

Análisis de Mercados
Abril 2022

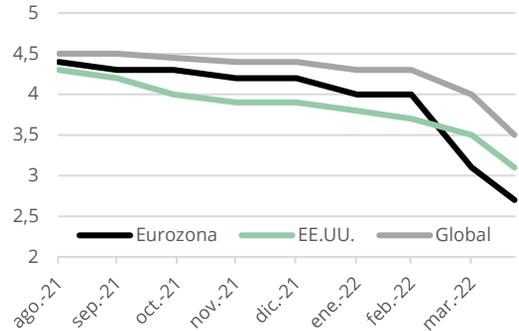
Ricardo Gil
Director de Estrategia

El optimismo respecto a un posible final de las hostilidades en Ucrania unido a la no involucración de China ha disminuido el riesgo de una escalada del conflicto, permitiendo una estabilización en los activos de riesgo. Los datos macroeconómicos publicados hasta ahora han reflejado la apertura de las economías con una mejora en el sector servicios, tanto en actividad como en precios, pero en la demanda interna se están viendo los primeros datos de debilidad provocados por las subidas de inflación. La inflación sigue siendo la principal incertidumbre aunque todo apunta a una cierta relajación en los próximos trimestres. Sin embargo, cada vez parece más claro que va a seguir por encima de los objetivos de los bancos centrales durante algunos meses. El efecto de estas subidas ha provocado ya las primeras revisiones a la baja en las tasas de crecimiento para el segundo trimestre y para el año en su conjunto.

Los efectos de los “shocks” provocados por el conflicto en Ucrania se han empezado a reflejar en las encuestas de actividad, acelerándose la dinámica iniciada en los últimos trimestres de menor crecimiento y más inflación. Hay una bajada de nuevos pedidos (especialmente exportaciones) y por tanto menor actividad industrial, con lo que los datos de economía real de los próximos meses van a mostrar más claramente un agotamiento del ciclo económico.

La Eurozona y Asia son las regiones más adelantadas en el ciclo. En la primera, los sectores industriales han dejado ya atrás el pico de crecimiento sin ser compensados por la demanda interna (menor renta disponible). En China, la debilidad de la demanda interna y el ajuste en el sector inmobiliario han sido los principales lastres, pero en los datos sólo se recogen principalmente los efectos de los confinamientos (están afectando a más 50% del PIB del país) con lo que sería de esperar más debilidad en los próximos meses con efectos en la macroeconomía global, sobre todo a través de los problemas en las cadena de suministro.

Evolución de estimaciones Crecimiento 2022

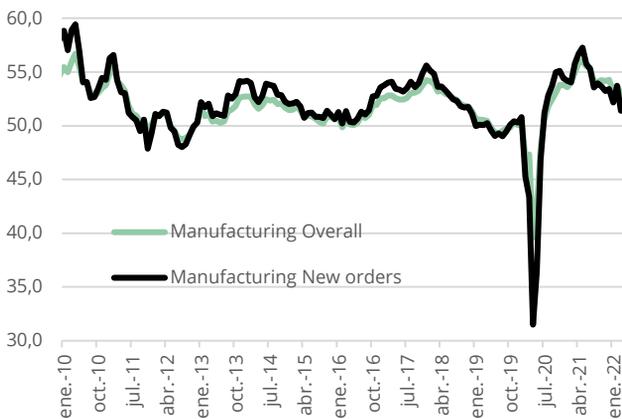


Estas cifras asumen una fuerte recuperación del crecimiento en la segunda parte del año, impulsada por una mejora en el sector servicios y el consumo que se debería seguir apoyando en la creación de empleo. Esto será especialmente visible en España, donde una recuperación del turismo es esencial para esperar una mejora del crecimiento.

“Los tipos de interés son para los precios de los activos lo que la gravedad es para la manzana. Cuando hay tasas de interés bajas no hay fuerza de la gravedad para los precios de los activos”
Warren Buffet

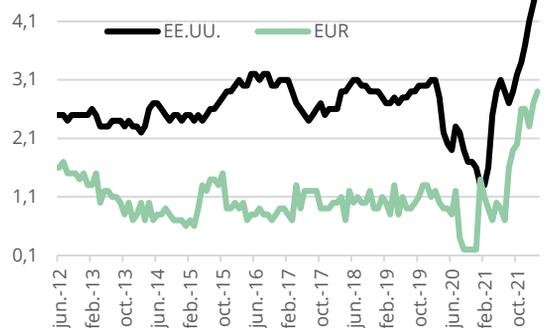
Este es el escenario que manejan los bancos centrales para ser cada vez más agresivos a la hora de retirar estímulos monetarios. El crecimiento a pesar de los “shocks” sigue siendo robusto pero las inflaciones están mostrándose más estructurales (subyacentes repuntando).

Evolución JPM PMI Global



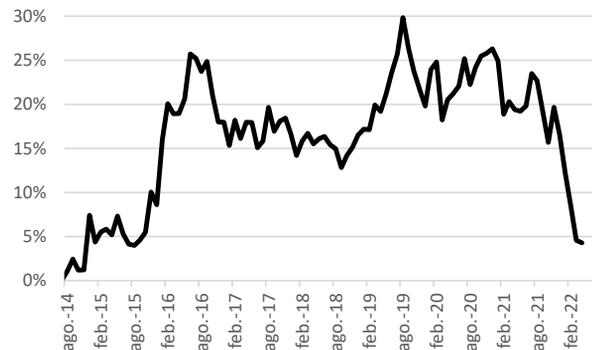
Las presiones inflacionistas están siendo una de las variables que más están pesando a nivel macroeconómico. Por un lado, debido al golpe que supone para los consumidores, y por el otro, debido al efecto en los márgenes de las empresas y el efecto en sus decisiones de inversión futuras. Todo esto a nivel agregado está detrás del deterioro macroeconómico y las revisiones a la baja que el consenso está realizando desde el principio del año. En la medida que no se perciba que la inflación está controlada y se prevea que llegue en los próximos trimestres a tasas más similares al objetivo de los bancos centrales, estas revisiones a la baja del crecimiento continuarán.

Evolución de la Inflación Subyacente



Los mensajes de los bancos centrales han provocado un ajuste de los mercados de renta fija (y en los valores donde los bonos a largo más afectan a su valoración) mostrando sólo los bonos japoneses y las letras en la Eurozona rentabilidades negativas. Los movimientos desde principios de año, a parte de los temas geopolíticos, se explican en su mayoría por los movimientos de los bonos (bancos centrales). Esto se refleja en el repunte de las volatilidades en renta fija que no se han trasladado a la renta variable (volatilidad estable), por ello los mercados todavía no perciben riesgo macroeconómico ni crecimiento de beneficios. Otro de los indicadores de riesgo macroeconómico serían los diferenciales en *high yield*, que siguen en el rango de los últimos meses y de hecho se han comportado mejor que los bonos de gobierno o el *investment grade*.

% bonos con *yield* negativa

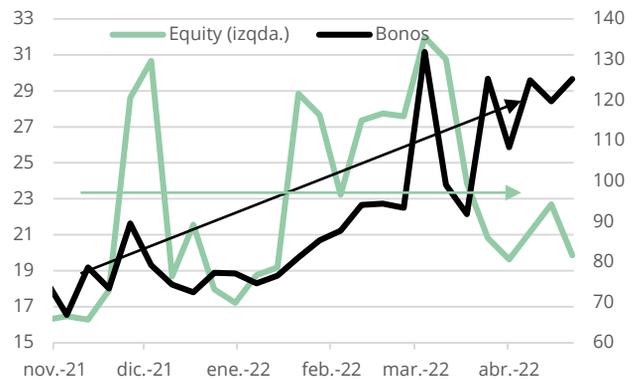


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Para volver a asumir riesgo en las carteras (subida de peso en renta variable, emergentes) esperamos a que las políticas restrictivas de los bancos centrales empiecen a implementarse, ya que en un escenario de crecimiento perdiendo ritmo, puede producirse un "susto" en el crecimiento que no creemos que se esté descontando.

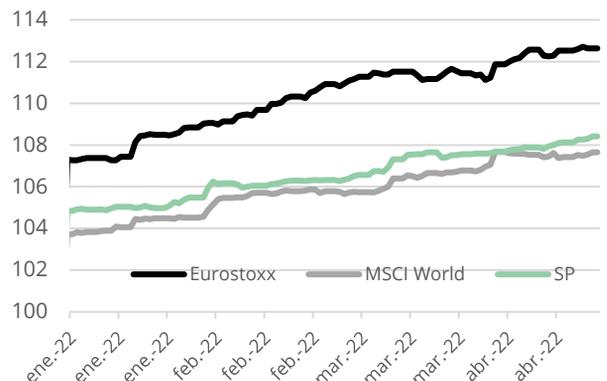
En los próximos dos meses vamos a ver como los "shocks" de tipos de interés e inflación se reflejarán en la economía real y en los precios de los activos.

Evolución de los niveles de volatilidad



Fuente: Bloomberg

Beneficios estimados (Dic 21 base 100)



Posicionamiento de las carteras

Nuestro posicionamiento respecto al mes anterior

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

Renta Fija



Neutral (=/+). Los plazos cortos están siendo los más castigados, especialmente en EE. UU. El mercado empieza a descontar subidas de tipos más fuertes y rápidas a nivel global.

Gobiernos: = Neutral. La normalización de políticas monetarias está impulsando las curvas hacia arriba, pero el hecho de que los tipos reales sean todavía muy negativos hacen esperar que los bancos centrales seguirán más agresivos retirando estímulos.

Investment Grade: +/-Neutral. Arrastrados por la evolución de los bonos de gobierno.

Crédito países emergentes: -/= Neutral. Están siendo los más agresivos a la hora de endurecer política monetaria pero hay dudas en cuanto al crecimiento global.

High Yield: - Negativo. Los diferenciales de crédito están en el rango alto de los últimos años pero todavía no recogen los riesgos de parón de crecimiento. Se ha comportado mejor que los de menor riesgo.

Renta Variable



Neutral/Negativo (=/-). Las estimaciones de resultados no se han revisado a la baja (inflaciones elevadas, crecimientos bajos pero positivos apuntan a subidas de ventas, aunque los márgenes bajen la macroeconomía sigue creciendo). Riesgo de que los datos macroeconómicos empeoren.

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

Estados Unidos: - Negativo. Las valoraciones parecen elevadas respecto a la senda de tipos.

Países Emergentes: - Negativo. No todas las economías sufren de la misma manera las subidas de inflación, Latam está siendo la región más beneficiada por el entorno.

Materias primas



- Negativo. Los bajos niveles de inventarios y la incertidumbre de suministro han provocado cierres de cortos históricos, llevando a la suspensión de algunos metales. Los precios responden a dinámicas de mercado pero no tanto a una elevada actividad.

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:

- Las encuestas de actividad de marzo han reflejado la fortaleza de la economía americana frente a la Eurozona y Asia. Del lado positivo, los niveles de actividad siguen mostrando crecimiento. Del lado negativo, sorprenden las expectativas de nuevos pedidos y exportaciones a la baja, que adelantan un menor crecimiento en manufacturas para los próximos meses.
- Los bancos centrales han continuado transmitiendo mensajes de endurecimiento de sus políticas monetarias. La Fed ha comenzado así con las subidas de tipos y los mercados esperan que sea un proceso constante en las próximas reuniones, empezando a reducir el tamaño del balance a partir de mayo. En cuanto al BCE, sus últimas declaraciones y los datos de inflación publicados han llevado al mercado a descontar subidas de tipos antes de final de año.
- Los cierres en Shanghái para detener contagios todavía no se han reflejado en datos de economía real en China. Todavía hay riesgo de sorpresas negativas.

A satellite view of Earth at night, showing the Americas illuminated by city lights. The image is oriented vertically, with the top of the page showing the horizon and the bottom showing the dense network of lights. A large, bold, black number '3A' is centered in the lower half of the image.

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 sí 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://tream.com/>