



Análisis de Mercados Enero 2021

Ricardo GIL

Head, Asset Allocation



La senda de la recuperación global se mantendrá durante los próximos meses a nivel global, mientras que el restablecimiento de la demanda interna sigue siendo lento. La intervención de los gobiernos a través de diferentes estímulos sigue siendo necesaria.

La contención de los contagios y las medidas de restricción a la movilidad para lograrlo, son la clave para iniciar una recuperación económica sin insolvencias masivas.

Esperamos que el **impulso macroeconómico a nivel global con el que acabamos el año se mantenga durante los próximos meses**, liderado por Asia a través de una mejora de la demanda y por Estados Unidos donde esperamos que la renovación de los estímulos financieros que vencían a finales de año generen un nuevo impulso en la demanda interna. En cuanto a la Eurozona, es la única región donde no esperamos sorpresas positivas en los próximos meses debido al aumento de los contagios por la pandemia y las consecuentes medidas restrictivas impuestas por los distintos gobiernos.

El verdadero **impulso económico se verá durante la segunda mitad del año**, momento en el que se juntarán los estímulos por parte de los gobiernos con varios meses de vacunaciones. No creemos que la debilidad reflejada en los datos del primer trimestre cambie mucho las expectativas de crecimiento para el resto del año. La eficiencia de las vacunas y las tasas de vacunación siguen siendo una fuente principal de riesgo, debido al efecto que tienen en la demanda interna y la propensión a consumir.

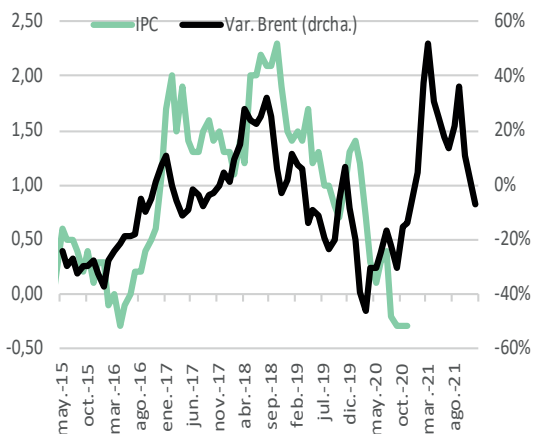
Las estimaciones de crecimiento están basadas principalmente en una vuelta paulatina del consumo a la normalidad, por lo que cualquier retraso en esta implicará cambios. Las elevadas tasas de ahorro y el exceso de liquidez pueden provocar repuntes importantes en la actividad, debido a una insatisfacción puntual de la demanda. Es el caso actual del sector manufacturero, donde encontramos repuntes en los precios de algunos productos como las materias primas, los fletes internacionales o subproductos del acero, debido al súbito incremento de demanda que no puede ser satisfecha porque las cadenas de suministro todavía no están restauradas. Esto provoca subidas en los niveles de precios.



“La primera lección de economía es la escasez: nunca hay suficiente para satisfacer a todos. La primera regla en política es no tener en cuenta la primera regla de la economía.”

Thomas Sowell Distinguished fellow Hoover Ins.

IPC EU y Var. 12m Brent*



Fuente: Bloomberg (30/12/2020). *Asumimos Brent a 53 de media en 2021

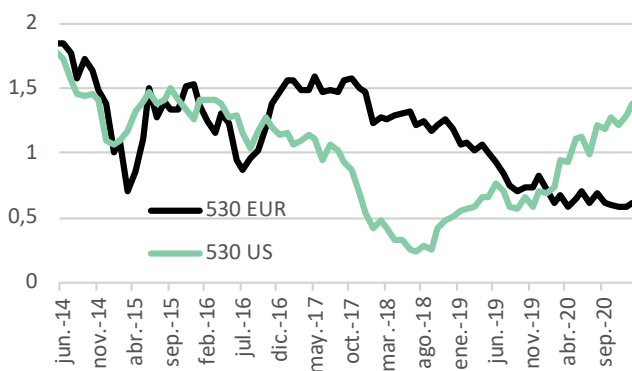
La mejora de la demanda interna (viajes, servicios, ocio) podría tener un comportamiento parecido al sector manufacturero reflejando un cambio en la confianza de los consumidores, con repuntes importantes en la actividad y en los precios insostenibles en el medio plazo pero si tomamos como referencia la variación interanual de los precios del crudo, teniendo en cuenta que los derivados del petróleo son los que mejor adelantan los movimientos en las tasas de inflación, y una media del precio del Brent de 53 USD/b, podemos esperar un repunte en la inflación de la Eurozona de hasta un 1,5%-2% en la primera parte del año.

Ha habido también otros componentes de la cesta de bienes que experimentaron subidas durante la segunda mitad de 2020, como los alimentos, determinados bienes industriales y algunos servicios. No obstante, el efecto a nivel de la base es global y los bancos centrales ya han anunciado que no los van a tener en consideración para reducir su programa de compra de bonos, es decir el aumento de activos en sus balances.

Los estímulos anunciados por parte de los gobiernos para conseguir una recuperación sostenible están impulsando las expectativas de inflación a nivel global, especialmente en las regiones como Estados Unidos donde la macroeconomía ya está mejorando. Los movimientos en las curvas de tipos de interés ya reflejan estas expectativas de mejora.

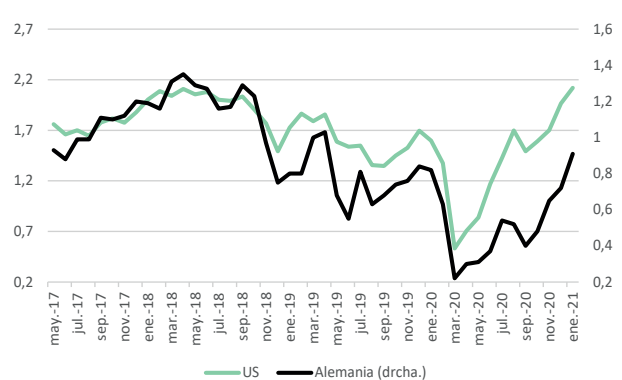
Los repuntes en los tipos de interés para los plazos más largos, acompañados por un incremento en las expectativas de inflación, pueden llegar a suponer un problema dado el elevado endeudamiento de las economías. Es por eso que, consideramos que las siguientes acciones anunciadas por parte de los bancos centrales van a ir orientadas a no dejar repuntar los tipos a partir de un determinado nivel. Es la estrategia que implementó el Banco de Japón hace varios trimestres. En Europa los tipos de interés para plazos largos no están repuntando, señal de que la recuperación cíclica esperada va a ser sensiblemente menor y más lenta.

Pendiente 30y-5y



Fuente: Bloomberg (15/01/2020)

Breakeven inflación



Fuente: Bloomberg (15/01/2021)

Dado este entorno, proponemos pocos cambios en la distribución de los activos. Consideramos que los sectores más cíclicos seguirán impulsando los mercados apoyados por las mejoras macroeconómicas de los próximos meses. Los riesgos en un escenario constructivo para los activos de riesgo residen en un aumento demasiado rápido de los tipos de interés a largo plazo y en una reducción de las estimaciones de crecimiento derivada de una mayor incidencia de la pandemia. El primero lo vemos como temporal ya que los bancos centrales tienen las herramientas para evitarlo.

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	-	=	-
Créditos Emergentes	=	=/+	=/+
High Yield	=	=/-	=/+
Renta Variable	-		=
Europa	=	=	=
Estados Unidos	=	=	=
Emergentes	=	+	+
Divisas			
Dólar	++	=	++
Euro	--	=	--
Materias Primas	Neutral	-	Infra



Renta Fija:



Neutral (=/-). Los precios de los bonos siguen siendo muy elevados y las compras por parte de los bancos centrales van a mantenerse incluso cuando la recuperación ya se haya iniciado. Los repuntes en los tipos de interés no se descuentan hasta el 2024. Hay segmentos de crédito donde todavía existe valor: los sectores ligados a recuperación del ciclo y los hedges de inflación.

Gobiernos: - Negativo. El principal atractivo reside en su calidad de activo refugio. Los bonos americanos y de países emergentes son los más interesantes.

Investment Grade: - Negativo. La prima que pagan no compensa los riesgos, vemos oportunidades en nombres puntuales.

Crédito países emergentes: -/+Neutral. La sincronización del crecimiento a nivel global es el principal argumento para seguir esperando una reducción en los diferenciales de crédito.

High Yield: =/+ Neutral. La prima con respecto a los bonos investment grade todavía puede reducirse más.

Renta Variable:



Neutral/Positivo (=/+). La recuperación macroeconómica debería verse consolidada durante el año, y a pesar de la subida desde noviembre, todavía no se ve reflejada en los precios. El principal riesgo a corto plazo es la rapidez de la subida sustentada por las noticias de los subsidios y no tanto por los datos fundamentales. Por esto nos mantenemos neutrales.

Europa: = Neutral. Sesgo hacia compañías cíclicas.

Estados Unidos: = Neutral. Reducimos el peso en el sector tecnológico.

Países Emergentes: + Neutral. Primeros en reflejar mejora macro global.

Materias primas:



Negativo. Los bajos niveles de inventarios acompañados por repuntes de actividad como el vivido en la segunda parte del año, han impulsado los precios más de lo que creemos corresponden para las expectativas macroeconómicas del corto plazo.

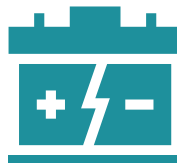
Divisas:



Dólar: ++ Positivo. Creemos que los efectos de las ampliaciones de balance y subsidios ya se han reflejado en los precios. El posicionamiento en dólar de las carteras es una cobertura frente a posibles sorpresas negativas de crecimiento, tensiones políticas en la Unión Europea y a nivel global.

Euro: - Negativo. Esperamos sorpresas negativas de inflación y crecimiento.

- High Yield plazos cortos/medios
- Compañías Cíclicas



- Tecnología
- Crédito Investment Grade
- Activos de riesgo Eurozona

Por concluir:

- Las valoraciones de los activos de riesgo son exigentes. Los estímulos por parte de los bancos centrales y gobiernos no van a verse reducidos en el corto plazo. Los avances tienen que venir apoyados por el cumplimiento de las expectativas de beneficios (+40% en Eurozona).
- Las limitaciones a la movilidad y los toques de queda que se van extendiendo por toda Europa podrían ser la sorpresa en los próximos meses. En el resto del mundo esperamos tener noticias positivas que impulsen las valoraciones.

Análisis de Mercados Enero 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation



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