

Análisis de Mercados

Agosto 2022

Ricardo Gil
Director de Estrategia

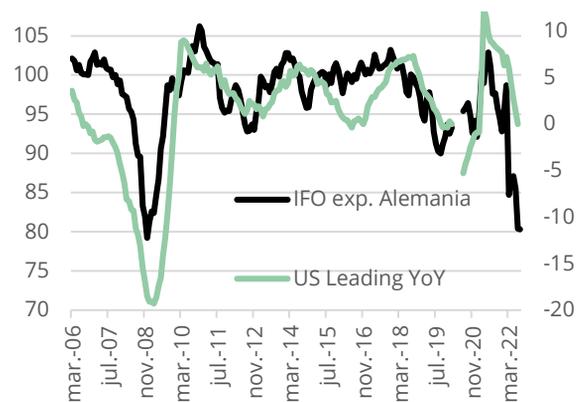
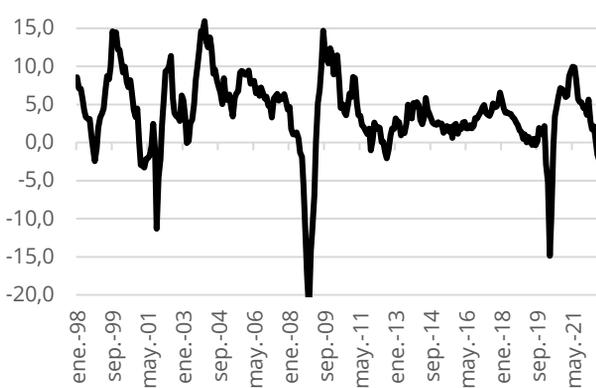


El objetivo de los bancos centrales de controlar las elevadas tasas de inflación en un contexto de condiciones financieras cada vez más adversas (volatilidad de los activos, preferencia por la liquidez y *spreads* de crédito) ha tambaleado los mercados de renta fija y renta variable en la segunda parte del año. Los datos de producción a nivel global reflejan ya una desaceleración en términos mundiales tras la ligera recuperación experimentada en junio. Por otro lado, las cifras de nuevos pedidos y exportaciones confirman que este escenario debería prolongarse hasta el primer trimestre de 2023. El panorama actual sigue siendo muy incierto, especialmente en Europa, donde la limitación de las exportaciones de gas por parte de Rusia y las tensiones geopolíticas apuntan a un ajuste en los próximos trimestres.

Los mercados han comenzado a descontar ya políticas monetarias más restrictivas que se prolongarán hasta que los bancos centrales tengan la certeza de una tendencia a la baja de las tasas de inflación. Esto, unido a un escenario geopolítico incierto, ha provocado un rápido deterioro de las expectativas de crecimiento para la segunda mitad de año, especialmente en Europa y en algunos países emergentes. Sin embargo, estas revisiones todavía no implican tasas de crecimiento negativas, aunque el riesgo de que se produzcan es cada vez mayor ("hard landing", recesión).

Desde julio, los datos de inflación han mostrado una aceleración en los precios de los servicios, mientras los precios de los bienes reducen el ritmo de incremento provocando repuntes en los datos de inflación subyacente. Esto refleja que, aunque las tasas van a bajar, lo harán a un ritmo mucho más lento de lo esperado. Otra conclusión que se puede extraer es que la inflación ha alcanzado un elevado nivel y se ha mantenido durante demasiado tiempo haciendo imposible que pase desapercibida entre los agentes económicos. Para atajar el riesgo de una subida desatada, los bancos centrales han sobre reaccionado.

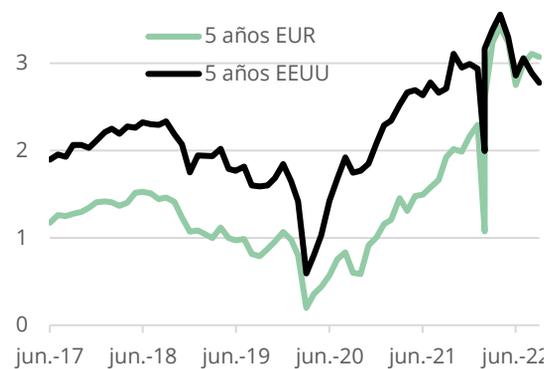
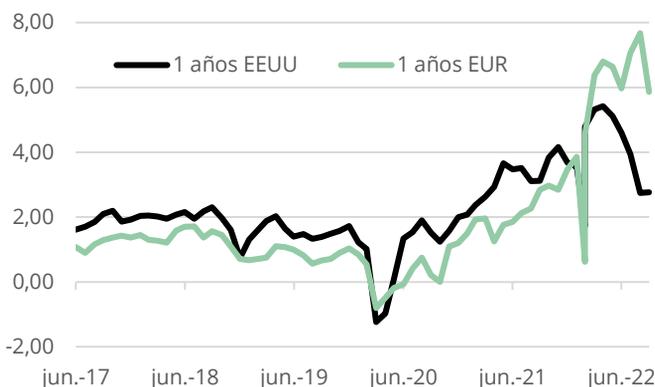
€ PMI Global nuevas ordenes-inventarios y encuestas de actividad



Fuente: JPM Global PMI, elaboración propia.

Las subidas en las tasas de inflación están siendo sincronizadas a nivel global. En la Eurozona las lecturas deberían marcar techo en noviembre y empezar a bajar sensiblemente a partir de marzo del próximo año, asumiendo que la tensión geopolítica no aumente. No obstante, continuarán situándose en niveles demasiado elevados.

Expectativas de inflación (TIR bono cupón cero inflación) 1 y 5 años



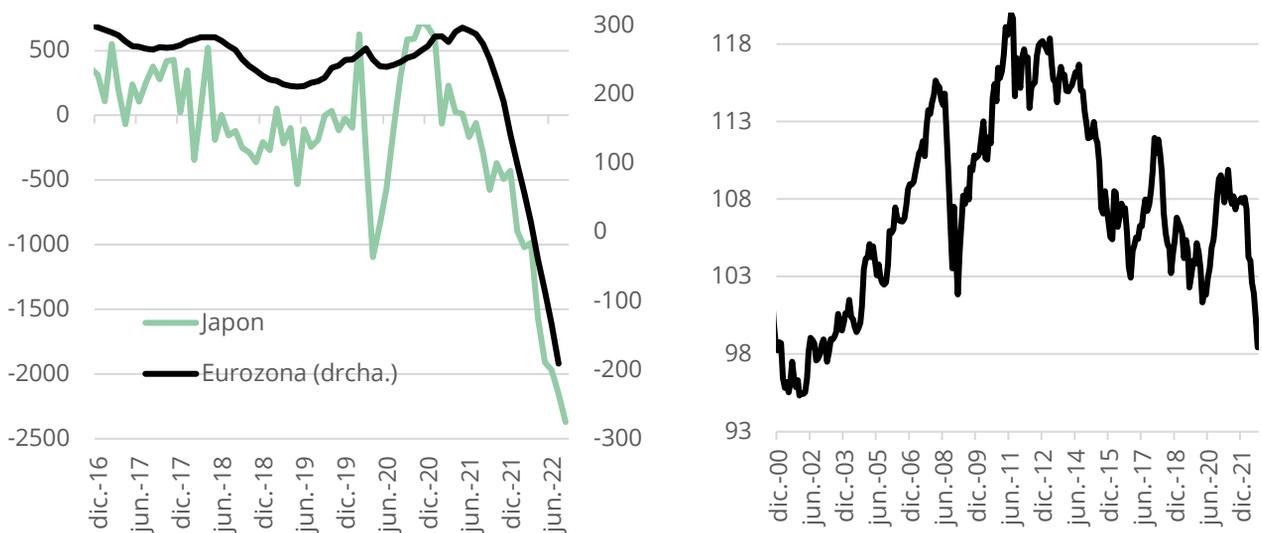
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Por el lado de la actividad, las encuestas reflejan una bajada en la renta disponible de los hogares, una reducción en los pedidos y una caída del comercio internacional, que apuntan ya a una segunda parte del año de crecimiento muy bajo o negativo. Sin embargo, el ajuste en este ciclo va a ser muy diferente al de otros: los niveles de deuda de hogares y empresas son muy inferiores, por lo que es de esperar que los niveles de empleo no repunten tanto como en otros ciclos. El riesgo existente es que hayamos comenzado una nueva etapa en la que fuerzas anteriores que permitieron inflaciones más bajas dejen de actuar y nos encontremos con tasas más elevadas a las que nos hemos acostumbrado la última década. La consecuencia de todo ello se traduce en crecimientos menores y tipos de interés más altos, con el riesgo de vulnerabilidad en los activos más sensibles, como el inmobiliario, y en las regiones más endeudadas.

"La economía es como un trasatlántico se mueve lentamente. Las políticas pueden empujarla pero hace falta tiempo antes de empezar a moverse,"

Gregory Mankiw, Premio Nobel Economía

Balanza comercial en divisa local e índice de divisas asiáticas

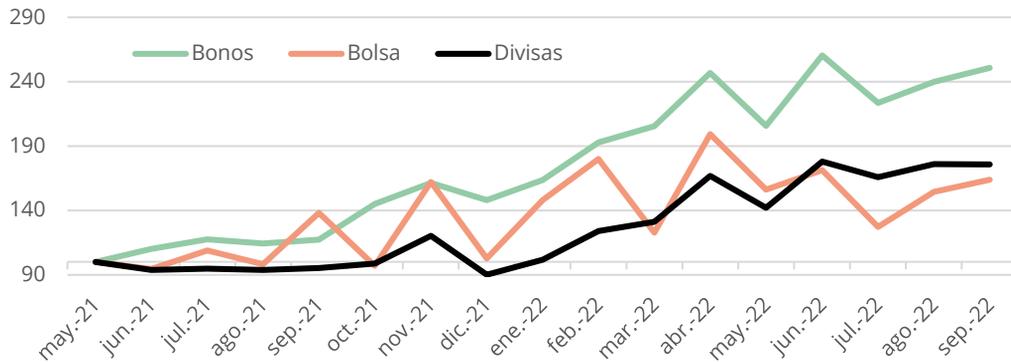


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

La fuerte subida de tipos en EE.UU. buscando llevar la economía americana a un crecimiento menor del potencial, unido al incremento de los precios de la energía, ha provocado un deterioro de las balanzas comerciales en los grandes exportadores, que también se han visto afectados por el ajuste en China (sector inmobiliario, política COVID 0). Este es el canal por el que el endurecimiento de las condiciones financieras se transmite y marca la vulnerabilidad del resto del mundo a las acciones de la Fed. Así, esta debilidad se ha reflejado desde verano en las divisas, especialmente en Asia, con los mercados cuestionando la capacidad de estas economías para poder seguir manteniendo el ritmo de crecimiento.

En un entorno en que la causa principal de los déficits es el precio de las materias primas ligadas a energía que se importa, el ajuste es inevitable. Las divisas han sido las primeras en reflejarlo (EUR, JPY) exacerbando el problema de la inflación importada y obligando a los bancos centrales a hacer intervenciones "verbales" para parar la depreciación (Taiwan, Corea, Tailandia) así como a subir tipos más rápido de lo esperado (Suecia, Eurozona). La mayor vulnerabilidad está en las economías más endeudadas y las que tengan un sector inmobiliario más alejado de la tendencia a largo plazo (Australia, Suecia, Canadá).

Evolución de la volatilidad de diferentes activos (mayo 2021 base 100)



Fuente: Bloomberg

Con subidas de tipos de interés a nivel global a pesar de estar en una ralentización evidente, los riesgos de crecimientos negativos aumentan. A nivel de activos, esto se ha reflejado especialmente en los incrementos de volatilidad de los bonos, y que recientemente se están trasladando a las divisas. A pesar de las caídas, las volatilidades en la renta variable no han aumentado del mismo modo. Creemos que esto debería cambiar en los próximos meses con un mayor aumento de la volatilidad de la renta variable frente al resto de los activos, lo que implicaría que los mercados dejarían de preocuparse por las subidas de tipos para empezar a valorar los efectos de estas acciones.

En esta fase final del ciclo todavía no hemos visto las revisiones de beneficios. Esperamos que ocurra con los resultados del tercer trimestre y es la razón fundamental para evitar subir la ponderación en renta variable, a pesar de que algunos segmentos de mercado están descontando escenarios muy dramáticos.

En renta fija, los plazos cortos son una clara oportunidad para poder asegurar los rendimientos. Aún con el riesgo de que las subidas sean mayores de lo que cotiza el mercado actualmente, el riesgo está compensado por la rentabilidad que ofrecen. Como nuestro escenario base no es un ajuste fuerte de las economías, no esperamos un aumento fuerte de los impagos, con lo que los diferenciales de crédito no creemos que se vayan mucho más de los niveles a los que han cotizado durante el verano. Preferimos tomar posiciones en bonos de buena calidad crediticia que en los de más riesgo, aunque en *High Yield* también hay oportunidades concretas. El riesgo de financiación es lo que más nos pesa a la hora de subir en este segmento, con la iliquidez del mercado.

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

RENTA FIJA

- **Neutral (=)**. El riesgo de sorpresas en las subidas de tipos y el deterioro macroeconómico nos hacen preferir los segmentos de menor riesgo con poca duración.
- **Gobiernos: = Neutral**. Plazos cortos.
- **Investment Grade: +**. Las tises a las que cotizan pueden aguantar el aumento de los diferenciales de crédito.
- **Crédito países emergentes: =/-Neutral**. Situaciones muy específicas.
- **High Yield: (=/-)**. Los niveles de *spreads* no han llegado a los vistos en otros momentos de bajo crecimiento. Creemos que no los veremos en este ciclo porque los impagos no van a ser semejantes a los de otros. El principal riesgo es la refinanciación, las nuevas emisiones en un mercado prácticamente cerrado se pagan demasiado caras, arrastrando al resto de bonos cotizados. Hay muy buenas oportunidades y es el segmento a sobreponderar antes de empezar a asumir riesgo en renta variable.

RENTA VARIABLE

- **Neutral/Negativo (=)**. La renta variable está a precios razonables en términos históricos (media de los últimos ciclos). Parte del riesgo en los beneficios ya se encuentra en precio pero todavía no se ha reflejado en las cuentas de resultados y en los balances. Rentabilidad por dividendo < rentabilidad sin riesgo.
- **Europa: -**. Escasa visibilidad con el entorno geopolítico y macroeconómico.
- **Estados Unidos: =**. Las compañías más grandes del índice siguen siendo las que mejor se comportan, pero la subida de los tipos reales (por encima del 1% en todos los plazos) pesa en las valoraciones. Aunque el más caro es el que ofrece más diversificación.
- **Países Emergentes: -**. Los acontecimientos en divisas van a provocar un aumento de las primas de riesgo.

MAT.PRIMAS

- **Negativo**. Muchas materias primas están ya más del 20% por debajo de los máximos del año. Y con revisiones a la baja de crecimientos a nivel global, creemos que las estimaciones de demanda se tendrán que revisar a la baja.

DIVISAS

- **Dólar:+ Positivo**: Seguimos positivos con el USD, pero salvo un evento macroeconómico importante, no esperamos que se aprecie mucho más frente al EUR.

- **Bonos corto USD**
- **Consumo estable**



- **Pequeñas compañías**
- **Consumo discrecional**
- **Big Tech**

Para concluir:

- La inflación en la UE proviene principalmente del lado de la energía y no pensamos que vaya a remitir en los próximos meses. Los efectos continuarán notándose el próximo año con los momentos más intensos durante los próximos 6 meses y desde allí empezarán a bajar, especialmente en la segunda mitad de 2023.
- La última reunión del BCE se saldó con una subida histórica de 75 puntos básicos, continuando con la reducción de estímulos monetarios desde finales del año pasado. La subida ha dado una señal contundente de que el inicio de las políticas monetarias netamente restrictivas va a continuar en los próximos meses. En EE. UU. las declaraciones de los miembros de la Fed han dejado entrever subidas de tipos de interés hasta el 4,00%-4,25%.
- Las intervenciones en las divisas de países emergentes y las subidas de tipos en EE. UU. están afectando ya negativamente a las economías de Asia.



3A

Este documento no es un 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://tream.com/>