

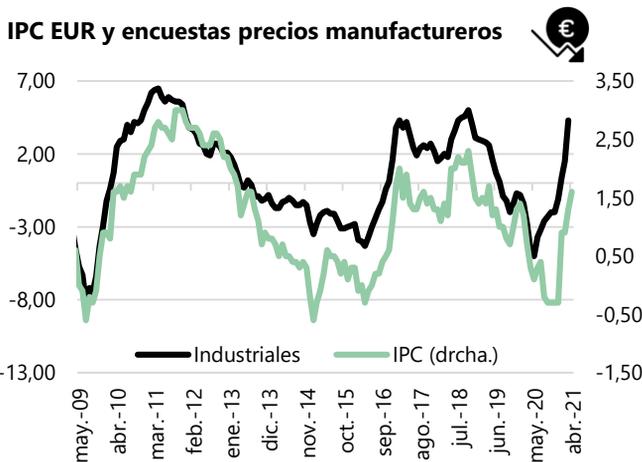
Análisis de Mercados
Mayo 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

La recuperación económica de los últimos meses a nivel global ha ido reflejando el impacto de los estímulos fiscales y monetarios. Los repuntes de actividad están siendo más rápidos que la puesta en marcha de la capacidad productiva, por lo que afloran cuellos de botella en prácticamente todos los sectores. Éstos no desaparecerán hasta que las restricciones a la movilidad desaparezcan completamente y los niveles de inventarios vuelvan a niveles acordes con la actividad. El ajuste de los precios al alza es por lo tanto temporal, y sólo remitirá a medida que las cadenas de suministro vayan recuperando su plena capacidad.

Los repuntes en los precios durante las primeras fases del ciclo de recuperación, son bastante habituales debido a que la demanda supera la capacidad instalada, y permanecen hasta que las empresas se ajustan al nuevo entorno de mayor demanda. La incertidumbre actual estriba en que los gobiernos y los bancos van a seguir manteniendo estímulos, como el plan de infraestructuras en EE.UU. y el plan fiscal de la UE y respecto a los cuales aun esperamos noticias, mientras que la pandemia sigue restringiendo el funcionamiento de la capacidad productiva.

Un aumento en las tasas de inflación durante el inicio de la recuperación es el proceso normal por el que los sectores se adaptan al aumento de la demanda tras una fase de ajuste con reducción de costes e inventarios. Las materias primas suelen liderar la subida, a la que posteriormente se suman el resto de bienes.

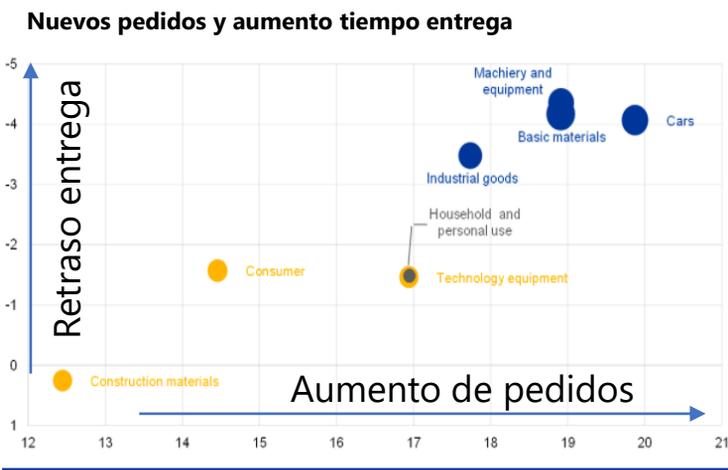


Fuente: Bloomberg (14/05/2020).

“La inflación no sólo no es necesaria para conseguir crecimiento económico. Mientras exista es el enemigo del crecimiento económico”

Henry Hazlitt, Economista EE.UU.

La diferencia de esta recuperación frente a otras es la rápida actuación por parte de los gobiernos de los países desarrollados para mantener el nivel de consumo mediante diferentes subsidios. El ajuste de consumo se ha debido principalmente a las medidas impuestas por los gobiernos para atajar la expansión de la pandemia, lo que ha provocado que los niveles de ahorro hayan aumentado a nivel global. En cuanto las economías han empezado a abrirse, primero en Asia y después en el resto del mundo, las cadenas de suministro no han podido cubrir la nueva demanda, retrasándose las entregas y provocando subidas de precios.



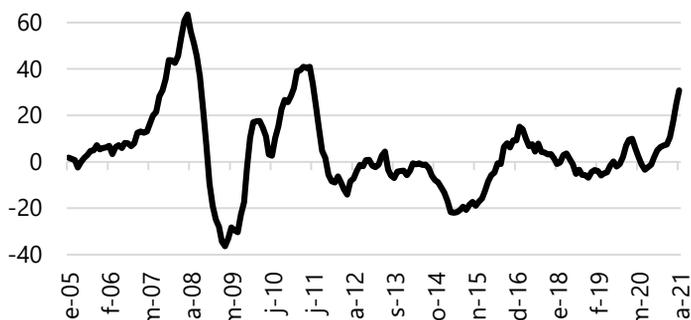
Sources: IHS Markit, Haver analytics and ECB staff calculations.

El aumento generalizado en los plazos de entrega refleja los cuellos de botella que se están produciendo. Esto va a suponer un aumento de los precios que se va a añadir al ya esperado por el efecto del incremento en el de la energía.

Para que este proceso de subida de precios se convierta en inflación, tiene que venir acompañada de un aumento del empleo y los salarios. Hasta entonces, sólo refleja la voluntad de los consumidores de reducir la abultada tasa de ahorro acumulada durante los últimos meses.

Las subidas puntuales de precios en algunos sectores, especialmente en los alimentos, pueden suponer problemas para algunas economías. En los países emergentes suponen un peso importante en la cesta de la compra y en 2011 fueron un elemento desestabilizador: primavera árabe y crisis de la “tortilla” en México.

FAO precios agricultura y alimentos* YoY%



El incremento de los precios supone un tope en la capacidad de crecimiento de las economías y acelera su proceso de normalización.

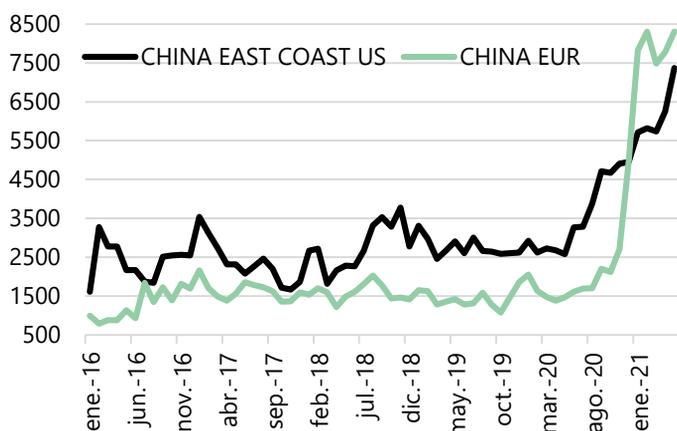
Durante el segundo trimestre del año se van a ver las mayores tasas de crecimiento global, superiores al 6%, niveles a partir de los cuales se irán reduciendo (hasta 5%).

El alza de precios en sectores “estratégicos” puede apresurar el proceso de desaceleración, ya que supone una destrucción de la demanda agregada y por lo tanto reduce el crecimiento hasta un nivel de equilibrio menor (niveles de crecimiento potencial o no inflacionista).

Uno de los principales “termómetros” en la subida de precios ha sido el precio de los fletes en el mayor exportador del mundo: China. La deslocalización de las cadenas de suministro durante las últimas décadas ha provocado estos se hayan convertido en la principal correa de transmisión de los precios a nivel global.

En este entorno macroeconómico hemos optado por mantener, en nuestra asignación de activos, una menor exposición en bonos que en renta variable. Dentro de esta, preferimos los mercados donde todavía puede haber sorpresas positivas de crecimiento como la Eurozona, frente a los que ya han pasado o están pasando el pico de crecimiento.

Coste fletes desde China



Fuente: Bloomberg (30/04/2020). * cesta 55 materias primas agrícolas globales.

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	Neutral	-	Infra

Renta Fija: Plazos medios y cortos.

Neutral (=/-).

Gobiernos: - Negativo. Las comparativas macroeconómicas y los efectos de los cuellos de botella en diferentes sectores industriales van a llevar la inflación a niveles por encima del objetivo de los bancos centrales en los próximos meses.



Investment Grade: - Negativo. Diferenciales de crédito no compensan el riesgo pero son preferibles a High Yield.

Crédito países emergentes: -/+ Neutral. Beneficiados por las políticas laxas con respecto a la inflación de los países desarrollados.

High Yield: =Neutral. Vamos a ver niveles máximos de crecimiento durante el trimestre, por lo que empezamos a reducir el riesgo mediante los bonos de más riesgo.

Renta Variable:

- **Neutral/Positivo (=/+).** Los crecimientos de beneficios han sorprendido positivamente y todavía nos queda por ver la mejora derivada de las aperturas y aumento del consumo.



Europa: =/+ Neutral. Esperamos que buenas noticias macroeconómicas deriven en revisiones de beneficios por encima de los niveles de 2019.

Estados Unidos: =/- Neutral. Las limitaciones de capacidad provocadas por los subsidios van a afectar a los márgenes, mejor DOW o SP500 que Nasdaq y Russell.

Países Emergentes: + Neutral. Han sido los primeros en limitar los estímulos monetarios (Brasil, Turquía, China, Rusia).

Materias primas:

- **Negativo.** Las subidas en los precios durante los dos últimos meses tienen un impacto negativo en los cuellos de botella y en los flujos de inversores. El impulso macroeconómico proveniente de Asia, principal motor de la demanda, ha ido reduciéndose desde finales de 2020, y esperamos un pico en los precios de las materias primas durante el verano con un final de año con precios sensiblemente inferiores.



Divisas:

Dólar: ++ Positivo: Los anuncios reiterados de la FED de mantener la inflación por encima del nivel objetivo hasta final de año está penalizando al USD. En nuestra opinión la inflación va a remitir durante la segunda mitad de año y esperamos que los tipos reales repunten.



Euro: - Negativo: Creemos que el repunte de los bonos "core" y la reducción del spread respecto a EE.UU. explica el buen comportamiento del EUR. Esperamos nuevas bajadas del EUR en cuanto el efecto de las comparativas macroeconómicas vaya remitiendo.

- Petroleras
- Compañías Cíclicas



- Tecnología y químicas
- High yield (excepto largos plazos)

Por concluir: 

- Esperamos una apertura de las economías de la Unión Europea y el visto bueno definitivo para la implementación del paquete de estímulo "Next Generation EU" durante la segunda parte del trimestre. Esto nos dejaría por delante 6 meses en los que el crecimiento de la Eurozona debería sorprender al alza.
- Los primeros borradores acerca de los fondos para la recuperación no aportan mucha información. En general cumplen los requisitos de 37% para cambio climático y 20% para digitalización, pero hay diferencias en las diferentes rúbricas del 43% restante. Los efectos deberían notarse tanto en el largo plazo con una mejora en la productividad de las economías y del crecimiento potencial, como en el corto plazo, hasta 2023, por la entrada directa de inversión.

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 si 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