

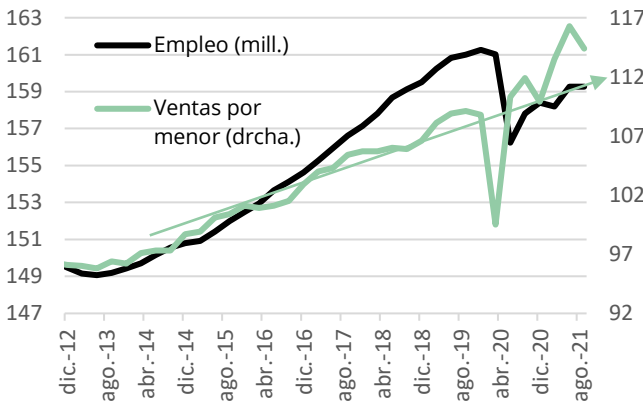
Análisis de Mercados
Noviembre 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

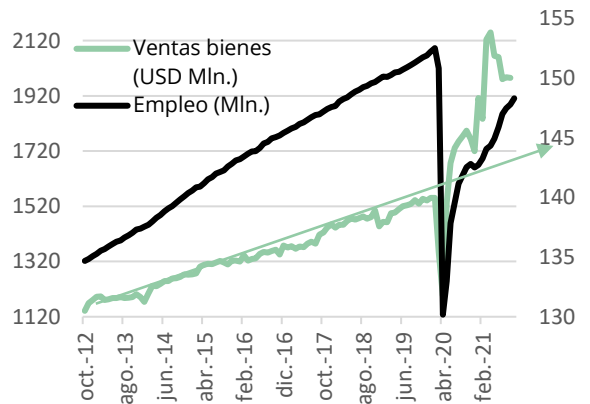
La actividad ha continuado acelerándose en el inicio del cuarto trimestre y las diferencias entre las distintas regiones han aumentado. Los efectos que están produciendo las subidas de los precios de la energía y los alimentos son distintos en cada economía. Los datos de inflación siguen aumentando, creemos que los picos se registrarán en los últimos meses del año y empezarán a disminuir a lo largo del primer trimestre de 2022. Esperamos que la inflación sea transitoria, pero esto supone asumir que los fuertes crecimientos registrados también lo son.

La inflación sigue siendo el principal foco de incertidumbre de los inversores, sobre todo desde las sorpresas al alza registradas tras la vuelta de verano. Estas subidas se atribuyen a los precios de la energía, de los alimentos y a los problemas en las cadenas de suministro. A pesar de que la escasez se está reflejando desde el lado de la oferta, esta viene provocada por la fortaleza de la demanda interna (los incrementos en la producción no son capaces de absorber los aumentos del consumo).

€ Ventas al por menor y empleo EUR



Ventas de bienes y empleo en EE.UU.

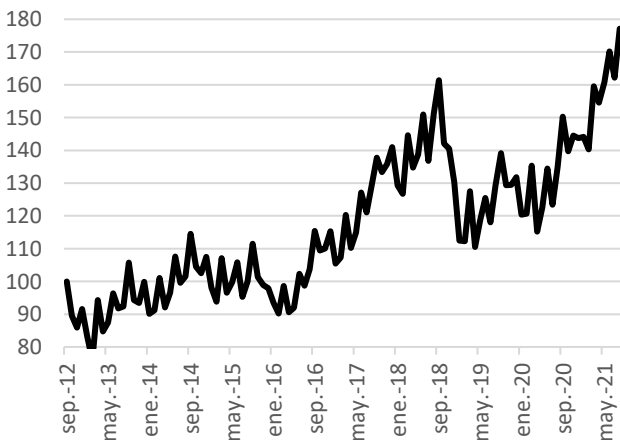


Fuente: Bloomberg

“La inflación está afectando a los ingresos de las familias y siento mucho que esté sucediendo,”
Gobernador banco de Inglaterra Nov. 2021

El aumento de la renta disponible de los consumidores durante la pandemia ha permitido que los niveles de consumo se hayan disparado muy por encima de las tendencias de los últimos años, por encima incluso de los niveles que cabría esperar por la creación de empleo o el incremento del crédito. Un ejemplo de cómo los problemas de suministro y el exceso de demanda han afectado a algunos sectores han sido los semiconductores. El aumento de la demanda de bienes duraderos ha superado la capacidad de producción, generando récord de ventas de semiconductores y provocando a su vez que no haya suficiente abastecimiento. La escasez se genera por la fuerte demanda produciéndose los “cuellos de botella”, es por esto por lo que el crecimiento y la inflación continúan sorprendiendo al alza.

Ventas totales de semiconductores

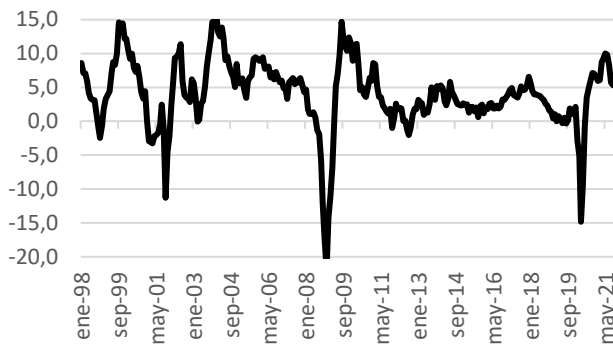


Fuente: Semiconductor industry association.

Desde verano, a este entorno de demanda “sobrestimulada” se le han unido las subidas de los precios de la energía que se están trasladando ya a los alimentos. Estos aumentos de inflación están provocando que los consumidores estén gastando el “colchón” que venían acumulando en los últimos trimestres y con ello, la renta disponible está bajando en términos reales a nivel global desde el mes de septiembre. Esta es la razón principal por la que esperamos que las inflaciones sean transitorias, la demanda va a comenzar a reducirse por el aumento de los precios.

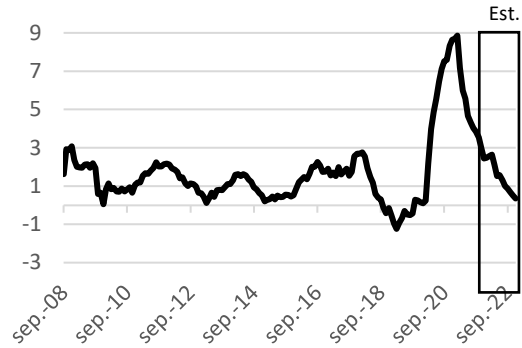
Este exceso de demanda y políticas ultralaxas dejan a los bancos centrales en una posición incómoda. Hasta el momento sólo los países emergentes han actuado, la Fed ha dado ya los primeros pasos reduciendo las compras mensuales y creemos que el BCE se unirá a final de año. No esperamos que estas reducciones impliquen una disminución en el balance de los bancos centrales, pero si limitarán la cantidad de dinero nuevo en los mercados con sus correspondientes implicaciones para los tipos de interés a largo plazo.

Nuevas órdenes-inventarios Global



Fuente: JPM Global PMI y elaboración propia.

Incremento del balance bancos centrales



Fuente: JPM Global PMI y elaboración propia. Trillions USD.

Esperamos que los datos macroeconómicos sigan siendo positivos, pero una de las cicatrices que estamos observando en esta etapa post-covid es el aumento de la demanda de bienes (materias primas) que están llevando a cabo las empresas ante los problemas de suministros. Probablemente también por el lado de los consumidores con el adelanto de la campaña de Navidad.

Todavía es pronto para valorarlo, pero un aumento de los inventarios por encima de los nuevos pedidos no sería negativo para el crecimiento, aunque sí indicaría que el impulso está disminuyendo. Hasta entonces la inflación continuará creciendo marcando su pico a niveles más alto de lo esperado durante el primer trimestre de 2022 para después comenzar a bajar.

La clave desde el punto de vista de selección de activos para el próximo año es conocer que empezará a bajar antes, el crecimiento o la inflación. Todavía estamos en la parte de expansión del ciclo por lo que esperamos que los activos de riesgo sigan haciéndolo bien. Por el lado de la renta fija preferimos reducir las posiciones en los bonos con más riesgo de crédito y continuar con duraciones bajas en la cartera.

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:

Neutral (=/-). Los estímulos fiscales serán las próximas medidas de los gobiernos y bancos centrales. Esperamos que las retiradas de estímulos monetarios presionen los tipos de interés al alza.



Gobiernos: - Negativo. Aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, hasta que no empiecen las subidas de tipos de interés los plazos largos van a seguir repuntando.

Investment Grade: +/-Neutral. Los diferenciales son muy bajos pero en los plazos cortos se puede conseguir "carry".

Crédito países emergentes: =/-Neutral. Sus bancos centrales han sido los más agresivos subiendo tipos y el crecimiento va a sorprender a la baja en los próximos trimestres.

High Yield: - Negativo. Han sido los más favorecidos ante el riesgo de una bajada del crecimiento antes que de la inflación, hemos reducido peso.

Renta Variable:

Neutral/Positivo (=/+). Los crecimientos siguen siendo positivos (aunque perdiendo impulso), es el mejor activo en esta fase de ciclo.



Europa: +/- Neutral. Los incrementos en los precios industriales van a hacer sufrir los márgenes más que otras geografías.

Estados Unidos: +/- Neutral. Las subidas se concentran en pocos valores pero permite una mayor diversificación.

Países Emergentes: - Negativo. La prima de riesgo todavía puede subir más pero a nivel relativo se han quedado muy rezagados del resto del mundo. Todavía es pronto para subir posiciones.

Materias primas:



Negativo. Las primas que se pagan por mantener la materia prima en el mes frente a 3 meses son las más altas de las últimas décadas. Esto se debe en parte a la demanda pero sobre todo por el miedo a no tener inventarios. Aunque este "pánico" puede durar algunos meses no es sostenible.

Divisas:



Dólar:++ Positivo: Las subidas de tipos de interés en EE.UU. comenzarán en la segunda parte del año pero la retirada de estímulos (reducción de compras) empezará antes de que acabe el año. El dólar nos sigue pareciendo atractivo como cobertura a los aumentos de volatilidad que se suelen producir en estos momentos, especialmente en crédito.

- Energía
- Plata



- Telecomos
- Consumo estable

Por concluir:

- El aumento de pedidos a nivel global asegura el crecimiento para los próximos meses. Las empresas siguen esperando subidas de precios por lo que las presiones inflacionistas no van a desaparecer en el corto plazo. Durante el mes han parecido las primeras muestras, todavía incipientes, de acumulación de inventarios y los fletes se sitúan en niveles algo más bajos.
- Los bancos centrales de Estados Unidos, Reino Unido y la Eurozona empiezan a dar mensajes de reducción de estímulos. Creemos que estas misivas irán tomando cada vez más peso conforme nos acerquemos a las reuniones de diciembre.
- Las elevadas tasas de ahorro acumuladas en los últimos meses han servido de "colchón" frente a la inflación en términos agregados. Las bajadas de ingresos reales suponen que el consumo se está llevando a cabo a costa de ir reduciendo la tasa de ahorro, escenario que continuará durante el cuarto trimestre.

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