

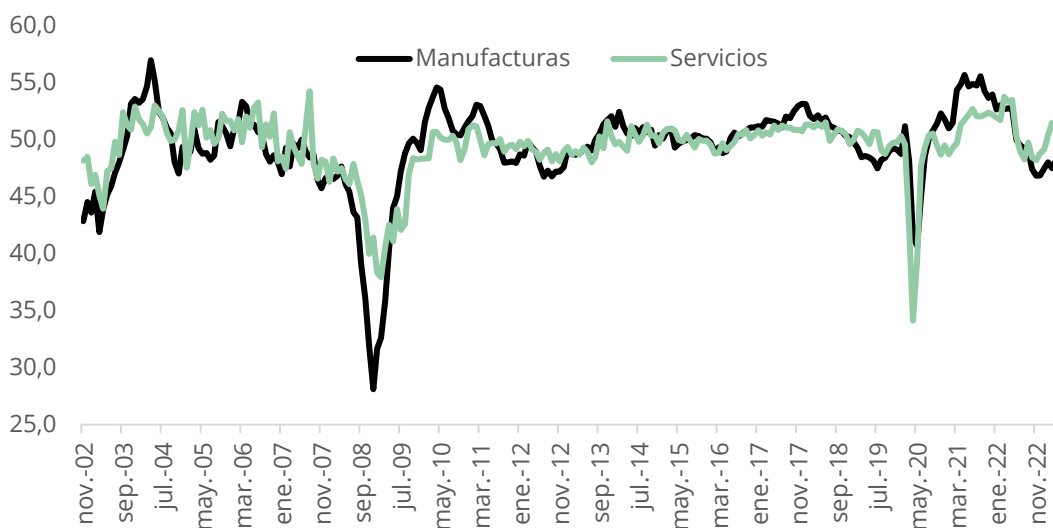
**Análisis Semestral de
Mercados**
Primer Semestre 2023

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

La actividad fue perdiendo impulso conforme avanzaba el semestre, con las manufacturas ahondando en la contracción en los últimos meses del periodo y con los servicios como único motor del crecimiento junto con el gasto público. Además de los efectos negativos que las subidas de tipos de interés y el menor crecimiento del crédito están teniendo en la inversión, la reapertura de la economía China no ha sido tan fuerte como se esperaba, principalmente por una demanda interna débil. Acabamos el semestre con revisiones a la baja en las tasas de crecimiento por parte de los organismos supranacionales para la segunda parte del año, especialmente en la Eurozona. Por el lado positivo, el dinamismo del sector servicios ha permitido que se siga creando empleo y se compense la contracción en las manufacturas alejando los temores de un ajuste fuerte en las economías.

Una de las variables principales para explicar la fortaleza macroeconómica durante el semestre, a pesar de las subidas de tipos y la parada en el sector manufacturero, ha sido el gasto público. La deuda pública en desarrollados ha seguido creciendo y los déficits todavía se han mantenido en niveles altos (EE.UU. 6,3%, Eurozona 3,6%).

Gráfico 1: Evolución de la Actividad Global

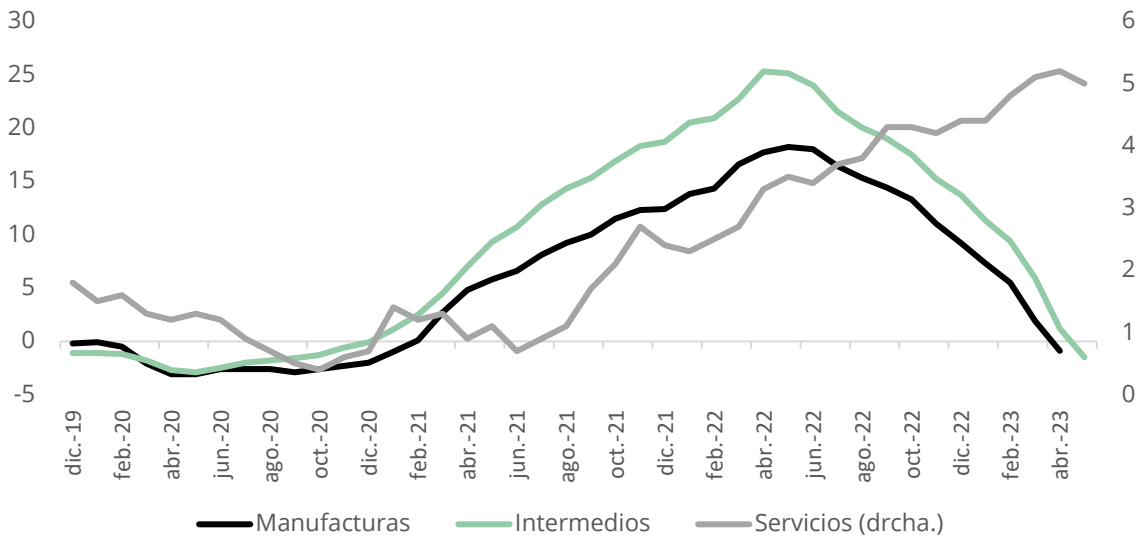


Fuente: Bloomberg

Los datos de inflación, continuaron siendo el principal foco de incertidumbre, aunque fueron mejorando a lo largo del período iniciando un proceso de normalización hacia los niveles objetivo de los bancos centrales. El problema experimentado durante el semestre fue unos ritmos de reducción de la inflación más lentos de lo esperado, volviendo los bancos centrales a anunciar políticas restrictivas. No obstante, las subidas esperadas para la segunda parte del año serán menores a las del primer semestre y muestran que el proceso está llegando a su fin, así en algunas economías emergentes ya han comenzado las bajadas de tipos de interés para estimular el crecimiento (China).

Este entorno de crecimiento débil en las regiones manufactureras pero fuerte en todo lo relativo al sector servicios ha sido bueno para los activos de riesgo. Destacaron los sectores en los que aún se puede seguir esperando crecimiento y que han visto elevar la prima con la que cotizan frente al resto de los mercados. En las regiones más expuestas a industriales y cíclicas (Eurozona), los rendimientos han sido más moderados.

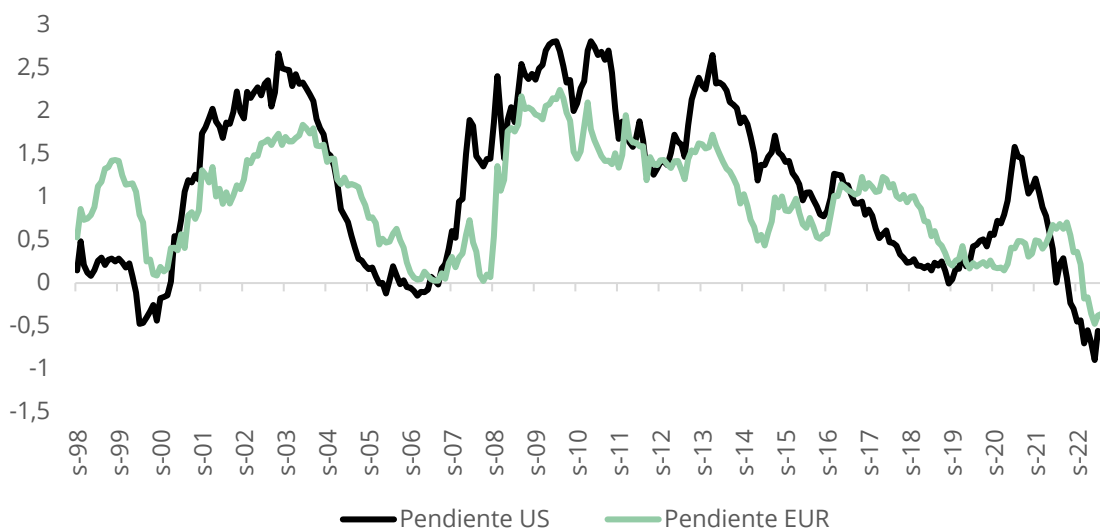
Evolución de los precios industriales y de los precios de los servicios



Fuente: Bloomberg

Los activos de renta fija por su parte saldaron el período con subidas. Los bonos de gobierno consiguieron sortear todas las incertidumbres del techo de deuda en EE.UU. y las subidas de tipos de interés más elevadas de lo esperado, con los bonos a largo plazo moviéndose en un rango estable durante el semestre. A nivel de bonos corporativos las dos incertidumbres más importantes que surgieron en el semestre fueron la banca pequeña de EE.UU. y el ajuste en los precios del inmobiliario comercial tanto en EE.UU. como en la Eurozona. Esto ha provocado momentos de volatilidad que se han quedado en sectores concretos y no se han extendido al resto del mercado, permitiendo que los diferenciales hayan cerrado en la parte baja de los últimos meses.

Evolución de los tipos 10 años vs 2 años



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la distribución de activos recomendamos mantener un sesgo cauto, el coste de oportunidad en la primera mitad de año ha sido elevado desde mayo. En la parte de riesgo preferimos tener exposición en bonos de países emergentes donde los tipos reales son positivos y el cambio en la dinámica de inflación ofrece rentabilidades. En la parte de renta variable esperamos mejores oportunidades para tomar posiciones cuando el mercado empiece a valorar que los tipos de interés se van a mantener elevados, por lo menos hasta el próximo año.

La segunda mitad del año esperamos ver cómo se resuelve el dilema de los bancos centrales conforme al desafío de parar la inflación sin provocar un ajuste fuerte del crecimiento. Las subidas de tipos de interés de momento está siendo muy eficaces para reducir el crecimiento, pero no tanto para la inflación que sigue contando con el impulso del gasto de los gobiernos.

Posicionamiento de las carteras

La siguiente tabla representa nuestro posicionamiento respecto al trimestre anterior:

Tipo de activo	Trimestre anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	=	+	+
Gobiernos	+	+	++
<i>Investment Grade</i>	+	=	+
Crédito Emergentes	-	+	=
<i>High Yield</i>	-	=	-
Renta Variable	-	=	-
Europa	-	=	-
Estados Unidos	-	=	-
Emergentes	-	+	=
Divisas			
Dólar	+	+	+
Euro	-	=	-
Materias Primas	Infra	+	Neutral

Datos a 30/06/2023

Máximo ++, mínimo --

Conclusión

- La inflación sigue manteniéndose en niveles elevados, impulsada principalmente por las rúbricas del sector servicios. Hasta 2024 no se espera que alcancen los objetivos fijados por las autoridades del 2%. El impacto de las políticas monetarias aún no se ha trasladado a la economía real y afectará primero al crecimiento y después a la inflación.
- Los bancos centrales continúan manteniendo mensajes de restricción de política monetaria ante unos datos de inflación incómodamente elevados. Las caídas en los precios de los bienes en términos interanuales adelantan bajadas de inflación futuras, pero los riesgos a repuntes (alimentos, salarios) unidos a una política fiscal expansiva están detrás de los mensajes de las autoridades monetarias.

3A

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