

Análisis de Mercados

Enero 2024

Ricardo Gil
Director de Estrategia



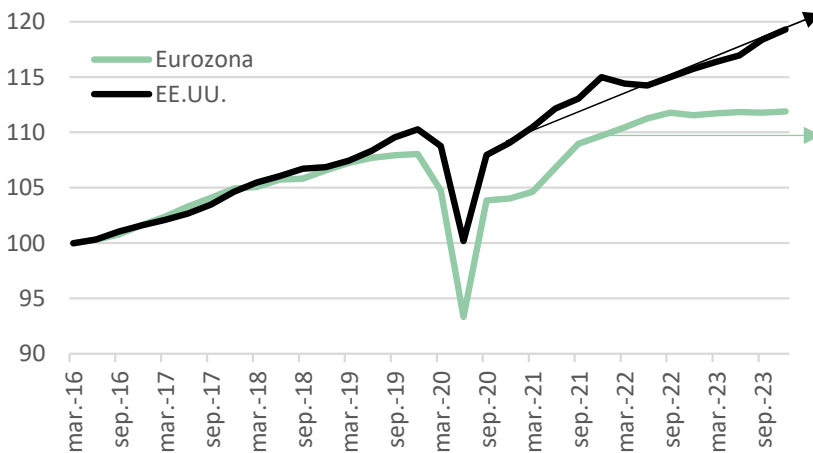
Las sorpresas positivas del lado de la inflación desde Octubre han marcado un punto de inflexión en la narrativa de los bancos centrales que encabezados por la FED han pasado a tomar más en cuenta los riesgos de crecimiento frente a los riesgos de inflación. El “pivot” que se había cotizado varias veces en los últimos trimestres (verano 2022 y enero 2023) se ha materializado.

Los mercados han pasado a descontar que las nuevas políticas monetarias pasarán a ser procíclicas (descontándose bajadas de tipos agresivas desde el primer trimestre de 2024) sin haber sufrido ningún ajuste macro, llevando a una recuperación cíclica en la segunda parte del año (en base a las estimaciones de organismos internacionales, ECB y FED) impulsada por la demanda interna y la inversión empresarial.

El problema para los precios de los activos es la velocidad a la que se han descontado las bajadas, demasiadas si las economías mantienen el crecimiento (“no landing”). Esto reflejaría que el impulso fiscal (macro) ha sido más importante que el impulso monetario, esto nos lleva a pensar que los tipos van a estar más altos (la inflación va a seguir en 2,73%) de lo que el mercado descuenta.

La debilidad macro del último trimestre del 2023 ha quedado limitada a la zona Euro y concretamente a los más expuestos a comercio internacional (Alemania, Japón) que sigue lastrando el crecimiento de la UE con una demanda interna muy débil. La fortaleza en el resto del mundo se explica por el dinamismo en la demanda interna en EE.UU. y el fuerte tirón de las exportaciones (principalmente tecnología en Corea y Taiwán) en Asia.

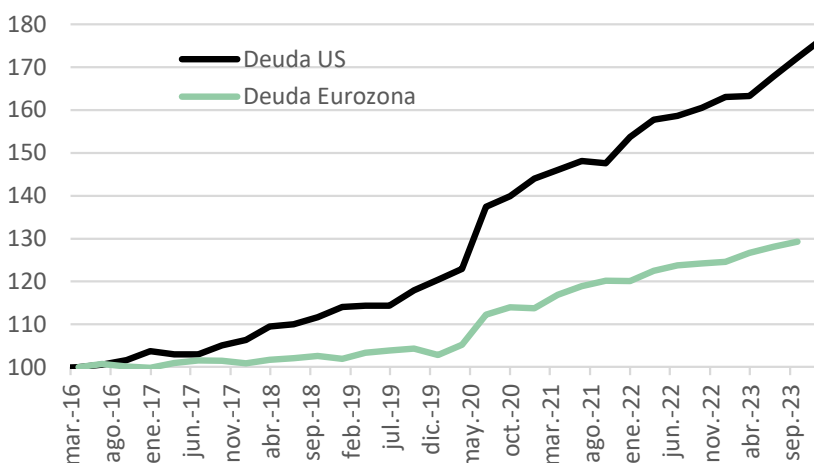
€ PIB real desde 2016 (base 100)



El crecimiento en la Eurozona lleva estancado desde hace ya 18 meses y los efectos de las políticas monetarias deberían dejar de afectar en la segunda mitad de 2024. La divergencia frente al crecimiento en EE.UU. se debe al impulso de la demanda interna que en Centro Europa no se ha producido a pesar de la creación de empleo y la subida de salarios.

Para que se cumplan las expectativas de la UE (BCE, Comisión Europea) en el segundo trimestre esta tendencia debería cambiar.

Evolución deuda pública desde 2016 (base 100)



El ritmo de subida de la deuda pública es otra de las variables que explican la mejora de EE.UU. frente al resto del mundo y la solidez macro en general.

Este aumento de la deuda ha llevado el déficit hasta el 6% del PIB (menos del 4% en la Eurozona) financiado, en su mayoría, con letras se convierte en un problema a futuro (este año EE.UU. tiene que emitir alrededor de 8 trillones, 2 trillones de deuda nueva) especialmente si quieren alargar² la duración. El estímulo fiscal por tanto se debería parar.

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

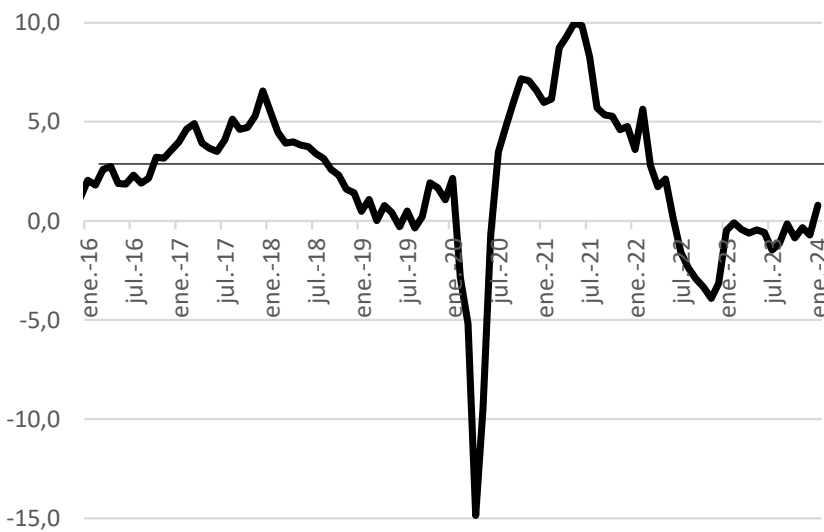
Esta divergencia esperamos se vaya reduciendo a lo largo de este año con una mejora de la Eurozona. Los datos de los últimos meses muestran que la situación no ha empeorado (índices de confianza estabilizándose y expectativas mejorando) pero en términos agregados va a seguir siendo débil durante varios trimestres. El riesgo para el precio de los activos está en la inflación, crecimientos más fuertes impulsados por demanda (salarios subiendo, creación de empleo) van a presionar los precios aunque no esperamos tener datos claros hasta la publicación de encuestas de salarios a partir de Abril.

La desinflación que hemos visto desde Octubre se debe fundamentalmente a energía y la parte de la oferta (normalización cadenas producción etc...) pero la fortaleza del lado de la demanda (crédito al consumo, salarios, empleo) sin aumento de la productividad (la IA es la gran baza) con políticas fiscales expansivas ponen en riesgo el escenario de "aterrizaje suave" dado que los servicios, principal sector en la mayoría de las economías, sigue con subidas de precios en el 4%. Una mejora de las manufacturas pondría más presión al escenario que están descontando los mercados. Los últimos PMIs globales reflejan una mejora en las manufacturas con repunte en los precios (tanto recibidos como repercutidos), las disrupciones en el Mar Rojo y el Canal de Panamá pueden explicar parte del repunte pero creemos que reflejan un cambio frente a lo que estábamos viendo desde la segunda mitad de 2022. La conclusión es que **no creemos que el proceso "desinflacionista" sea tan fuerte como para rápidas bajadas de tipos porque la macro está más fuerte de lo que se esperaba.**

"Poner un precio al tiempo, cobrar por el uso de capital por un tiempo, ayuda a garantizar que el capital se utilice de la mejor manera posible."

Edward Chancellor, periodista Reuters, escritor "The Price of time"

PMI global Nuevas órdenes-inventarios



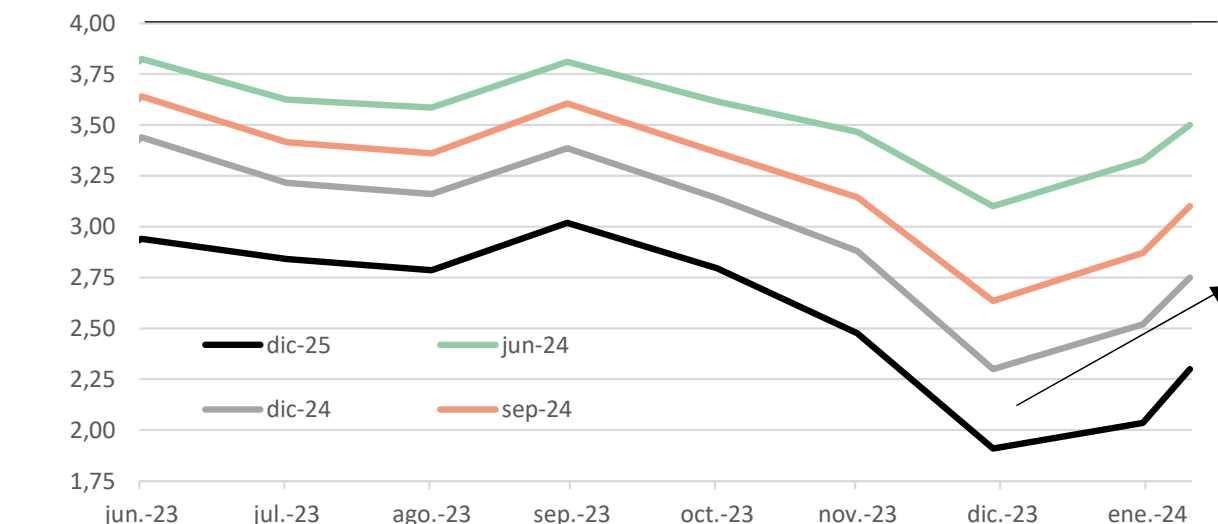
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Nuevos pedidos frente a inventarios parecen estar dando una señal de mejora en las manufacturas a nivel global. Todavía es pronto pero generalmente adelantan una mejora en las producciones industriales (crecimiento en el lado de la oferta). Todavía es pronto para descontarlo pero es un escenario de riesgo con la demanda interna fuerte (pleno empleo) que podría poner en duda las expectativas de desinflación. No es nuestro escenario central pero hay tan pocos inversores que están en esta narrativa que merece la pena tenerla en cuenta a la hora de construir las carteras.

El entorno que esperamos para los próximos meses es de crecimiento mejor de lo esperado o en línea, no peor, cuando en teoría los efectos de la política monetaria restrictiva deberían estar ejerciendo su máximo efecto. Esto no impide que las inflaciones sigan saliendo bien por efecto comparativa (energía, fundamentalmente gasolinas) pero el riesgo es que no se llegue a los niveles que se esperaba (por debajo del 2% en el segundo trimestre para después repuntar). Esto nos lleva a pensar que las primeras bajadas de tipos no se producirán hasta Junio y con toda seguridad en la segunda mitad de año porque los tipos reales ya son restrictivos (por encima de la inflación) especialmente en EE.UU. y algunos emergentes. Pero van a ser menores de lo que está esperando el mercado.

A nivel de asignación de activos la estrategia sería seguir manteniendo riesgo en las carteras pero sesgado hacia una reaceleración del crecimiento e infraponderados en renta variable. Optamos segmentos de mercado son los que están más baratos en relativo frente al resto de mercado (pequeñas compañías y emergentes) y evitaríamos seguir asumiendo riesgos en las partes con valoraciones en máximos de ciclo aunque puedan seguir subiendo, el riesgo no compensa la rentabilidad extra (algunas tech, mejor software que semis por ejemplo),

Expectativas de tipos (futuros Euribor 3 meses como proxy tipo depo)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

En renta fija la ausencia de un ajuste fuerte de las economías aunque las inflaciones estén cercanas al 2% no justificaría tener tipos cercanos al dos. Estos dos años a pesar de la restricción de crédito las economías han demostrado que son bastante menos sensibles de lo que se pensaba con lo que el nuevo tipo de equilibrio es más alto (tendremos más noticias de esto en verano cuando se espera que todos los bancos centrales anuncien nuevos marcos de política monetaria, ej. Importancia y niveles de reservas bancarias como objetivo, bandas de tipos y no sólo un tipo etc.,...).

Estas ideas implican que en el posicionamiento en renta fija sigamos primando las duraciones cortas (aprovechando las bajadas de tipos que puedan venir y que ya están cotizadas en los bonos largos). Respecto al riesgo de crédito los peores ratings siguen siendo los que mejor lo hacen, por lo que para tomar riesgo (macro ok) optamos por instrumentos híbridos en nuevos nombres, preferimos subordinación (que no deja de ser un riesgo macro) a duración.

Posicionamiento de las carteras

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	=	Neutral

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (+). Sigue siendo el mejor activo gracias a los elevados cupones que se cobran en los plazos cortos. Las elevadas emisiones en los bonos largos y la volatilidad en los datos de inflación creemos que se traducirán en un aumento de las pendientes. • Gobiernos: + Positivo. Vemos riesgo en los plazos más largos más sensibles a las asunciones de bajadas de tipos que creemos que excesivas. Preferimos plazos cortos a medios/largos. • Investment Grade: = Neutral. El estrechamiento de los diferenciales en los dos últimos meses (pivot bancos centrales) les ha llevado a la parte baja del rango, todavía podrían reducirse más pero no hay tanto para ganar. • Crédito países emergentes: = Neutral. Mejor gobiernos que bonos corporativos, los diferenciales de estos últimos están muy estrechos especialmente en los de mejor rating. • High Yield: Neutral/ Negativo (-). El “risk on” de los últimos meses lo ha convertido en uno de los mejores activos de 2023. Las presiones de refinanciación van seguir por eso nos centraríamos en cortos plazos y segmentos que se hayan quedado fuera del rally (híbridos y subordinados) que puedan seguir dando rentabilidades elevadas con una macro estable.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). El “pivot” definitivo de los bancos centrales ha sido determinante en la apreciación con el mercado descontando reacceleración frente a recesión en el ciclo. El punto negativo lo vemos en las valoraciones, demasiado caras cuando los crecimientos de beneficios van a ser los más bajos de los últimos años (ex. 2020). • Europa: - Negativo. Afectados por crecimiento global débil e inflación por encima del 2%. • Estados Unidos: -/= Neutral. Vemos más valor en las pequeñas con una macro estable deberían reducir la diferencia de valoración. • Países Emergentes: = Neutral. El mal comportamiento de China por salida de inversores extranjeros empaña los buenos números de India y algunos países en Latam. En relativo creemos que lo harán mejor que desarrollados pero el entorno de tipos altos y dólar fuerte por valoración.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. La debilidad en manufacturas y nuevos pedidos de los últimos meses se han estabilizado. Nuestra visión es que desde los niveles actuales son más probables sorpresas al alza del crecimiento. Llevan deprimidos más de 12 meses, y los ajustes en capacidad llevados a cabo hacen que cualquier mejora de la demanda (crecimiento superior al que se está esperando) lleve a una apreciación. Quitamos la infraponderación.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: +Positivo. Los diferenciales de crecimiento siguen favoreciendo al USD y los diferenciales de tipos largos frente al EUR se mantienen en 200 pb. Esto debería seguir dando soporte al USD además los tipos reales en le Eurozona van a ser más negativos en los primeros meses del año (repunte de inflación por efecto comparativa y fin de subsidios) favoreciendo al USD.

- Pequeñas compañías.
- Cíclicas, mineras.
- Bonos corto plazo.



- Defensivas con ratios elevados (consumo estable).
- Bonos Largos.

Para concluir:

- El consenso de mercado está en el lado de bajadas de inflación por debajo del 2% puntualmente en algunos meses que permitan bajadas de tipos y vuelvan a estimular la economía, un escenario perfecto para los activos de riesgo. Rara vez la realidad cumple los escenarios y es más probable encontrarnos con una economía más fuerte (seguimos en pleno empleo a nivel global) apoyada por un gasto público (déficits altos). Esto abre la posibilidad a tener mucha volatilidad en los datos de inflación con lo que los niveles de los bonos largos estén descontando un escenario poco probable. Esto, unido al aumento de las emisiones en los plazos largos nos hace ser muy cautos en renta fija donde esperamos sorpresas negativas en la duración.
- En renta variable estos dos últimos años cualquier duda de crecimiento o sorpresa positiva en tipos se ha saldado con subida de las compañías de más crecimiento. Si éste deja de ser un “bien escaso” o menos de lo que el mercado descuenta, la prima de los “7 magníficos” frente al resto tiene que reducirse por eso la exposición a pequeñas compañías.



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/>