

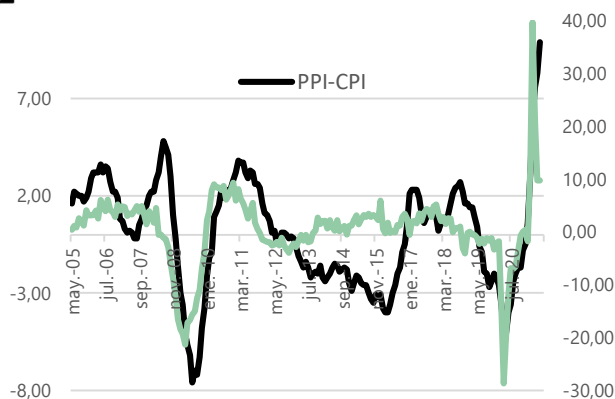
Análisis de Mercados
Septiembre 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

Los cuellos de botella podrían alargarse más de lo previsto, si a esto se le une una subida de salarios este año, podría provocar aumentos considerables de inflación. No obstante, no es nuestro escenario, pero de ocurrir implicaría acciones más restrictivas por parte de los bancos centrales. La ejecución de los planes de la Unión Europea está siendo mejor de lo esperado, lo que refuerza nuestra visión positiva sobre la economía de la Eurozona en comparación con el resto del mundo, donde las tasas de crecimiento han comenzado a estabilizarse con sorpresas negativas en Asia.



Precios industriales – IPC Eurozona vs Prod. Ind. EUR

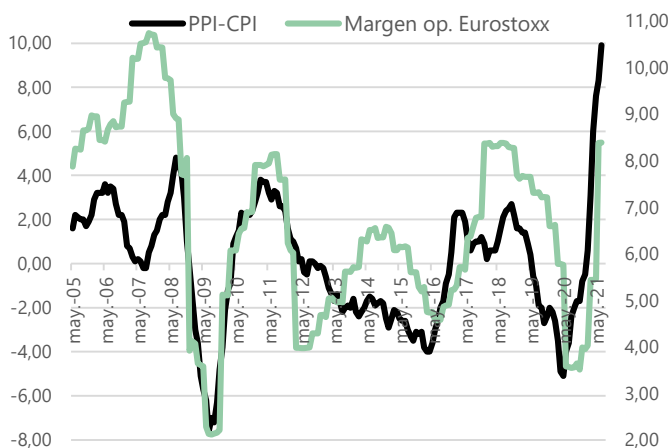


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

El mayor crecimiento de la demanda por encima del de la oferta se está reflejando en la subida de los fletes a nivel internacional. La reconstrucción de los inventarios unido a una fuerte demanda exagera estos movimientos.

"El destino de un inversor lo marca su estómago, no su cerebro."

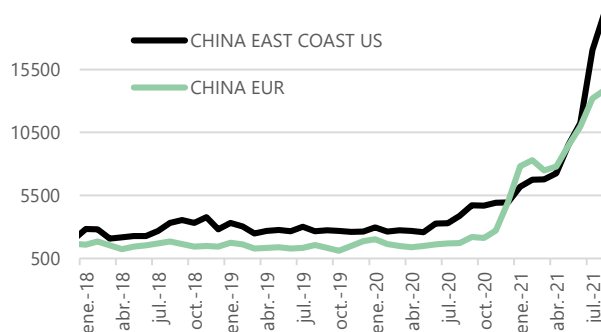
Peter Lynch, gestor Hedge Funds. Autor de "Un paseo por delante de Wall Street"



Fuente: Bloomberg

Durante la segunda parte del año se esperaba que los cuellos de botella generados por los aumentos en la demanda global, tras la apertura de las economías, fuesen desapareciendo. Sin embargo, las restricciones a la movilidad no han remitido al ritmo esperado, por lo que las presiones en los precios podrían extenderse más de lo previsto.

Coste fletes desde China



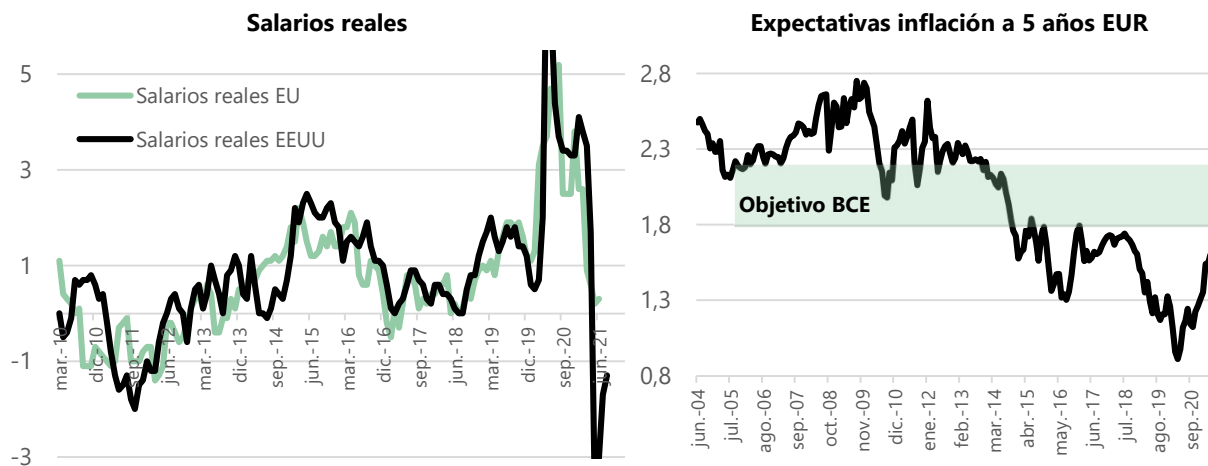
Fuente: Freightos.com

Además de los fletes otro ejemplo claro son las materias primas, donde los entregables de las principales (petróleo, níquel, cobre) se encuentran en "backwardation". Esto significa que los precios a plazos de 3/6 meses son menores que los de los entregables en el corto plazo. La razón es que las compañías quieren asegurarse el suministro en uno de los períodos de mayor actividad a nivel global.

La escasez de bienes en todos los sectores refleja que la producción no puede llegar a cubrir toda la demanda, dando lugar a subidas de precios (precios industriales). Este es el escenario actual en el que nos encontramos, como efecto de los estímulos extraordinarios que los bancos centrales han inyectado en las economías de forma global.

El mayor riesgo es poder valorar a qué ritmo estas subidas de precios van a destruir demanda. Los diferenciales entre los precios industriales (PPI) y el IPC son una medida de la capacidad que tienen las empresas de trasladar las subidas de precios. En nuestra opinión el ajuste no se va a llevar a cabo con subidas del IPC sino con bajadas de la actividad. Está situación supone que los márgenes empresariales estarían tocando techo de la misma manera que los crecimientos de beneficios.

Por el lado de la demanda interna es por donde podrían venir las sorpresas negativas, al ir perdiendo poder adquisitivo los hogares y al situarse las tasas de ahorro en niveles superiores a otras fases expansivas del ciclo. Por otro lado, la crisis del Covid ha sido la primera vez en la historia en la que la renta disponible de los hogares aumentó en un período de ajuste (gracias a los subsidios). Conforme éstos vayan reduciéndose, el consumo crecerá a tasas más discretas.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

En un período en el que los datos macroeconómicos van a ir perdiendo impulso y las inflaciones medias van acercándose a (superando temporalmente) los objetivos, los bancos centrales han anunciado la intención de retirar estímulos. Las reducciones se irán llevando a cabo de forma paulatina y, de hecho, creemos que a junio de 2022 los balances de los principales bancos centrales seguirán estando 2 trillones por encima que en junio de 2021. De este modo los bancos centrales continuarán siendo los actores principales para evitar incrementos en los diferenciales de crédito o subidas inesperadas en las tirs de los bonos.

La asignación de activos continúa asumiendo el escenario que hemos visto en la segunda mitad del año, correlación positiva entre bonos y bolsa y datos macroeconómicos perdiendo impulso, pero creciendo. El cambio frente a otros meses es un aumento en la prudencia en los activos de riesgo. La razón se basa en las sorpresas que podamos ver en los resultados (empezaremos a observar cómo están afectando las subidas de precios en las cuentas empresariales) esto provocará escenarios de mayor volatilidad, pero no un cambio en la tendencia.

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: Plazos medios y cortos.

Neutral (=/-).



Gobiernos: - Negativo. La liquidez que inyectan los bancos centrales va a empezar a reducirse en los próximos meses. Esto debería empujar las tirs de los bonos al alza.

Investment Grade: +/- Neutral. Ofrece algo más de margen que los gobiernos.

Crédito países emergentes: -/+ Neutral. Situaciones muy específicas.

High Yield: - Negativo. Los plazos cortos han sido los más beneficiados con las recompras de emisiones de las compañías para alargar vencimientos. Los diferenciales son muy bajos.

Renta Variable:



Neutral/Positivo (=/+). Todavía puede tener recorrido, esperamos a que se produzcan reducciones en las estimaciones de beneficios para reducir posiciones.

Europa: +/- Neutral. El impulso macroeconómico es mayor que en el resto de geografías.

Estados Unidos: +/- Neutral. Ha sido el mercado que más flujos de entrada ha tenido durante el año. Cada vez las subidas se concentran en menos valores.

Países Emergentes: - Negativo. Esperamos que sea el primer mercado que refleje la pérdida de impulso macroeconómico.

Materias primas:



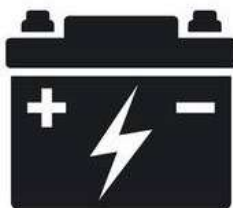
Negativo. Consideramos que en el sector energético y en el de materias industriales es donde más riesgo hay.

Divisas:



Dólar:++ Positivo. Además de los flujos por diferencia de tipos de interés, sigue siendo la moneda en la que se financia el mundo. Cualquier reducción de la oferta de dólares y ralentización en el ritmo de crecimiento favorece a la divisa.

• Defensivas



• Consumo
• Cobre

Por concluir:

- En los próximos meses esperamos una reducción en los ritmos de crecimiento de los beneficios empresariales, reflejando unos datos macroeconómicos más débiles (hemos tenido sorpresas negativas en Asia en el verano) y los primeros efectos en los balances de las subidas de inflación.
- Los bancos centrales continuarán apuntalando las economías, aunque se abren los debates acerca de la velocidad en la retirada de estímulos.
- La inflación es transitoria pero continuará en niveles altos hasta final de año. Las subidas de salarios no están compensando los aumentos de inflación y con ello el consumo dejará de ser el motor del crecimiento.

La información contenida en esta presentación es confidencial, está dirigida exclusivamente a inversores cualificados, no pudiendo su receptor, bajo ninguna circunstancia, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o, de cualquier modo, ponerla a disposición de personas no autorizadas por el emisor de la misma. 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.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Esta presentación tiene carácter confidencial para su receptor y no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A., con domicilio en Avenida Diagonal, 640, 3E, 08017 Barcelona, España; con CIF. A-64.472.681, está inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona Hoja B-342646, Tomo 44176, Folio 148, y autorizada e inscrita en el registro de la CNMV con el número 217