

# Análisis de Mercados

Junio 2023

Ricardo Gil  
*Director de Estrategia*

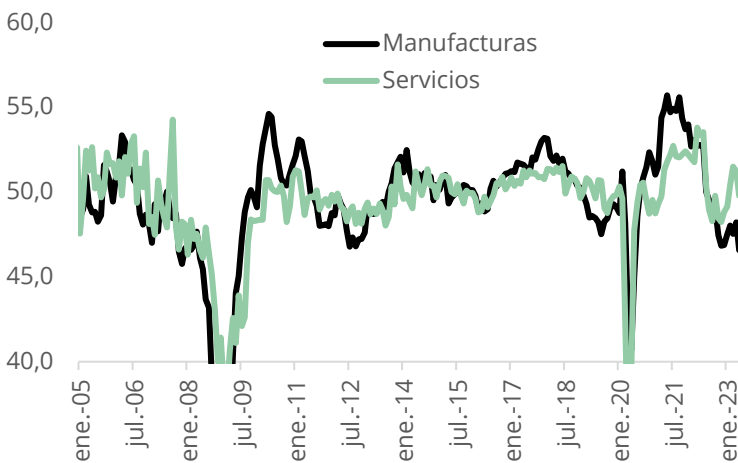


La diferencia entre servicios y manufacturas a nivel global ha seguido ampliándose durante el segundo trimestre con un saldo neto positivo para el crecimiento. La creación de empleo se ha mantenido estable, aunque a menor ritmo, tanto en la Eurozona como en EE.UU. apoyada en un sector público que sigue creciendo y en unos márgenes empresariales que se mantienen estables. Los temores a un ajuste fuerte de las economías se han ido desvaneciendo, pero el problema de una inflación más alta de lo deseable es el precio a pagar por la estabilidad macroeconómica. A lo largo de mayo, la OCDE y el Banco Mundial, publicaron sus informes de economía mundial para la segunda parte del año, reflejando una ligera bajada de las estimaciones de crecimiento para la Eurozona y China, que dejarían las tasas globales a niveles históricamente bajos (por debajo del 3%).

Los riesgos de un endurecimiento de las políticas monetarias han vuelto a emerger durante el último mes. Los problemas en el sector bancario y el techo de deuda pararon la retórica de la FED. Sin embargo, los datos de inflación de mayo y las subidas de tipos de interés en Canadá y Australia, seguidos por un BCE muy por detrás del resto del mundo en tipos reales, apuntan a que el riesgo de tipos de interés ha vuelto a resurgir en un entorno con economías creciendo a tasas bajas.

Las encuestas de actividad y los datos de economía real sugieren que la macroeconomía continúa estable pero sostenida en el sector servicios. Esta fortaleza de la economía real se debe a un apoyo del sector público, unos beneficios empresariales estables y un ahorro acumulado de los hogares que sigue permitiendo hacer frente a los aumentos de precios. El ahorro "extra" sigue siendo elevado en los países desarrollados.

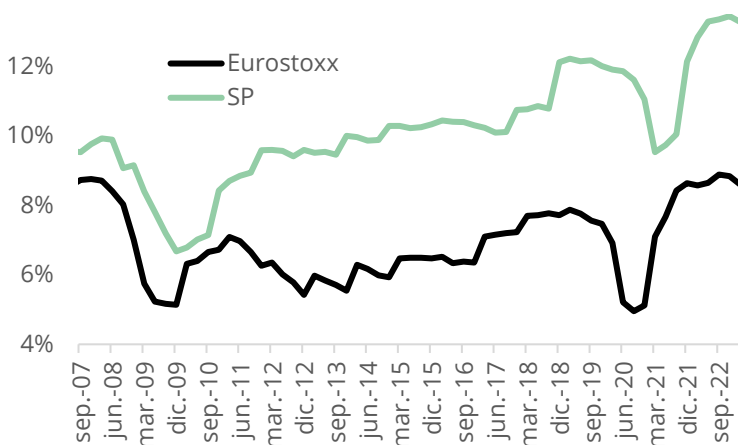
## Evolución cartera pedidos PMI Global



Fuente: Bloomberg elaboración propia.

Las encuestas de actividad globales siguen dando señales de crecimiento. No obstante, las carteras de pedidos de mayo mostraron la primera contracción, tanto en servicios, como en manufacturas. Esta lectura apunta a una reducción de la actividad en los próximos meses y refleja los efectos de las subidas de tipos de interés (menor inversión). Si se confirma durante el tercer trimestre, las bajadas de inflación implicarían que las subidas de tipos se pararían en el Q3.

## Creación de empleo y PIB Eurozona



Fuente: Bloomberg elaboración propia.

Los márgenes empresariales, aunque cedieron ligeramente en el Q1, siguen a tasas elevadas en términos históricos. Esta es otra de las variables que han permitido "aislar" el efecto de las subidas de tipos de interés en la economía real y justifican el buen comportamiento de la renta variable. Es cierto que la dispersión está aumentando entre sectores, las materias primas y los bienes están experimentando revisiones a la baja en los beneficios, mientras que el ocio y las financieras los aumentan.

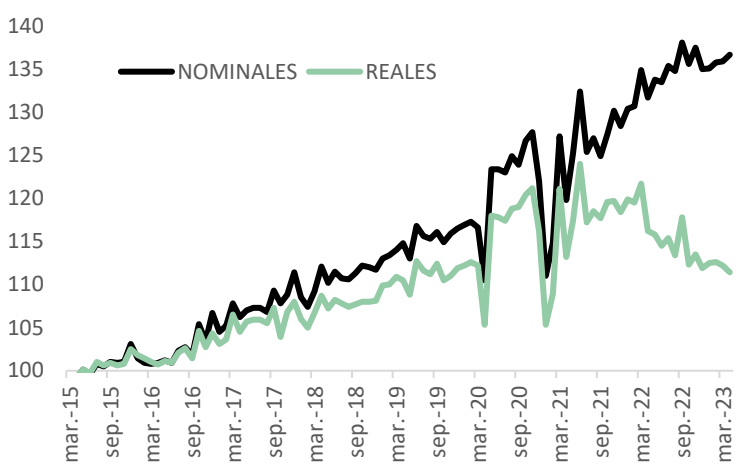
La estabilidad macroeconómica se fija en última medida por los datos de empleo. Éstos, siguen sorprendiendo a pesar de las medidas de restricción monetaria, el sector servicios es más intensivo en mano de obra que las manufacturas. El “exceso” de ahorro de las familias, el aumento de salarios, la mayor financiación de las empresas vía bonos y los estímulos fiscales que se mantienen por parte de los gobiernos, serían las tres principales variables que han permitido a las empresas compensar las subidas de tipos de interés. Hasta qué niveles deberían subir los tipos de interés para conseguir condiciones lo suficientemente restrictivas que lleven las inflaciones a los objetivos del 2% dependerá de cómo vayan remitiendo los factores anteriores. En la segunda mitad esperamos ver los primeros efectos.

Las ventas minoristas, en términos reales, son un buen indicador adelantado, si estas mantienen la tendencia de los últimos trimestres, deberían dar las primeras muestras de debilidad trasladándose al empleo. Esto tendría que confirmarse con una bajada en los nuevos pedidos. En ese escenario, las condiciones monetarias a nivel global ya serían lo suficientemente restrictivas y las subidas de tipos se abrirían terminado; el efecto en los activos de riesgo (menor crecimiento, menor inflación) lo esperamos desde el próximo mes.

“**“La inflación es un conflicto en la distribución de renta entre empresas, trabajadores y el Estado, acaba cuando dos de los jugadores aceptan el resultado (beneficios, salarios, impuestos)”**  
Olivier Blanchard, Economista ex jefe FMI

”

### Evolución de las ventas al por menor en Alemania



Las ventas al por menor en términos reales (proxy de volúmenes) se han deteriorado desde el año pasado pero en términos nominales siguen mostrando crecimiento. El mix sigue permitiendo que los beneficios empresariales se mantengan pero, si no hay recuperación en términos reales, esperamos ver un ajuste en los costes para mantener márgenes. Ese es el momento en que la economía real empezará a sufrir el ajuste. Con los servicios fuertes esperamos un punto de inflexión durante el tercer trimestre.

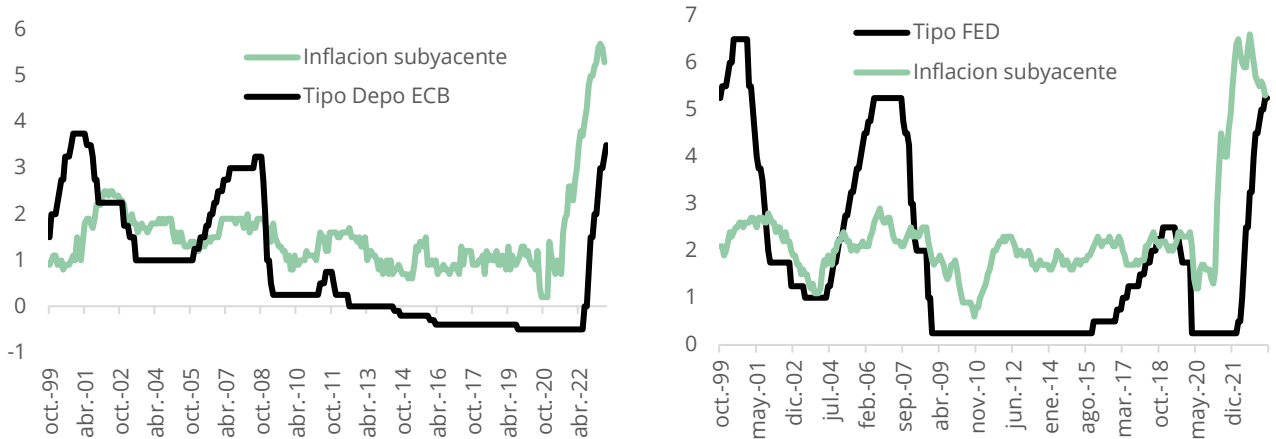
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Los tipos reales en la mayor parte de los países emergentes, y desde junio en algunos desarrollados, ya están en positivo, las medidas de política monetaria ya son restrictivas. Las caídas en los precios de la energía están detrás de estas bajadas de inflación y, aunque es una variable de riesgo de cara al próximo invierno, van a seguir favoreciendo las comparativas en los próximos meses. Caso distinto son las inflaciones subyacentes que esperamos que en junio marquen los niveles en donde terminarán el año. Esto plantea un problema al BCE que puede encontrarse con un escenario macroeconómico global débil pero con una inflación subyacente todavía muy por encima de los tipos de intervención.

Nuestro escenario central sigue siendo una pérdida de impulso de las economías en la segunda mitad de año, más evidente en la Eurozona, y una inflaciones elevadas hasta finales de 2023. Esperamos que los bancos centrales paren las subidas de tipos de interés pero los tipos reales van a aumentar impactando negativamente en los activos de riesgo. Todo ello en un escenario de cambio desde crecimientos inflacionistas (gasto público elevado y compañías manteniendo márgenes) a inflación del 3%/ 4% con crecimientos inferiores al 1% (EE.UU. y Eurozona).



## Inflación subyacente y tipos de intervención



Fuente: Bloomberg elaboración propia.

En las carteras recomendaríamos mantener un sesgo cauto, el coste de oportunidad en la primera mitad de año ha sido alto desde mayo, cuando las grandes compañías de los índices han impulsado las rentabilidades. Esperamos que la subida de los tipos reales en la segunda parte del año ajuste el efecto de los últimos meses, con los bonos a corto plazo como mejor opción.

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 la inflación ofrece rentabilidades. En bonos de más riesgo, aunque a nivel general esperamos una ampliación de diferenciales, ya existen oportunidades en los segmentos de "B" que por iliquidez se han quedado muy atrás y si no hay un ajuste macroeconómico muy fuerte, las rentabilidades compensan el riesgo. En renta variable nos mantendríamos cautos con el riesgo, esperando mejores oportunidades para entrar cuando el mercado empiece a valorar que los tipos de interés se van a mantener elevados, por lo menos hasta el próximo año.

## 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>Neutral</b>

<b>RENTA FIJA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral (=/+).</b> Las subidas de tipos de interés todavía podrían alargarse durante el tercer trimestre, especialmente en la Eurozona, la rentabilidad de los activos sin riesgo en plazos cortos nos sigue pareciendo la opción más atractiva.</li> <li>• <b>Gobiernos: ++ Positivo.</b> Las revisiones de crecimiento a la baja en la Eurozona todavía no han terminado y las inflaciones en junio esperamos que ofrezcan nuevas sorpresas positivas.</li> <li>• <b>Investment Grade: = Neutral.</b> Es el segmento que peor comportamiento ha tenido frente a los bonos de más riesgo. Con las subidas de tipos de interés de julio aunque la macroeconomía pueda decepcionar, los diferenciales son más atractivos que otros bonos de riesgo.</li> <li>• <b>Crédito países emergentes: = Neutral.</b> Las revisiones macroeconómicas esperamos que sean al alza en la segunda parte del año (en Latam) y en algunos países del Este las bajadas de inflación ya dejan tipos reales positivos aunque la macroeconomía no mejore en el corto plazo.</li> <li>• <b>High Yield: Neutra/ Negativo (-).</b> Las sorpresas al alza del crecimiento han seguido reduciendo los diferenciales de crédito. Creemos que el optimismo es excesivo y esperaríamos a tomar posición. Las rebajas macroeconómicas de la segunda mitad pensamos que volverán a levantar la incertidumbre respecto al aumento en las tasas de "default", todavía muy bajas.</li> </ul>
<b>RENTA VARIABLE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral/ Negativo (=).</b> Los sectores más expuestos a manufacturas esperamos que sean los primeros en dar sorpresas negativas, es el segmento en contracción, mientras los servicios pueden mantener márgenes y beneficios todavía hasta final de año.</li> <li>• <b>Europa: - Negativo.</b> Los malos datos en China van a afectar en los números del trimestre pero especialmente en la segunda mitad. La Bolsa Europea es la más expuesta por beneficios a China de los países desarrollados (Alemania, Italia).</li> <li>• <b>Estados Unidos: - Negativo.</b> Crecimiento global estable aunque a la baja da apoyo a los beneficios pero cotizan con una prima muy alta frente al resto del mundo.</li> <li>• <b>Países Emergentes: = Neutral.</b> No es el mejor entorno, "desglobalización", tipos en EE.UU. Sin visos de bajar, pero el ajuste macroeconómico creemos que está en la parte final y las bajadas de inflación les ponen ya cerca de bajadas de tipos de interés. Primero tendrán que dejar de subir en los países desarrollados, eso lo esperamos en la segunda mitad.</li> </ul>
<b>MAT.PRIMAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Neutral/ Negativo.</b> Las industriales siguen muy penalizadas y todavía podrían sufrir más. Las de energía a pesar de los esfuerzos de los cárteles reduciendo producción no llegan a repuntar. Los cereales son la opción más interesante por los efectos de el "Niño" y la persistente incertidumbre en Ucrania.</li> </ul>
<b>DIVISAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Dólar: + Positivo.</b> Reducimos la posición, seguimos esperando que se aprecie hasta la zona del 1,05 frente al EUR.</li> </ul>

- **Bonos cortos USD**
- **Bonos corto plazo EUR**



- **Industriales**
- **Bancos**
- **Tipos Largos**

### Para concluir:

- Las tasas de inflación se mantienen en niveles elevados, especialmente todo lo relativo al sector servicios. Hasta 2024 no se espera que vuelvan a alcanzar tasas cercanas al 2%. El impacto de las políticas monetarias va con retraso y afecta primero al crecimiento y después a la inflación.
- China e India continúan siendo los principales motores del crecimiento a nivel global en los últimos años pero la falta de impulso en China está llevando a que se cuestione la recuperación de los países desarrollados para la segunda mitad del año. En la Eurozona, Alemania e Italia en particular, la debilidad en las manufacturas está llevando a expectativas de crecimiento 0%- 0,3% para el año.
- En cuanto a los bancos centrales sorprendieron los aumentos de tipos de interés en Australia y Canadá, los primeros en hacer una "pausa" en abril. La FED, tras la parada de junio, esperamos que vuelva a subir en julio y en el BCE se queda abierta la posibilidad de subidas en septiembre asumiendo que hay otra subida en julio. En Asia el mensaje es el opuesto, no se esperan subidas de tipos de interés, sino más estímulos.

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/>