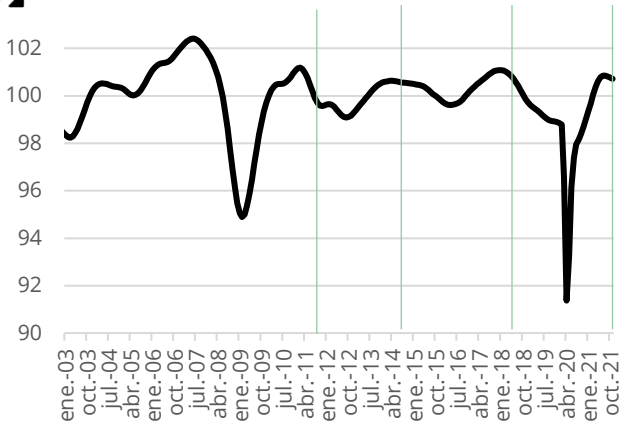


Análisis de Mercados
Diciembre 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

Los datos de crecimiento publicados durante el cuarto trimestre han mostrado una fuerte aceleración en EE.UU. frente al resto de regiones. Esta aceleración del crecimiento ha impulsado los precios industriales y de consumo hasta niveles históricos en EE.UU. y la Eurozona. Las tasas de inflación han continuado creciendo durante el mes de noviembre debido a la fuerte demanda y al crecimiento de la oferta. En general, las estimaciones indican que en el primer trimestre de 2022 comenzarán a producirse bajadas de inflación.

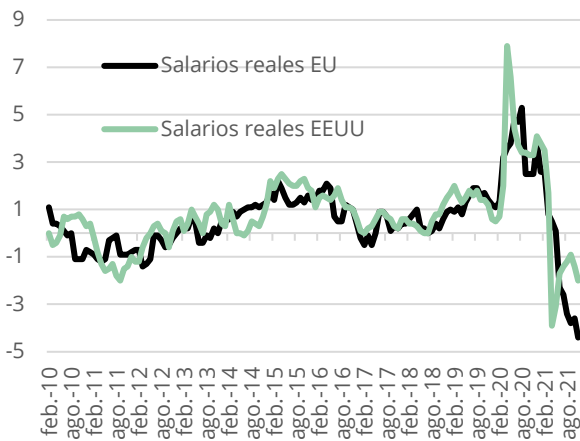
€ **Indicador adelantado OCDE**



En la última parte del año la economía global muestra signos de estar entrando en la última fase del ciclo con los mercados emergentes desacelerándose más rápido que los desarrollados. Esto implica una moderación en los ritmos de crecimiento durante los próximos meses en la Eurozona y EE.UU.

Las manufacturas continuarán siendo el motor del crecimiento en los próximos trimestres, acelerando el proceso de subida de los inventarios que se situaban en mínimos históricos desde los primeros meses de este año. Este efecto positivo para el crecimiento puede tornarse en negativo si el ritmo de incremento de la demanda no se mantiene.

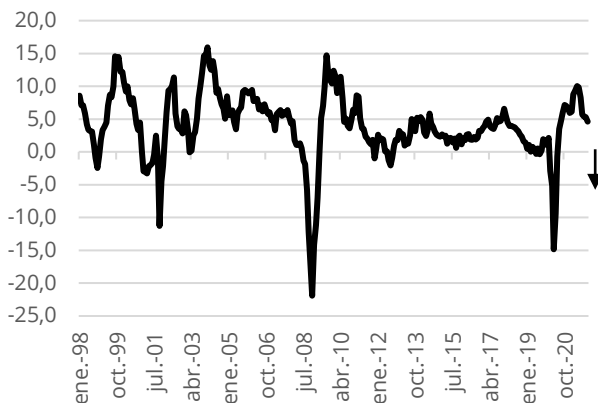
Evolución de los salarios reales



“El riesgo aparece cuando no sabes lo que estás haciendo”
Warren Buffett, CEO de Berkshire Hathaway.

La parte más débil de la economía, creemos que recae por el lado de la demanda interna provocada por la caída de la renta disponible real que disminuye la capacidad de gasto. Las primeras señales de esto se están mostrando en los últimos meses con una bajada de las ventas al por menor que apuntan a un final de año menos robusto de lo esperado. A este efecto hay que sumarle la incertidumbre ante las medidas que los gobiernos puedan tomar para controlar la expansión de las nuevas variantes de coronavirus, que ya están teniendo una repercusión negativa en los servicios de países de Centro Europa.

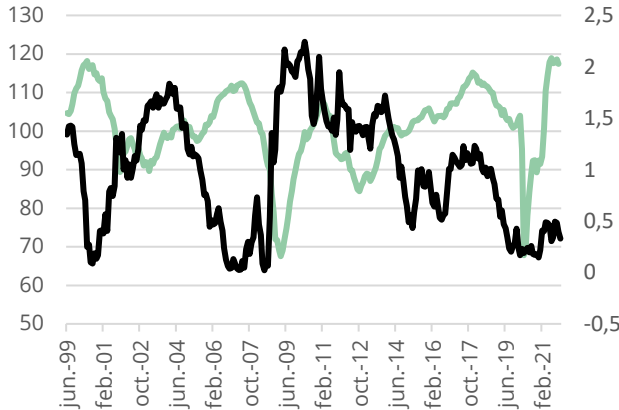
Evolución de nuevos pedidos-inventarios globales



En los próximos meses debido a una demanda interna más débil y a un aumento de las manufacturas, esperamos que se produzca una subida en los niveles de inventarios. Esta situación puede dar lugar a bajadas en la producción industrial en Asia y Europa y “disminuciones de crecimiento” en los primeros compases del próximo año.

Con los datos de inflación tocando techo en los próximos meses y siendo todavía inciertos los ritmos de las bajadas, los bancos centrales de los países desarrollados han hecho un giro en su política monetaria anunciando retiradas de estímulos. Un proceso que los países emergentes llevan haciendo desde principios de año, obligados por los repuntes de inflación.

Pendiente de la curva de tipos 2-10 y sentimiento económico en Europa



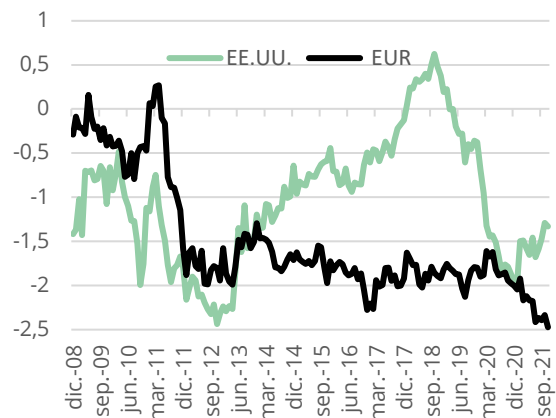
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

En las economías desarrolladas, las subidas de tipos de interés, cuando la diferencia entre los plazos largos y los cortos es tan baja, señala que los inversores ven riesgo en que una retirada de estímulos demasiado rápida pueda provocar una fuerte parada del crecimiento.

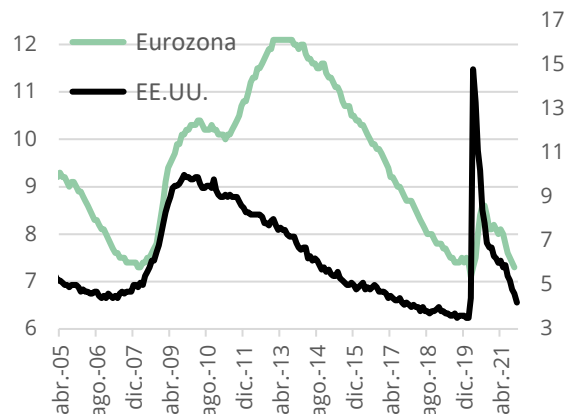
Creemos que este riesgo no tendrá lugar hasta el segundo trimestre del próximo año una vez se incremente la demanda de servicios y se produzcan subidas de salarios que revivan los miedos inflacionistas.

A nivel de distribución de activos las incertidumbres existentes nos hacen seguir manteniendo una exposición neutral en renta variable.

Evolución de los tipos reales a 5 años



Evolución de las tasas de desempleo



Fuente: Bloomberg

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: Las pendientes han ido reduciéndose conforme se han ido endureciendo las condiciones monetarias. El mercado de renta fija pone en precio que si las subidas de tipos de interés son muy fuertes podrían parar el crecimiento.



Neutral (=/-).

Gobiernos: - Negativo. Los plazos cortos empiezan a poner en precio las subidas de tipos de interés en los países desarrollados. Preferimos plazos medios ya que no creemos que suban tanto como el mercado descuenta.

Investment Grade: +/Neutral. Esperamos que los buenos resultados de las compañías sigan apoyándolo.

Crédito países emergentes: =/-Neutral. Situaciones muy específicas.

High Yield: - Negativo. Aunque los resultados empresariales van a ser muy buenos, pensamos que la prima frente a los bonos de menos riesgo no compensa.

Renta Variable:



Neutral/Positivo (=). Los resultados de las empresas en el cuarto trimestre van a seguir mostrando fuerte crecimiento.

Europa: =/- Neutral. La debilidad en emergentes se traslada a los valores más cíclicos.

Estados Unidos: = Neutral. Ha sido el mercado más beneficiado por las políticas ultra laxas, esperamos rotación hacia valores más defensivos. Mejor S&P 500 que Nasdaq.

Países Emergentes: - Negativo. Un entorno macroeconómico menos favorable y el endurecimiento de las políticas monetarias sigue restando atractivo frente a activos en países desarrollados.

Materias primas:



Negativo. Las primas que se pagan por mantener la materia prima en el mes frente a 3 meses son las más altas de las últimas décadas. Esto se debe en parte a la demanda pero sobre todo al miedo a no tener inventarios. Aunque este "pánico" puede durar algunos meses no es sostenible.

Divisas:



Dólar:++ Positivo: Las subidas de tipos de interés en EE.UU. comenzarán en la segunda parte del año pero la retirada de estímulos empezará antes de que finalice. Nos sigue pareciendo atractivo como cobertura a los aumentos de volatilidad que se suelen producir en estos momentos, especialmente en crédito.

- Eléctricas
- Consumo estable



- Materias primas
- Bancos

Por concluir:

- La necesidad de productos está llevando a las empresas a aumentar los niveles de inventarios que se situaban hasta ahora en mínimos, incrementando así la demanda de bienes y los déficits comerciales. La fortaleza de la demanda interna en el primer trimestre determinará si el crecimiento del cuarto trimestre ha adelantado tasas futuras.
- Creemos que la primera subida de tipos de interés en EE.UU. tendrá lugar entre marzo y abril. En cambio, el BCE ha descartado cualquier subida de tipos de interés y los estímulos continúan siendo necesarios para apuntalar el crecimiento.
- Esperamos que las elevadas tasas de ahorro acumuladas en los últimos meses se reduzcan a lo largo de este último trimestre hacia niveles históricos más acordes. Con ello, el margen para continuar asumiendo subidas de precios es menor.

Anexo: Especial Bancos Centrales

- La Fed asume tres subidas de tipos de interés en 2022 hasta alcanzar el 1%, en los próximos meses continuarán reduciendo las compras de bonos y señalando que la primera subida tendría lugar en abril de 2022.
- El BCE ha marcado la “hoja de ruta” para retirar estímulos, reduciendo las compras a partir de marzo y quitando los estímulos al sistema financiero (TLTRO) a partir de junio de 2022.
- A nivel global los bancos centrales se encuentran más preocupados por las tasas de inflación que por el crecimiento. La excepción se sitúa en China donde han empezado políticas más laxas con una bajada de tipos de interés y una reducción del coeficiente de caja.

Los anuncios de la Fed y del BCE han marcado un cambio frente a la tendencia llevada a cabo desde 2020. El enfoque ha pasado de estar centrado en generar crecimiento y aumentar la predictibilidad de sus actuaciones hacia un entorno en el que lo prioritario es mantener el control de la inflación, conservando la “opcionalidad” de la política monetaria.

En el caso del Banco Central Europeo hay que destacar las subidas en las expectativas de inflación hasta el 3,2% para 2022. Esto supone que durante el primer trimestre del próximo año la inflación no bajará tan rápido como se esperaba, manteniéndose más elevada del objetivo previsto durante la primera mitad del año.

La eliminación de las operaciones de financiación a plazo más largo o TLTRO es otro de los anuncios que tendrá efectos importantes en la segunda parte del año. Esto supone un drenaje importante de liquidez del sistema por primera vez desde 2011, que esperamos que se traslade en una subida de los tipos interbancarios preparando el terreno para las subidas de tipos de interés de 2023.

Todas estas medidas deberían conducir a un aumento de los tipos de interés reales en la Zona Euro, actualmente los más bajos a nivel global y en mínimos históricos. Los más perjudicados serían los bonos de países periféricos que cuentan con elevados niveles de deuda sobre el PIB y que como en el caso de España aumentarán las emisiones durante los próximos trimestres. Esto nos hace pensar que los diferenciales de Italia y de España podrían ampliarse hasta niveles de 200 y 130 puntos básicos respectivamente antes de que el BCE cambie de mensaje.

Como conclusión los bancos centrales parecen asumir el coste de inducir a las economías a menores tasas de crecimiento frente al riesgo de mantener tasas de inflación elevadas que tengan un elevado coste político. La ventaja frente a otros escenarios es que la solvencia del sistema financiero es muy superior y el nivel de endeudamiento de empresas y hogares es menor. Así, no se perciben riesgos sistémicos, sólo los riesgos propicios de mercados con valoraciones elevadas que darán lugar a una mayor sensibilidad ante cualquier noticia macroeconómica que pueda cambiar las expectativas de crecimiento.

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.

TR3A 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