3,20	3,80	4,40	45	80	100	25	70	105
mar-24	3,75	3,25	2,80	2,35	2,25	2,25	2,30	2,35	2,55	2,90	3,25	3,39	3,65	3,00	3,70	4,25	45	80	100	20	65	100
jun-24	3,25	2,75	2,55	2,20	2,15	2,15	2,23	2,30	2,40	2,80	3,15	3,32	3,60	2,80	3,50	4,05	40	70	90	20	65	100
sep-24	3,00	2,50	2,45	2,00	2,05	2,10	2,20	2,30	2,20	2,70	3,10	3,29	3,60	2,55	3,35	4,00	35	65	90	20	65	100
dic-24	2,75	2,25	2,45	1,85	1,95	2,00	2,13	2,25	2,05	2,60	3,00	3,22	3,55	2,40	3,25	3,90	35	65	90	20	65	100
mar-25	2,75	2,25	2,45	1,75	1,85	2,00	2,05	2,10	1,95	2,50	3,00	3,14	3,40	2,30	3,15	3,90	35	65	90	20	65	100

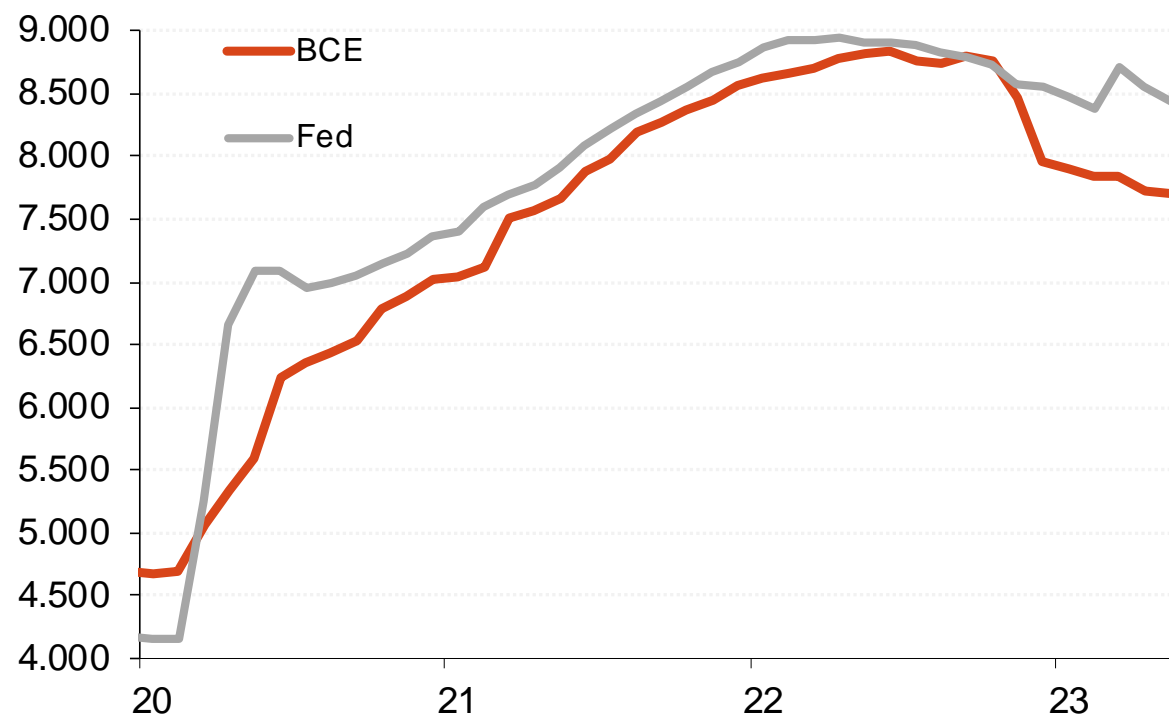
## Evolución del Euribor 12m



# Nueva reducción del tamaño del balance del BCE y de la Fed. En este caso, se acerca a los niveles previos a la quiebra de SVB.

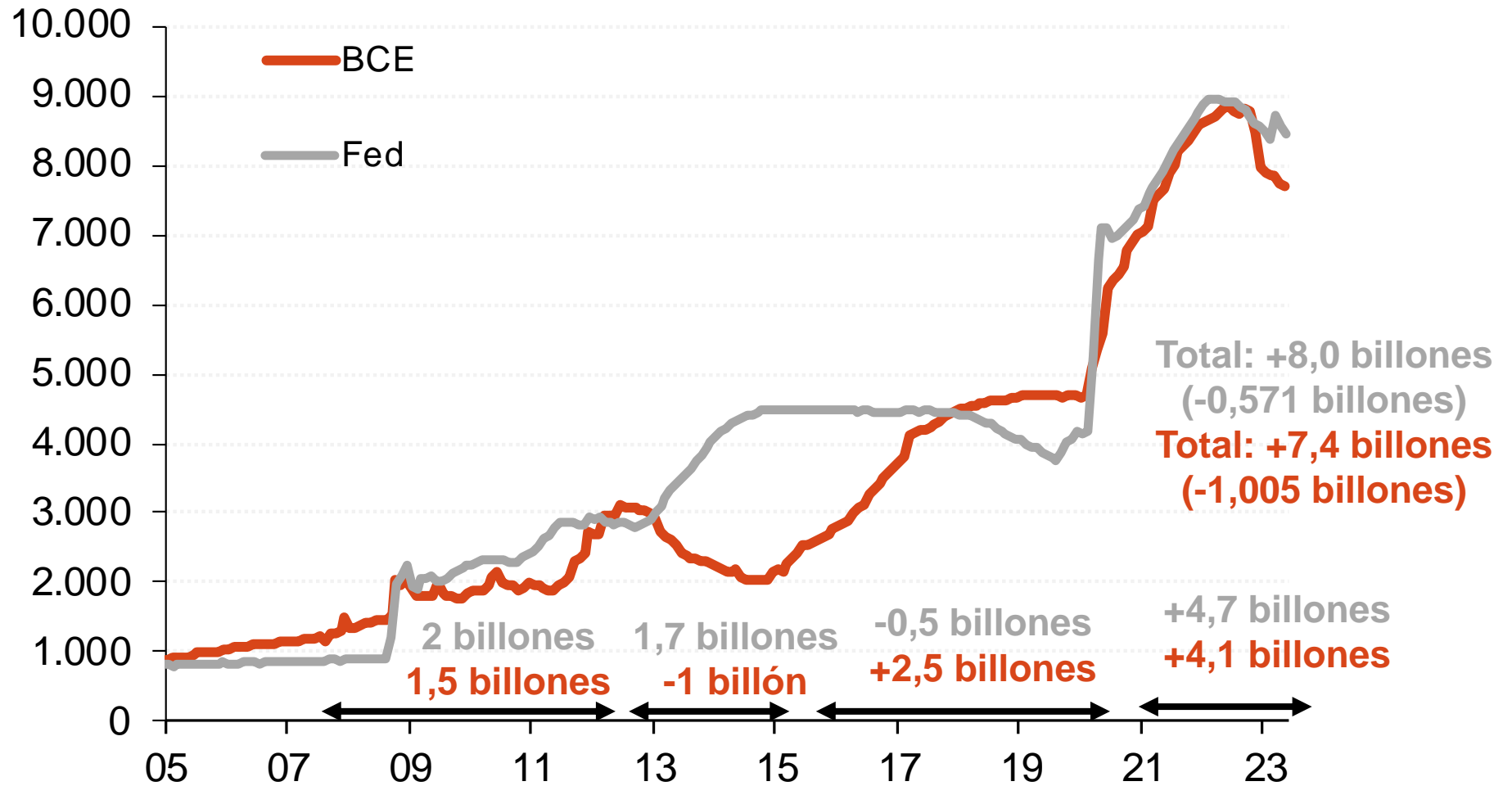
Evolución del tamaño del balance de la Fed y del BCE (en miles de millones de USD y EUR)

	Fed	BCE
agosto-08	911	1.449
junio-11	2.865	1.972
Aumento QE1 y QE2	1.955	523
septiembre-12	2.805	3.082
octubre-14	4.487	2.052
Aumento QE3	1.682	- 1.030
marzo-14	4.227	2.152
agosto-19	3.760	4.684
Variación	- 467	2.532
febrero-20	4.159	4.692
junio-22	8.914	8.836
Variación COVID	4.755	4.144
agosto-08	911	1.449
junio-22	8.914	8.836
Variación TOTAL	8.003	7.387
mayo-23	8.436	7.714
Variación desde máx.	- 477	- 1.122
abril-23	8.563	7.720
Variación mensual	- 127	- 6



# Casi 14 años, 8 billones (por COVID, en algo más de 2 años, entre 4,1 -BCE- y 4,7 billones -Fed-)

Evolución del tamaño del balance de la Reserva Federal de EEUU (en miles de millones de USD y EUR)



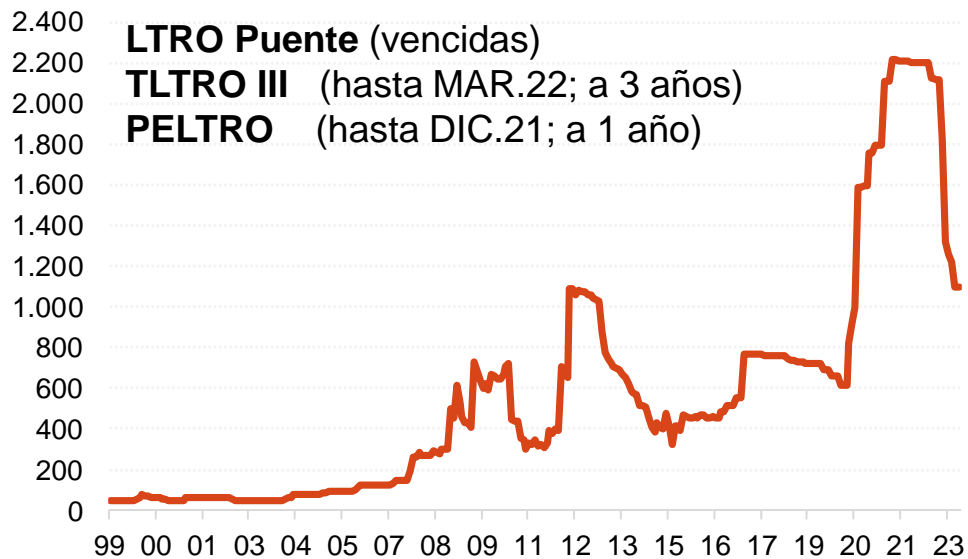
# BCE en COVID

**Política monetaria no convencional**  
 (creación de base monetaria)  
**4,1 billones de EUR (desde FEB20)**

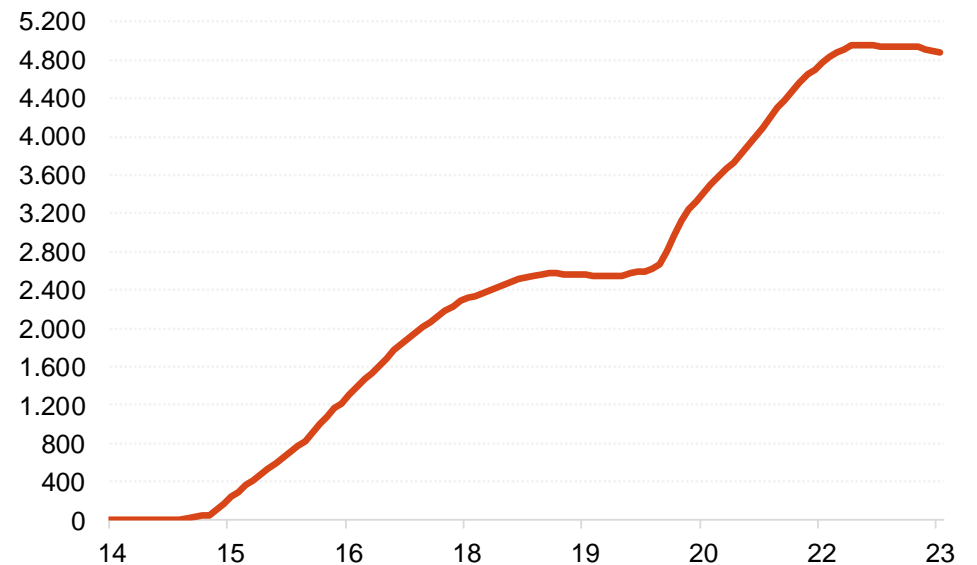


**Inyección de liquidez a las entidades crediticias**  
**1,6 billones de EUR**

**Compra a vencimiento de activos de renta fija (QE)**  
**2,5 billones de EUR**



**APP + PEPP (miles de millones de EUR)**

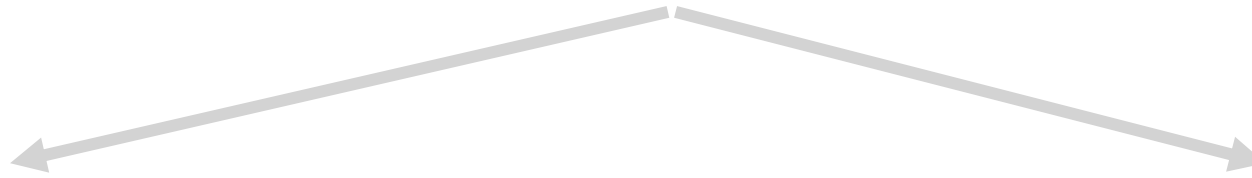




# Compra a vencimiento de activos de renta fija (QE)

2,5 billones de EUR

$$QE (BCE) = APP + PEPP$$



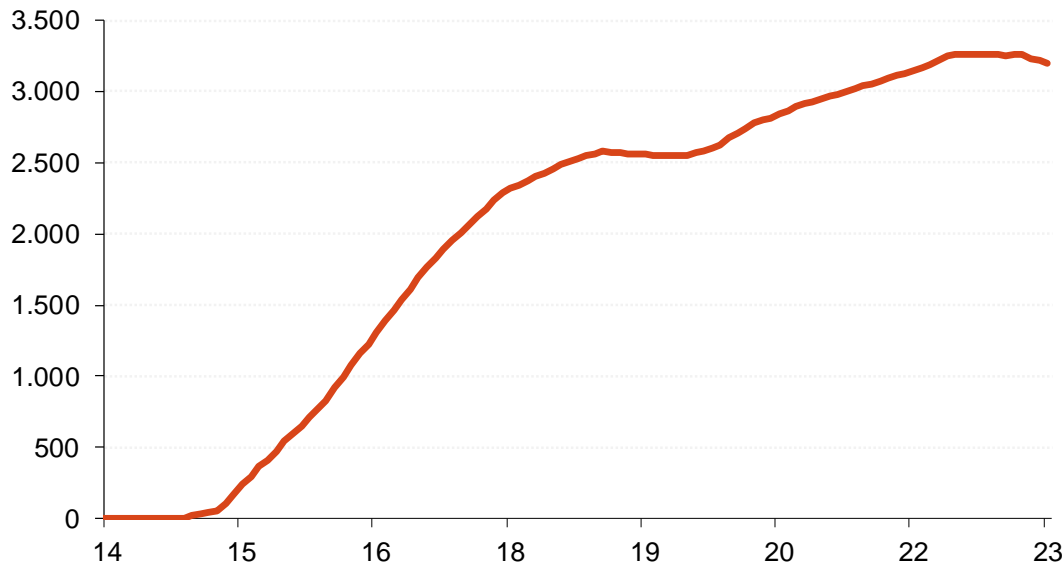
**APP**

0,8 billones de EUR

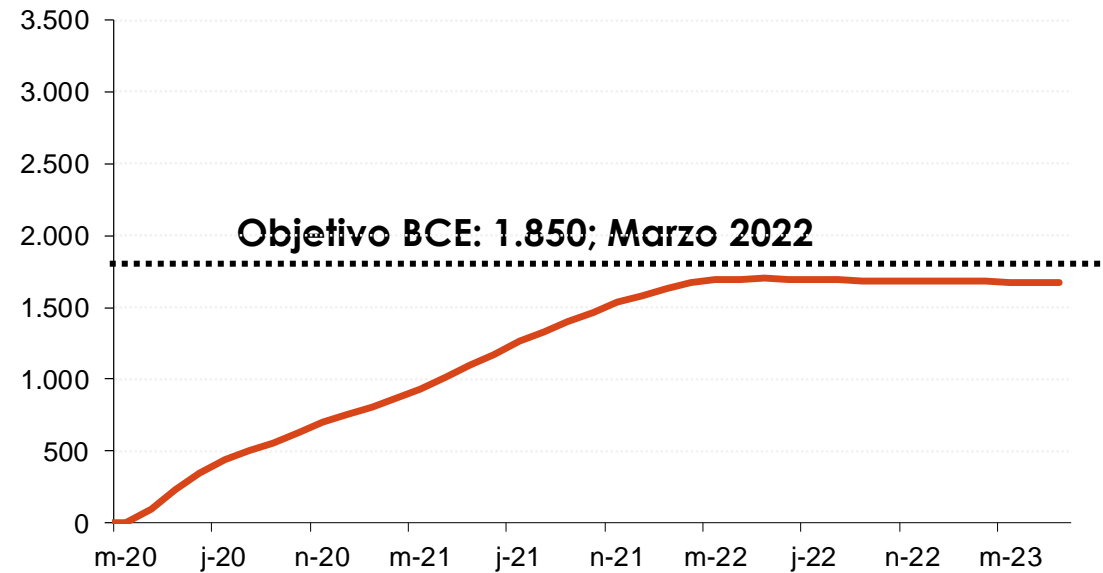
**PEPP**

1,7 billones de EUR

**APP (miles de millones de EUR)**



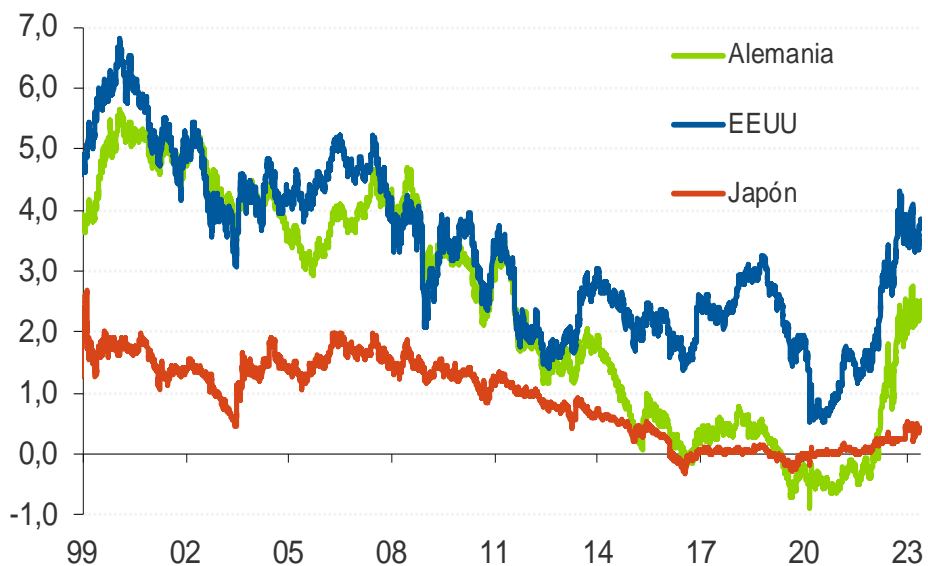
**PEPP (miles de millones de EUR)**



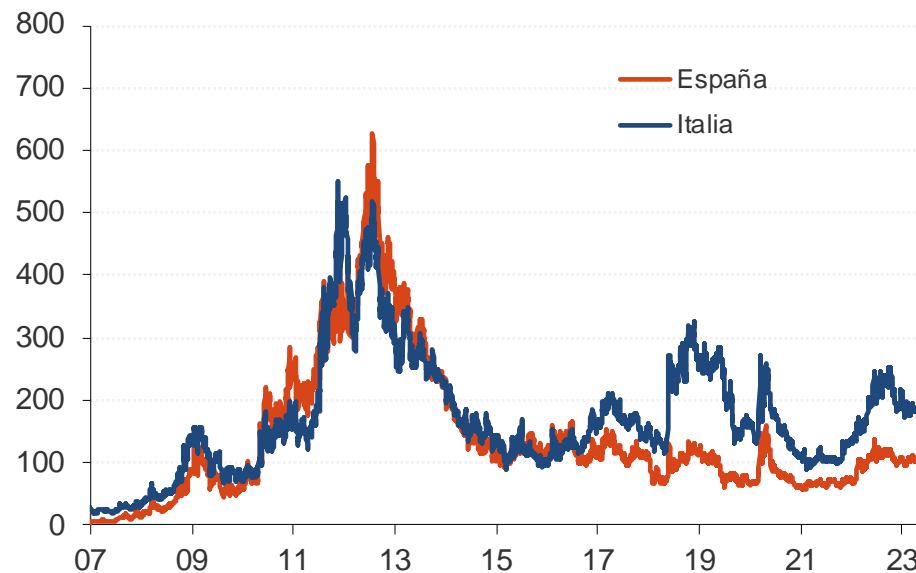
- CBPP** (30.000 millones de EUR en *covered bonds*)
- PSPP** (500.000 millones de EUR en deuda pública)
- CSPP** (250.000 millones de EUR en renta fija privada)

**PEPP** (1.700.000 millones de EUR en RF, especialmente DP)

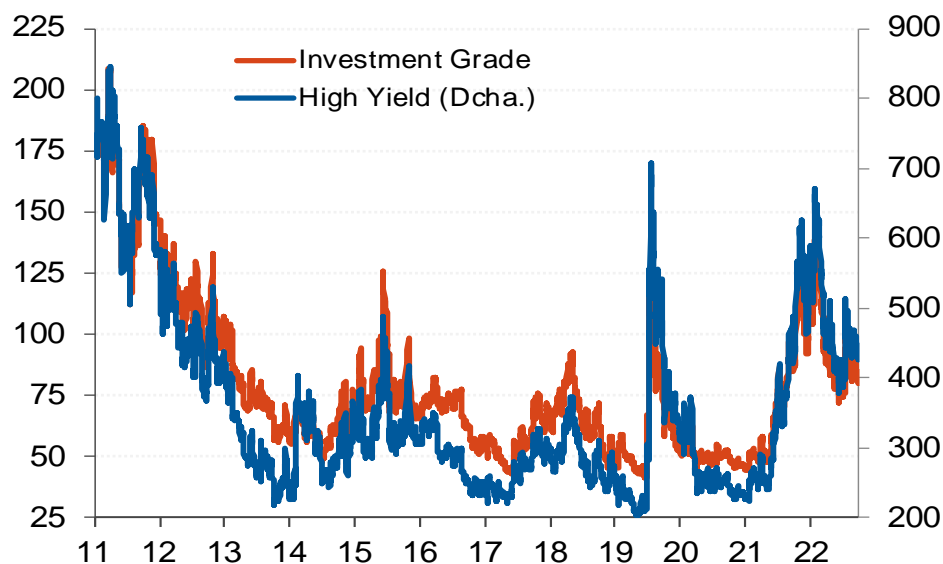
## Tipos de interés a 10 años



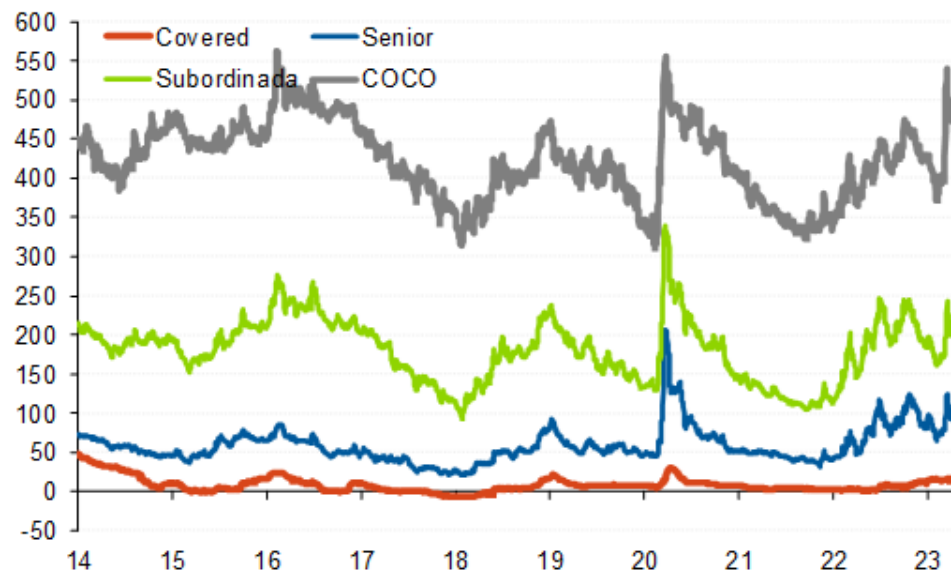
## Prima por riesgo de Italia y España a 10a vs Alemania



## Diferenciales de RF privada EUR (IG y HY)



## Diferenciales RF Financiera EUR





**Muchas gracias**

# Crecimiento económico aunque, a pesar de la mejora de las previsiones, débil (pero no recesión)

Previsiones de crecimiento del PIB

	2022	AFI (mar-23)		CE (may-23)		OCDE (mar-23)		FMI (abr-23)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
% anual									
<b>Mundo</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	-	-	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
<b>Desarrolladas</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	-	-	-	-	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
EEUU	2,1	1,1	0,7	-	-	1,5	0,9	1,6	1,1
Área euro	3,5	0,5	0,7	1,1	1,6	0,8	1,5	0,8	1,4
Alemania	1,9	-0,1	0,9	0,2	1,4	0,3	1,7	-0,1	1,1
Francia	2,6	0,5	0,9	0,7	1,4	0,7	1,3	0,7	1,3
Italia	3,8	0,5	0,7	1,2	1,1	0,6	1,0	0,7	0,8
España	5,5	1,8	1,5	1,9	2,0	1,7	1,7	1,5	2,0
Japón	1,1	1,2	1,0	-	-	1,4	1,1	1,3	1,0
Reino Unido	4,0	-0,2	0,6	-	-	-0,2	0,9	-0,3	1,0
<b>Emergentes</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	-	-	-	-	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
Brasil	2,9	0,8	1,5	-	-	1,0	1,1	0,9	1,5
México	3,1	1,2	1,6	-	-	1,8	2,1	1,8	1,6
Rusia	-2,1	-2,5	1,6	-	-	-2,5	-0,5	0,7	1,3
India	6,7	6,7	6,0	-	-	5,9	7,1	5,9	6,3
China	3,0	5,0	5,0	-	-	5,3	4,9	5,2	4,5

# En 2023 la tasa de inflación será menor que en 2022.

## Previsiones de inflación

% anual	AFI* (mar-23)			CE (feb-23)		OCDE (mar-23)		FMI (abr-23)	
	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
<b>Mundo</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>7,0</b>	<b>4,9</b>
<b>Desarrolladas</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>
<b>EEUU</b>	8,0	4,7	3,5	-	-	3,7	2,5	4,5	2,3
<b>Área euro</b>	8,4	5,9	3,1	5,6	2,5	6,2	3,0	5,3	2,9
<b>Alemania</b>	6,9	6,6	2,9	6,3	2,4	6,7	3,1	6,2	3,1
<b>Francia</b>	5,2	5,0	2,9	5,2	2,5	5,5	2,5	5,0	2,5
<b>Italia</b>	8,2	7,0	2,9	6,1	2,6	6,7	2,5	4,5	2,6
<b>España</b>	8,4	4,9	3,5	4,4	2,3	4,2	4,0	4,3	3,2
<b>Japón</b>	2,5	2,7	1,4	-	-	2,5	1,8	2,7	2,2
<b>Reino Unido</b>	9,1	7,0	2,9	-	-	6,7	2,8	6,8	3,0
<b>Emergentes</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>
<b>Brasil</b>	9,3	5,5	4,0	-	-	5,4	4,3	5,0	4,8
<b>México</b>	7,9	6,7	4,3	-	-	5,9	3,4	6,3	3,9
<b>Rusia</b>	13,8	6,5	5,0	-	-	6,4	5,3	7,0	4,6
<b>India</b>	6,7	5,0	4,0	-	-	5,8	4,2	4,9	4,4
<b>China</b>	2,0	2,3	2,0	-	-	2,2	2,0	2,0	2,2

\* Afi hace previsiones del IPC de los países del área euro, mientras que el FMI, CE y OCDE lo hacen del IPC armonizado.

### Tipos de cambio del EUR y previsiones AFI

	Cruce	Último	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24
<b>Desarrolladas</b>	USD/EUR	1,08	1,05	1,09	1,13	1,14	1,15
	GBP/EUR	0,86	0,86	0,87	0,89	0,90	0,90
	JPY/EUR	149	148	140	144	143	138
	CHF/EUR	0,98	0,97	0,99	1,00	1,01	1,02
	NOK/EUR	11,89	12,10	11,20	11,00	10,90	10,75
	CAD/EUR	1,45	1,42	1,46	1,50	1,49	1,50
	SEK/EUR	11,6	11,8	11,1	10,9	10,8	10,8
<b>EM vs USD</b>	RUB/USD	81,0	82,5	82,5	83,0	84,0	85,0
	TRY/USD	20,81	20,95	21,10	21,50	21,65	21,75
	BRL/USD	5,02	5,05	5,00	4,90	4,90	4,80
	MXN/USD	17,57	17,70	18,20	18,25	18,30	18,50
	CNY/USD	7,09	7,15	7,05	6,95	6,90	6,90
	INR/USD	82,32	82,85	80,00	78,50	76,00	75,00
<b>EM vs EUR</b>	RUB/EUR	87,1	86,6	89,9	93,8	95,8	97,8
	TRY/EUR	22,37	22,00	23,00	24,30	24,68	25,01
	BRL/EUR	5,40	5,30	5,45	5,54	5,59	5,52
	MXN/EUR	18,89	18,59	19,84	20,62	20,86	21,28
	CNY/EUR	7,63	7,51	7,68	7,85	7,87	7,94
	INR/EUR	88,51	86,99	87,20	88,71	86,64	86,25