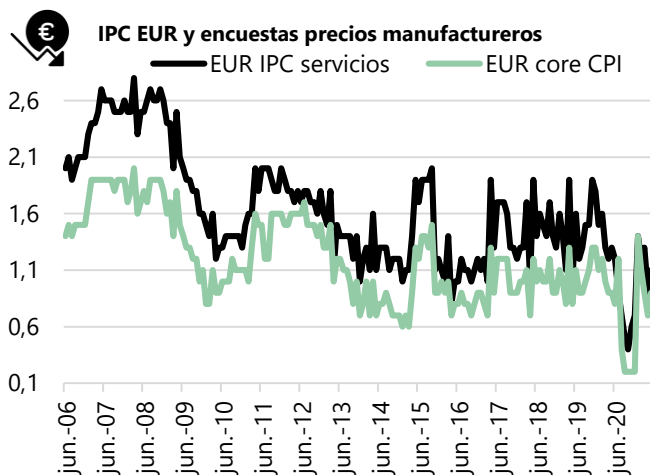


Análisis de Mercados
Junio 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

Creemos que el segundo trimestre del año va a marcar un techo en el crecimiento global en términos interanuales, recuperando niveles de PIB de finales de 2019. En la Eurozona, esperamos que esto ocurra durante el último trimestre de 2021. Desde estos niveles, el crecimiento va a ir descendiendo hasta el crecimiento potencial durante los próximos trimestres. Esto implicaría que el ciclo pase de su fase de recuperación, cuando se producen los mayores incrementos en el crecimiento e inflación interanual, a la fase de crecimiento. La velocidad a la que se produzca esta desaceleración en el crecimiento va a marcar la evolución en los precios de los activos y las acciones de los bancos centrales.



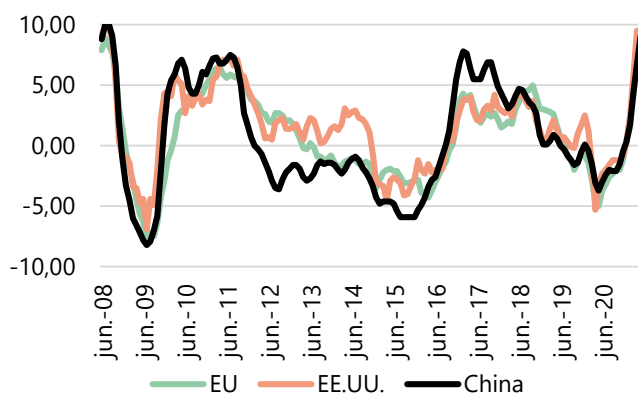
Fuente: Bloomberg

Los datos macroeconómicos del mes siguen mostrando una recuperación de la actividad, liderada por las economías de los países desarrollados. La mejora en el comercio internacional, los subsidios en Estados Unidos y la apertura de las economías, están detrás de esta.

Esta situación ha llevado a la inflación a un inevitable aumento a nivel global. En la Eurozona, se ha visto reflejada en los precios de la energía. Quitando este efecto, y el de los alimentos (inflación subyacente), los precios en la Eurozona siguen en la media de los últimos años. Esto refleja que todas las subidas son temporales y que el crecimiento de inflación vendrá cuando haya creación de empleo.

En Estados Unidos es donde se están viendo los mayores repuntes de precios, y es también donde las subidas se concentran en los productos más afectados por la apertura de la economía debido a un aumento de la demanda que no puede ser absorbida por la oferta, como son los billetes aéreos, el alquiler de vehículos y los coches de segunda mano. Estos "cuellos de botella" que se están reflejando en los precios industriales, esperamos que toquen techo en Junio. Una moderación en los precios industriales sería el primer indicador que corroboraría el escenario en el que el pico de crecimiento global lo alcanzamos durante el segundo trimestre del año.

Precios industriales



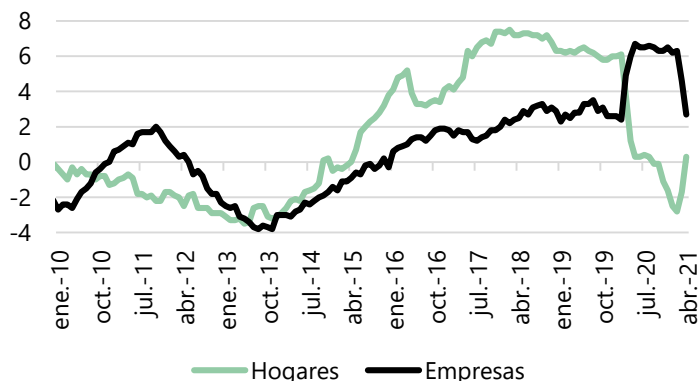
"La inflación es un incremento de la cantidad de dinero sin un incremento en la demanda de dinero (Inflación: aumento de la cantidad dinero sin aumento de los depósitos bancarios)"

Ludwig Von Mises, Economista

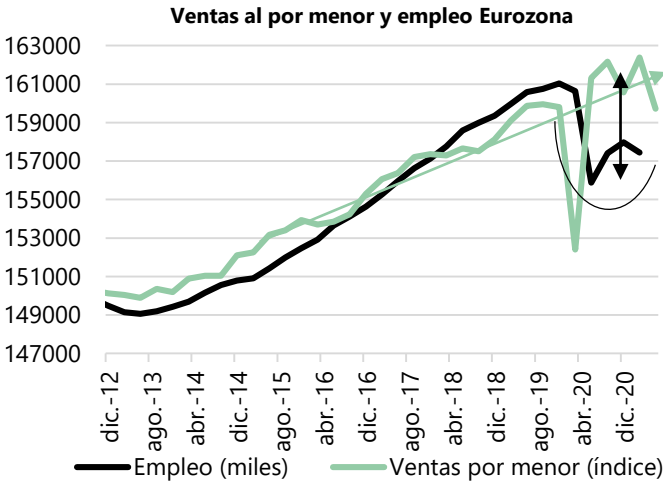
La evolución de los préstamos es otro de los indicadores que reflejan que la inflación es temporal. Los créditos a los hogares no reflejan ningún crecimiento durante el año, mientras que el crédito a empresas ha deshecho la subida del año pasado, proveniente de la financiación del fondo de maniobra durante la pandemia.

Según el consenso, los bajos niveles de crecimiento del crédito deberían darse la vuelta durante la segunda parte del año. Esto significaría que las empresas vuelven a invertir y aumentan los inventario, que se sitúan actualmente en mínimos.

Variación crédito anual Eurozona



La demanda interna está siendo el motor de crecimiento durante los últimos meses, y esperamos que continúe en la segunda parte del año. Los niveles de ahorro acumulados se reflejan en la cantidad de dinero acumulado en depósitos, en la Eurozona por ejemplo han aumentado un 7%.



El crecimiento del consumo suele ir ligado a una mejora en los niveles de empleo. La rápida actuación de las instituciones en 2020 permitió paliar el “shock” provocado por la pandemia, y justificar que todavía es pronto para retirar estímulos. Creemos que la creación de empleo marcará el cambio de sesgo. Las encuestas de actividad estiman una mejora para la segunda parte del año. En la Eurozona, el avance en las tasas de vacunación y una mayor movilidad son la base de esta, a lo que se añade el comienzo del “Next Generation EU”.

La dependencia de los países desarrollados a los estímulos hace que los mercados estén especialmente sensibles a cualquier noticia de una posible retirada de estos. No creemos que pueda producirse hasta que haya evidencia clara de una recuperación sostenible, que no tendrá lugar antes del cuarto trimestre del año.

Empezamos por lo tanto una nueva fase del ciclo, en la que las políticas monetarias se irán normalizando a lo largo del cuarto trimestre y con toda seguridad en 2022. Esto implica que los crecimientos de beneficios empresariales dejarán de revisarse al alza como lo han hecho en lo que llevamos de año (Eurostoxx 50, se esperaba un +27,2% en beneficios en Enero para 2021 frente al +41,6% que se espera en Junio, MSCI World se esperaba un +18,5% en beneficios en Enero frente a +38,3% en Junio).

A nivel de asignación de activos, este cambio en la fase del ciclo nos lleva a aminorar riesgo en los bonos de más riesgo en favor de bonos corporativos de menor riesgo. En cuanto a la exposición a renta variable, seguimos manteniendo un sesgo hacia Europa, donde creemos que habrá sorpresas positivas en el tercer trimestre que aun no están contempladas en precio. A nivel sectorial, reduciríamos la exposición a los sectores industriales más cíclicos, y aumentaríamos el peso en cartera de alimentación y salud. Por factores, esto implicaría reducir la posición en valores “value” en favor de valores de calidad.

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 (=/-): Plazos medios y cortos.

Gobiernos: - Negativo. Los efectos base en las inflaciones desaparecen en la segunda mitad de año.

Investment Grade: +/- Neutral. Los diferenciales no compensan el incremento de riesgo.

Crédito países emergentes: +/- Neutral. Beneficiados por las políticas laxas respecto a la inflación en países desarrollados.

High Yield: - Negativo. Vamos a ver máximos de crecimiento durante el segundo trimestre, empezamos a reducir en bonos de más riesgo.

Renta Variable:



- **Neutral/Positivo (=/+).** Creemos que el ritmo de revisiones de beneficios al alza ha tocado techo. Las primeras muestras de reducción de producción por falta de suministro han elevado el riesgo de no cumplir las expectativas durante la segunda mitad de año

Europa: +/- Neutral. Los buenos datos de crecimiento macroeconómico durante el tercer trimestre deberían ser suficientes para empujar al las valoraciones al alza.

Estados Unidos: +/- Neutral. Creemos que la prima de valoración frente al resto del mundo es demasiado elevada en términos históricos.

Países Emergentes: + Neutral. Riesgo de tipos de interés.

Materias primas:



- **Negativo.** Los anuncios de China sobre limitar las subidas de precios en algunas materias primas estratégicas ha puesto temporalmente un techo en estas.

Divisas:



Dólar: ++ Positivo: Creemos que el pico de crecimiento económico a nivel global marcará mínimos en el dólar a nivel global.

Euro: - Negativo: El Banco Central Europeo está orientando todas sus políticas a mantener el flujo de crédito (diferenciales de crédito bajos) y una inflación "razonables". Cualquier apreciación por encima del 1,23 limita las presiones inflacionistas.

- Renta variable europea
- Dólar



- Materias primas
- High Yield
- Euro
- Deuda pública

Por concluir:

- Los efectos de la apertura de las economías en Europa deberían empezar a reflejarse en los números durante los próximos meses. La mejora en la demanda interna es la principal variable de crecimiento en la segunda parte del año, apoyada fundamentalmente en la apertura de las economías.
- El comportamiento de los bonos, tras haberse publicado los mayores datos de inflación de los últimos años, esta llevándolos a rentabilidades reales (tipo nominal – inflación) no vistos desde los años 80, muestra de que estamos viviendo el pico de crecimiento y que entramos en una nueva fase de crecimiento más moderados.

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 sí 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