

Análisis de Mercados

Noviembre 2022

Ricardo Gil
Director de Estrategia

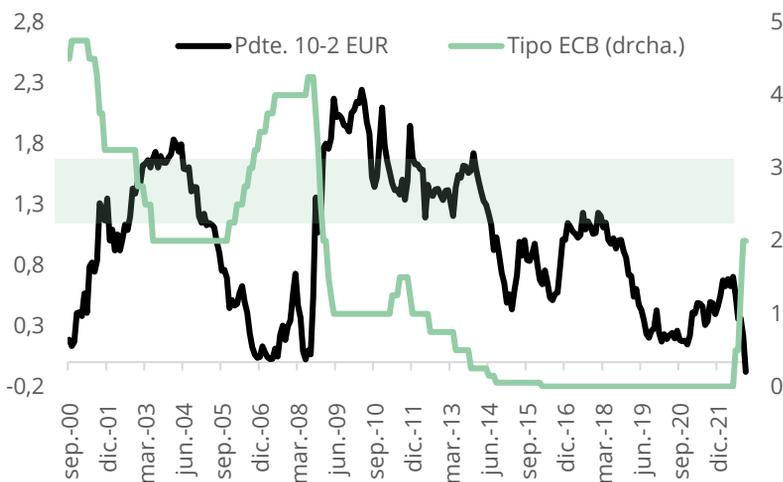


Las encuestas de actividad sorprendieron negativamente por segundo mes consecutivo, lastradas en gran medida por los malos datos de nuevos pedidos y exportaciones, obligando a revisar las estimaciones de crecimiento a la baja. En la Eurozona la contracción manufacturera se va haciendo más profunda, con las carteras de nuevos pedidos disminuyendo a niveles propios de momentos con crecimiento negativo. En Asia y EE. UU. el deterioro no ha sido tan fuerte, manifestando debilidad sólo los países netamente exportadores. En general, los números empiezan a mostrar un cuarto trimestre débil y señales de que las inflaciones podrían haber tocado techo. La incertidumbre macroeconómica ha aumentado desde la vuelta de verano y el nuevo escenario no se ha reflejado en los precios de los activos de riesgo. Por otro lado, a nivel geopolítico, la situación ha mejorado sensiblemente y parece que las sorpresas pueden ser positivas.

La velocidad en las subidas de tipos de interés a nivel global ha aumentado los temores de un ajuste en la economía más severo del esperado, así como problemas en el funcionamiento de los mercados que elevan el riesgo de un "accidente financiero". La expectativa de mejora en la inflación y el hecho de primar la estabilidad financiera frente a la estabilidad de precios explica el cambio en los mensajes de los bancos centrales desde finales de octubre, enfatizando que las subidas a partir de diciembre se producirán a un ritmo más lento. Por otro lado, el progreso o no deterioro de la escena geopolítica (Rusia, Taiwán) y unos precios de electricidad subsidiados que no se han vuelto a disparar han permitido una mejora en el precio de los activos.

Sin embargo, el entorno no ha cambiado; el bajo crecimiento, la inflación y las subidas de tipos siguen reflejando un escenario de menor crecimiento antes de inflación en el objetivo del 2%.

€ Pendiente de tipos EUR...

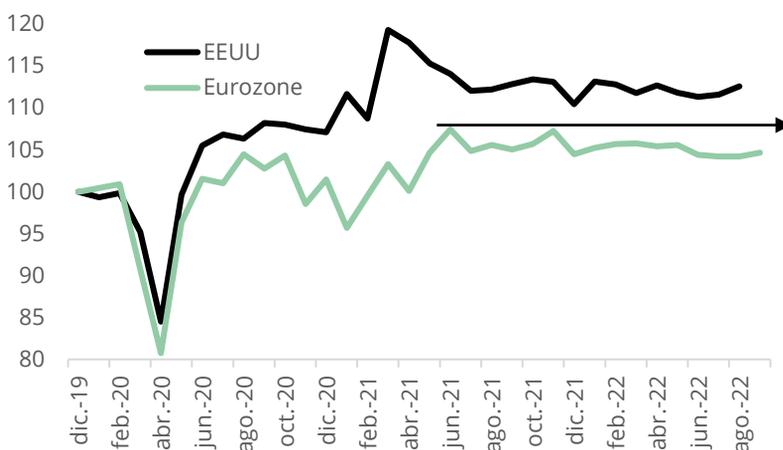


Fuente: Bloomberg

Las pendientes negativas adelantan un escenario macroeconómico complicado. Asumir bajadas de tipos de interés es todavía prematuro hasta que los beneficios y datos de paro empeoren. Los tipos en la Eurozona no tocarán techo hasta alcanzar el 3%; las curvas todavía pueden alcanzar pendientes más negativas.

No esperamos un cambio de sesgo hasta la segunda mitad de 2023, cuando los beneficios empresariales empiecen a reducirse y aumente el desempleo.

Ventas al por menor en términos reales (Dic 2019 base 100)



Fuente: Bloomberg. Inflación subyacente sin alquileres ni viajes

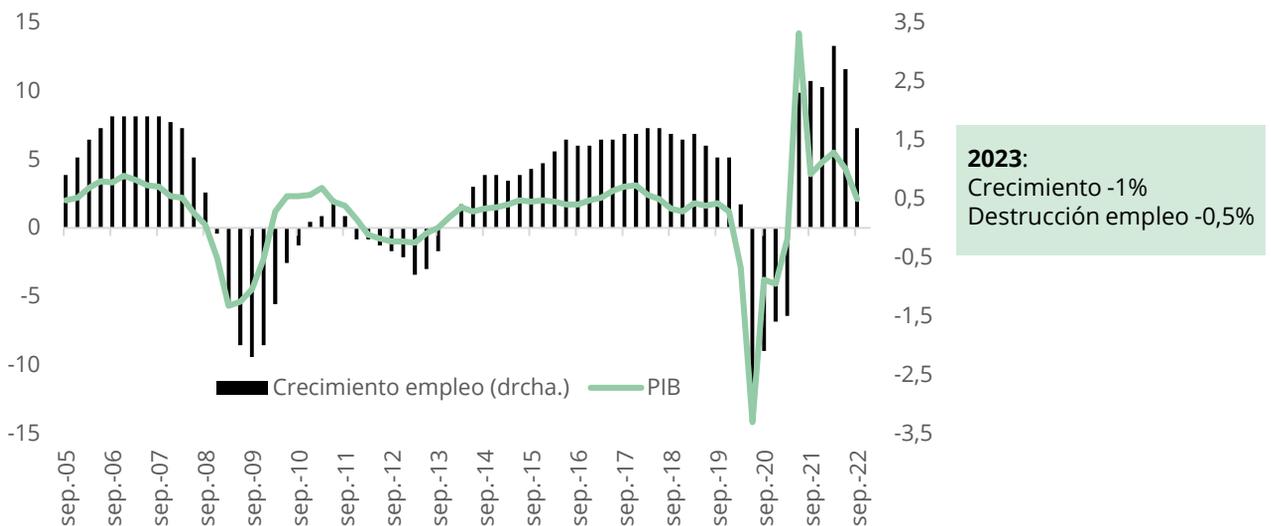
Las ventas al por menor llevan estancadas en términos reales desde 2021. Los consumidores han aumentado su deuda. En EE. UU. se ha registrado el mayor aumento de deuda en tarjetas de crédito durante el mes de septiembre. Las altas tasas de ahorro acumulado desde 2020 mantienen el consumo. La inflación ya está haciendo mella en el consumo aunque todavía se mantiene a niveles débiles.

La inestabilidad financiera experimentada en los últimos meses empezará a reflejarse en la economía real desde el cuarto trimestre de este año, primero en la producción industrial (sorprendiendo a la baja) y después en las estimaciones de beneficios. Aunque la inflación haya tocado techo, está bajando a un ritmo más lento de lo esperado. Por tanto, para saber si las tasas de inflación serán estructuralmente más altas en el futuro habrá que mirar dos puntos fundamentales en los próximos trimestres: los niveles de déficits de los gobiernos y la evolución del empleo. Hasta ahora las expectativas de inflación del mercado (2,4% en la Eurozona y 2,6% en EE. UU.) están “ancladas”, sin embargo, las expectativas de déficit y empleo no inflacionista son las que permitirán que la inflación converja hacia el objetivo del 2%.

“Reducir la inflación va a requerir un tiempo de crecimientos por debajo del potencial y un ligero aumento del desempleo. La historia muestra que hay que ser cautos a la hora de cambiar el sesgo. Mantendremos el rumbo hasta que el trabajo esté terminado”

Jerome Powell, Presidente de la Reserva Federal de EE.UU. 2 Noviembre 2022.

Creación empleo y crecimiento UE

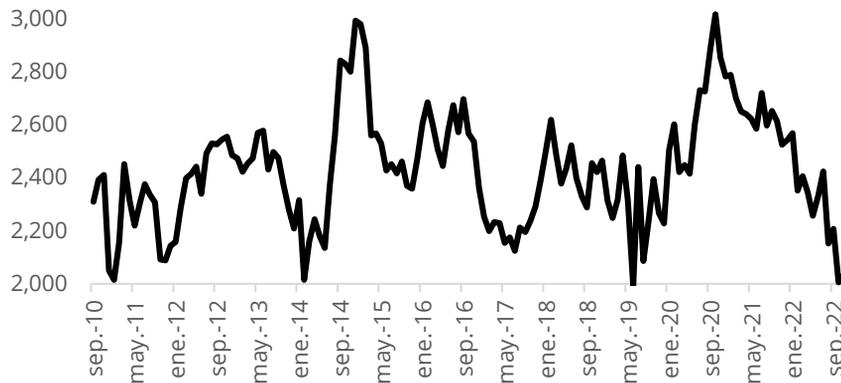


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Cuanto más tiempo esté la inflación por encima de los niveles razonables, más riesgo hay de que las expectativas de inflación aumenten. Cada vez se hace más patente el guion de la década de los 70, donde el “error” fue dejar de hacer políticas restrictivas mientras los gobiernos aumentaron los déficits, vía subsidios ahora. En la primavera del próximo año las comparativas de los precios de las materias primas provocarán una fuerte bajada de la inflación (200/300 puntos básicos), siendo las subidas de los precios de los servicios los que marcarán el límite de esa bajada. Por ello, aunque los datos macroeconómicos sean débiles, no esperamos hasta el segundo trimestre del próximo año que los tipos de interés dejen de subir.

El nivel de ajuste en las economías no tiene porque ser fuerte. Las estimaciones de los organismos supranacionales asumen una desaceleración suave a nivel global y sólo los países más expuestos al comercio internacional y a la energía son los que podrían ver contracción en sus economías. El escenario de recesión fuerte es poco probable; los niveles de empleo pueden sufrir algo pero la escasez de mano de obra sigue reflejándose en las encuestas de actividad. Sin embargo, la economía financiera sí que puede continuar sufriendo un ajuste en los próximos meses.

Spread bonos EUR BB/ EUR IG



Fuente: Bloomberg

La incertidumbre en la evolución de los resultados de cara a los próximos trimestres nos hace seguir siendo cautos en cuanto a posicionamiento en renta variable, siendo claramente defensivos (consumo estable, farma) y una clara orientación hacia “value” frente a “growth”. Cuando llegue el momento de incrementar riesgo, las compañías más pequeñas con balances sólidos están muy baratas en términos relativos y sería el primer activo a incorporar a la cartera. Pensamos que el freno en las subidas de tipos de interés durante el primer trimestre del próximo año será el detonante para poder esperar un mejor comportamiento de la renta variable, momento en que las correlaciones entre bonos y bolsa empezarán a disminuir.

En renta fija hemos subido el peso en los bonos de gobierno de corto plazo (18 meses máximo), aunque las subidas de tipos de interés puedan sorprender al alza (tipos por encima del 5% en EE. UU. y 3% en la UE), los cupones son lo suficientemente altos para aguantar los aumentos. En esa misma línea, los bonos de *Investment Grade* y deuda financiera senior serían los que mejor se comportarían en relativo y, aunque hay descuentos excesivos en los plazos más largos, todavía no tomaríamos riesgo de duración. En el segmento de *high yield*, los problemas de refinanciación se van a ir incrementando y la prima que pagan frente a los bonos *Investment Grade* está en mínimos históricos (ver gráfico). En Emergentes, se ofrecen descuentos interesantes frente a otros riesgos, pero para incorporarlos en cartera esperaríamos a que se estabilicen las subidas de tipos de interés en EE. UU.

Posicionamiento de las carteras

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

| | |
|-----------------------|--|
| RENTA FIJA | <ul style="list-style-type: none"> • Neutral (=/+). El aumento de los plazos cortos de gobiernos vuelve a hacer atractiva la renta fija. La incertidumbre del ciclo, junto a varios años de crecimientos muy bajos, nos hace seguir siendo prudentes en los segmentos de más riesgo (<i>High Yield</i>/Emergentes). • Gobiernos: + Positivo. Plazos cortos pagan lo mismo que los largos. • Investment Grade: + Positivo. Nunca antes se ha pagado tan poco en relación a los bonos de más riesgo, creemos que es la mejor alternativa para tomar riesgo en renta fija. • Crédito países emergentes: =/-Neutral. Situaciones muy específicas. • High Yield: (=/-). Los diferenciales se han estrechado hasta niveles del segundo trimestre. Nos parece demasiado optimista teniendo en cuenta la incertidumbre macroeconómica. Las nuevas emisiones están saliendo muy pocas a tipos altos a nivel histórico y plazos más cortos (3-4 años). |
| RENTA VARIABLE | <ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Los aumentos de beneficios son el principal riesgo, especialmente en los sectores más expuestos a consumo y crecimiento. Con el mundo creciendo por debajo del 3% es difícil esperar crecimiento. China puede ser la sorpresa. • Europa: - Negativo. Mantenemos infraponderación; el bajo crecimiento global es un lastre que no creemos que se esté teniendo en cuenta en los ciclos. • Estados Unidos: - Negativo. Bajamos el peso por el optimismo de consenso en los crecimientos de beneficios, +15% en dos años, especialmente tecnología y consumo. • Países Emergentes: - Negativo. Evitamos los más expuestos al comercio internacional, especialmente los expuestos a desarrollados. Son los más baratos en términos relativos y junto con pequeñas compañías <i>value</i>, serían los primeros candidatos para incrementar exposición a riesgo en las carteras. |
| MAT.PRIMAS | <ul style="list-style-type: none"> • Materias primas: - Negativo. Las revisiones a la baja en la demanda de metales muestran debilidad en el ciclo industrial. En energía, el cartel de la OPEP está manteniendo los precios, no obstante, hay riesgo al alza en destilados (diésel y gasolinas). En agricultura, los picos de precio tuvieron lugar en el segundo trimestre y sólo los cereales se han mantenido estables en los últimos meses a pesar de expectativas de mejor producción en la Eurozona. |
| DIVISAS | <ul style="list-style-type: none"> • Dólar: + Positivo. La estabilización de los precios de la energía en octubre y principios de noviembre cuando más riesgo había de problemas de suministro, junto con las expectativas de mejora macroeconómica en China, están detrás de la recuperación del EUR y USD. Los riesgos de tasas de inflación todavía fuertes en la Eurozona y una macroeconomía débil nos hacen seguir manteniendo la posición. |

- **Bonos cortos USD**
- **Consumo estable**
- **Bonos *investment grade***



- **Aseguradoras**
- **Consumo discrecional**
- **Big Tech**

Para concluir:

- El punto de inflexión en la inflación es determinante para poder esperar un cambio en las acciones de los bancos centrales. De momento es prematuro, pero conforme avance el próximo año la comparativa de los precios de la energía provocará fuertes bajadas en las tasas de inflación. La evolución de la inflación subyacente marcará el cambio de sesgo definitivo.
- La reducción del ritmo de subidas no implica que los tipos dejen de incrementarse, simplemente lo harán a menor ritmo. Las subidas de tipos hasta niveles muy elevados pueden provocar problemas de estabilidad financiera. Esa es la disyuntiva para los próximos trimestres: estabilidad de precios vs estabilidad financiera.
- El escenario macroeconómico no mejorará en los próximos meses. Las sorpresas positivas pueden venir por el lado de China, implementando sus planes de estímulo, y también por el lado de una solución en el conflicto Rusia-Ucrania.



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/>