

Análisis de Mercados
Junio 2022

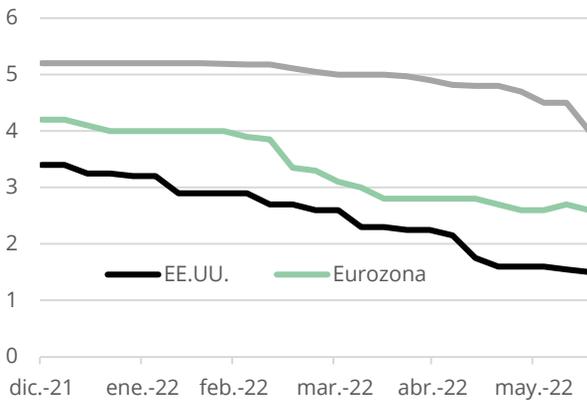
Ricardo Gil
Director de Estrategia

Las encuestas de actividad correspondientes al mes de mayo han continuado mostrando debilidad a nivel global por el lado de las manufacturas, destacando los datos negativos registrados en Asia provocados por el parón a causa de los confinamientos. Las tasas de inflación siguen situándose en niveles inaceptables para los bancos centrales. En Europa esperamos niveles máximos de inflación en julio, en torno al 9%, terminando el año por encima del 6,5% y en niveles del 5% en EE. UU. Esto ha acelerado las subidas de tipos de los bancos centrales (EE.UU., Reino Unido, Australia subiendo más de lo esperado hace un mes) a la vez que se han reducido las expectativas de crecimiento en las distintas economías.

Los datos macroeconómicos globales de las últimas semanas han mostrado signos inequívocos de desaceleración, con revisiones a la baja del crecimiento por parte de organismos internacionales y bancos centrales.



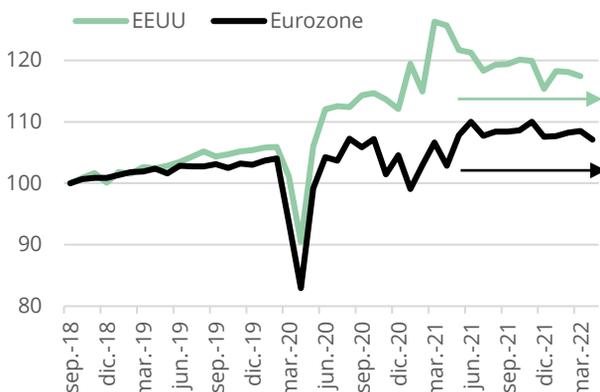
Consenso crecimiento PIB 2022



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Las revisiones a la baja recogen los efectos de los precios de la energía, de los confinamientos en China y del endurecimiento de las condiciones monetarias a nivel global. Los números, por tanto, reflejan los "shocks" vividos durante el año. No obstante, hay que tener en cuenta que durante la primera mitad de 2022, el crecimiento va a ser prácticamente cero en los países desarrollados, y el crecimiento interanual se explica por el fuerte tirón de la segunda mitad de 2021. Ahondando más en las previsiones del consenso, éstas descansan en una fuerte recuperación del consumo de los hogares y principalmente de los servicios.

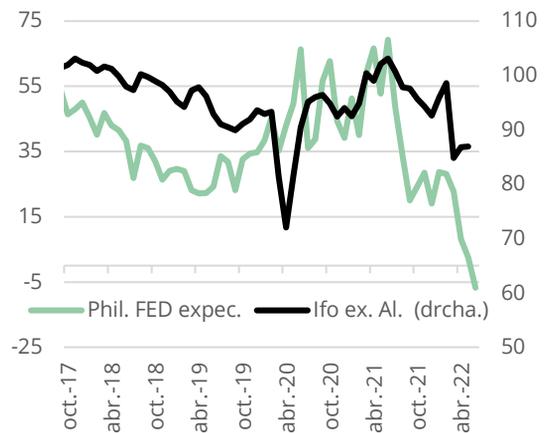
Volumen de ventas al por menor



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

El consumo de bienes medido en volumen está por debajo de hace un año tanto en EE. UU. como en la Eurozona, reflejando el efecto de los precios (menor renta disponible, menor consumo de bienes). Esta debilidad en el consumidor se ha reflejado en las encuestas de confianza (en mínimos de 2020) y en las de producción.

Evolución de las expectativas de producción



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

"Los precios de los activos son la riqueza de los individuos mientras que la riqueza de las naciones son los bienes y servicios que producen"

Michael Pettis, economista Carnegie Endowment

En esta línea, la acumulación de inventarios está creciendo a las tasas más elevadas de las últimas décadas. Los problemas de suministro (del *just in time* al *just in case*) y un exceso de demanda en EE. UU. (que se refleja en todo el mundo, déficit comercial) han impulsado la actividad. En los próximos meses, con una demanda de bienes más débil (inflación, efecto riqueza) y unos inventarios demasiado elevados, creemos que las tasas de actividad serán menores de lo esperado. Confiamos en que esa menor actividad reduzca la espiral inflacionista en la que llevamos inmersos desde la segunda mitad de 2021.

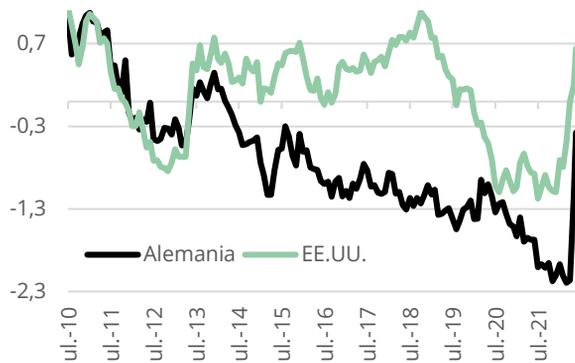
Los mensajes de los bancos centrales de las últimas semanas, en un momento en que las economías se están debilitando, han acelerado las expectativas de bajadas de crecimiento y por tanto las de inflación a medio plazo. Otra forma de analizar cómo el mercado está descontando un deterioro macroeconómico es observar cómo las previsiones de subidas de tipos de interés han aumentado (pico de tipos en marzo 2023 vs diciembre previsto a principios de año) y a su vez el mercado espera una bajada (mercado descuenta tipos 25 pb más bajos en Dic 23 vs Dic 22). En la Eurozona, las perspectivas de subidas de tipos todavía no han tocado techo; los tipos reales todavía se sitúan en terreno negativo.

Evolución de las expectativas de tipos USD



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

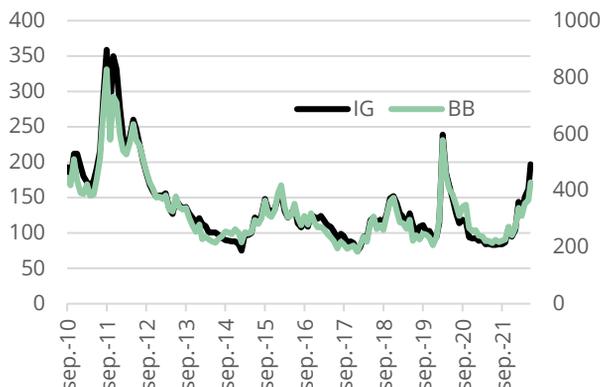
Tipos de interés de bonos ligados a inflación 10y



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

En las próximas semanas vamos a seguir viendo subidas de tipos de interés por parte de todos los bancos centrales. Creemos que es probable que haya sorpresas por el lado del BCE y de la FED, pero los bonos corporativos ya descuentan una desaceleración macroeconómica (IG 200 pb, BB 430). Estos niveles nos parecen atractivos y, asumiendo que los picos de tipos se alcanzan el próximo año (máximo nivel de restricciones monetarias), históricamente ha sido un buen momento de entrada. Sin embargo, los riesgos de que el entorno macroeconómico se deteriore más rápido de lo que el consenso opina nos hacen esperar para tomar posiciones, aunque pensamos que gran parte de la ampliación de diferenciales ya se ha producido.

Evolución de los diferenciales de crédito EUR



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



Posicionamiento de las carteras

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	-	=	-
Dívisas			
Dólar	++	=	++
Euro	--	=	--
Materias Primas	Infra	=	Infra

Renta Fija



Neutral (=/+). Las subidas de los cortos plazos están empujando todos los plazos, son los que primero reflejan las acciones de los bancos centrales. Aunque esperamos que el crecimiento en un año sea menor, todavía queda hasta llegar a los tipos que se han marcado como objetivo.

Gobiernos: = Neutral. En la Eurozona, las subidas aún no han comenzado; pueden repuntar más pero la mayor parte del recorrido está hecho. Un parón macroeconómico será señal de compra.

Investment Grade: +/Neutral. Los *spreads* ya descuentan un escenario macroeconómico débil.

Crédito países emergentes: -/= Neutral. Subidas en EE. UU. se trasladan directamente. Están en mínimos de 2020 pero hay poca visibilidad en el corto plazo.

High Yield: - Negativo. Han repuntado en el mes, pero mientras que el IG ya ha reflejado una gran parte de desaceleración, en HY sólo lo hacen algunos sectores (real estate).

Renta Variable



Neutral/Negativo (=/-). Posiciones de cara a 18 meses serán rentables, pero en los próximos seis meses los riesgos a la baja y al alza no están equilibrados.

Europa: - Negativo. Desaceleración con subidas de tipos que acercan el riesgo de crecimientos negativos de PIB y fantasmas de fragmentación.

Estados Unidos: - Negativo. Es posible una rotación sectorial de cara al tercer trimestre hacia defensivos. En agregado los bonos dan más rentabilidad que la bolsa todavía.

Países Emergentes: - Negativo. Más afectados por el escenario de subidas de tipos en EE. UU. (USD arriba) y desaceleración global (menos exportaciones). Precios en la parte baja de la banda de los últimos años, pero todavía hay riesgo.

Materias primas



- Negativo. Inventarios en algunos metales industriales y energía muy bajos, pueden seguir apoyando a unos precios excepcionalmente altos. Tensiones geopolíticas en la producción y distribución del gas para el Q4.

Divisas



Dólar: ++ Positivo: Sigue actuando como activo refugio, tipos reales al alza, reducción del balance del Banco Central.

- Bonos corto USD
- Dividendos



- Pequeñas compañías
- Tecnología
- Consumo

Para concluir:

- Las tasas de crecimiento continúan revisándose a la baja para los próximos trimestres, afectadas en gran medida por la destrucción de demanda, provocada por las subidas de precios, especialmente en el sector de bienes de consumo. Los niveles de inventarios se sitúan en cifras elevadas y la demanda no está siendo capaz de absorberlos. Esto es un indicador claro de menor inflación futura.
- Las tasas de inflación continúan situándose muy lejos de los objetivos de los bancos centrales, impulsadas en gran medida por los precios de la energía y en los últimos dos meses por los de los servicios. Las sorpresas de inflación implican más agresividad por parte de los bancos centrales para retirar liquidez.
- Los bancos centrales van a continuar endureciendo sus políticas monetarias en los próximos meses con el objetivo de parar la continua escalada de precios. EE. UU. ya ha anunciado que los subirá por encima del 2,75%. En Europa creemos que el mínimo se situará en el 1%.

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/>