

# Análisis de Mercados

Febrero 2023

Ricardo Gil  
*Director de Estrategia*

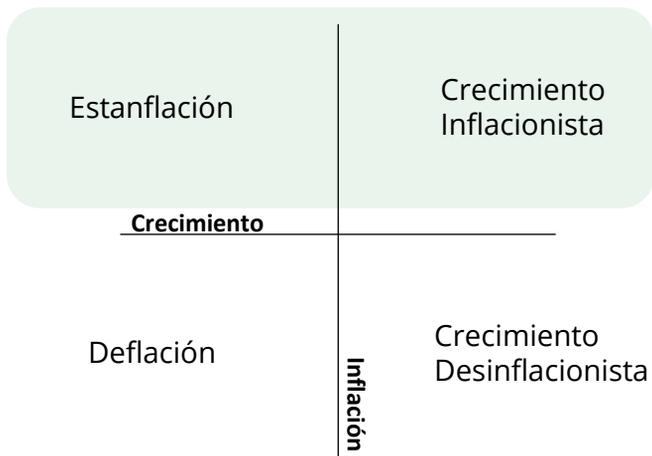


Las encuestas de actividad del mes de enero han mostrado el primer dato positivo desde el segundo trimestre de 2022, apoyadas en una sólida demanda interna y en el sector servicios. Los números siguen apuntando a un crecimiento frágil para el primer trimestre, mucho mejor del que se temía hace unos meses. Los activos de riesgo llevan reflejando este entorno “menos malo” desde octubre. Los datos de inflación siguen siendo el principal foco de incertidumbre, especialmente en los servicios que se mantienen altos frente a los precios de los bienes, los cuales llevan varios meses reduciendo las tasas de crecimiento, significativamente en EE.UU. Los bancos centrales han seguido restringiendo la política monetaria, se ha producido un cambio en los mensajes. La inflación continúa siendo el principal objetivo pero en las comunicaciones están ganando peso las menciones relativas al crecimiento y las consecuencias de una subida tan rápida de los tipos de interés. Canadá, Suecia y Reino Unido están hablando abiertamente del efecto en los precios del inmobiliario y los balances de las familias.

Los datos de la economía real de la última parte del año han salido mejor de lo esperado y las encuestas de actividad (PMI, IFO) han parado el deterioro de los últimos meses. Este cambio de tendencia que adelantaron los mercados, se ha visto reflejado en las previsiones del FMI presentadas en enero, subiendo el crecimiento global hasta el 2,9%, sobre todo en la Eurozona, China y Rusia. La posibilidad de una ralentización del crecimiento que no suponga una contracción del PIB ha tomado cada vez más peso pero los riesgos respecto a la inflación no han remitido.

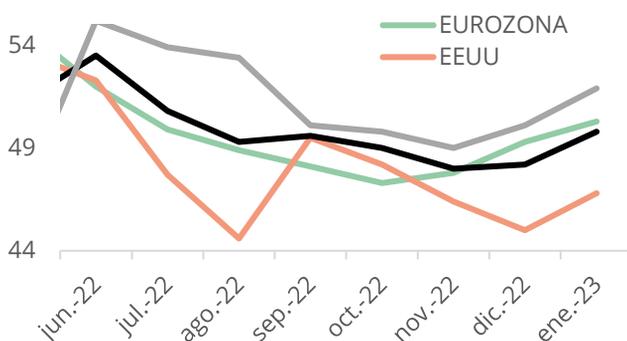
Las bajadas de inflación siguen apoyadas en las caídas de los precios de la energía, además hay cambios en la cesta que componen los índices de precios (Eurozona y EE.UU.) desde enero, con lo que la comparativa es más complicada. Los precios de los servicios y las inflaciones subyacentes continúan en niveles elevados y es donde van a centrar la atención los bancos centrales antes de empezar a bajar los tipos de interés.

## € Cambio en el régimen de inflación?



El cambio de régimen en la inflación sigue siendo el principal problema en la asignación de activos. Entramos en un período con inflaciones estructurales más elevadas (desarrollo manufacturas locales vs globales, aumento coste factor trabajo, políticas fiscales expansivas) o la dinámica de las economías va a permitir que las inflaciones bajen hacia la tasa deseada (globalización, envejecimiento población, aumentos de productividad).

## PMI Manufacturero



Las encuestas de actividad ya indican estabilización a nivel global, liderada por los Mercados Emergentes (reapertura China) y la Eurozona. EE.UU. sigue reflejando deterioro en el sector industrial y un crecimiento relativo macroeconómico inferior al del resto del mundo.

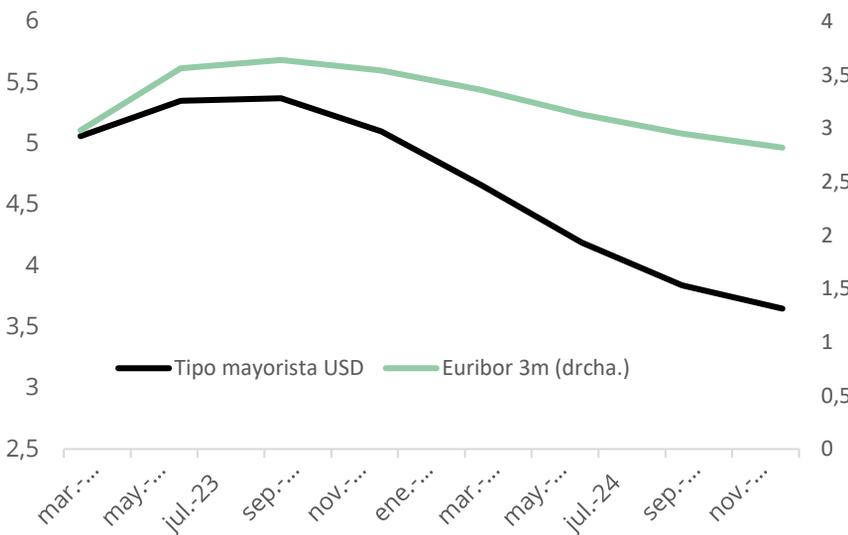
Es difícil saber en qué fase del ciclo nos encontramos, algo clave para poder valorar riesgos, pero el mejor momento para el precio de los activos se da cuando hay crecimiento con inflación baja. El régimen actual de inflaciones elevadas, donde creemos que vamos a estar los próximos trimestres, lleva inevitablemente a episodios de volatilidad elevada que se ven incrementados por el peso cada vez mayor de los derivados y ETFs en los mercados.

Del lado macroeconómico esperamos que los crecimientos sean débiles pero no negativos. Los niveles de empleo actuales, los tipos reales negativos y los salarios reales que podrían ser positivos en el segundo trimestre, nos hacen ver la demanda todavía fuerte. Por otro lado, lo que estamos viendo es mayor dinamismo en servicios que en bienes y los niveles de inventarios han seguido bajando con lo que cualquier mejora del consumo se trasladará en mayor actividad. Este escenario no es negativo para los activos financieros.

**"Invertir con éxito consiste en manejar el riesgo no evitar el riesgo"**

*Benjamin Graham, Inversor, "Decano de Wall Street".*

### Tipos financiación mayorista USD y EUR



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

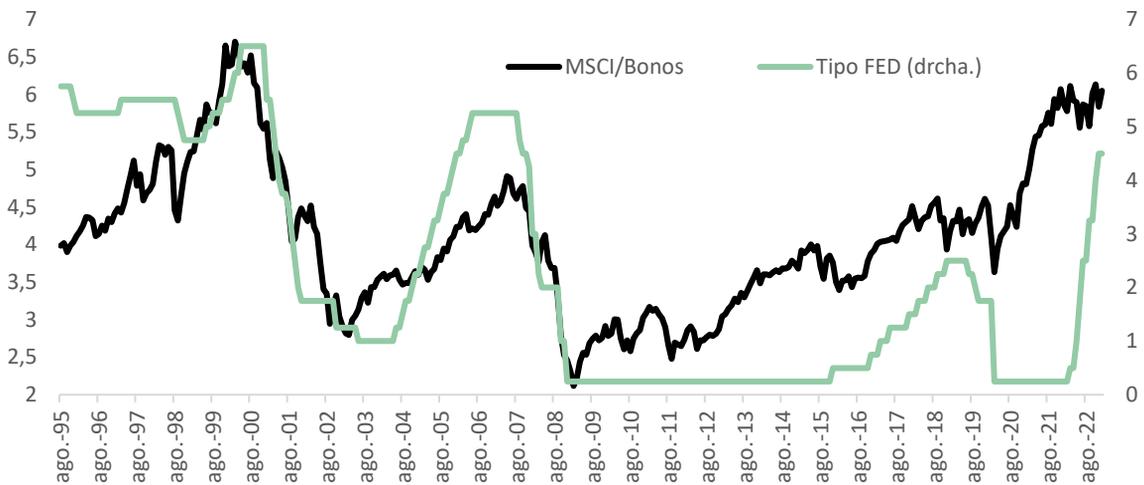
El mercado descuenta el fin de las subidas de tipos de interés en el segundo trimestre y bajadas de tipos de interés durante el cuarto trimestre en EE.UU. Este escenario que se está poniendo en precio es el mejor posible, inflación bajando, crecimiento débil pero sin suponer bajada fuerte de beneficios y nuevos estímulos monetarios que impulsen unas economías creciendo a tasas bajas pero con inflación controlada.

El problema de tener inflaciones por encima del objetivo (veremos si estructurales) es que los bancos centrales sobre reaccionen y provoquen un ajuste. Esto lo veremos durante el segundo trimestre, cuando se hayan alcanzado las tasas del último ciclo (2000-2006), claramente restrictivas, y tengan que valorar si el esfuerzo hecho va a llevar a los índices de precios hasta tasas del 2% en los próximos meses.

Ante la incertidumbre de si estamos ante un nuevo régimen de inflaciones más elevadas, con el efecto que esto supone de mayor volatilidad macroeconómica, o si por el contrario podemos volver a crecimientos con inflaciones controladas, optamos por asumir sólo riesgos en renta fija evitando la renta variable en general, a pesar de reconocer que hay oportunidades en sectores claros.

Dentro de la renta fija, la inversión de las pendientes en las curvas (tipos a largo por debajo de tipos a corto) de activos refugio (EE.UU., Alemania) y la posibilidad de subidas de tipos de interés por encima de lo que el mercado está asumiendo, nos hacen favorecer los plazos cortos. Evitamos la volatilidad de los plazos largos y los cupones nos protegen de las posibles subidas de tipos de interés no esperadas y, si el escenario es el contrario al que esperamos (recesión y ajuste de las economías), nos beneficiaremos de las bajadas de tipos.

## MSCI vs Bloomberg global bond index



Fuente: Bloomberg

Creemos que asumir más exposición en el resto de activos de riesgo, creemos que no compensa en los próximos meses, donde las subidas y bajadas de dos dígitos se pueden seguir produciendo, hasta que el nuevo escenario macroeconómico se clarifique. Por eso preferimos gobiernos y compañías de elevado rating (que en momentos de estrés se comportan mejor que gobiernos) en plazos cortos que asumir riesgo en créditos de peor calidad.

En renta variable seguimos infra ponderados. Los resultados empresariales ya reflejan una bajada de beneficios en el cuarto trimestre (no se espera que vuelvan a recuperar crecimiento hasta la segunda mitad) y la subida en el último trimestre ha dejado las valoraciones de los índices en la media histórica, hay sectores que siguen infravalorados.

## 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>Infra</b>	<b>+</b>	<b>Neutral</b>

<b>RENTA FIJA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral (=/+).</b> Los tipos de intervención van a seguir subiendo durante el trimestre. Es poco probable que haya sorpresas pero la incertidumbre respecto a la inflación (precios de los alimentos siguen al alza, políticas fiscales expansivas) y complacencia en el “pivot” de los bancos centrales nos hace preferir los plazos cortos en todos los activos. El riesgo de duración no compensa.</li> <li>• <b>Gobiernos: + Positivo.</b> Plazos cortos ofrecen rentabilidad con muy poca volatilidad.</li> <li>• <b>Investment Grade: + Positivo.</b> Las revisiones al alza del crecimiento apoyan la tesis de seguir incorporando riesgo de crédito en los mejores ratings, más baratos en relativo a los de más riesgo.</li> <li>• <b>Crédito países emergentes: = Neutral.</b> Hay claras oportunidades de compra pero para aumentar riesgo esperaríamos a que se establezca el riesgo de tipos de interés en EE.UU.</li> <li>• <b>High Yield: Neutral (=/-).</b> Plazos cortos ofrecen valor (carry) y una macroeconomía más estable de lo esperado. Supone un apoyo pero los diferenciales de crédito empiezan a estar muy ajustados sobre todo en relativo al segmento de menor riesgo.</li> </ul>
<b>RENTA VARIABLE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral/Negativo (=).</b> La subida de los últimos tres meses ha estado impulsada por los sectores más cíclicos y expuestos a una reactivación macroeconómica, lo que ha elevado los múltiplos quedando pendientes que las compañías cumplan con las expectativas. En los próximos trimestres no compensa el riesgo.</li> <li>• <b>Europa: - Negativo.</b> La composición sectorial (mayor peso de bancos y cíclicas) ha favorecido el comportamiento relativo frente al resto del mundo (UK en máximos históricos) sin embargo todavía no hemos visto el efecto de las subidas de tipos de interés en la actividad real.</li> <li>• <b>Estados Unidos: - Negativo.</b> Los líderes de los últimos años están siendo los más castigados.</li> <li>• <b>Países Emergentes: - Negativo.</b> Correlación negativa con el USD, con el riesgo de subidas por encima del 5,25% de la FED, evitamos este riesgo.</li> </ul>
<b>MAT.PRIMAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral.</b> Los alimentos están repuntando en el principio de año frente a los metales y la energía ha ido cediendo terreno.</li> </ul>
<b>DIVISAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Dólar: ++ Positivo.</b> La divisa y los tipos cortos han sido los activos que más han reaccionado al lenguaje de más restricciones monetarias por parte de los bancos centrales.</li> </ul>

- Bonos cortos USD
- Bonos corto plazo EUR
- Bonos investment grade



- Industriales
- Big Tech
- Tipos Largos

### Para concluir:

- La inflación subyacente continúa siendo el principal obstáculo para poder avanzar en el proceso desinflationista. El precio de los bienes parece haber tocado techo (precios energía bajando, menores problemas en las cadenas de suministro) pero son los precios de los servicios los que todavía no dan síntomas de bajada. Así, el riesgo continúa por el lado de los servicios, aunque todavía queda ver el efecto de la retirada de subsidios en las tasas generales de inflación. Esto desaparecerá a lo largo del trimestre.
- En cuanto a los bancos centrales, los mensajes siguen siendo de más subidas en los próximos meses, con el BCE siendo el más explícito anunciando una subida de 50 puntos básicos para marzo. De la misma manera la Fed en su primera reunión del año anunció una subida de 25 puntos básicos, el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra subieron, pero el mensaje fue que probablemente no habría más subidas en las próximas reuniones. En lo que si hay consenso es en que los tipos de interés se mantendrán elevados por algún tiempo, una vez hayan alcanzado el nivel deseado debido a la prodigalidad de los gobiernos y sus políticas fiscales.

A vintage globe is the central focus, held by a hand. The globe shows parts of Africa and the Middle East, with labels like 'LIBYA', 'EGYPT', 'NIGER', and 'CHAD'. The background is dark and out of focus, showing what appears to be a wooden structure or part of a ship. A large, bold, black number '3' is superimposed over the globe.

# 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/>