

Análisis de Mercados

Octubre 2022

Ricardo Gil
Director de Estrategia

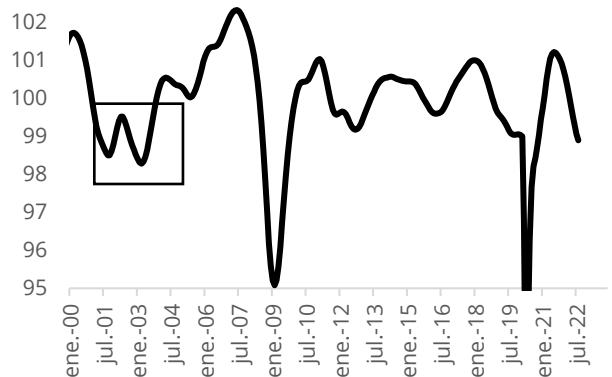
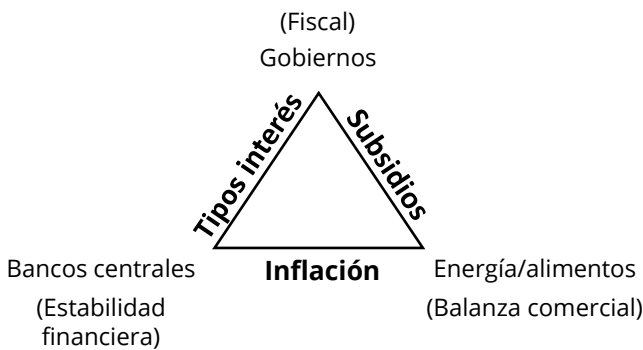


Los datos de inflación han continuado acaparando la atención de los mercados financieros, especialmente en EE.UU. donde las tasas remiten a un ritmo más lento de lo esperado. Las estimaciones permanecen en niveles elevados para los estándares de los últimos años y no se muestran señales de que vayan a situarse dentro del objetivo de los bancos centrales hasta 2024. Por el lado de la actividad, los inventarios están aumentando a nivel global en todos los sectores y los nuevos pedidos siguen contrayéndose sin esperar una recuperación en los próximos meses. Las recientes revisiones a la baja por parte de los distintos organismos internacionales reflejan todo lo anterior con los shocks de principios de año aumentando en intensidad: desaceleración en China, guerra en Ucrania y pérdida de poder adquisitivo de los hogares.

La economía global continúa su proceso de desaceleración con los riesgos claramente a la baja, cada vez hay más países mostrando tasas de crecimiento muy bajas o en contracción. Las probabilidades de una contracción en los países desarrollados son cada vez mayores dejando el crecimiento global en niveles del 2%/2,5% en 2023.

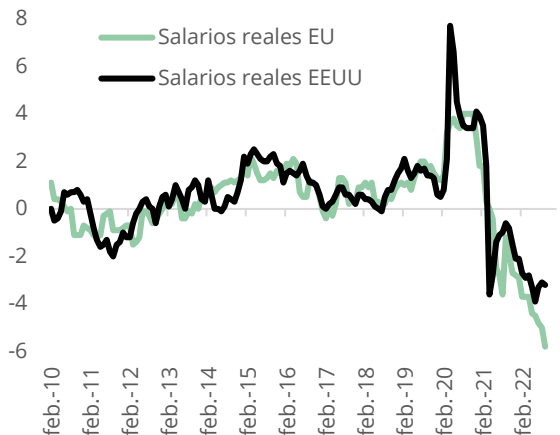
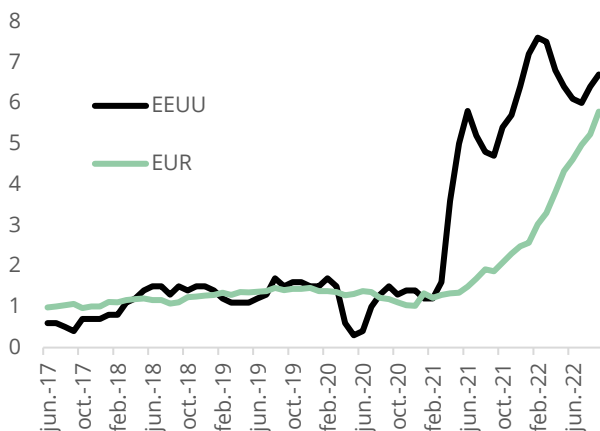
El freno en las tasas de crecimiento aún no se ha traducido en una disminución en los índices de precios, no obstante, ya empiezan a reflejarse cambios intermensuales con bajadas en los precios de los bienes. Tras analizar los datos adelantados de nuevos pedidos y los elevados inventarios en las industrias más expuestas al consumo, esperamos que estas bajadas se acentúen en los próximos meses. Los datos del sector servicios siguen sorprendiendo al alza, esto unido a las subidas de inflación de la energía y los alimentos, junto a los bajos niveles de paro, hacen suponer que el proceso será lento. Ante esta situación, los bancos centrales van a continuar subiendo los tipos de interés y no creemos que se produzca el esperado cambio de sesgo hasta que las tasas de paro empiecen a repuntar.

€ ¿Trilema? y Leading index OCDE



Con el "shock" externo provocado por la energía y los alimentos, cualquier acción fiscal de los gobiernos que pretenda paliar el efecto en los consumidores será inflacionista, obligando a los bancos centrales a continuar con subidas de tipos de interés. Este enfrentamiento entre bancos centrales y gobiernos será una de las fuentes de volatilidad más importante en los próximos meses.

Inflación "supercore" y evolución de los salarios reales

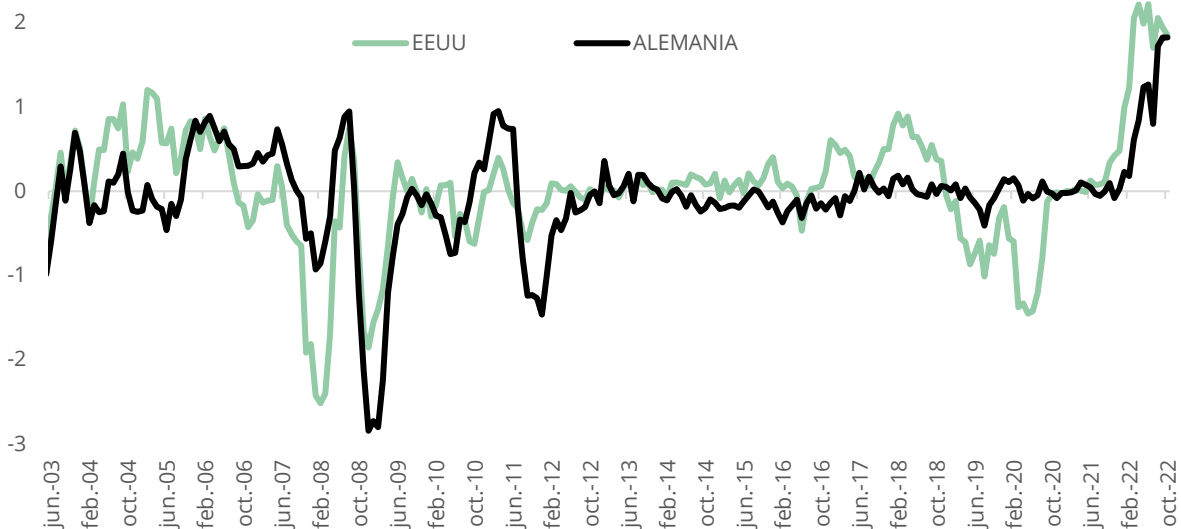


La rapidez en la retirada de estímulos monetarios, que se acelerará en los dos próximos meses con subidas de 150 puntos básicos en EE. UU. y 125 puntos básicos en Europa, es comparable (pero en sentido contrario a la experimentada en la crisis de 2008). El efecto en el crecimiento se está empezando a notar y se prolongará durante los primeros meses de 2023, provocando tasas negativas en los principales países expuestos a las subidas de precios de la energía y los alimentos hasta el primer trimestre del próximo año. Este escenario tendría en cuenta una reducción de inversión y consumo provocado por la inflación y las subidas de tipos. Si se produce un racionamiento de la energía o si los precios de petróleo se acercan a los 120 dólares por barril, los crecimientos serían más bajos.

“Este comité está dispuesto a imponer condiciones monetarias significativamente restrictivas hasta llegar a conseguir el objetivo fijado de inflación”

Jerome Powell, Presidente Reserva Federal EE.UU. 21 Sept 2022.

Variación en 12 meses de los tipos de interés a 2 años



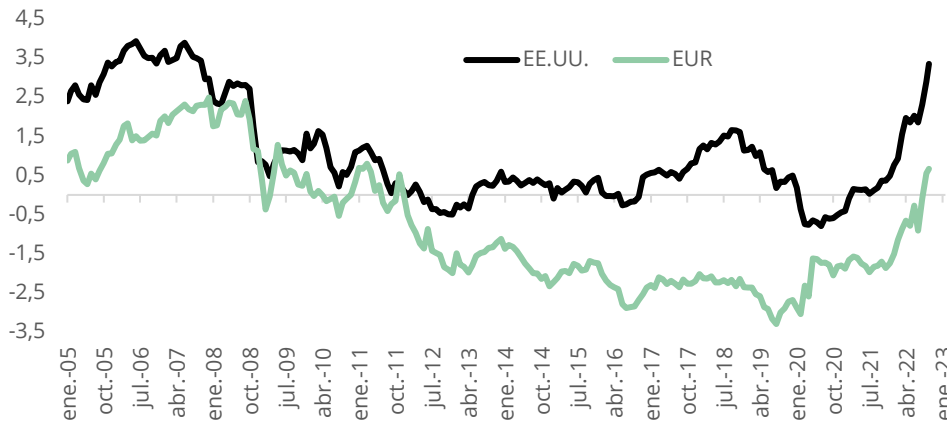
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Por el momento, la debilidad está viniendo por el lado de China y la Eurozona (Alemania, Italia), con EE. UU. todavía sorprendiendo por la fortaleza del consumo y la industria, relativamente ajeno a la situación del resto del mundo gracias a una economía más “autoabastecida” que le aísla. Esto último implica que las subidas de tipos de interés en EE. UU. pueden continuar a pesar de que el resto del mundo muestre crecimientos exigüos, provocando de facto un endurecimiento de las condiciones monetarias en regiones que reflejan ya crecimientos muy bajos.

En un contexto macroeconómico débil y de políticas monetarias contractivas, los estímulos podrían venir desde el lado fiscal. Sin embargo, la experiencia en Reino Unido refleja un cambio importante frente al entorno que hemos vivido en la última década. Los inversores están mostrando ya su preocupación por la sostenibilidad de la deuda. De esta manera, monetizar el déficit a través de los bancos centrales ha dejado de ser una opción, obligando a los tradicionales ajustes vía aumento de ingresos y reducción de gastos como senda para hacer frente al pago de la deuda. Esta tendencia creemos que explicará el comportamiento de los mercados en los próximos trimestres y será el principal foco de volatilidad.

Hasta ahora, todo el ajuste se ha producido en los activos “sin riesgo”, bonos de gobierno y de compañías de elevado rating. Desde allí, se trasladará por el efecto de valoración al resto de los activos. Inevitablemente tendrá que llegar a la economía real y esa es la fase de ajuste en el ciclo a la que nos estamos enfrentando.

Yield to worst bonos IG US y EUR – Rent. Dividendo (SPX y Eurostoxx)



Fuente: Bloomberg

La subida de rentabilidad en los bonos de gobierno y en los bonos *investment grade* son por primera vez en diez años una alternativa a los activos de riesgo. Las rentabilidades que ofrecen son suficientes para absorber el efecto de más subidas de tipos de interés (100 puntos básicos) sin provocar pérdidas. Esto es un cambio importante a la hora de asignar activos, dejando a los activos de riesgo todavía expuestos a una corrección en valoración que es inevitable en la última fase del ciclo y que con la iliquidez de los mercados, probablemente deje oportunidades históricas.

En renta variable mantenemos menor peso del habitual esperando que la macroeconomía se empiece a reflejar en los resultados. En el tercer trimestre ya se están produciendo algunas reducciones de beneficios, pero no muy significativas. Los sectores a evitar siguen siendo aquellos más afectados por la subida en las tirs de los bonos a largo plazo (tecnología, crecimiento, PERS altos etc.) frente a aquellos con múltiplos bajos y remuneración al accionista vía dividendos.

En renta fija los plazos cortos ofrecen rentabilidades atractivas y vemos riesgos en todo lo que sea ilíquido y los bonos de peor rating. El debate ahora en la parte de crédito es hasta qué nivel aumentarán las reestructuraciones de deuda y, aunque debería ser menor que lo visto en otros ciclos, ese riesgo no se ha reflejado en su totalidad.

Posicionamiento de las carteras

Tipo de activo	Mes 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	=	Infra

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (=). Las subidas de tipos anunciadas hasta final de año van a seguir presionando a la renta fija pero las tires ya cubren las “sorpresas negativas” (mayores subidas en 2023). • Gobiernos: = Neutral. Plazos cortos. • Investment Grade: +. Ha sufrido más que los segmentos de más riesgo en la segunda parte del año, pero lo vemos como riesgo cuasi soberano en los de mejor rating (A o superior). • Crédito países emergentes: =/Neutral. Situaciones muy específicas. • High Yield: (=/-). Las primas de riesgo, aunque se han elevado, lo han hecho en menor proporción que los bonos de menos riesgo. La iliquidez de mercado no lo hace un segmento atractivo todavía (aunque hay oportunidades concretas) y con una desaceleración macroeconómica en ciernes que puede ser más prolongada de lo esperado, el riesgo no lo vemos todavía compensado. Es el segmento de renta fija más correlacionado con la renta variable.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Todo el ajuste vivido en el año viene de los precios de los bonos. Las estimaciones de beneficios todavía no se han ajustado, por lo que aunque a niveles históricos es un activo que cotiza en la parte baja del rango de los últimos años. La renta fija ofrece más retorno en el corto plazo. • Europa: -. Precios de energía subiendo y elevada deuda de los países limitan la posibilidad de una mejora que no pase por una del entorno global. • Estados Unidos: =. El mejor en comparativa con otros mercados, pero todavía hay riesgos que no están reflejados en los precios (efecto en los beneficios de bajadas en la actividad, subidas de impuestos, menores ingresos por la fortaleza de la divisa). • Países Emergentes: -. Muy dependientes de acontecimientos internacionales y no tienen la liquidez de otros mercados.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Negativo. La esperada recuperación de la economía China no ha sido tal y los precios de los metales están sensiblemente por debajo de principios de año. En energía, sin embargo, los controles de cuotas de la OPEP están presionando los precios y pueden producir desajustes en los próximos meses si la demanda no cede.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar:+ Positivo: Los niveles de USD ya están causando problemas en diversas economías por el efecto en los precios de la energía y los alimentos (es la divisa en la que se marcan los precios). Nos mantenemos positivos pero como idea de cobertura de riesgo (EUR, EM etc.)

- Bonos corto USD
- Consumo estable
- Petroleras



- Aseguradoras
- Consumo discrecional
- Big Tech

Para concluir:

- La volatilidad en los mercados financieros durante el año refleja los crecientes niveles de incertidumbre en la macroeconomía global. Esto podría interpretarse como síntoma de un mercado bajista y una recesión más o menos profunda a nivel global. En realidad creemos que es el signo de un cambio más profundo. La economía financiera deja de ser la prioridad y la economía real es el objetivo (manteniendo la premisa de estabilidad financiera). Esto se muestra en la creciente tensión entre bancos centrales y gobiernos (política monetaria vs política fiscal).
- En la medida que se usen políticas fiscales para paliar los efectos de una desaceleración, las inflaciones se mantendrán inevitablemente altas tratando los bancos centrales de pararlas. El problema es que las subidas de tipos pueden llegar un punto que generen episodios de inestabilidad financiera, no quedando más remedio que aceptar niveles de inflación más elevadas (escenario bueno para los gobiernos). La transición no va a ser tranquila y ese es el escenario al que nos enfrentamos en los próximos trimestres.



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/>