

Análisis de Mercados

Diciembre 2022

Ricardo Gil

Director de Estrategia

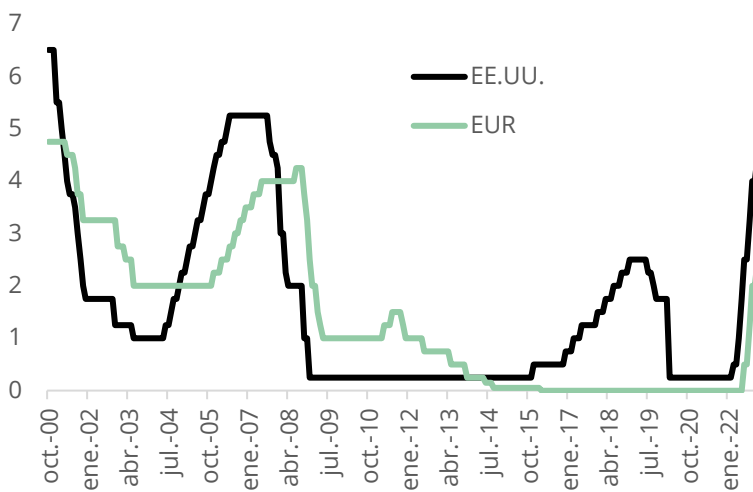


Los datos de crecimiento del tercer trimestre han sido mejor de los esperados a nivel global, mostrando una ligera bajada frente al trimestre anterior. En la Eurozona, los datos referentes a la producción industrial y a las nuevas órdenes, han mostrado una ralentización de la actividad manufacturera. No obstante, la flaqueza en la economía china puede explicar gran parte de esta debilidad, por lo que cualquier noticia de una reapertura o menores restricciones debería mejorar el entorno. Por el lado positivo, no han existido problemas de suministro de energía, por lo que los datos en los próximos meses podrían sorprender ligeramente al alza y mostrar una contracción algo más leve de lo esperado. En EE.UU. los datos de empleo continúan siendo positivos, creándose a un ritmo que implican un crecimiento del PIB para el cuarto trimestre del 2% anualizado.

Los riesgos de una inflación galopante se están quedando atrás, las acciones de los bancos centrales y una desaceleración macroeconómica van a ir provocando bajadas en las tasas durante los próximos meses. No obstante, en la Zona Euro es probable que veamos ciertos repuntes a medida que algunos programas, como los subsidios a los precios de la energía, vayan venciendo. Para la segunda parte del año aún sigue existiendo incertidumbre en cuanto a los niveles a los que terminarán los índices de precios este 2022, sin embargo, no pensamos que esto sea preocupante hasta bien entrado el próximo año.

Esperamos que la percepción de riesgo cambie a partir del primer trimestre desde la inflación hacia el crecimiento. Será en el segundo trimestre cuando se empezarán a valorar los efectos de la bajada de crecimiento (beneficios empresariales, tasas de impagos etc.). Este ajuste no debería ser como en otros ciclos, teniendo en cuenta las sorpresas positivas que podrían venir por el lado de Asia con la reapertura de la economía China y los esfuerzos por reactivar la demanda interna.

€ Los tipos de interés llegando al final de la subida en el primer trimestre de 2023

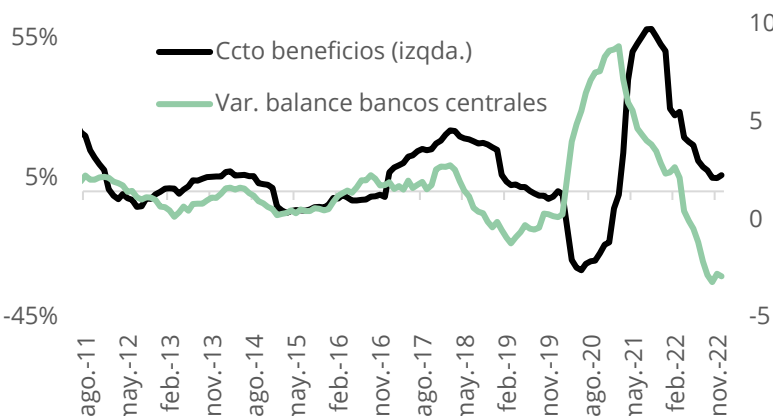


Los bancos centrales van a seguir con las subidas de tipos durante el primer trimestre llevando los tipos de intervención a los niveles que vimos en el anterior ciclo. En EE.UU. por encima del 5% y en la Eurozona al 3,5%/3,75%.

Estos niveles de tipos estarían por encima de las inflaciones subyacentes y de las expectativas de largo plazo, dejando los tipos de interés reales en terreno positivo y las condiciones financieras lo suficientemente restrictivas como para evitar nuevos repuntes de inflación por precios de los activos e incremento del crédito.

Fuente: Bloomberg

Variación del balance de los bancos centrales (QT)



Una vez los tipos de interés alcancen niveles suficientemente restrictivos, los bancos centrales continuarán reduciendo el tamaño de su balance. Esta es una variable de riesgo importante para el próximo año ya que, la última vez que ocurrió (2017-2018), el endurecimiento en las condiciones de crédito provocó un ajuste importante en los precios de los activos de riesgo.

Fuente: Bloomberg. Variación balance bancos centrales (FED, ECB, BOJ, BOE, PBOC en USD).

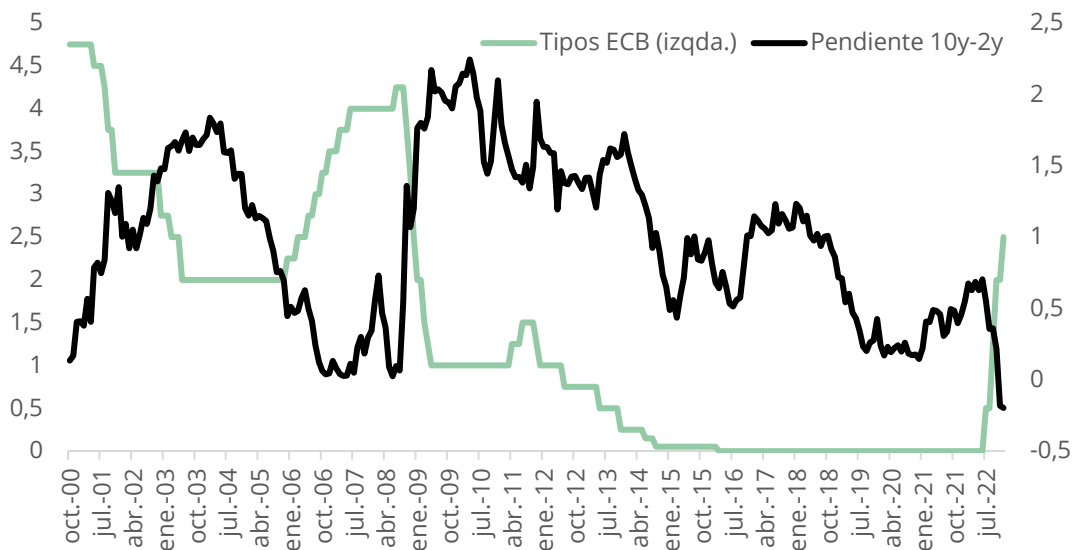
El objetivo de bajar la demanda hasta ajustarse con la oferta ha sido el argumento de los bancos centrales en sus últimas reuniones. Las encuestas de actividad apuntan a un estancamiento de actividad en los próximos meses, especialmente en el sector manufacturero.

Esta parada, en el caso de Europa, puede significar cierta contracción, aunque no creemos que sea muy importante. Lo que realmente marca la severidad del ajuste es la destrucción del empleo y en los próximos meses, aunque el desempleo subiese en la Eurozona en 100 puntos básicos desde los niveles actuales, seguiría estando a tasas históricamente bajas. Para que esto sucediera, tendría que producirse una caída importante de los beneficios, durante las recesiones la media es una bajada del 15% aprox., lo que daría lugar a incrementos más elevados de las tasas de desempleo y por tanto un "pivot" de los bancos centrales (bajadas de tipos).

“Sé temeroso cuando otros son avariciosos y avaricioso cuando otros sean temerosos”

Warren Buffett , Presidente de Berkshire Hathaway .

Las pendientes repuntan con las bajadas de tipos.... Compra de activos de riesgo

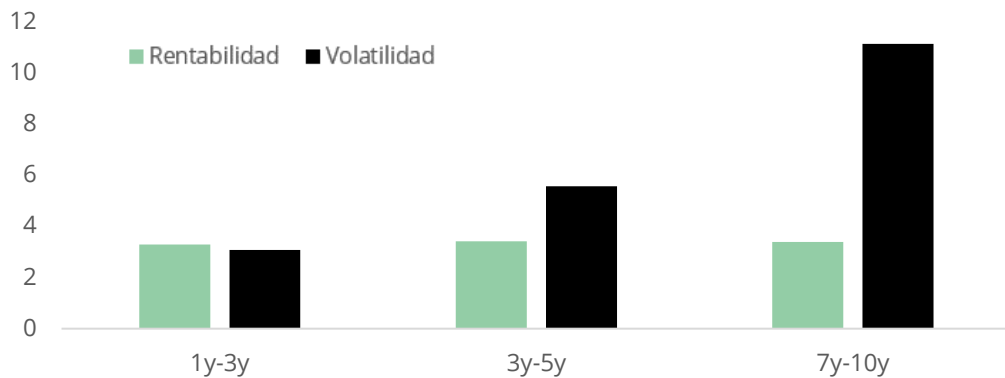


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Hasta ahora, sólo hemos visto un ajuste en el precio de los activos deshaciendo la subida experimentada desde 2020/21 por las inyecciones de liquidez y garantías de crédito a nivel global. En nuestra opinión, hasta que la macroeconomía no empeore más, y eso no es un par de trimestres de crecimiento débil, los bancos centrales van a seguir presionando con los tipos al alza por lo menos durante el primer trimestre de 2023. A partir de marzo tendremos más visibilidad de cuánto podemos esperar de las bajadas de inflación, el impulso de la economía China y el deterioro (si lo ha habido) del empleo.

Los escenarios macroeconómicos a partir del segundo trimestre vienen determinados por la inflación. Los escenarios posibles serían los siguientes: 1. Inflación está ya por debajo del 6% en el trimestre, se produce un ligero aumento del desempleo y las bajadas de las estimaciones de beneficios no superan el 5%, "soft landing", esto sería muy positivo para los activos de riesgo. 2. Las inflaciones todavía se mantienen en niveles elevados y la macroeconomía global no se ralentiza como se esperaba, en este escenario los mensajes restrictivos de los bancos centrales no implicarían tanto subidas de tipos sino una reducción del balance, esto sería negativo para los activos de riesgo y se produciría un repunte de los bonos a largo plazo.

Los plazos largos no compensan la volatilidad



Fuente: Bloomberg

Ante estas expectativas para los próximos seis meses, preferimos seguir siendo cautos en la asignación de activos, conscientes de que podríamos estar perdiendo una oportunidad. Sin embargo, teniendo en cuenta que los plazos cortos aportan rentabilidad, el coste de oportunidad es asumible.

En renta fija, tras el peor año de la historia, preferimos asumir riesgo por crédito antes que por duración. Pensamos que las compañías pensamos van a pasar a defender el balance frente a la cuenta de resultados, bonistas frente a accionistas. Esto es un cambio respecto a los últimos años y, los bonos corporativos de compañías con buen rating, nos parecen preferibles a los bonos de gobiernos con deudas elevadas. El riesgo de inflación es más persistente de lo esperado y las reducciones de balance de los bancos centrales son los principales riesgos para aumentar duración en las carteras.

En renta variable, la preferencia por compañías que puedan incrementar dividendos y que no necesiten crecimientos de beneficios importantes para justificar las valoraciones (value) serían el foco. El riesgo del entorno no compensa todavía el neutralizarse en los activos de más riesgo (con tipos sin riesgo subiendo y primas de riesgo al alza).

El dólar americano es el cambio principal en las carteras, volviendo a aumentar exposición. Los tipos de interés reales en EE.UU. van a subir más rápido que en la Eurozona y ante un repunte en la prima de riesgo global (inflación o crecimiento) actúa como activo refugio.

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 (=/+). Las subidas de tipos en desarrollados esperamos que se mantengan durante el primer trimestre de 2023. El riesgo está en los plazos largos y los diferenciales de crédito. • Gobiernos: + Positivo. Plazos cortos (menos de dos años) pagan más que los largos. • Investment Grade: + Positivo. Compañías de mejor calidad (rating A) en plazos cortos. • Crédito países emergentes: =/-Neutral. Situaciones muy específicas. • High Yield: (=/-). El aumento de emisiones desde octubre ha puesto un tope a los diferenciales de crédito , con riesgo en las economías, es difícil esperar un mayor estrechamiento. Los beneficios empresariales y los márgenes esperamos se reduzcan en los próximos trimestres.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). En general, la renta variable como activo todavía podría sufrir más (los tipos de intervención no han tocado techo y existen riesgos de repunte en los plazos largos). • Europa: - Negativo. La solución de los problemas de energía todavía queda pendiente, la mejora en el cuarto trimestre vs resto del mundo refleja esto. • Estados Unidos: =/- Negativo. Los índices creemos que podrían seguir sufriendo por las compañías con mayor ponderación (tecnológicas). • Países Emergentes: - Negativo. Aunque los bancos centrales han sido mucho más agresivos que en los países desarrollados y el proceso de subidas está muy cerca del final, no esperamos que tengan un comportamiento mejor que los desarrollados hasta que un nuevo ciclo comience. Están baratos en términos relativo e históricos pero creemos que es pronto para empezar a tomar posiciones.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Materias primas: - Negativo. El riesgo de un empeoramiento macroeconómico frente a las expectativas y un sector manufacturero en contracción a nivel global (últimos datos de los PMI noviembre), nos hace seguir manteniendo una visión negativa de las materias primas (sólo gas natural y níquel están en positivo en el año). La reapertura de China a finales del primer trimestre de 2023 podría cambiar nuestra visión. Los niveles bajos de inventarios pueden provocar rápidas subidas, pero de momento los nuevos pedidos de exportaciones apuntan a más debilidad.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: ++ Positivo. Subimos la exposición a USD. 1. Esperamos que los tipos reales en EE.UU. repunten en los próximos meses mientras en Europa seguirán negativos los próximos meses. 2. Repunte en los bonos a largo plazo (+10y). 3. Mayor crecimiento en EE.UU. que en la Eurozona, 4. Cobertura ante riesgos de ampliación de spreads (corporativos y periféricos).

<ul style="list-style-type: none"> • Bonos cortos USD • Bonos cortos EUR • Bonos <i>investment grade</i> 		<ul style="list-style-type: none"> • Aseguradoras • Consumo estable • Big Tech
--	---	--

Para concluir:

- Las tasas de inflación en la Eurozona se han reducido gracias a las bajadas de energía y deberían empezar su senda bajista en enero, cuando terminan algunos subsidios. En EE.UU. la tendencia a la baja de la inflación parece más clara, con los componentes que la impulsaron siendo los que la están haciendo disminuir (energía, autos). En ambos casos la duda es donde se estabilizarán y para ello los niveles de inflación de servicios indican que será en torno al 4%. Esto refleja que el entorno seguirá siendo inflacionista, con los bancos centrales determinados en conseguir el objetivo del 2% haciendo que la demanda se iguale a una oferta que se está contrayendo.
- Las reuniones de los bancos centrales han vuelto a determinar la evolución de los activos. Los mensajes volvieron a ser restrictivos. En EE.UU. trasladando el mensaje de que tipos por encima del 5% son probables (ahora 4,5%). En Europa que las próximas subidas llevaran los tipos por encima del 3% (2,5% actualmente) y anunciando reducciones en las compras de bonos soberanos y corporativos (de los 30bln que vencen mensualmente, sólo recomprarán 15bln.).



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/>