

Análisis de Mercados
Febrero 2022

Ricardo Gil
Director de Estrategia

Los resultados de las primeras encuestas de actividad continúan mostrando un menor crecimiento. La evolución de la demanda interna y los cuellos de botella serán los factores clave que determinarán las variaciones en las tasas de crecimiento durante el primer trimestre. Así, habrá que vigilar si los efectos de una eliminación definitiva de las restricciones impulsarán el consumo y en qué medida se relajarán las presiones en los precios. La inflación debería comenzar a bajar en los próximos meses. No obstante, las dudas sobre los niveles en los que se estabilizará continuarán empujando a los bancos centrales a mantener un discurso más restrictivo.

Los bancos centrales de todo el mundo, con la excepción de China, siguen transmitiendo mensajes de retiradas de estímulos, forzados en gran medida por unas tasas de inflación que sorprenden al alza. Si hasta el momento el efecto base, los precios de la energía y los problemas en las cadenas de suministro de algunas industrias eran la principal razón de las subidas, en los últimos meses se ha producido un repunte más generalizado, destacando la escalada en el sector servicios.

En otras ocasiones los bancos centrales comenzaban a subir tipos de interés en cuanto se producía cierta tensión en los precios. Sin embargo, en esta última década han sido más reactivos a inflaciones bajas que a sorpresas inflacionistas. Los contundentes mensajes lanzados desde principios de año van encaminados a normalizar la situación. El problema que nos encontraremos en los próximos meses se debe a que la inflación generada no proviene de un exceso de apalancamiento, como en otros ciclos, sino a una demanda muy estimulada en un mundo con restricciones de oferta.

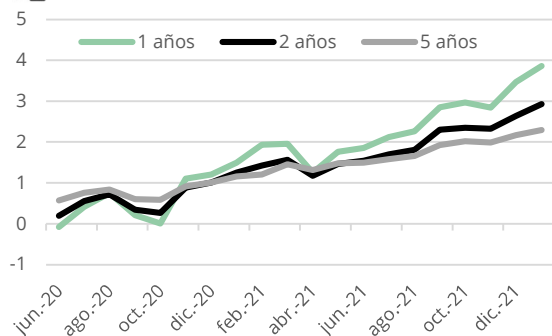
Evolución de nuevas ordenes-inventarios



"La combinación de ignorancia y apalancamiento da resultados muy interesantes..."

Warren Buffet

Swap inflación EUR



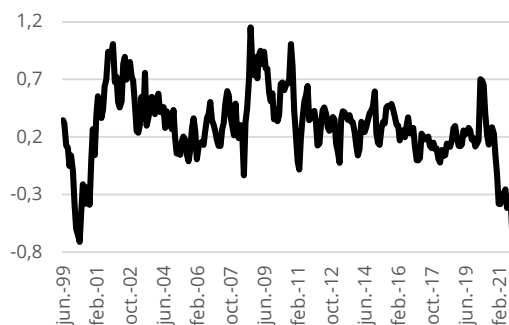
En lo que llevamos de año, algunos indicadores empiezan a frenar en la escalada de precios. Sin embargo, el temor a que el precio de la energía siga subiendo y, sobre todo, a que suban los salarios, hacen pensar que las bajadas de inflación quizás no sean tan fuertes como se esperaba y que se trate de algo más estructural que transitorio. De ahí que el BCE haya cambiado sus mensajes en este último mes.

Por el lado de la actividad económica, distintos indicadores adelantados reflejan ya una disminución en los ritmos de crecimiento. Esto supondrá bajadas de inflación en los próximos meses y con toda seguridad durante la segunda parte del año.

El riesgo para las economías se sitúa en que las subidas rápidas de tipos de interés tendrán lugar en la fase más madura del ciclo, lo que probablemente provoque una bajada del crecimiento más abrupta de lo esperado.

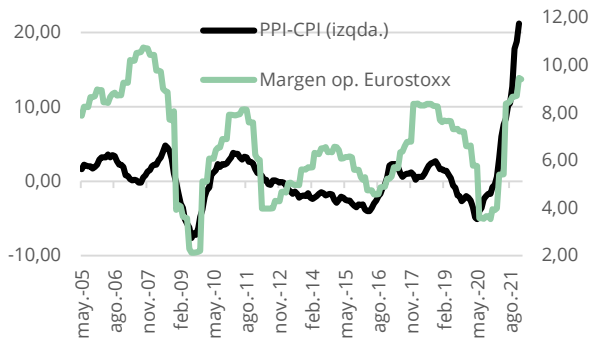
La primera muestra de ese escenario vendrá por el lado de la demanda interna. El consenso de mercado espera una fuerte recuperación durante el primer trimestre debido al final de las restricciones impuestas por los gobiernos. En nuestra opinión, las subidas de inflación están mermando los niveles de confianza a nivel global, por lo que creemos que las sorpresas serán a la baja a pesar de los niveles de empleo.

Evolución de Tipos reales EE.UU. 30y-5y



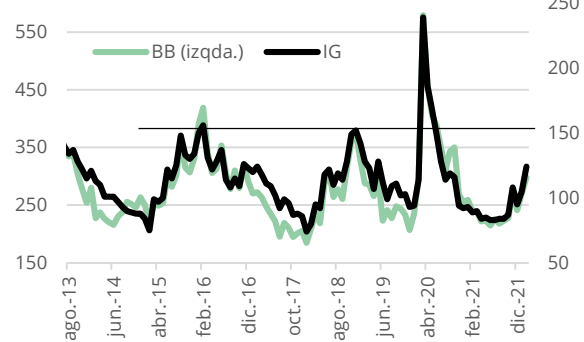
Las expectativas de bajadas de inflación y de crecimiento se están reflejando ya en los mercados de renta fija con el aplanamiento de las curvas, la inversión de las curvas *forwards* y de las curvas de tipos reales. En renta variable las expectativas de beneficios se mantienen estables y los ajustes han venido por el lado de los ratios, que se acercan ya a niveles de 2019 y empiezan a descontar la retirada de estímulos. Es en este activo donde vemos más riesgos en el corto y medio plazo, los márgenes de las empresas no se pueden mantener por mucho tiempo, algo que ya se ha empezado a reflejar en las presentaciones de resultados de las compañías más expuestas al consumidor.

Evolución de los márgenes y IPP-IPC



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Evolución de los diferenciales de crédito EUR



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la distribución de activos en renta variable, mantenemos una visión neutral, pero rebajamos la exposición a EE. UU. Creemos que las elevadas valoraciones y un banco central utilizando todas sus herramientas para reducir los niveles de inflación hacen especialmente vulnerables a los sectores más beneficiados en los últimos tres años. En la Eurozona y en los mercados emergentes las posiciones neutrales se explican por el mayor peso de sectores defensivos que de crecimiento en el primer caso y por valoración y mejor "momentum" macroeconómico en el segundo.

En renta fija, aunque pensamos que los mercados ya tienen descontada buena parte del endurecimiento de las condiciones financieras y muy poco una posible desaceleración más fuerte de las economías, hemos incrementado ligeramente el posicionamiento en bonos de elevada calificación crediticia. Aunque esperamos que los diferenciales suban todavía hasta los niveles alcanzados en 2016 y 2018, otros dos de los momentos en los que los bancos centrales retiraron estímulos (IG 150, HY 370).

En general aprovecharíamos los repuntes en la renta variable para reducir posiciones y para aprovechar las mejoras en las rentabilidades de la renta fija para incrementar posiciones. Esperamos que la correlación positiva que se ha producido entre estos activos en los últimos años se revierta en las próximas semanas.

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:



Neutral (=/-). Los plazos cortos ya son atractivos, por eso hemos subido nuestra posición a neutral. La liquidez, situándose la inflación al 5%, es el activo más caro en renta fija. Las pendientes de las curvas adelantan problemas macroeconómicos a partir de 2023. En la Eurozona, los mensajes de retiradas de estímulos han empezado, mientras que en los emergentes el ritmo de subidas se reduce en los próximos meses.

Gobiernos: = Neutral. En la Eurozona el proceso de normalización monetaria acaba de comenzar y todavía queda movimiento al alza en los tipos de gobierno. En EE. UU. vemos más oportunidades.

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 incremento de los diferenciales.

Renta Variable:



Neutral/Positivo (=). Como activo sigue siendo atractivo pero cada vez somos más selectivos; ya hay mercados con rentabilidades en los bonos superiores a los dividendos.

Europa: =Neutral. Empiezan a verse los primeros problemas en los márgenes en los resultados del Q4, somos selectivos por sectores, mejor defensivos que cíclicos y mejor dividendos altos.

Estados Unidos: - Negativo. Más afectados por un repunte de los tipos reales.

Países Emergentes: = Neutral. No esperamos una fuerte recuperación pero a nivel relativo están más atractivos que los desarrollados, mejor evitar los más afectados por el ciclo global.

Materias primas:



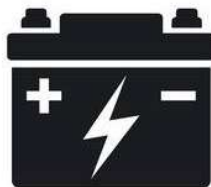
Negativo. Los precios siguen marcando máximos mientras la volúmenes de actividad se reducen. Los niveles bajos de inventarios justifican el movimiento pero con la actividad disminuyendo esperamos bajadas en los precios.

Divisas:



Dólar:++ Positivo: Mejor activo (junto con el oro) en períodos de elevada volatilidad macroeconómica como la que esperamos para los próximos meses.

- Bonos corto USD
- Dividendos



- Pequeñas compañías
- Tecnología
- Consumo

Para concluir:

- La inflación ha continuado en niveles elevados durante el mes de enero con los primeros datos adelantados mostrando incrementos mensuales más bajos. No obstante, las tasas interanuales para final de año se mantienen muy por encima de los objetivos fijados por los bancos centrales.
- Existe el riesgo de que una subida de los salarios por encima de lo esperado no compense las bajadas en los precios de la energía, de las materias primas y los bienes.
- Los bancos centrales en EE. UU. y la Eurozona han iniciado el camino hacia la retirada de estímulos. En el caso de EE. UU., los mercados están descontando ya un escenario muy agresivo (entre cinco y siete subidas de tipos este año). Esperamos que en algunos países emergentes las subidas de tipos de interés terminen en el segundo trimestre.
- Esperamos inflaciones a la baja, pero también crecimientos menores con el riesgo de que aumenten las sorpresas negativas.



3A

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.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIC:
<https://treaam.com/>