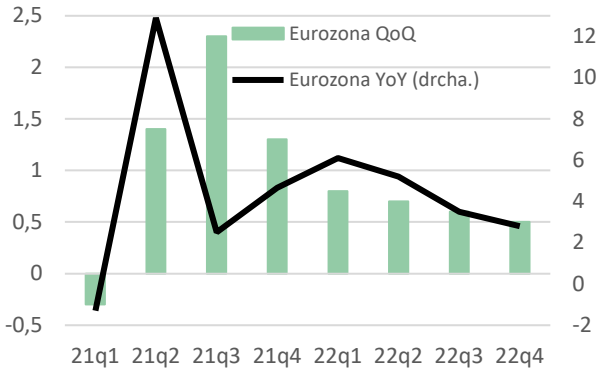


Análisis de Mercados
Julio 2021

Ricardo GIL
Head, Asset Allocation

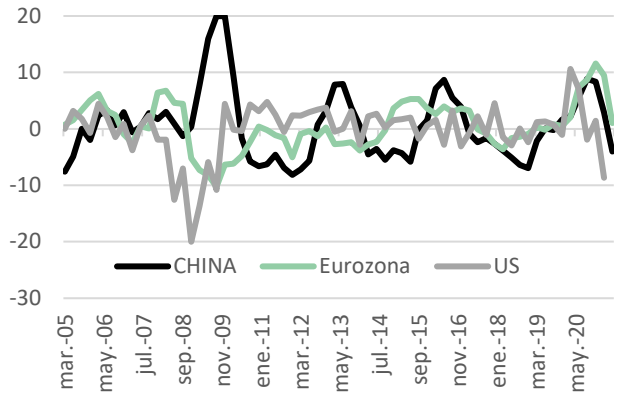
El inicio de la segunda mitad de año ha llevado a un cierto parón en las encuestas de confianza a nivel global. Creemos que esto refleja una estabilización en las tasas de crecimiento en los próximos trimestres tras un período de crecimientos explosivos. La desigual recuperación de áreas geográficas sigue siendo el principal problema de este nuevo ciclo pero esperamos una mayor sincronización de la economía global a partir del cuarto trimestre de este año.

Evolución PIB Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Variación del crédito



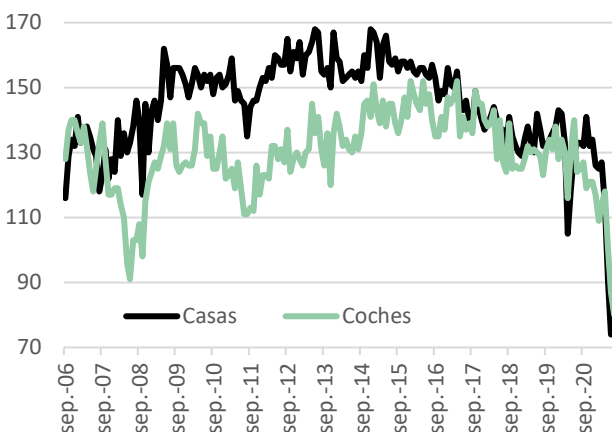
Los crecimientos en la Eurozona serán históricos en los próximos trimestres (fácil comparativa interanual, apertura de economías), empujados por la demanda interna. Esperamos que este tercer trimestre sea el mejor del año, permitiendo a la Eurozona acabar 2021 con niveles de PIB por encima de 2019 creciendo así a tasas por encima del 4%. En este escenario esperamos que España crezca a tasas del 18% durante este tercer trimestre y que termine el año creciendo al 6%.

Desde estos niveles las economías en general deberían tender a su tasa de crecimiento potencial (“a plena capacidad sin generar desequilibrios”), en la Unión Europea, y antes de la pandemia, éste estaba en el 1-1,5%. Dichos números son muy generales ya que es de esperar que las “cicatrices” de la pandemia dejen economías con menor crecimiento potencial mientras, por otro lado, todas los planes de digitalización y sostenibilidad deberían aumentarlo.

“La renta variable es la historia de los ciclos económicos y las sobrerreacciones humanas que provocan”

Seth Klarman, gestor Hedge Funds.
Autor de “Margin of safety”

Intenciones de compra consumidor EE.UU.



Fuente: Consumer sentiment survey U Michigan

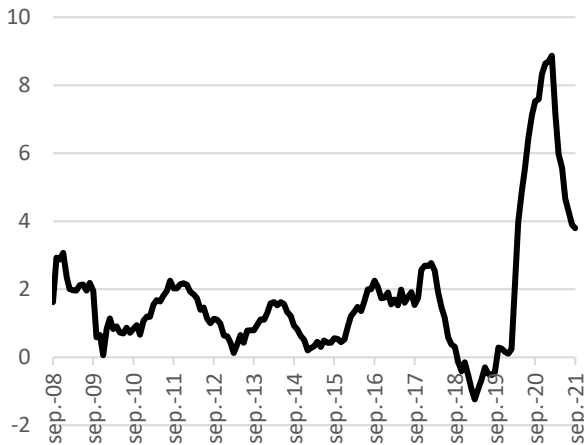
Menores crecimientos en los próximos años serán comunes en todas las economías a nivel global conforme los efectos multiplicadores de los planes de estímulo vayan desapareciendo (cuarto trimestre de este año).

La posibilidad que esta pérdida de impulso sea más rápida de lo esperado es uno de los riesgos de cara a final de año. Además de las acciones de los gobiernos para paliar los efectos de la pandemia, otra causa sería que los cuellos de botella que se están observando a nivel global (y que tomando como indicador los costes de los fletes) se están extendiendo más de lo esperado. Las subidas de precios que están provocando, podrían marcar un tope a la capacidad de crecimiento ya que se empieza a destruir demanda. La analogía podrían ser los precios de crudo, a qué niveles ya no generan incrementos de consumo.

Podemos estar viendo señales en este sentido en las encuestas a consumidores en EE.UU. y la Eurozona, donde desde hace varios meses muestran bajadas en las expectativas mientras la situación actual mejora. Síntoma de que ya se están cumpliendo las expectativas. En EE.UU. en concreto las intenciones de compras de casas o coches han bajado a mínimos en los dos últimos meses (cuando se han registrado las mayores subidas de inflación).

Este menor crecimiento por la subida en los precios simplemente indicaría que en la segunda parte del año es más fácil ver revisiones a la baja que al alza.

Variación balance bancos centrales (trln USD) YoY



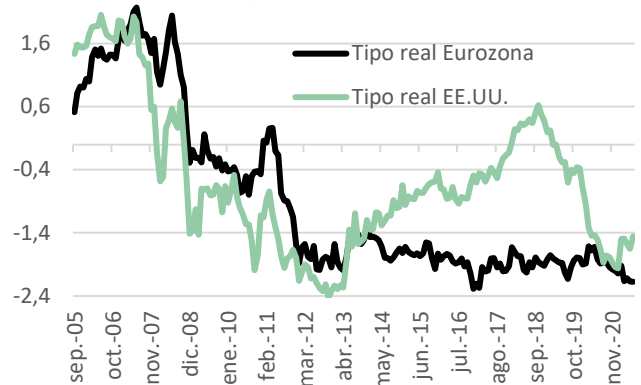
Los estímulos monetarios de bancos centrales han seguido el ritmo anunciado de compras el año pasado y siguen siendo sensiblemente superiores a los que hemos visto otros ejercicios pre pandemia, inyección en 12 meses de 4 trill. USD, el doble que en 2016 (tamaño del balance de los bancos centrales ahora y hace 12 meses).

Es difícil valorar que tamaño del banco central sería necesario para las economías, actualmente el balance del BCE supone casi el 70% del PIB de la Eurozona, pero no esperamos ver reducciones del tamaño agregado hasta el próximo año.

El hecho de mantener estos niveles de compras de bonos provoca que los activos refugio, se vuelvan cada vez más cotizados especialmente en momentos de volatilidad e incertidumbre, llevando los tipos reales a niveles muy bajos que hacen atractiva la renta variable pero que ya tienen más efectos negativos que positivos.

Una de las formas que parece estar tomando cada vez más fuerza y que permitiría ir subiendo tipos en los activos refugio sin necesidad de retirar estímulos es el incremento de gasto a través de planes de infraestructuras o inversión en todo lo relativo a medioambiente.

Tipos reales 5 años*



* Tipo 5 años - swap de inflación a 5 años.

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: Plazos medios y cortos.

Neutral (=/-).



Gobiernos: - Negativo. La subida del último mes la atribuimos más a exceso de liquidez en el sistema que a un deterioro rápido de la actividad.

Investment Grade: +/Neutral. Ofrece algo más de margen que los gobiernos.

Crédito países emergentes: -/+Neutral. Los bancos centrales emergentes están siendo más "ortodoxos" a la hora de implementar políticas monetarias.

High Yield: - Negativo. Reducimos algo de riesgo en las carteras de renta fija.

Renta Variable:



- **Neutral/Positivo (=/+).** Es el activo más atractivo pero entramos en un período estacionalmente débil.

Europa: =/+ Neutral. Los resultados deberían ser el apoyo para los próximos meses.

Estados Unidos: =/- Neutral. Caro a nivel histórico.

Países Emergentes: = Neutral. Repuntes del USD (activo refugio) es un riesgo real para las valoraciones.

Materias primas:



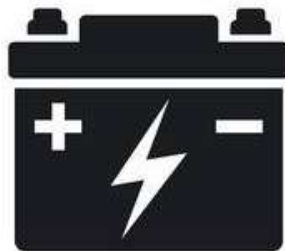
- **Negativo.** Algunas industriales parecen haber tocado techo pero las agrícolas siguen siendo las más favorecidas.

Divisas:



Dólar:++ Positivo: Diferencial de crecimiento y de tipos sigue favoreciendo tener USD en cartera para diversificar riesgo de crédito y aumentos de volatilidad.

• Petroleras



• High yield
• Cobre

Por concluir:

- Las subidas de los activos de riesgo desde el año pasado reflejan los estímulos de gobiernos y bancos centrales. La recuperación del empleo es la variable pendiente para poder asumir un crecimiento estable, hasta entonces los bancos centrales estarán apoyando y aunque tengan intención de retirar estímulos, no esperamos que lo hagan hasta bien entrado 2023.
- Cualquier corrección en los mercados provocada por medidas restrictivas de los gobiernos o contagios por la pandemia creemos que serán oportunidades de compra ya que seguro que llevarán asociadas nuevos estímulos para impulsar las economías.

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