

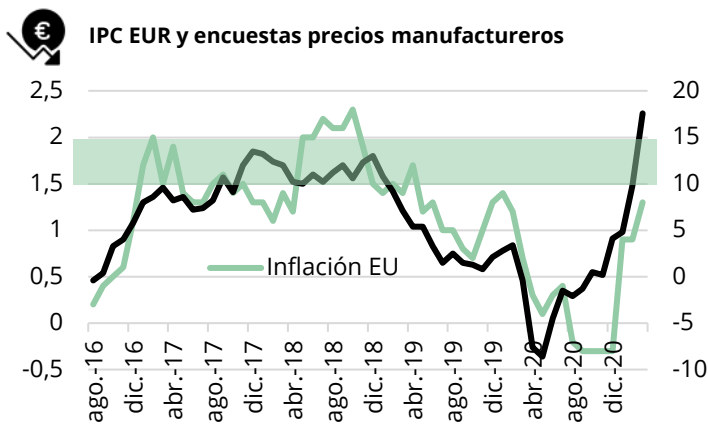
Análisis de Mercados
Abril 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

La publicación de los primeros datos referentes a la economía real nos permiten mantener las expectativas de crecimiento para el año. Los estímulos implementados en EE.UU. durante el mes de marzo impulsarán el crecimiento de los tres primeros meses del año a niveles del 9% trimestral anualizado, confirmando de esta manera que son el motor del crecimiento global. Estos datos nos recuerdan a China durante la segunda mitad del 2020, cuando registraron crecimientos del 14% trimestrales anualizados al ser el primer país en salir del confinamiento. La Eurozona, con confinamientos que se han alargado durante el primer trimestre, debería mostrar sus mejores datos durante el segundo trimestre del año, y esperamos que sean en torno al 8% trimestral anualizado.

Una vez pasados estos niveles de "efervescencia" de los crecimientos, estos irán normalizándose. La clave estará en ver a partir del segundo trimestre qué ritmos de crecimiento son sostenibles y qué "cicatrices" ha dejado el ajuste vivido en 2020.

Los primeros datos de inflación publicados correspondientes al mes de marzo reflejan niveles que se han mantenido dentro de lo razonable, aunque todavía tenemos por delante los meses de abril y mayo para ver repuntes en la inflación interanual. Esperamos que estén en línea con lo que espera el mercado, un 2,7% en EE.UU. y un 1,6% en la Eurozona, reflejando de esta manera las subidas en los precios de la energía.

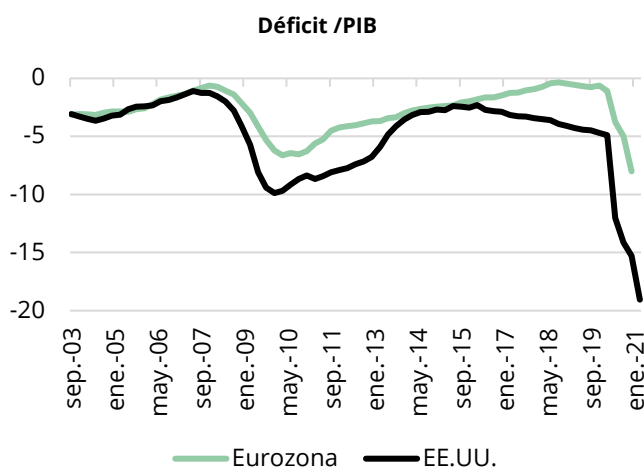


Fuente: Bloomberg (30/03/2020).

"Una inflación demasiado baja daña a empresas y hogares a la vez que limita la capacidad de acción de la política monetaria de la Reserva Federal"

Jerome Powell, presidente Reserva Federal EE.UU.

Tras el impulso macroeconómico que se espera para el próximo mes, y que podría alargarse hasta el final del trimestre, los crecimientos deberían relajarse durante la segunda parte del año hasta el crecimiento potencial, es decir el ritmo de crecimiento de una economía utilizando todos sus factores productivos sin generar inflación. Todavía no sabemos cuales son las "cicatrices" que ha dejado la pandemia en la estructura productiva, cómo va a actuar el consumidor, ni que parte de los negocios son rentables en el nuevo entorno. Lo que sí sabemos es la carga que han asumido los estados con los diferentes planes de estímulo. Los déficits se han elevado hasta niveles de anteriores crisis y, en algunos países, incluso por encima de los alcanzados tras la 2ª Guerra Mundial. Esta situación irá mejorando progresivamente conforme se recuperen las economías.



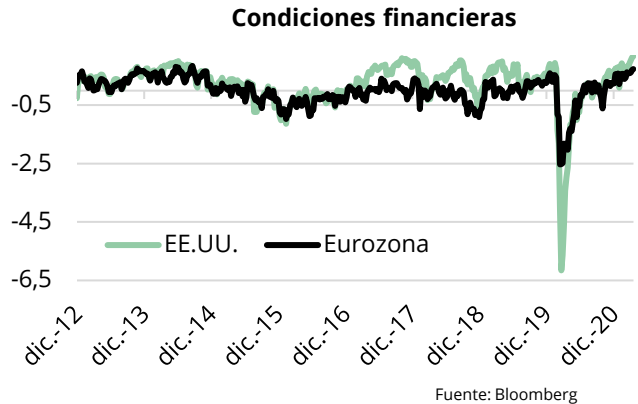
Fuente: Bloomberg (30/03/2020).

Los niveles de deuda sobre el PIB están por encima del 100% en la mayor parte de los países desarrollados.

A pesar de situarse en una fase de crecimiento económico, los gobiernos van a tener que tomar medidas para atajar el aumento de la deuda. Tradicionalmente, estas medidas son: reducción del gasto, aumento de los ingresos o incremento de la inflación. Rebajar los desembolsos es complicado políticamente, mientras que en cuanto a la subida de impuestos, estamos viendo los primeros avances mediante la tasa a las grandes tecnológicas, el acuerdo global para armonizar el impuesto de sociedades, y la limitación de los paraísos fiscales. No obstante estas medidas no pueden significar todo el peso del ajuste ya que limitaría el crecimiento. Es por ello que el aumento de la inflación es la opción más asumible.

La subida de inflación controlada se convierte por lo tanto en una necesidad en los países desarrollados y, en esa línea, es como interpretamos los mensajes acomodaticios de las políticas monetarias de los bancos centrales. Una forma de verlo, es la laxitud de los bancos centrales en las condiciones financieras como los indicadores que incorporan los diferenciales de deuda, las valoraciones de activos o el crecimiento del crédito. El BCE por ejemplo las ha establecido como objetivo tácito en sus últimas reuniones.

Las condiciones financieras están en los niveles más relajados de los últimos años, y el objetivo es mantenerlas así durante los próximos meses. Se actuará sólo en el momento en el que haya cualquier reacción adversa en los mercados que suponga un empeoramiento de las estas como pueden ser un aumento de los diferenciales de crédito en renta fija o de la prima de riesgo en renta variable.



Quiebras de empresas en otras crisis



Las políticas monetarias y fiscales han permitido la recuperación que hemos experimentado en los últimos meses, evitando posibles ajustes por nuevas contracciones. Para que tenga lugar una recuperación sostenible, es inevitable que se produzcan parte de esos ajustes.

La velocidad a la que transicionen las economías desde los niveles actuales de crecimiento hasta su potencial sostenible en el largo plazo, hará aflorar las “cicatrices” de la estructura productiva. Esto producirá un aumento inevitable de las quiebras en las empresas que no son viables.

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	Neutral	-	Infra

Renta Fija: Plazos medios y cortos.

Neutral (=/-).

Gobiernos: - **Negativo.** Aunque los repuntes de inflación son temporales, los esperamos hasta mayo, todavía podremos ver tipos más altos durante el trimestre.

Investment Grade: - **Negativo.** Diferenciales de crédito demasiado estrechos.

Crédito países emergentes: =/+**Neutral.** Oportunidades selectivas en algunos países que han empezado a reducir los estímulos monetarios.

High Yield: =/+ **Neutral.** La recuperación macroeconómica y el extra de rentabilidad que pagan respecto a los bonos de menos riesgo, los sigue haciendo atractivos. Mejor los BB que los de menor rating.



Renta Variable:

- **Neutral/Positivo (=/+).** Las estimaciones de beneficios a nivel global siguen repuntando. No ocurría desde la sincronización de crecimiento global tras la crisis financiera en 2010.

Europa: = **Neutral.** La extensión de las restricciones a la movilidad en algunos países supone que la recuperación en el segundo trimestre va a ser ligeramente inferior a la esperada.

Estados Unidos: = **Neutral.** Los estímulos ya se han reflejado en la economía real, con valoraciones en algunos sectores muy por encima del pico de ciclo.

Países Emergentes: = **Neutral.** La incidencia de la pandemia está siendo mayor en estos países. Negativos en general pero vemos oportunidades.



Materias primas:

- **Negativo.** La mayor parte de la demanda de materias primas viene de China y Asia en general. Creemos que la decisión de limitar el crédito en china creemos limita la subida en los metales.



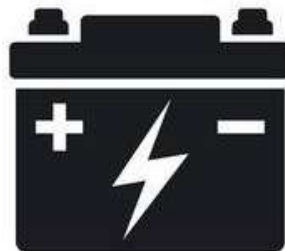
Divisas:

Dólar: ++ **Positivo:** Los diferenciales de tipos y crecimiento entre EE.UU. y resto del mundo van a seguir ampliándose a lo largo del semestre.

Euro: - **Negativo:** El crecimiento negativo en q1 2021 comparado con q4 2020 y el estímulo fiscal que llegará durante la segunda mitad de año, queda muy lejos de los planes de rescate de EE.UU.



- High Yield plazos cortos/medios
- Compañías Cíclicas



- Bancos
- Crédito Investment Grade

Por concluir:

- Estamos asistiendo a una recuperación macroeconómica desigual. Mientras algunos países han terminado con la fase de recuperación y empiezan a plantearse como hacer sostenible el crecimiento como China, otros están en el inicio de la recuperación como la Eurozona, y otros como EE.UU. están experimentando ya el punto álgido de crecimiento.
- En la Eurozona el paquete de estímulo Next Generation EU empezará a notarse durante la segunda mitad del año, pero se están empezando a reducir las expectativas del efecto real que pueda tener para provocar cambios estructurales en la región.

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