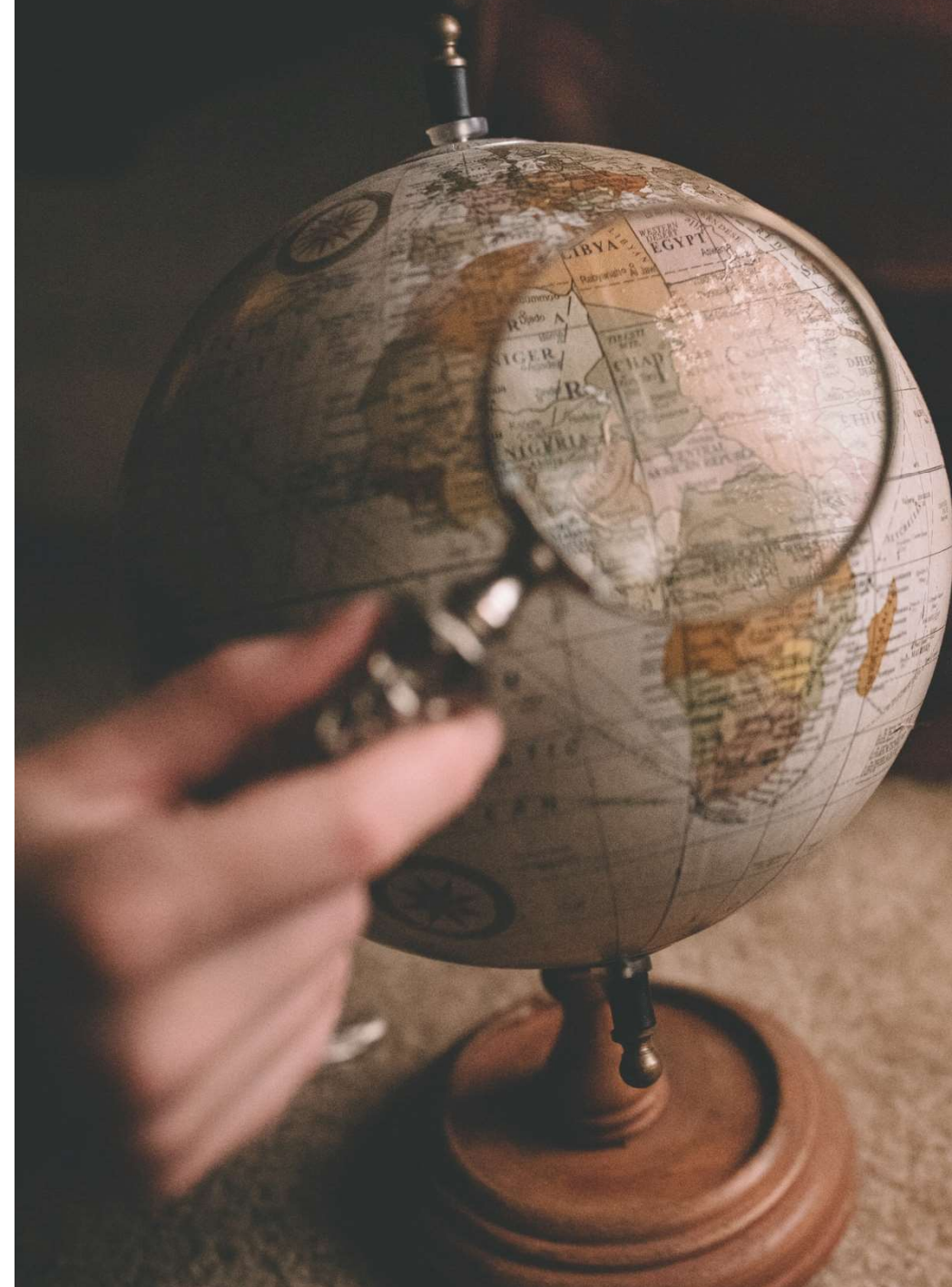


# Análisis de Mercados

Abril 2024

Ricardo Gil  
*Deputy CIO*



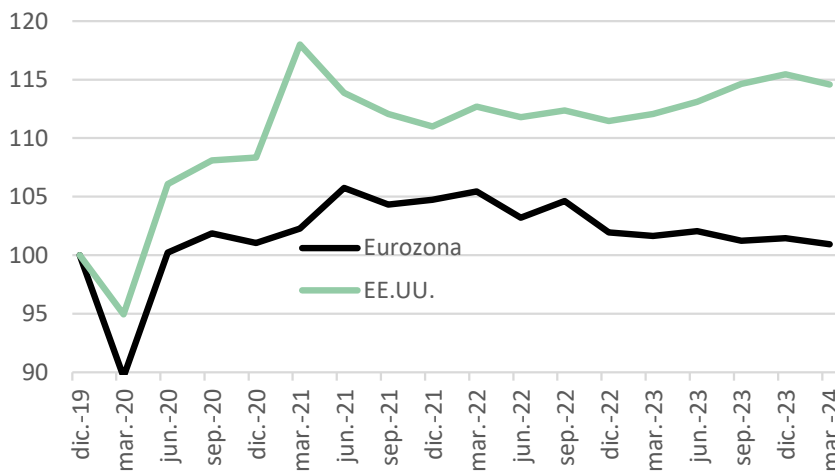
Los primeros meses del año han confirmado el entorno de **recuperación macro a nivel global** con la **Eurozona, como región más rezagada**, dando los primeros signos de inflexión (producciones industriales). La mejora de las manufacturas a nivel global, a pesar de la debilidad del comercio internacional débil y China robando cuota de mercado en diversos sectores (coches), hace cada vez más creíble que al dinamismo de los servicios se sumen.

La mejora del crecimiento está provocando que el **proceso desinflacionista que llevamos viviendo desde 2022 vaya a culminar con inflaciones algo más elevadas de lo que se esperaba** (especialmente en EE.UU.). Por otro lado el **entorno geopolítico no ha parado de deteriorarse** desde 2022 con lo que los países importadores de energía quedan expuestos a “shocks” inflacionistas externos ampliados por la fortaleza del USD. Esto no implica que no vayamos a ver bajadas de tipos en Junio pero supone que las bajadas de la segunda mitad serán menores de lo esperado.

El punto de inflexión en la economía de la Eurozona todavía no es del todo patente pero irá tomando vigor conforme avance el año relevando a los servicios como impulsor del crecimiento. La evolución de nuevos pedidos y las encuestas de actividad manufacturera siguen avanzando a nivel mundial, dejando en buena posición a las economías de centro Europa que hasta ahora han sido las más afectadas por la lenta recuperación del comercio internacional y la menor demanda de bienes duraderos tras las políticas monetarias restrictivas. Esto abre el problema de la inflación ya que **la bajada en los precios de los bienes ha sido una de las variables del proceso desinflacionista junto con los precios de energía** por lo que una recuperación de la oferta sin mejoras de productividad hace que la inflación se enquisten y los tipos no puedan bajar tanto.



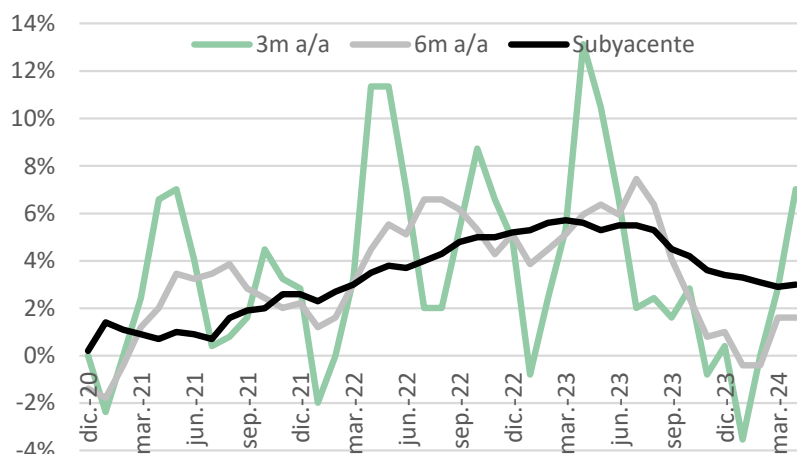
## Ventas por menor EE.UU. y Eurozona en términos reales (Dic 2019 base 100)



La debilidad en la demanda interna de la UE sigue siendo la principal causa de la divergencia de crecimiento frente a EE.UU.. Con las inflaciones elevadas y los niveles de deuda altos el impulso macro esperamos que venga de la parte de la oferta con mejora de la inversión y el crédito. Dado su peso limitado en las economías desarrolladas, no esperamos cifras de crecimiento muy fuertes en los próximos trimestres pero suficientes para seguir creando empleo.



## Inflaciones subyacentes siguen elevadas (medias mensuales anualizadas)



Las sorpresas de inflación durante los primeros meses del año han sido a nivel global (ex China) con repuntes en las subyacentes (indicador de inflación a largo plazo). Anualizando incrementos mensuales (modo en que los bancos centrales valoran el “momentum”) de los últimos tres y seis meses hay **riesgo que las inflaciones se queden por estos niveles** (en EE.UU. es más evidente). Todavía faltan varios datos hasta Junio (salarios muy importantes) pero todo apunta a que el **proceso desinflacionista ha terminado**.

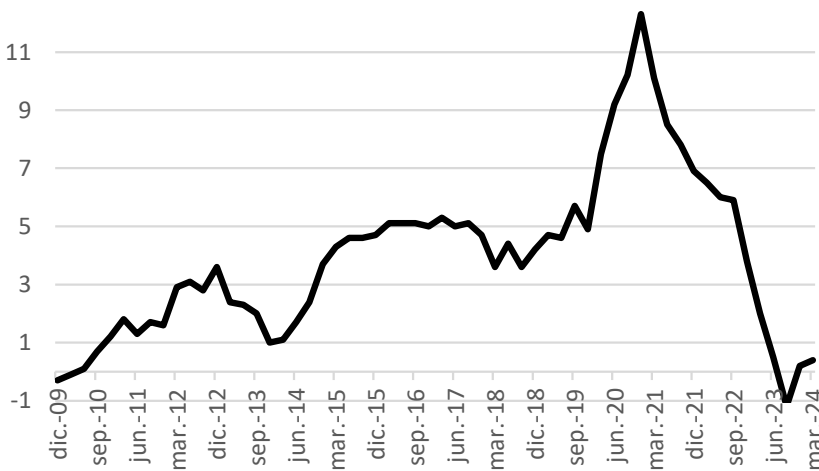
El comienzo de una **recuperación de las manufacturas** con los precios de los servicios todavía elevados pone **en riesgo las inflaciones** pero durante los próximos cuatro meses deberían estabilizarse por efecto comparativa en torno al 2,5%. Estas buenas noticias son razón suficiente para esperar bajadas de tipos en la Eurozona en la reunión de Junio siempre que no haya ningún incremento desmesurado de los salarios (los datos oficiales de Mayo serán los que muevan definitivamente la balanza del lado de las bajadas, probablemente dos en el año) o de los márgenes empresariales (con los resultados presentados hasta ahora todo apunta a que se han reducido ligeramente, las empresas ya no pasan las subidas de precios, la demanda no es tan fuerte).

La segunda parte del año se plantea más complicada porque las subidas de precios en las materias primas ya se estarán filtrando en los procesos de producción y un incremento del crédito (fundamentalmente a empresas) dejaría las inflaciones a final de año más cerca del 3%. De ahí el escenario de **pocas bajadas de tipos**, los nuevos tipos de equilibrio son más altos que en el anterior ciclo (más deuda de gobiernos, menores productividades, empleo en máximos) y **crecimiento débil pero positivo**.

“El crecimiento a largo plazo se pensaba que venía de mejorar la productividad (Krugman), pero ahora el mundo está cambiando y el objetivo es mejorar la posición relativa frente a los competidores para robarles crecimiento, esto nos ha pillado por sorpresa ”

Mario Draghi, ex presidente BCE, conferencia en Bruselas 16 Abril 2024

### Variación M3 anual Eurozona (proxy creación de crédito)



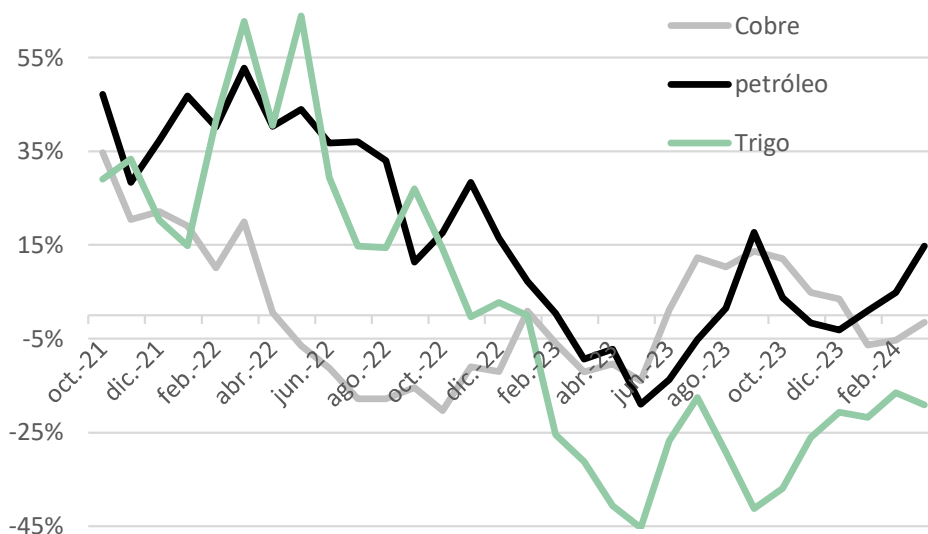
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

El crédito tanto a empresas como a familias ha estado creciendo a tasas muy bajas en los dos últimos años pero las últimas **encuestas del ECB** apuntan a una relajación en las condiciones para dar crédito de los bancos. Esto siempre ha sido un indicador adelantado de un **aumento en el volumen de créditos**, muy correlacionado con la mejora en las expectativas macro y de la inversión de las empresas. El impulso de crédito debería empezarse a reflejar en la segunda mitad de año cuando esperamos se empiece a apreciar claramente el mejor entorno en la UE.

Durante el siguiente trimestre creemos que el impulso macro siga su curso (manufacturas>servicios) y las inflaciones bajando en términos interanuales pero sorprendiendo al alza en términos mensuales (la desinflación se para).

A nivel de asignación de activos el principal cambio sería la **reducción de exposición a renta variable**. Cualquier año suele haber dos caídas de entre 5%/10% y creemos que se ha abierto la ventana para una de ellas. El excesivo optimismo de los inversores (ratios put/call, volatilidades implícitas renta variable vs bonos, volatilidad divisas emergentes), el cambio de expectativas de la FED en cuanto a los estímulos monetarios necesarios y las tensiones geopolíticas que el mercado descuenta como inflacionistas (efecto sobre oferta de petróleo y aumento gasto en defensa) porque cualquier aumento de gasto público cuando se está en plena capacidad es inflacionista. Por otro lado esta decisión táctica no quita que al ciclo le quedan muchos trimestres por delante y que volverán a descontarse bajadas de tipos en cuanto a macro se deteriore (la creación de empleo es la variable determinante para ese cambio). En renta variable seguimos **recomendando exposición a todo lo cíclico** donde estamos viendo las mayores revisiones al alza de beneficios mientras reduciríamos los sectores que mejor se han comportado en el año (tecnología).

## Variación anual materias primas



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

La profundidad del ajuste en los activos de riesgo, crédito y bolsas, vendrá determinada por los nuevos niveles de equilibrio en los tipos a largo de los gobiernos. Hasta ahora las bajadas de los diferenciales de crédito han permitido absorber el repunte en los bonos de gobierno pero si nos acercamos a los niveles de Octubre pasado se corre el riesgo de una corrección más profunda, (**vigilar tipos reales**).

En **renta fija** seguimos prefiriendo los **bonos de poca duración** y aumentaríamos tanto en gobiernos como en corporativos. Estas bajas duraciones palían el riesgo de tener los diferenciales en mínimos y aportan rentabilidad si como esperamos, el ciclo no ha cambiado y lo que tenemos por delante es un ajuste que nos va a llevar a estar en un rango más alto durante los próximos meses. La exposición a pequeñas y emergentes que esperábamos nos diese exposición a la mejora global no ha dado los resultados esperados y con el giro de tipos más altos por más tiempo nos lleva a plantearnos el activo, mejor renta fija que renta variable para esta exposición.

## Posicionamiento de las carteras

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>Neutral</b>	<b>+</b>	<b>Positivo</b>

<b>RENDA FIJA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Positivo (+).</b> Los niveles de los activos sin riesgo en los plazos cortos permiten aislar de las incertidumbres de la inflación y los movimientos de bancos centrales. Renta fija plazos cortos sigue siendo el mejor activo. (carry&gt;duración)</li> <li>• <b>Gobiernos: + Positivo.</b> El ajuste ante sorpresas de inflación seguirá recayendo en los plazos largos, los temas de déficit no se cotizan así que aumentar gobiernos en corto plazo.</li> <li>• <b>Investment Grade: = Neutral.</b> Las emisiones de este principio de año han batido records históricos, asegurándose las compañías tipos que descontaban agresivas bajadas de tipos, el diferencial no es muy grande pero suma a un carry atractivo de gobiernos..</li> <li>• <b>Crédito países emergentes: = Neutral.</b> Los diferenciales que se pagan por deuda emergente son muy bajos y el relativo frente a desarrollados no da mucho margen de rentabilidad sin embargo ofrecen cupones elevados en un entorno de volatilidad por eso mantenemos el neutral.</li> <li>• <b>High Yield: Neutra(=).</b> Con los beneficios empresariales creciendo y los mercados abiertos para poder hacer todas las refinanciaciones (era el principal riesgo que veíamos este año) subimos a neutral, el atractivo reside en el "carry" de 6. Todo el reunte en bonos de gobierno ha sido absorbido por la reducción de diferenciales pero ya están en mínimos.</li> </ul>
<b>RENDA VARIABLE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral/Negativo (-).</b> El cambio en las expectativas de tipos supone un techo a la valoración de la renta variable. El impulso desde Noviembre del año pasado se justifica por subidas de beneficios pero la expansión de múltiplos descuenta un escenario mucho más optimista (crecimientos por encima de potencial) del que esperamos para el segundo trimestre.</li> <li>• <b>Europa: - Negativo.</b> La valoración en relativo de bancos, aseguradoras, petroleras es atractiva.</li> <li>• <b>Estados Unidos: -/= Neutral.</b> La exposición a pequeñas compañías no ha funcionado a pesar de la mejora del ciclo global y vemos riesgos claros en las compañías de tecnología. Buscar oportunidades en sesgos cíclico tanto value como growth.</li> <li>• <b>Países Emergentes: = Neutral.</b> El fortalecimiento del USD por diferencial de tipos frente a emergentes reduce el atractivo, en relativo esperamos buen comportamiento de China e India pero evitaríamos Latam y más expuestos a flujos de USD (Corea, Taiwan).</li> </ul>
<b>MAT.PRIMAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral.</b> La confirmación que el ciclo va ganando fuerza esperamos que siga sirviendo como impulsor de las materias primas. Hasta ahora las subidas se han debido más a un control de la oferta (petróleo, cobre, aluminio, cacao, café) que a un incremento de la demanda. Esté último debería favorecer las perspectivas de precios en el sector.</li> </ul>
<b>DIVISAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Dólar: +Positivo.</b> Los problemas del elevado déficit y la creciente deuda pública en EE.UU. Que podrían pesar en el USD se han visto compensados por los riesgos geopolíticos y el hecho que las tipos se vayan a mantener más altos por mas tiempo. Sigue siendo el mejor activo para cubrirse de riesgos en mercado.</li> </ul>

- Cíclicas, mineras
- Bonos corto plazo



- Tecnológicas
- Bonos Largos

### Para concluir:

- La fortaleza de la economía en EE.UU. (junto con China) hace que cualquier estímulo se descuenta en los mercados como un riesgo de incremento de precios por eso el cambio de sesgo en los últimos meses de la FED. De descontarse 3 bajadas han pasado a dejar entrever sólo una y a finales de año. El efecto en la Eurozona y el resto del mundo es que limita las bajadas de tipos ya que el diferencial de tipos se agrandaría provocando una depreciación de sus divisas. Esto en un entorno de **subidas en los precios de materias primas (metales, energía) supone importar inflación y limita los efectos positivos de las depreciaciones de divisas** (las declaraciones de todos los países hablando del comportamiento de las divisas en las últimas semanas muestran que la preocupación es real).
- **El ajuste en los precios de los bonos largos y el aumento de la volatilidad en las divisas no se ha trasladado a una bajada de las bolsas**, mientras ésta no suponga un aumento de los diferenciales de crédito la corrección del 5%/10% desde máximos sería el escenario normal en el que nos esperamos mover durante el segundo trimestres.



# 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/>