

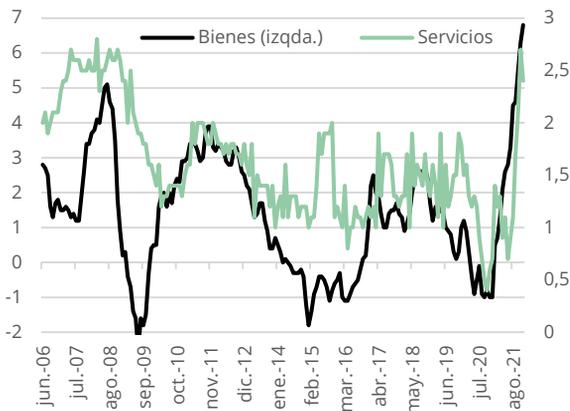
Análisis de Mercados
Enero 2022

Ricardo Gil
Director de Estrategia

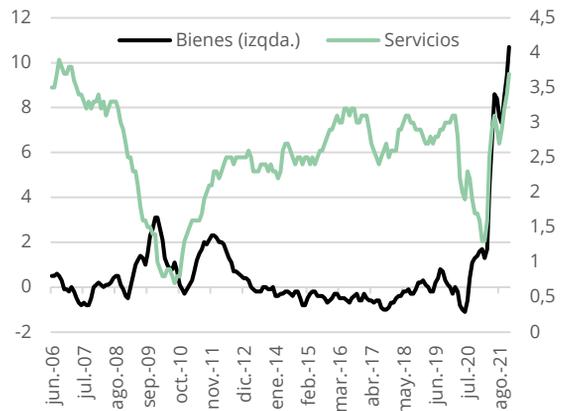
La economía mundial continúa creciendo pero a menor ritmo, propio de las últimas fases del ciclo. En los próximos meses quizás veamos sorpresas negativas por el lado macroeconómico. La evolución del consumo será clave para poder determinar su gravedad. La inflación ha continuado sorprendiendo, especialmente en la Eurozona. Esperamos que las menores tasas de crecimiento y la estabilización de los precios de la energía se traduzcan en niveles de inflación más bajos en los próximos meses.



Precios bienes y precio servicios EU



Precios bienes y precio servicios EE. UU.



Los datos de inflación se han mantenido en niveles elevados tanto en la Eurozona como en EE. UU. Sin embargo, en los próximos meses veremos una bajada de estas tasas debido a que el rebote de la demanda interna será menor de lo esperado una vez se levanten las restricciones.

Los primeros adelantos de datos publicados en enero apuntan a menores tensiones en las cadenas de suministros a nivel global y, aunque los precios de la energía siguen siendo elevados, no se sitúan en los niveles alcanzados a lo largo de la segunda parte de 2021. Tenemos que recordar que hasta ahora la mayor parte de la inflación provenía de estas dos variables.

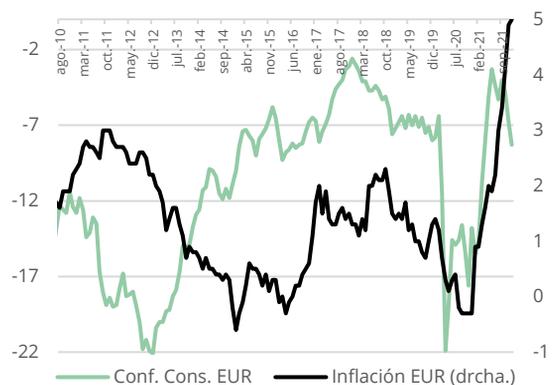
El consumo de bienes ha sido el motor de la recuperación y durante el cuarto trimestre se vio incrementado tras el aumento de demanda llevado a cabo por parte de las empresas para asegurarse los suministros. Esto último explica la subida de los inventarios a nivel global, que continuará durante el primer trimestre. Si la demanda esperada para principios de este año no es finalmente tan fuerte, las bajadas de inflación serán mayores. Este escenario es cada vez más probable al mostrar que la continuidad de la recuperación viene por el lado de los servicios y no por el de los bienes.

El diferencial entre los precios de los bienes y los servicios refleja dónde se ha situado la presión de la demanda. La diferencia entre estos índices de precios nunca ha sido tan elevada y debería dar lugar a un menor crecimiento, que se traducirá en inflación a lo largo de los próximos meses.

“La única razón por la que existe el sistema capitalista es porque genera ciclos y los ciclos se autocorrigen”

Seth Klarman, CEO Baupost Group

Confianza consumidor vs inflación

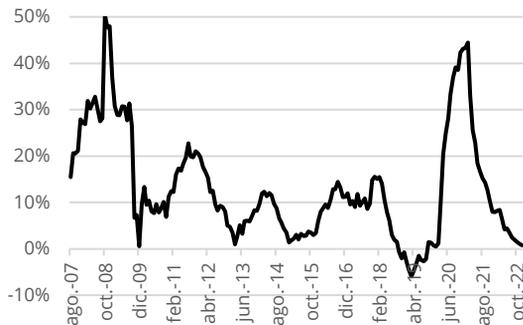


Fuente: Bloomberg

Las bajadas en la confianza de los consumidores reflejan la destrucción de demanda provocada por las subidas de los precios. Pensamos que, aunque las restricciones se levanten, la recuperación de los servicios no compensará la reducción en el consumo de bienes, dando lugar a crecimientos menores a los esperados.

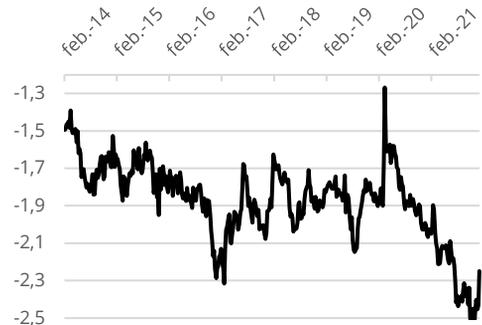
A pesar de la incertidumbre en los datos macroeconómicos, los bancos centrales empezaron a transmitir mensajes de un endurecimiento más rápido de las políticas monetarias. Reducir los estímulos con los datos macroeconómicos perdiendo impulso aumenta la probabilidad de cometer errores que provoquen contradicciones de actividad más fuertes de las previstas. Este es el escenario al que nos encaminamos en los próximos meses: economías en la parte más madura del ciclo y bancos centrales retirando estímulos más rápido de lo esperado.

Variación (e) balance bancos centrales 12 m



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Tipo real 5y Eurozona



Fuente: Bloomberg

Este contexto ha supuesto una inversión de las curvas de tipos de interés en la renta fija de algunos países emergentes y un aplanamiento de las curvas en el resto del mundo. Nuestra visión es continuar con duraciones cortas bajo la premisa de ir aumentándolas de forma progresiva, pero sin perder de vista a los bancos centrales. Si estos últimos, en lugar de subir los tipos de interés, reducen sus balances, provocarían en nuestra opinión un aumento en las tises de los plazos largos. Pensamos que el crédito corporativo sufrirá algo más en los próximos trimestres, sobre todo en EE. UU. La renta fija emergente ofrece más valor que la de los países desarrollados, por lo que hemos cambiado nuestra visión a neutral y no pensamos sobreponderar en esta región hasta que la debilidad macroeconómica se refleje en los países desarrollados.

La renta variable ha sido el activo más beneficiado de las políticas monetarias durante los últimos tres años, especialmente la correspondiente a EE. UU. , por eso hemos reducido la exposición manteniendo la Eurozona en neutral. Pensamos que en EE. UU. los diferenciales de crecimiento de beneficios y los márgenes han tocado techo y, por tanto, la Eurozona y los países emergentes deberían hacerlo mejor.

Posicionamiento de las carteras

La siguiente tabla representa nuestro posicionamiento respecto al mes anterior:

Tipo de activo	Mes anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	-	=	=
Gobiernos	-	=	-
Investment Grade	=/+	=	=/+
Crédito Emergentes	=/-	=	=/-
High Yield	-	=	-
Renta Variable	-	=	=
Europa	=	=	=
Estados Unidos	=	-	-
Emergentes	-	=	=
Divisas			
Dólar	++	=	++
Euro	--	=	--
Materias Primas	Infra	=	Infra

Renta Fija: Los plazos largos de las curvas muestran pendientes mínimas. Pensamos que existen oportunidades en los plazos medios en los próximos meses. La reducción del balance de los bancos centrales y una parada en las subidas de tipos de interés deberían aumentar las pendientes en la segunda mitad de año.



Neutral (=/-).

Gobiernos: - Negativo. Las subidas de tipos de interés están descontadas en los mercados de derivados pero no en los de renta fija.

Investment Grade: +/Neutral. Esperamos que los buenos resultados de las compañías sigan apoyándolo.

Crédito países emergentes: =/-Neutral. Situaciones muy específicas.

High Yield: - Negativo. El crecimiento de los beneficios tocará techo en el primer trimestre, el aumento de la volatilidad macroeconómica suele significar un aumento de los diferenciales.

Renta Variable:



Neutral/Positivo (=). El crecimiento de los beneficios esperados se sitúa en el rango bajo (4%-8%), vemos más riesgo en las compañías que necesiten fuertes crecimientos de beneficios para justificar sus valoraciones.

Europa: =Neutral. Más beneficiados de la mejora en China y de tipos reales más altos.

Estados Unidos: =/- Neutral. Ha sido el mejor mercado en los tres últimos años, se ha producido un cambio estructural con los bancos centrales retirando estímulos muy rápido.

Países Emergentes: -/= Neutral. Empezaríamos a tomar posiciones, con Brasil y China como preferidos junto con la India. A finales del primer trimestre esperamos sobreponderar.

Materias primas:



Negativo. Aprovecharíamos para reducir. Si la visión del ciclo es la correcta, las materias primas industriales deberían comportarse peor que el resto de activos.

Divisas:



Dólar:++ Positivo: La reducción de dólares en el sistema (tipos más altos, menor balance FED) esperamos que aumente su prima vs el resto del mundo.

- Eléctricas
- Consumo estable



- Materias primas
- Bancos

Por concluir:

- En los próximos meses esperamos ver los efectos de las subidas de precios en la demanda interna, lo cual creemos que provocará destrucción de demanda.
- Las inflaciones empiezan a tocar techo pero todavía existen dudas de donde está el límite. Cada vez estamos más pendientes de la evolución de los préstamos bancarios y de los salarios (tasas de empleo) para poder valorar el componente estructural de la subida de precios.
- Los bancos centrales y los gobiernos impulsaron la recuperación y son los que generarán la desaceleración macroeconómica. Existe el riesgo de que retiren demasiado rápido los estímulos provocando fuertes bajadas de actividad.

La información contenida en esta presentación es confidencial, está dirigida exclusivamente a inversores cualificados, no pudiendo su receptor, bajo ninguna circunstancia, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o, de cualquier modo, ponerla a disposición de personas no autorizadas por el emisor de la misma. Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Esta presentación tiene carácter confidencial para su receptor y no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A., con domicilio en Avenida Diagonal, 640, 3E, 08017 Barcelona, España; con CIF. A-64.472.681, está inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona Hoja B-342646, Tomo 44176, Folio 148, y autorizada e inscrita en el registro de la CNMV con el número 217