

# Análisis de Mercados

Julio 2022

Ricardo Gil  
*Director de Estrategia*

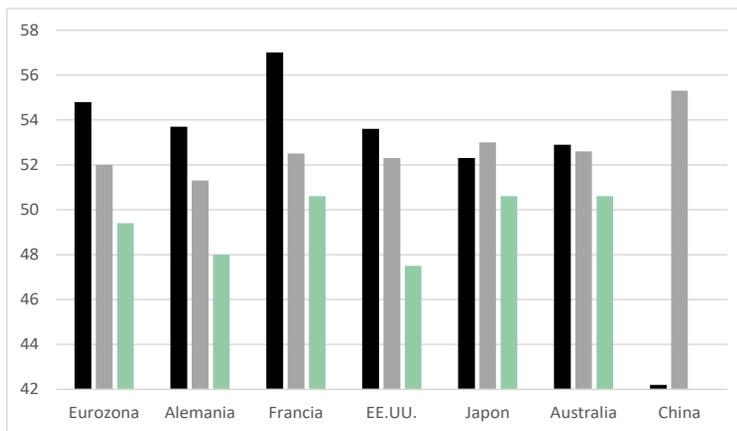


La desaceleración de la economía global se está confirmando en todos los indicadores de actividad, un proceso que se alargará durante los próximos meses y, aunque en cada ciclo es diferente, todos tienen características comunes: menor actividad, más recursos ociosos, menores precios. El escenario de los bancos centrales se está cumpliendo (menor crecimiento para conseguir menor inflación), todavía es pronto para esperar un cambio hacia políticas más orientadas a impulsar crecimiento, pero los mercados siempre adelantan escenarios. Los crecimientos van a ser muy bajos en los próximos trimestres, pero hay activos que ya descuentan un entorno de contracción económica (crédito), con lo que el riesgo a la baja pasa a ser menor que el riesgo al alza si los acontecimientos son mejor de lo esperado (solución al gas ruso, inflaciones más bajas de lo esperado).

La debilidad del impulso macro durante el segundo trimestre refleja un punto de inflexión al entorno que veníamos disfrutando desde finales de 2021 (crecimientos disminuyendo pero sólidos). Las encuestas de confianza de los consumidores a nivel global reflejan la pérdida de poder adquisitivo de los hogares y, por ende, la destrucción de demanda provocada por la inflación. El sector privado ha reflejado durante este mes la primera contracción de actividad frente al mes anterior desde el segundo trimestre de 2020, y la evolución de la producción y las nuevas órdenes apuntan a que esta tendencia no va a revertir en el corto plazo.

Los shocks de los precios de energía hacen especialmente vulnerable al sector manufacturero de la UE. Las compañías han anunciado en sus presentaciones de resultados planes de contingencia orientados a defender márgenes y beneficios (reducción de inversiones previstas y crecimiento de empleo). Lo que más llama la atención es la rapidez del deterioro (especialmente en la Eurozona), con los pedidos tanto para mercado como para las exportaciones contrayéndose más rápido de lo esperado.

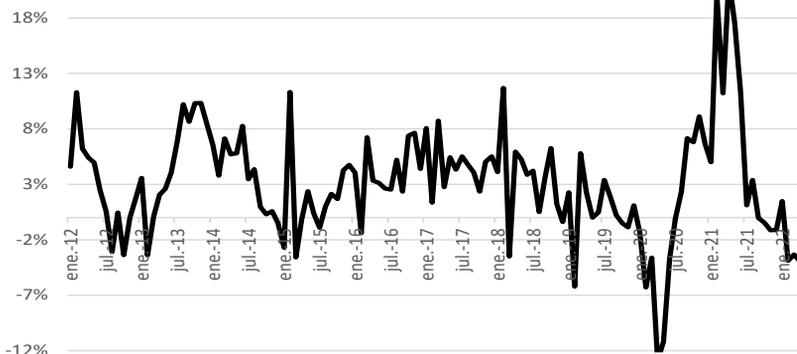
## € Evolución PMI



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

La pérdida de momentum macro puede llevar a crecimientos negativos en el trimestre, sobre todo en las economías más expuestas al ciclo global y a los precios de la energía (Alemania, Italia). A nivel global los crecimientos interanuales seguirán no obstante siendo positivos, pero en la segunda mitad de este año (cuando los efectos positivos de reapertura de economías y estímulos fiscales se diluyan), van a ser sensiblemente más bajos que los que veníamos viendo en los últimos trimestres.

## Cambio anual número contenedores (TEUs)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Uno de los efectos derivados de las tensiones geopolíticas y de la pérdida del impulso macro ha sido una ralentización del comercio internacional. Esta es una de las variables que más puede afectar en las revisiones de los crecimientos en la segunda mitad.

Si los crecimientos vienen menos fuertes de lo que se esperaba (las últimas estimaciones de organismos internacionales –FMI, Banco Mundial- siguen esperando crecimientos fuertes en el cuarto trimestre), los niveles de precios deberán bajar en consonancia. Las materias primas energéticas han sido la principal variable para explicar el repunte y las sorpresas en la inflación a nivel global. Menor actividad implica menor demanda y por ende menores tensiones de los precios.

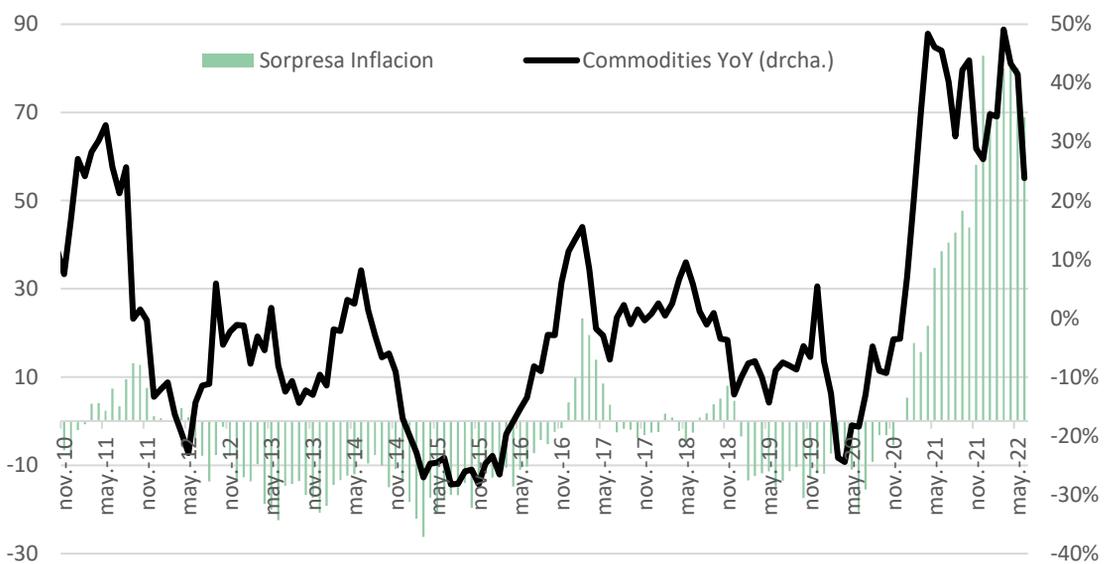


**“No hay un camino libre de riesgos para la política monetaria”**

*Jerome Powell, Presidente Reserva Federal EE. UU.*



## Sorpresas de inflación y materias primas

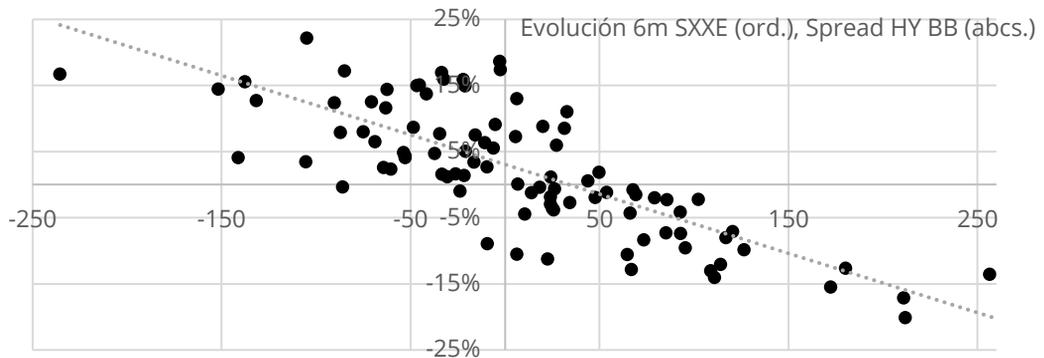


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Una parada del crecimiento para aplacar la inflación ha sido el coste que los bancos centrales estaban dispuestos a asumir y es justo lo que nos vamos a encontrar en los próximos meses. En la medida que las inflaciones vayan tendiendo a niveles más aceptables (2%/2,5%), la necesidad de mantener políticas monetarias restrictivas desaparece.

Una forma de dar respuesta al binomio tipos e inflación es tener en cuenta donde quieren tener los bancos centrales los tipos de interés reales medidos como los tipos reales de los bonos ligados a inflación en el medio plazo (10 años). En EE. UU. estamos ya en la media de los últimos 10 años (0,5%), con lo que las bajadas de inflación esperadas en los próximos trimestres abren la puerta a que la política monetaria deje de ser tan restrictiva (acaban las subidas de tipos). En la Eurozona todavía estamos en el rango bajo de los últimos años (-1%) por lo que todavía podemos ver subidas de tipos hasta final de año. La evolución del Euro y los precios de la energía serán determinantes, ya que se han convertido en la principal causa de la pérdida del poder adquisitivo de los consumidores, por lo que (sobre todo tras la reunión del BCE de julio) las medidas van a ser fiscales pero no monetarias.

## Eurostoxx vs spreads de crédito



Fuente: Bloomberg

La posibilidad de haber visto el pico de inflación en EE. UU. y que las subidas de tipos se acaben durante el cuarto trimestre de este año nos llevan a recomendar asumir algo más de riesgo a través de bonos corporativos de mayor calidad.

El deterioro del ciclo es probable que continúe y las políticas monetarias restrictivas todavía no se han reflejado en la actividad. Además existe el riesgo de racionamientos de energía en la Eurozona (menos energía, menos PIB), pero en algunos segmentos de renta fija corporativa las primas que se pagan cubren estos riesgos. Aunque los diferenciales pueden seguir aumentando en las partes de mayor riesgo, los bonos de mayor calidad crediticia (*investment grade*) a los niveles actuales pueden absorber en valoración una ampliación incluso hasta niveles vistos sólo en otros momentos de ajuste macro (2000, 2008). Este mismo argumento nos lleva a aumentar el peso en bonos de más riesgo, pero todavía mantenemos un peso inferior al que tendríamos en otras fases del ciclo.

En renta variable creemos que el ajuste en las valoraciones ha venido exclusivamente de las subidas de tipos y condiciones monetarias más restrictivas y todavía quedaría el ajuste en los beneficios (probablemente en los resultados del Q3). Neutralizaríamos peso en EE.UU. pero seguiríamos cautos en la Eurozona y Emergentes.



## Posicionamiento de las carteras

Nuestro posicionamiento respecto al mes anterior.

Tipo de activo	Mes anterior	Cambio	Actual
<b>Renta Fija</b>	=	+	=/+
Gobiernos	-	+	=
Investment Grade	=/+	+	+
Crédito Emergentes	=/-	=	=/-
High Yield	-	+	=/-
<b>Renta Variable</b>	-	=	=/-
Europa	=	-	=/-
Estados Unidos	-	+	=
Emergentes	-	=	-
<b>Divisas</b>			
Dólar	++	-	+
Euro	--	+	-
<b>Materias Primas</b>	<b>Infra</b>	=	<b>Infra</b>

## RENTA FIJA

- **Neutral (=/+).** La normalización de las políticas monetarias se está empezando a notar en la economía real (máximo efecto Q1 2023) y aunque sorprendiesen al alza las subidas (tipos 4% EE.UU., 1,5% Eurozona), las tires actuales compensan la subida en el peor escenario. Compráramos plazos cortos. En los largos vemos más riesgo.
- **Gobiernos: = Neutral.** Crecimiento estancado a nivel global durante varios trimestres con inflaciones cediendo no es el mejor escenario pero el riesgo de rentabilidades negativas ha disminuido sensiblemente.
- **Investment Grade: +.** La ampliación de spreads al alza en un escenario negativo son menores que la reducción si las inflaciones se controlan etc.
- **Crédito países emergentes: +/- Neutral.** Situaciones muy específicas.
- **High Yield: (=/- Neutral).** Tenemos que empezar a ver como afecta el bajo crecimiento a las cuentas de las compañías, aunque algunos sectores ya están descontando un escenario muy adverso (por las ventas forzadas de los últimos meses). Asumir riesgo en este activo o solo de forma selectiva.

## RENTA VARIABLE

- **Neutral/Positivo (=).** Las bajadas de inflación y crecimiento en los próximos meses todavía no se han recogido en los precios. No subimos peso hasta ver lo peor del ciclo, bajadas de beneficios, márgenes, empleo. Riesgos al alza o la baja simétricos.
- **Europa: +/-.** Demasiadas incertidumbres y estimaciones de beneficios muy altas para el momento de ciclo frente a otros mercados.
- **Estados Unidos: = Neutral.** El ajuste en las valoraciones por efecto de las subidas de tipos está prácticamente completado (en algunos sectores, compañías de más...), subimos la recomendación a neutral aprovechando una mayor visibilidad del entorno de inflación y tipos.
- **Países Emergentes: +/- Neutral.** Los bajos crecimientos esperados en los próximos doce meses a nivel global todavía hacen esperar más correcciones.

## MAT.PRIMAS

- **Negativo.** La mejora de las cadenas de suministro y la caída de la demanda esperamos se siga reflejando en menores precios de las materias primas. Si la inflación efectivamente toca techo en el tercer trimestre los riesgos son a la baja.

## DIVISAS

- **Dólar:+ Positivo:** Reducimos el optimismo ante un entorno de incertidumbre menor.

- **Bonos corto USD**
- **Consumo estable**



- **Pequeñas compañías**
- **Consumo discrecional**

**Para concluir:**

- La bajada de las materias primas, los elevados niveles de inventarios y un ciclo que macro global con crecimientos muy bajos, nos hacen esperar buenas noticias del lado de la inflación (especialmente en EE.UU.). Todavía nos quedaría ver contracción en el empleo y bajadas de beneficios pero los activos de riesgo ya han recogido parte de ese escenario.
- Todavía creemos que es pronto para asumir riesgos en las carteras excepto en los plazos cortos de IG donde las rentabilidades cubren la probabilidad del escenario más negativo.
- Si los bancos centrales empiezan a confirmar que las inflaciones están en el rango “aceptable” (2%/2,5%) en los próximos meses, cambiarán los mensajes de subidas de tipos. No lo vemos probable en el corto plazo pero es un escenario muy probable en el último trimestre. Indicando el inicio de un nuevo ciclo para los precios de los activos.
- Riesgos a la baja menores que al alza en algunos activos pero pronto para posicionarse en carteras muy agresivas.



# 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/>