

Análisis de Mercados

Enero 2023

Ricardo Gil

Director de Estrategia

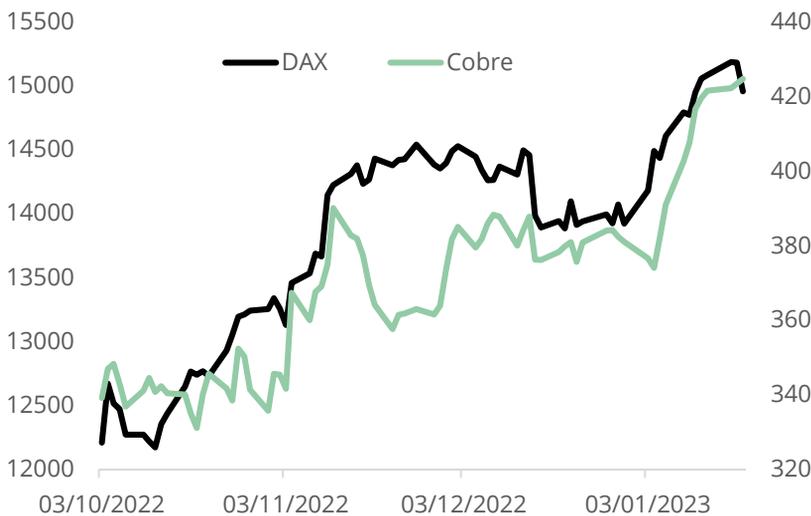


Los datos de producción industrial publicados hasta la fecha empiezan a confirmar que el cuarto trimestre del año ha sido mejor de lo esperado en algunas regiones como la Eurozona. Con una mejora en las rentas disponibles, salarios subiendo en torno al 5% y la inflación bajando. Los bancos centrales están revisando al alza el crecimiento de 2023, desde negativo a ligeramente positivo con una visión más constructiva para la economía global que la de hace unos meses. Los datos de empleo a nivel global continúan en niveles sólidos y ratifican que la pérdida de impulso en las manufacturas y los servicios no se está reflejando en la actividad. En cuanto a los datos de inflación, los precios de los bienes suben mucho menos que los de los servicios. Estos últimos son un indicador determinante para esperar un cambio de política monetaria. Los mercados descuentan ya bajadas de tipos de interés para diciembre de este año y en 2024, demasiado para una macroeconomía que parece que no hará tan mal como se temía.

La recuperación de los activos de riesgo desde octubre ha venido apoyada en unos menores precios de la energía, subsidios de los gobiernos y reapertura de la economía China. Los datos macroeconómicos están confirmando ya este optimismo, reafirmando la idea de que el parón de las economías no supondrá una contracción. Este escenario ha sido especialmente relevante para los activos de la Eurozona, donde se están revisando al alza las expectativas de crecimiento por el efecto de los estímulos fiscales y las expectativas de crecimiento en China.

Mientras el crecimiento parece haberse estabilizado en la Eurozona, la duda en los próximos trimestres se sitúa en EE.UU., especialmente en la segunda mitad de año. Los índices de precios por su parte continúan viéndose favorecidos por las bajadas de precios de la energía, confirmando la tendencia a la baja, con el único riesgo en los precios de los servicios que van a mantener las inflaciones por encima del objetivo durante la primera mitad del año.

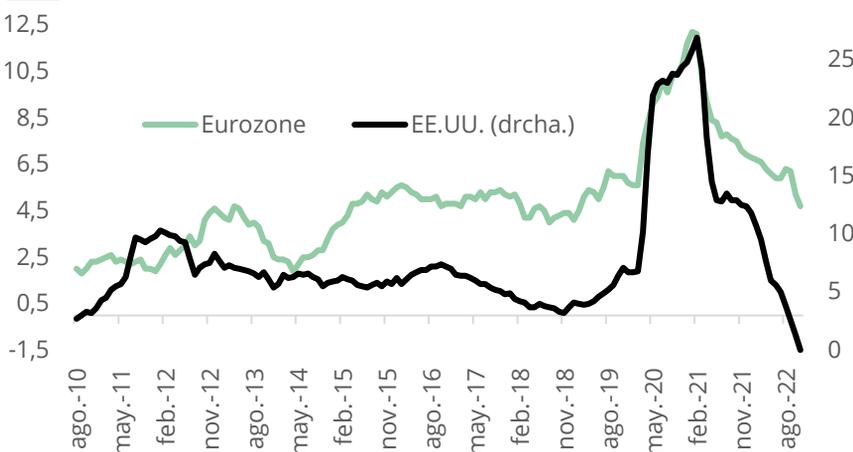
€ Evolución del Dax y el Cobre desde Q4 2022



Desde el cuarto trimestre el mercado está descontando un escenario más positivo. Uno que no suponga recesión a cambio de unas tasas de crecimiento más discretas, cercanas al 1% para los próximos años.

El riesgo viene por el lado de los márgenes, en máximos históricos y por el ajuste que tienen que llevar a cabo los beneficios a un entorno de crecimiento más débil.

🌱 Crecimiento M2 Eurozona y EE.UU.



Las subidas de tipos de interés y la reducción del crédito están reduciendo la masa monetaria. Especialmente rápido en EE.UU. Esto pone en riesgo la mejora en la segunda mitad de año si no se produce ningún cambio. En la Eurozona, los agregados monetarios seguirán reduciéndose en los próximos meses, mientras sigan en positivo lo que quita es presión en los precios pero no en actividad.

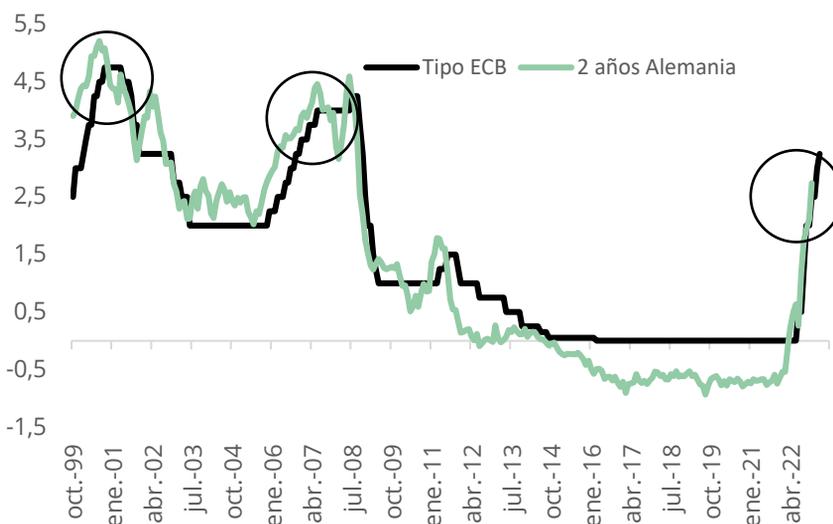
Fuente: ECB y FED.

En los últimos trimestres los precios de los activos han reflejado el efecto de tipos de interés más altos, aunque todavía no se ha notado plenamente en la actividad real, el máximo efecto será a partir del segundo trimestre. Las expectativas de inflación bajando y el crecimiento de China permiten asumir un crecimiento positivo en 2023. La recuperación no obstante será a tasas de entre el 1%/1,5% para los próximos años. La razón que reside aquí es que los tipos de interés van a mantenerse en niveles elevados y con ello el riesgo de repuntes está llevando a los bancos centrales a estar dispuestos a errar por el lado de las subidas de tipos. Esto nos hace ser cautos con la idea de esperar un “pivot” de los bancos centrales, que el mercado está descontando para el cuarto trimestre, mientras la actividad se mantenga estable. Hasta que no empeoren las expectativas macroeconómicas no esperamos cambios, por lo que los riesgos siguen sesgados hacia mayores subidas y políticas restrictivas.

“Regla número 1. Los mercados tienen riesgo. Número 2. Los problemas vienen en rachas. Número 3. Los mercados engañan. Número 4 el tiempo en los mercados es relativo”

Benoit Mandelbort, Matemático, creador geometría fractal.

Tipos 2 años vs tipo de intervención banco central



Los tipos a dos años (Alemania 2,5%) están por debajo del tipo de intervención del BCE (3% esperado para febrero). En EE.UU. ocurre lo mismo.

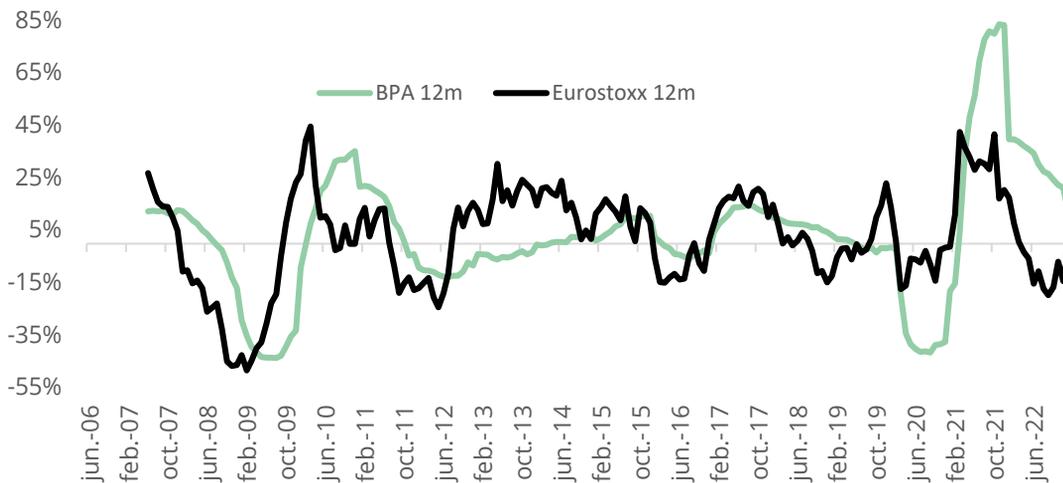
Esto ha tenido lugar en momentos en que el mercado descuenta que las subidas de tipos de interés están cerca de terminar. Los mensajes de los bancos centrales, sin embargo, indican que todavía quedan subidas de entre 75 y 125 puntos básicos.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Otra de las medidas para disminuir la inflación vienen por el lado de las reducciones de balance de los bancos centrales, el efecto en las condiciones de mercado se va a ir acumulando a lo largo del año y supone presión al alza en los plazos largos de la curva. En EE.UU. el efecto del límite de deuda puede paliar esta presión al detenerse las nuevas emisiones, esto eventualmente se solucionará pero parece que puede alargarse hasta después de verano. En Japón a partir de marzo esperamos que haya cambios en las política monetaria, ampliando nuevamente los niveles a los que puedan cotizar los plazos largos. Esto último pondrá más presión en los bonos de mayor plazo en el resto del mundo (menos inversores nipones comprando bonos del resto del mundo).

Los plazos más cortos por su parte están más protegidos de estos cambios de política monetaria y con la estructura actual de las curvas, tipos cortos por encima de tipos largos, son los que van a ofrecer más rentabilidad en los próximos meses. Esto sucederá hasta que el entorno cambie por las bajadas de inflación y vuelva a utilizarse la política monetaria como instrumento para relanzar la economía frente a las políticas fiscales.

Variación 12 meses de los Beneficios por Acción y Eurostoxx



Fuente: Bloomberg

A nivel de asignación de activos mantenemos la infraponderación en renta variable, prefiriendo asumir el riesgo en renta fija (plazos cortos) y corporativos de elevado rating. El escenario favorable para la renta variable es aún prematuro, hay que esperar para ver lo que sucederá en los próximos meses ya que los bancos centrales van a continuar con políticas restrictivas y la macroeconomía seguirá débil. En renta variable eso implica reducción de beneficios. Los tres activos en los que nos fijaríamos para saber si puede haber un cambio en el sesgo de mercado serían el USD (prima de riesgo macro global), los diferenciales de crédito de los bonos de más riesgo (prima de riesgo para equity) y el petróleo (detonante de cambios en la inflación).

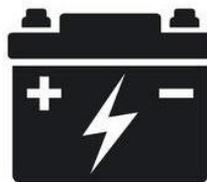
Por el lado del crédito preferimos emergentes. Los diferenciales de crédito en EE.UU. y la Eurozona están cerca de la media de los últimos años y para que sigan contrayéndose es necesaria una mejora sincronizada del crecimiento global. En renta fija emergente, los crecimientos en general van a ser mejores, las tires han subido más que en otros mercados y con los niveles de inflación bajando son más atractivas que algunos desarrollados. Por otro lado las emisiones no esperamos que sean tan elevadas como en desarrollados.

Posicionamiento de las carteras

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	+	Neutral

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (=/+). Los plazos cortos siguen siendo los más atractivos con la posibilidad de más subidas de tipos en la primera mitad de año mientras la macro se siga manteniendo estable. • Gobiernos: + Positivo. Las bajadas de inflación han puesto un tope hasta donde van a subir los tipos, pero las tasas seguirán por encima del objetivo por varios trimestres, fin de las subidas de tipos no implican bajadas de tipos hasta que haya un fuerte deterioro macro. • Investment Grade: + Positivo. Los diferenciales han bajado mucho menos que los bonos de más riesgo, como si se hubiese iniciado una recuperación macroeconómica. • Crédito países emergentes: = Neutral. Favorecemos países con mayor crecimiento que desarrollados y tipos reales positivos. Las rentabilidades son lo suficientemente altas para mantener el principal, a pesar de las subidas de tipos. Apreciación de USD principal riesgo. • High Yield: Neutral (=/-). Las nuevas emisiones han abierto un mercado que estaba cerrado desde antes de verano. Las compañías han salido a recomprar emisiones muy castigadas principalmente en los de peor rating. Es más un tema de flujos que de fundamentales, el yield no compensa el riesgo, los spreads están por debajo de la media de los últimos años.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Los beneficios esperados se han ido reduciendo, pero siguen siendo optimistas con los bancos centrales persiguiendo condiciones monetarias restrictivas (crecimientos por debajo de potencial). • Europa: - Negativo. La recuperación desde el cuarto trimestre está apoyada en inmobiliarias, consumo discrecional y bancos. Mejor mercado global en el período con crecimientos en los próximos trimestres próximos a 0. Falso comienzo de ciclo. • Estados Unidos: - Negativo. Los pesos más importantes en los índices siguen cotizando con prima frente al resto de mercado. • Países Emergentes: - Negativo. La reapertura de China y el fin de políticas restrictivas es el principal catalizador para estos mercados. La valoración sigue siendo atractiva pero preferimos invertir a través de su deuda que de la renta variable.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. Metales y energía se han recuperado conforme las expectativas de crecimientos negativos han ido desapareciendo, crecimientos bajos pero no contracción fuerte de las economías. Los niveles de inventarios son bajos en metales y energía y una reapertura de la economía China está centrada en la mejora de las manufacturas, por lo que deberían dar un impulso de cara a los próximos trimestres.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: + Positivo. El cambio desde noviembre viene de las expectativas de pico de inflación en EE.UU., y a nivel global, y de empezar a descontar bajadas de tipos en el cuarto trimestre 2023 (25pb./50pb.) y 2024 (hasta el 3,5%) parece demasiado. Seguiríamos incrementando posiciones, mejor cobertura ante riesgos globales.

- **Bonos cortos USD**
- **Bonos corto plazo EUR**
- **Bonos investment grade**



- **Aseguradoras**
- **Big Tech**
- **Tipos largos**

Para concluir:

- El continuo deterioro de los nuevos pedidos y la subida de los inventarios apuntan a que la actividad manufacturera va a seguir débil durante el primer trimestre del año. La demanda interna continúa apoyada por la creación de empleo y por unas tasas de inflación que van disminuyendo lentamente ayudando a mejorar la capacidad de gasto de los hogares. A nivel general se espera que los datos de actividad mejoren a finales de marzo una vez se lleve a cabo la reapertura de la economía China. El crecimiento baja pero no se contrae.
- Los bancos centrales, fundamentalmente la Fed, han cambiado ligeramente el sesgo de los mensajes, las subidas de tipos de interés van a ser más lentas pero los tipos se mantendrán elevados durante más tiempo para conseguir el objetivo del 2% de inflación estable en el largo plazo. Esto ha permitido aventurar que las subidas de tipos acabarán en el segundo trimestre de 2023 cuando los efectos de todos los aumentos deberían ser más patentes. El riesgo es que los mercados descuenten bajadas para final de año, demasiado pronto con un ciclo que no se acaba.



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/>