



Análisis de Mercados Marzo 2021

Ricardo GIL

Head, Asset Allocation



Durante los próximos meses vamos a presenciar incrementos históricos en el crecimiento y la inflación a nivel global. Los efectos positivos de la comparativa interanual han empezado a reflejarse en China a través de un incremento del +33,5% en la producción industrial, un +33,8% en la demanda interna y un +35,3% de la inversión. Los rebotes en Estados Unidos y la Eurozona los veremos a lo largo del segundo trimestre.

Los datos de economía real publicados hasta la fecha apuntan a que la economía en Estados Unidos está creciendo a tasas del 2,5% trimestre contra trimestre, gracias a los subsidios aprobados en Diciembre y Febrero, convirtiéndose así en el principal motor de crecimiento a nivel global. Esperamos que la Eurozona vuelva a registrar un crecimiento negativo en el primer trimestre, y no será hasta la segunda parte del año, cuando la apertura de las economías impulse la demanda interna.

Una de las preocupaciones de los inversores durante este principio de año son los **repuntes de inflación**, y si estos desencadenan un nuevo ciclo de presiones inflacionistas en el medio plazo. En nuestra opinión, las subidas de inflación que vamos a ver en los próximos meses se deben al efecto de la comparativa con el año anterior, y no suponen en ningún caso el inicio de una espiral inflacionista.

Los índices de precios al consumo son el corolario de subidas de precios en todo el proceso productivo. Los cuellos de botella que se puedan producir en los estadios más alejados del producto final sólo son sostenibles mientras puedan trasladarse al consumidor final de modo sostenido en el tiempo.

ESTRUCTURA DE PRODUCCIÓN

Materias primas



Bienes intermedios



Manufacturas



Consumo



Inflación

“ *Para mi, una política sabia y humana es ocasionalmente permitir que la inflación aumente incluso por encima del objetivo.* ”

Janet Yellen, Secr. Tesoro
EE.UU.

Los precios de las materias primas están registrando subidas interanuales como las experimentadas tras la crisis del 2009 (+35%). Estas se deben a los bajos niveles de inventarios y las rupturas en las cadenas de suministro provocadas por la pandemia, además de la recuperación de la demanda.

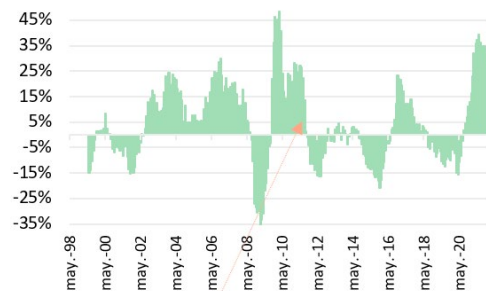
Históricamente, este impulso en los precios ha durado dos años desde el pico al valle. Con la desaceleración actual del crédito en China, esperamos dejar atrás durante el segundo trimestre del año el pico en la subida de precio de las materias primas. Esto no implica que los precios de las materias primas no vayan a seguir subiendo, sino que el ritmo va a ir reduciéndose en los próximos meses.

Los primeros efectos de estos repuntes se están reflejando en los precios de los productos semielaborados o bienes intermedios, creciendo a tasas por encima del 1,5%.

Esta subida adelanta las perspectivas de los precios del consumo que irán creciendo a partir del mes de Marzo a tasas del 2%.

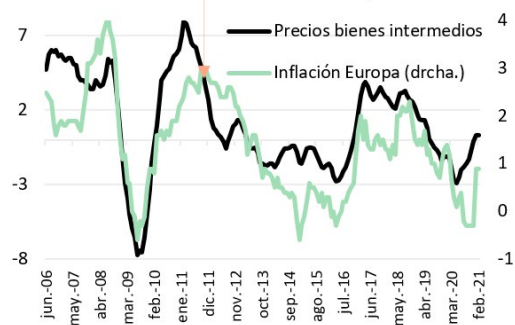
Para esperar un incremento de precios sostenible en el tiempo, es necesario que la demanda interna sea lo suficientemente robusta, y esto sólo se produce con incrementos en la creación de empleo.

Precios materias primas (índice CRB) YoY



Subida tipo ECB Abril 2011

Precios intermedios e inflación subyacente

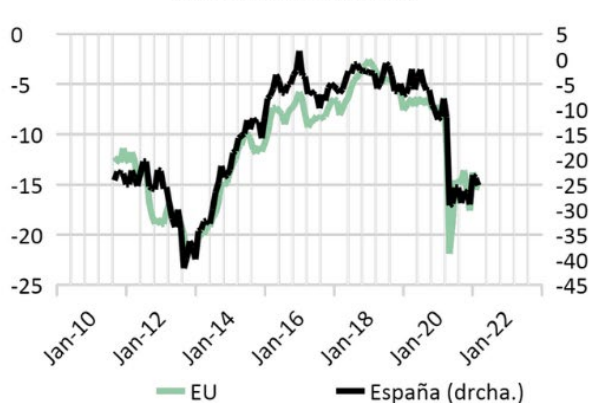


Fuente: Bloomberg (12/03/2021).

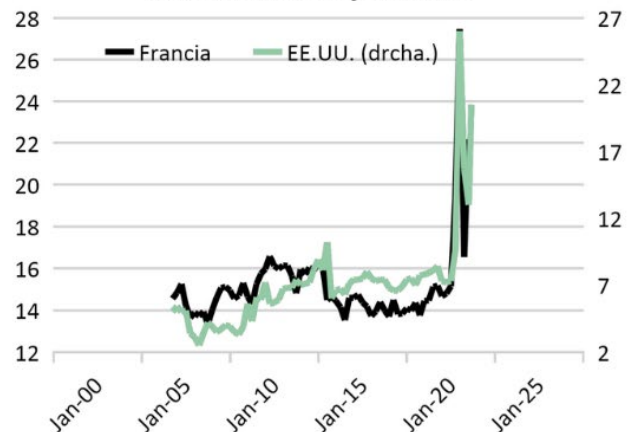
En los últimos años, hemos tenido bajadas de impuestos, tipos de interés cercanos a cero y niveles de desempleo en mínimos a nivel global, y sin embargo no han supuesto incrementos en la inflación, tal y como la reflejan las estadísticas.

La mejora de la demanda interna es la variable que falta en la recuperación iniciada en 2020, y es el objetivo de los gobiernos y bancos centrales para 2021. La situación de partida, con elevadas tasas de ahorro en los países desarrollados, es muy positiva. Las dudas radican en la forma en la que ese dinero va a ponerse a funcionar. Esperamos un incremento importante en el gasto durante los próximos trimestres, conforme se vaya normalizando la situación de la pandemia. No obstante, para que la confianza del consumidor repunte y por lo tanto aumente el gasto de los hogares, es necesario que se perciba que los ingresos futuros van a ser sostenibles, se va a generar empleo, y que los impuestos no van a aumentar de forma drástica. Los anuncios de la Unión Europea sobre no exigir cumplimientos de niveles de deuda van en esa línea.

Confianza consumidor



Tasa Ahorro EE.UU. y Eurozona



Fuente: Bloomberg (12/03/2021).



Como conclusión, en los últimos años hemos tenido miedo en varias ocasiones a que los repuntes en la inflación generasen un procesos inflacionistas, y todos ellos han resultado fallidos. Las bajadas de impuestos, unos niveles de desempleo en mínimos y los tipos de interés prácticamente a cero, no han generado inflación en los últimos años. La diferencia esta vez radica en que las causas deflacionistas como la globalización, y la tecnología, cambien. En este sentido, los primeros indicios de un nuevo ciclo inflacionista vendrán de los países emergentes o de una reducción en la globalización de las economías. Todavía es pronto para pronunciarse en ese sentido.

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 (=/-). Esperamos que la normalización de los tipos de interés a largo plazo de los bonos de gobierno esperamos continúe en los próximos meses, pero no alcanzarán los niveles de ciclos anteriores (mayor deuda global, crecimientos potenciales ligeramente inferiores).

Gobiernos: - Negativo. Las acciones de los bancos centrales tratan de mantener el flujo de crédito (solventía bancos, spreads bajos) en los plazos cortos bajos durante mucho tiempo.

Investment Grade: - Negativo. Spreads demasiado estrechos.

Crédito países emergentes: -/+Neutral. Esperamos que la recuperación global se refleje con unos diferenciales más ajustados.

High Yield: =/+ Neutral. Sigue siendo el segmento más atractivo dentro de la renta fija con spreads en el rango de los últimos meses.

Renta Variable:



Neutral/Positivo (=/+). Los efectos de los estímulos en Estados Unidos, y las noticias sobre un control de la pandemia (vacunaciones, estacionalidad etc..) siguen soportando los precios de la renta variable. Por primera vez en años, las estimaciones de beneficios han seguido creciendo a lo largo del trimestre.

Europa: = Neutral. La recuperación macroeconómica no empieza hasta la segunda mitad.

Estados Unidos: = Neutral. Tecnológicas más sensibles a tipos de interés a largos plazo.

Países Emergentes: + Neutral. Primeros en reflejar las subidas de las tires a nivel global.

Materias primas:



Negativo. El impulso de crédito en China, principal impulsor de las subidas de materias primas en 2020, se está reduciendo desde Noviembre pasado. Las minas de hierro y níquel son algunas de las materias primas donde ya se está produciendo acumulación de inventarios.

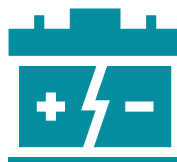
Divisas:



Dólar: ++ Positivo. Los diferenciales de tipos de interés y de crecimiento entre Estados Unidos y el resto del mundo van a seguir ampliándose a lo largo del semestre.

Euro: - Negativo: Crecimiento negativo T1 21 contra T4 20 y un estímulo fiscal en la segunda mitad de 2020 que queda muy lejos de los planes de rescate en Estados Unidos.

• High Yield plazos cortos/medios
• Compañías Cíclicas



• Tecnología gran capitalización
• Crédito Investment Grade

Por concluir:

• Las subidas de tipos de interés a nivel global han venido acompañadas de subidas en las expectativas de inflación, haciendo que los tipos de interés reales no repunten. Las subidas de inflación esperadas para los próximos meses deberían ser puntuales, por lo que no esperamos un cambio en las políticas de los bancos centrales.

• El segundo trimestre va a ser el de mayor crecimiento a nivel global. Los mercados vienen descontándolo desde la segunda mitad de 2020. Los repuntes de mercado en los tipos de interés de la deuda a medio/largo plazo, ponen presión en la valoración de los activos de riesgo.

Análisis de Mercados Marzo 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