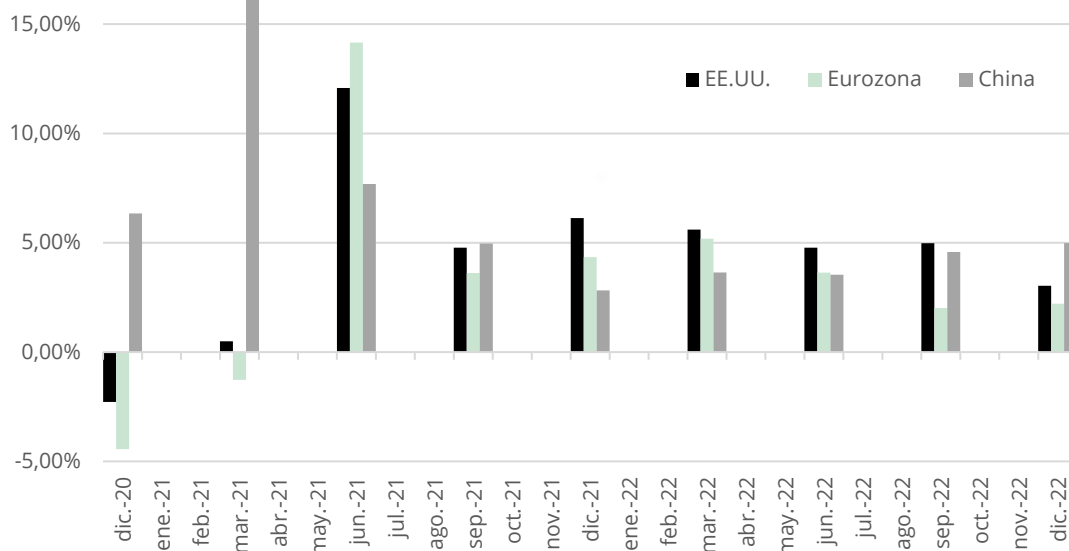


**Análisis Trimestral de
Mercados**
Diciembre 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

Los datos de inflación, los comentarios de los bancos centrales y los titulares sobre la nueva variante Ómicron han marcado los compases de los mercados financieros en esta última parte del año. Un trimestre en el que las tasas de crecimiento han mostrado una fuerte aceleración en Estados Unidos frente al resto de las regiones. Sin embargo, los signos de agotamiento han comenzado a aparecer, reflejando que la economía global está entrando en la última fase del ciclo. Es un periodo en el que los mercados emergentes se sitúan a la cabeza, mostrando una desaceleración más rápida que la registrada en los países desarrollados. Por otro lado, hay que tener en cuenta que una parte del aumento de la actividad de este último trimestre se ha debido al adelanto de las compras por el temor a una falta de suministros. De esta manera, durante los próximos meses esperamos que los ritmos de crecimiento en EE. UU. y Europa se tornen hacia niveles más moderados. Sin embargo, siempre que el virus esté contenido y las medidas de los gobiernos no lleven a parones en la actividad, la previsión es que las tasas de crecimiento globales se sitúen entorno al 4,6% en 2022 y al 3,7% en 2023.

Evolución del crecimiento anual



Fuente: Bloomberg

El ruido provocado en los mercados financieros por las nuevas variantes del virus no ha supuesto por ahora ningún cambio en las expectativas de subidas de tipos de interés y, por tanto, parece que el efecto en el crecimiento no es importante. En esta ocasión los gobiernos han tomado medidas dirigidas a reducir la movilidad entre países, pero no la movilidad interna; estas serían en última instancia las que impactarían en las expectativas de crecimiento.

Evolución de los inventarios globales/ventas

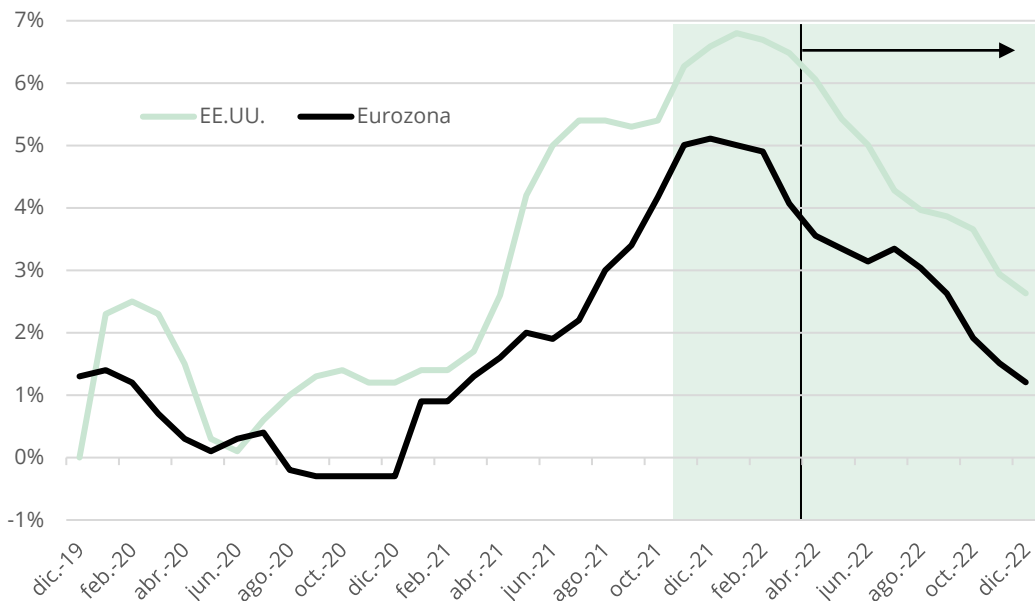


Fuente: Bloomberg

La necesidad de productos tras el parón provocado por la pandemia ha llevado en los últimos meses a una acumulación de inventarios por parte de las empresas con el objetivo de evitar los problemas de suministro. Prueba de ello han sido los niveles alcanzados por las exportaciones de China y Asia en general, marcando récords históricos, mientras las ventas al por menor no han crecido al ritmo que se esperaba.

En los próximos meses, debido al aumento de las manufacturas y a una demanda interna más débil, esperamos que se produzca una subida en los niveles globales de inventarios.

Evolución de los datos de Inflación

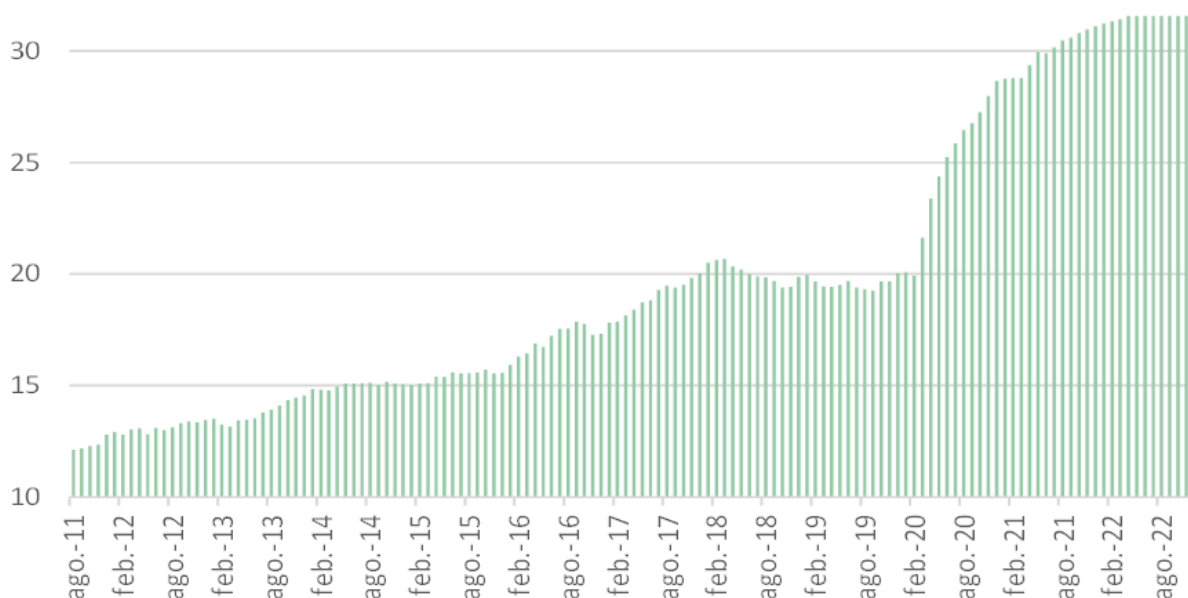


Fuente: Bloomberg

La inflación ha sido la variable que más ha sorprendido en el trimestre, especialmente en los países desarrollados donde a los problemas de suministros se le han sumado, sobre todo en la Eurozona, repuntes en los precios de la energía y de los derivados del petróleo que han incrementado los precios industriales a niveles nunca vistos. La gran duda de este cuarto trimestre ha sido despejar la incógnita sobre si bajará antes el crecimiento o la inflación.

Las autoridades monetarias esperan que la inflación toque techo en los próximos meses. No obstante, en su última reunión el BCE aumentó las expectativas de inflación para 2022 hasta el 3,2%, lo que indica que las bajadas no serán tan rápidas como se descontaba. Creemos que los precios de la energía y la comparativa interanual serán un factor clave para esperar una bajada de los niveles de inflación en los próximos meses (especialmente en la segunda mitad de año), pero seguirán siendo más altos que los experimentados en los últimos años.

Evolución del balance los bancos centrales (USD Trill.)



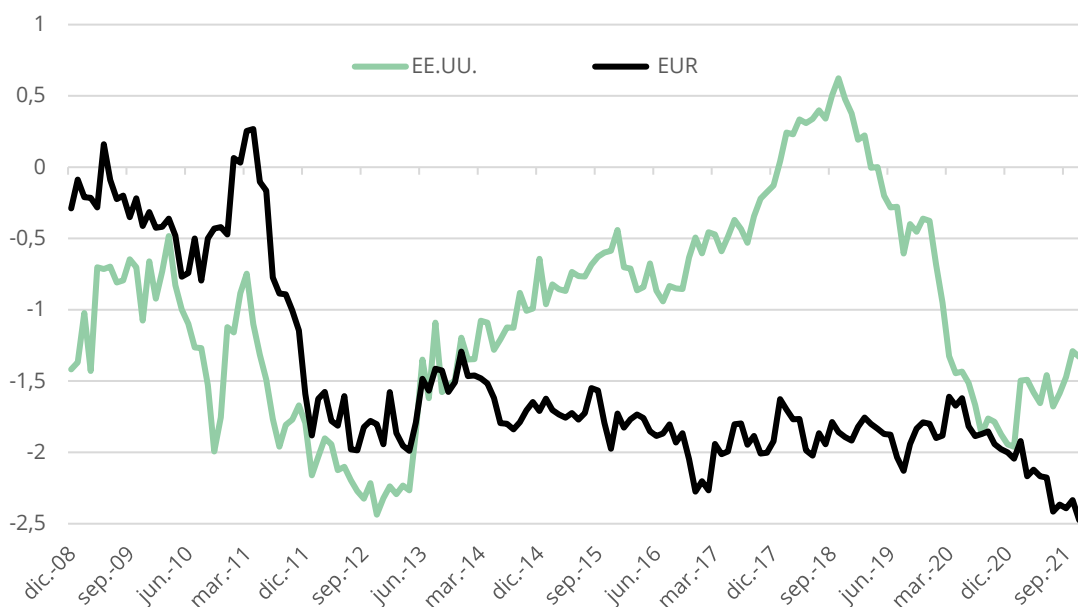
Fuente: Bloomberg

Durante el trimestre los mensajes de la Fed y el BCE han marcado un cambio de rumbo. La prioridad ahora ha pasado de ser la generación de crecimiento a mantener el control de la inflación, conservando la "opcionalidad" de la política monetaria y entrando en un período en el que ésta empezará a endurecerse en los mercados desarrollados. Un proceso que las economías emergentes iniciaron en el segundo trimestre del año.

El BCE ha dado mensajes claros de los próximos pasos a seguir, dando comienzo a la reducción de compras a partir de marzo y eliminando los estímulos al sistema financiero a partir de junio de 2022.

En Estados Unidos las autoridades han comenzado antes la retirada de estímulos, la Fed continuará así reduciendo las compras de bonos en los próximos meses mientras los mercados esperan que la primera subida de tipos de interés tenga lugar en abril del año que viene.

Evolución de los tipos reales a 5 años



Fuente: Bloomberg

Los mercados de renta fija han experimentado fuertes aumentos de volatilidad, especialmente en los plazos más cortos, tras anunciarse políticas monetarias menos laxas para los próximos meses. El repunte comenzado en los plazos más cortos en EE. UU. podría ampliarse más conforme el mercado vaya reflejando las subidas de tipos de interés para el segundo trimestre. Mientras tanto, en la Eurozona no esperamos que se produzca este movimiento hasta la segunda parte del año, cuando los bancos empiecen a devolver las operaciones de financiación a plazo más largo (TLTRO) al BCE y se reduzcan las compras de bonos. Por su parte, los plazos más largos siguen sin reflejar los miedos a una inflación más elevada, aunque esperamos que esto cambie en los próximos meses provocando un repunte en las pendientes de los tipos de interés. Esto nos hace seguir prefiriendo los plazos entre los 3 y 5 años como estrategia hasta conocer si las bajadas de inflación serán tan rápidas como se esperan y los datos macroeconómicos tan resilientes.

Los bonos corporativos, a pesar de registrar un año récord de emisiones, han seguido siendo un activo refugio frente a la volatilidad de los bonos de gobierno, a excepción del mes de noviembre tras la incertidumbre generada por la nueva variante del Covid. En los próximos meses la idea es seguir manteniendo más peso en bonos corporativos que en gubernamentales.

Los bonos de mercados emergentes han sido los peor parados durante el trimestre especialmente los referentes a países latinoamericanos. No esperamos que esta situación cambie en el corto plazo hasta que las incertidumbres existentes remitan.

La renta variable ha continuado siendo el mejor activo. Con el ciclo madurando y los bancos centrales retirando estímulos, creemos que los riesgos han ido aumentando, aunque todavía esperamos revalorizaciones moderadas apoyadas en los incrementos de beneficios. El principal riesgo es que los bancos centrales aceleren el proceso de retirada de estímulos y provoquen un parón en el ciclo. La exposición en nuestras carteras sigue siendo a ideas concretas, en compañías donde la visibilidad de los beneficios no esté determinada por la evolución del ciclo, ya que no descartamos sorpresas negativas del lado de la producción industrial a nivel global y de los sectores más cíclicos, especialmente del sector consumo.

Posicionamiento de las carteras

La siguiente tabla representa nuestro posicionamiento respecto al trimestre anterior:

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

Conclusión

- Es probable que los niveles de inflación se moderen el próximo año una vez se alivien los problemas de suministros y caigan los precios de la energía, reduciendo así la presión sobre los bancos centrales.
- En este escenario esperamos un aumento de las volatilidades en todos los mercados. Creemos que durante el próximo año hay que continuar invertidos en renta variable y que en renta fija las oportunidades vendrán por la parte de crédito y países emergentes.

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 si 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