

**Análisis de Mercados**  
Marzo 2022

Ricardo Gil  
*Director de Estrategia*

Los acontecimientos geopolíticos entre Ucrania y Rusia han continuado escalando con consecuencias en el entorno macroeconómico global a través de los precios de las materias primas. Estos efectos se manifestarán en las economías a lo largo del segundo trimestre. Los primeros meses del año habían reflejado hasta ahora unos datos de actividad sólidos, aunque perdiendo impulso, apoyados en el sector servicios tras la reducción de las restricciones por el Covid-19. Esta mejora temporal de la demanda interna y la persistencia de los problemas en las cadenas de suministro han provocado nuevas sorpresas en las tasas de inflación del primer trimestre.

Las tasas de inflación alcanzando niveles históricos y sus efectos en la economía son el principal riesgo en los mercados financieros. Este escenario se ha visto agravado por los acontecimientos en Ucrania, provocando una reducción en el suministro de materias primas básicas y probablemente un aumento del gasto público (subsidios, defensa).

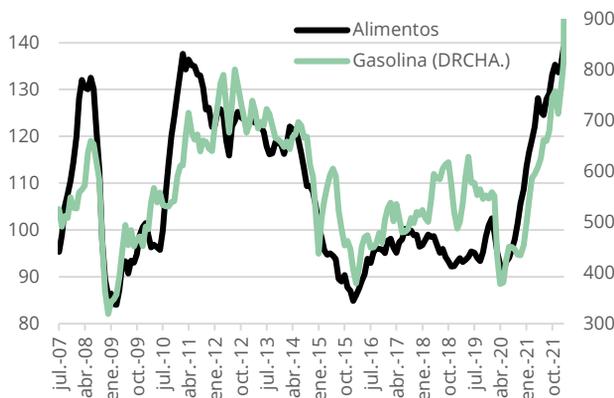
Las subidas de precios generalizadas, unidas a las nuevas interrupciones en las cadenas de suministro, provocarán nuevos incrementos en las tasas de inflación globales durante los próximos meses. El principal problema de los aumentos de inflación es su incidencia directa en la renta disponible de los consumidores y en los márgenes de las empresas (beneficios, CAPEX). Las medidas que los gobiernos están llevando a cabo están orientadas a paliar estos efectos de manera temporal.

La posibilidad de que los repuntes de inflación fueran más estructurales y provocaran un cambio de ciclo (bajista desde los años 80), provocaron las primeras correcciones del año. Aunque no se dan las circunstancias para esperar una tasa de inflación descontrolada como la de los años 70, sí parece que el régimen "desinflacionista" que hemos vivido en los últimos años no se va a repetir (menor globalización, problemas en las cadenas de suministro).

**"La historia de los mercados es una de reacciones exageradas en ambas direcciones"**

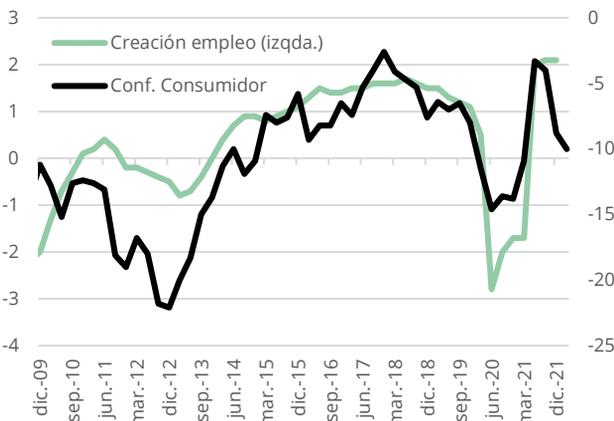
*Peter Bernstein*

€ **Evolución del precio de los alimentos (FAO) y gasolina EUR sin impuestos (EUR/Litro, CE)**

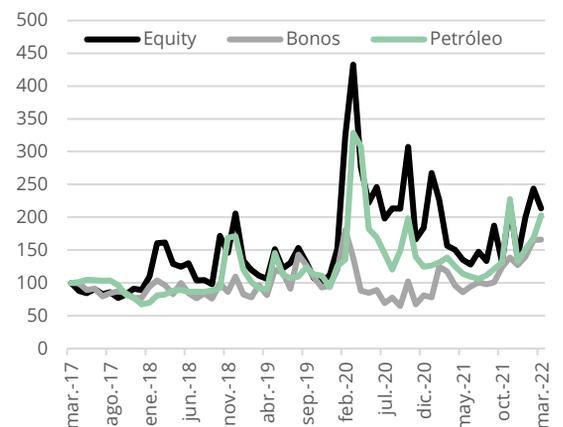


Una vez que el mercado ha empezado a poner en precio parte de este cambio estructural, ha comenzado a mostrarse la fragilidad de los mercados con la volatilidad de todos los activos repuntando. El peor activo en términos relativos ha sido la renta fija, que ha sufrido las mayores caídas de las últimas décadas. Los bajos cupones y las elevadas duraciones a las que han tenido que hacer frente los inversores para compensar las bajadas de los tipos de interés han visto cómo los riesgos se han reflejado de golpe en los precios de los activos.

**Crecimiento del empleo y confianza del consumidor**

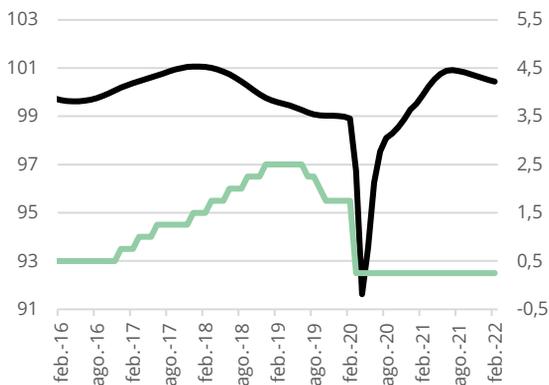


**Evolución de la volatilidad base 100 Marzo 2017**



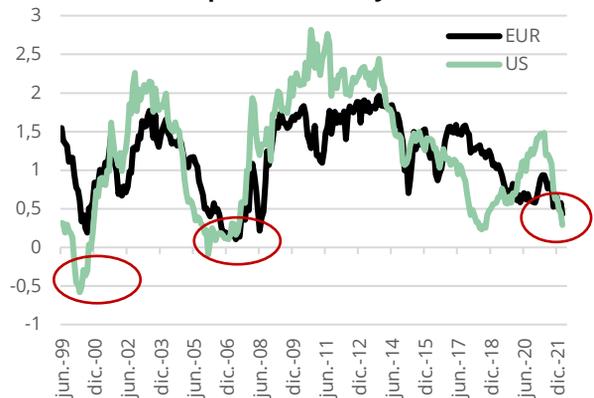
Las inflaciones han continuado acelerándose y probablemente alcancen máximos en torno al 8% durante el segundo trimestre. Esto ha llevado incluso al BCE a acelerar la retirada de estímulos, empezándose a cotizar subidas de tipos de interés para final de año, confiados en que el crecimiento es lo suficientemente fuerte como para soportar este endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, el mercado de bonos no parece opinar lo mismo. Los tipos de interés a 30 años en los países desarrollados se sitúan entre 20 y 30 puntos básicos por encima que los tipos de interés a 5 años, lo que ha ocurrido en otras ocasiones entre 12 y 18 meses antes de una recesión. Las economías ahora no son tan sensibles a subidas de tipos de interés como a aumentos en los diferenciales de crédito o reducciones en el tamaño de los balances de los bancos centrales, por ello pensamos que los mercados están asumiendo un aterrizaje suave.

### OECD leading indicator vs tipos US (izqda.)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

### Evolución de las pendientes 30y-5 años



Fuente: Bloomberg

Los efectos negativos provocados por una inflación puntual en las materias primas podrían paliarse con estímulos fiscales (subsidiar las subidas en los precios de alimentos y energía, controles de precios), manteniendo el crecimiento temporalmente. No obstante, estos no serían sostenibles en el tiempo, generando un efecto negativo en el crecimiento a largo plazo.

Desde el punto de vista de asignación de activos y partiendo de un crecimiento débil durante el segundo trimestre con revisiones a la baja, creemos que sigue siendo momento de reducir posiciones en la parte de renta variable más expuesta a crecimiento (tecnología y cíclicas) y aumentar la exposición a sectores más defensivos, con buenos dividendos y poco apalancamiento. Las bajadas en la renta fija ofrecen oportunidades en algunos plazos de la curva y en algunos nombres. Todavía queda por cotizarse una reducción de los beneficios, un aumento de los impagos, etc., pero los diferenciales en los bonos de mayor calidad crediticia se sitúan ya en el rango alto desde donde, si no hay un "accidente", se habrán recuperado en 6/12 meses.



### Posicionamiento de las carteras

Nuestro posicionamiento respecto al mes anterior

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

### Renta Fija

**Neutral (=/+).** Las caídas en la renta fija de gobiernos desde máximos han sido las más severas de los últimos 50 años. Aunque el proceso de subidas de tipos es inevitable, el mercado ha descontado, especialmente en EE. UU., la mayor parte del proceso.



**Gobiernos: = Neutral.** Mantenemos neutral como activo pero los plazos medios y cortos en EE. UU. son atractivos. Todavía no vemos momento de tomar riesgo de duración. En la Eurozona todavía queda recorrido al alza en los tipos de gobierno.

**Investment Grade: +/-Neutral.** No descartamos un aumento de los diferenciales, pero las primas que ofrecen compensan el deterioro macroeconómico de los próximos meses.

**Crédito países emergentes: +/-Neutral.** Sólo en determinados segmentos y eludiendo *high yield*. Evitar exposición a moneda local.

**High Yield: - Negativo.** Ha sido el segmento más castigado pero todavía queda por reflejar el parón macroeconómico del segundo trimestre.

### Renta Variable



**Neutral/Negativo (=).** Las mejores estrategias están en compañías con dividendos altos y sostenibles, en mercados más expuestos al ciclo o tecnológicas. Todavía vemos mucho riesgo.

**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.** El elevado peso de tecnológicas con inflaciones altas y bancos centrales reduciendo liquidez en el sistema no es un buen entorno para el crecimiento.

**Países Emergentes: - Negativo.** Hay mercados (China) que ofrecen valor relativo pero, como activo, hasta que no cesen las políticas restrictivas de los países desarrollados, hay demasiado riesgo.

### 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:

- El conflicto en Ucrania está provocando subidas en los precios de la energía y los alimentos, que llevarán inevitablemente a una bajada en los datos de crecimiento a nivel global durante el segundo trimestre, momento en el que además se registrarán las tasas de inflación más altas.
- Creemos que los bancos centrales, presionados por los altos niveles de inflación, continuarán con sus mensajes de retiradas de estímulos durante los próximos meses. Las subidas de tipos de interés en la Eurozona se emplazan al próximo año.
- La inflación va a sorprender al alza en marzo por el efecto de la energía y dependiendo de los precios del gas (electricidad), podría ser la más elevada del año.

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/>