

Análisis de Mercados

Marzo 2023

Ricardo Gil

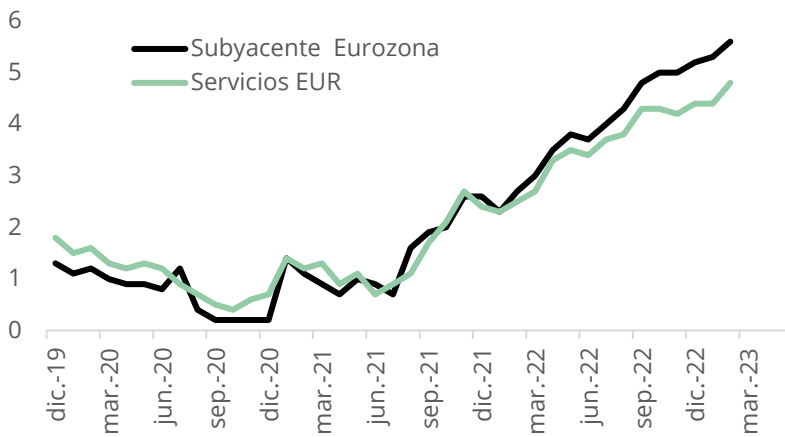
Director de Estrategia



Las economías a nivel global han continuado, durante febrero, con el mismo patrón de los últimos meses. Los datos manufactureros han mejorado, pero siguen reflejando debilidad mientras que los referentes al sector servicios continúan fuertes. Las tasas de crecimiento para este primer trimestre parecen mejor de lo esperado en EE.UU. y en línea para la Eurozona y Asia. Los índices de precios, por su parte, siguen en niveles demasiado elevados, con las inflaciones subyacentes sorprendiendo al alza. Esto ha provocado una rápida vuelta de las expectativas de subidas de tipos de interés que han remitido con igual velocidad en cuanto han aflorado problemas en el sistema financiero en EE.UU. Las comparativas interanuales van a permitir una bajada de las inflaciones durante los próximos meses y el endurecimiento de las condiciones de crédito provocado por los problemas de la banca pequeña en EE.UU.; todo ello va a tener un efecto en el crecimiento. Que esto suponga un problema macroeconómico y por tanto un cambio en las políticas monetarias, está por determinar.

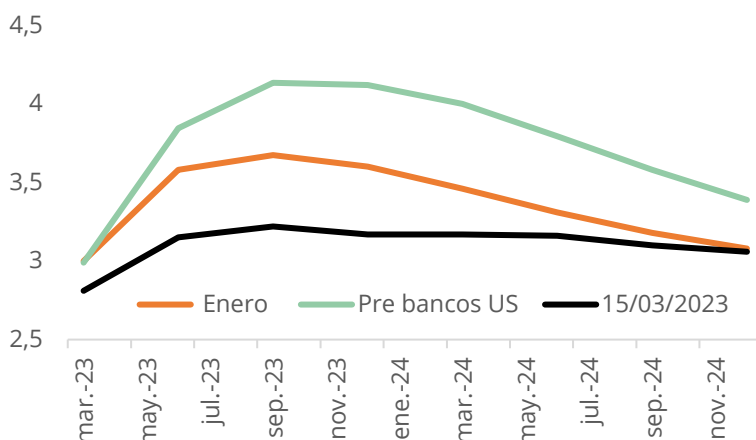
La macroeconomía sigue siendo constructiva a nivel global. Los datos de febrero continúan reforzando la idea de que el primer trimestre será de crecimiento positivo, con las manufacturas mejorando, los servicios creciendo y con creación de empleo. Los peros vendrían por el lado de los precios. El crecimiento sigue siendo inflacionista con las bajadas asentadas en los menores precios de la energía que, todavía, no se han trasladado al resto de componentes. Esto explica el fuerte movimiento en las expectativas de subidas de tipos de interés que se ha vivido durante las últimas semanas, las cuales sólo han cambiado cuando han aflorado los problemas en la banca “pequeña” en EE.UU. Hasta este evento, los banqueros centrales han estado enfatizando los problemas de transmisión de la política monetaria, afectando únicamente los sectores más sensibles a los tipos de interés (inmobiliario residencial y comercial) en un entorno de crecimiento de empleo, salarios y beneficios.

€ Las tasas de inflación siguen subiendo en febrero



Las inflaciones subyacentes son un buen indicador de la tendencia de la tasa a largo plazo. Además, continúan reflejando mayor presión de la demanda frente a la oferta en los sectores no manufactureros. Las expectativas de inflación reflejadas en los bonos ligados a inflación, swaps, etc. también han repuntado. En esta línea hay que entender los mensajes de subidas de tipos de interés que se dieron durante el mes por parte de los bancos centrales.

🌱 Evolución de las curvas Euribor 3m (proxy tipo depo BCE)



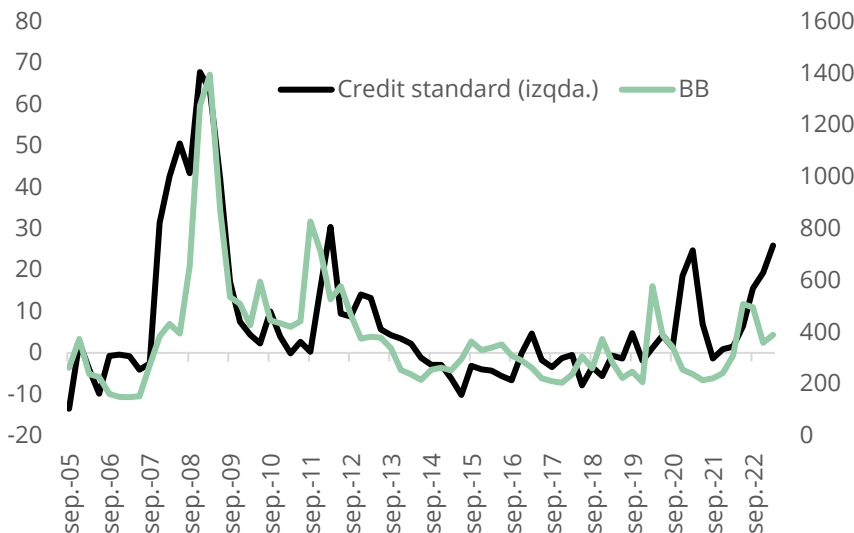
Antes del evento en la banca de EE.UU., las expectativas de tipos de interés repuntaron hasta niveles que afectarían claramente a las tasas de crecimiento. El mismo BCE desconoce cómo se trasladará al crecimiento, sin embargo, lo que si asume el mercado es que será a través de los diferenciales de crédito. Hasta que punto afectará al crecimiento, está aún por verse; no obstante, el mercado ahora asume que supondrá un cambio lo suficientemente fuerte como para parar la subida de tipos de interés (en EE.UU. se espera en septiembre).

Los problemas en la banca pequeña y mediana en EE.UU. que supone el 40% de los créditos bancarios, han mostrado que la estabilidad del sistema financiero está al mismo nivel de importancia que el control de la inflación. Mientras que para la segunda derivada utilizan los tipos de interés, para la estabilidad financiera utilizan el balance (líneas de liquidez y compra de bonos). En ambos casos, el canal por el que se transmite a la economía real es a través de los costes de financiación y de los diferenciales de crédito. Esta variable es la más importante para poder esperar un cambio en la política monetaria (cómo de fácil es la creación de crédito).

Hasta esta semana, la bajada en los volúmenes de los préstamos era bien recibida por los bancos centrales. Parte de los efectos esperados de la política monetaria y los problemas de estabilidad financiera pueden exagerar este movimiento. La conclusión es que podemos tener subidas de tipos de interés con un aumento del tamaño de balance y un coste de capital de las empresas que aumentará.

“Invertir con éxito consiste en manejar el riesgo, no evitarlo”
Richard L. Bernstein, autor de “Contra los dioses: una historia del riesgo”.

Evolución de las condiciones de crédito vs *spreads* BB EUR



Las encuestas de condiciones de crédito han ido aumentando (como querían los bancos centrales) y ampliando generalmente los diferenciales de crédito. Este paso es el que aún no hemos visto; sería el indicador para esperar que las tasas de crecimiento retrocedan y los bancos centrales cambien el sesgo de las políticas monetarias. Es en esta fase cuando aparecen los problemas, el punto de mira ahora está en el inmobiliario comercial y los créditos a coches serían los primeros en indicar estrés.

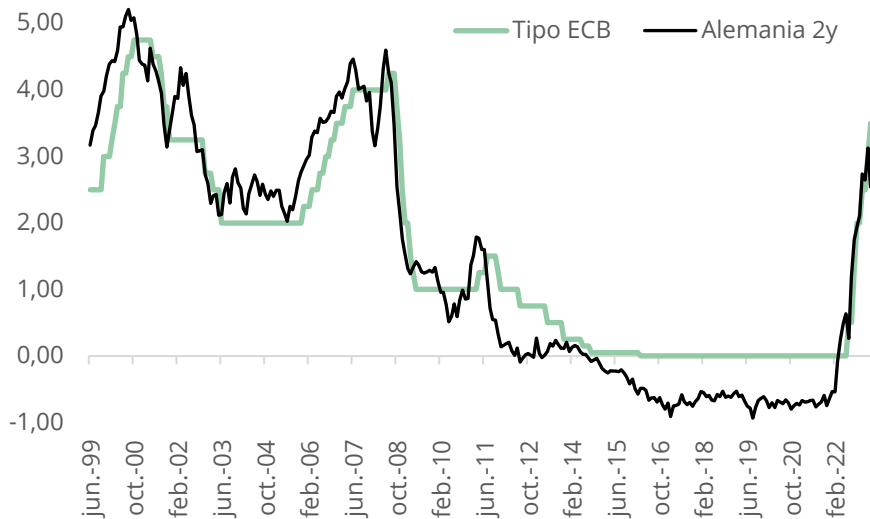
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Los mercados, que no son especialmente líquidos en las últimas semanas, han asumido que los acontecimientos en EE.UU. van a suponer una merma en el crecimiento y van a “forzar” a los bancos centrales a cambiar el sesgo de las políticas monetarias. La inversión de las curvas vienen a reflejar esto. En la Eurozona el mercado espera que los tipos de interés se queden en estos niveles, mientras que en EE.UU. las bajadas de tipos se descuentan ya para el tercer trimestre. La macroeconomía, sin embargo, apunta a que la actividad sigue sólida. No obstante, esta semana los bancos centrales pueden ser mas sensibles, en el corto plazo, a la estabilidad financiera frente a los problemas de precios. En este escenario que los mercados ven como binarios cabría la posibilidad de usar el balance y a la vez seguir subiendo los tipos de interés.

En nuestra opinión, un cambio de la política monetaria sólo se dará si hay un “accidente”. Es por esto que mantendríamos un sesgo defensivo en las carteras, aprovechando que los tipos sin riesgo ofrecen rentabilidad, y la prima que aportan los activos de riesgo todavía no es lo suficientemente atractiva (diferenciales de *high yield* aunque han aumentando siguen en la media de los últimos ciclos). En esa línea la prima extra que en las últimas semanas pagan los bonos bancarios *senior*, los más seguros en la estructura de capital frente a los corporativos en plazos no muy largos, formarían una parte importante de la cartera teniendo en cuenta que cuando los bancos centrales hablan de estabilidad financiera implícitamente, tienen en cuenta estos bonos.



Evolución del tipo del BCE y Alemania dos años



Fuente: Bloomberg

No asumimos ningún cambio en la exposición al riesgo de las carteras, los movimientos desde el último trimestre del año pasado han venido por inyecciones de liquidez (Japón, China) y cambios en las expectativas de tipos. Creemos que esta dinámica prevalecerá, aumentando la volatilidad en todos los activos cada vez más pendientes de los datos macroeconómicos (inflación y empleo) y las referencias micro (resultados empresariales) en las próximas semanas.

En renta variable las sorpresas positivas de crecimiento en India y China los dejan en relativo a niveles más atractivos que EE.UU., pero el riesgo de inflaciones, todavía elevadas, y las dudas respecto a las acciones de los bancos centrales (vuelven con más subidas de tipos), nos hacen esperar al segundo trimestre para aumentar exposición.

Posicionamiento de las carteras

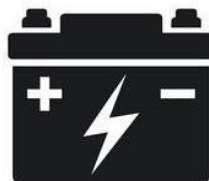
Tipo de activo	Mes anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
<i>Investment Grade</i>	+	=	+
Crédito Emergentes	=	=	=
<i>High Yield</i>	-	=	-
Renta Variable	-	=	-
Europa	-	=	-
Estados Unidos	-	=	-
Emergentes	-	=	-
Divisas			
Dólar	++	=	++
Euro	-	=	-
Materias Primas	Infra	+	Neutral

Datos a 28/02/2023

Máximo ++, mínimo --

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (=/+). La volatilidad en los bonos de gobierno está a niveles de la crisis financiera de 2008. La cantidad de estrategias de derivados y los efectos de la gestión pasiva han contribuido a esto. Como activo nos sigue pareciendo el más interesante, pero en los plazos cortos. • Gobiernos: + Positivo. Son el activo refugio y esperamos que lo sigan siendo. • Investment Grade: + Positivo. Las primas que están pagando los bonos corporativos frente a los de gobierno se han acercado a niveles en los que se empieza a descontar problemas macroeconómicos (resultados, apalancamiento etc.). Aunque los diferenciales se amplíen más, la posibilidad de perder dinero manteniendo las posiciones hasta vencimiento compensa el riesgo. • Crédito países emergentes: = Neutral. Los acontecimientos en países desarrollados de las últimas semanas han elevado las primas de riesgo y los riesgos de una macroeconomía más débil a futuro. • High Yield: Neutral (=/-). La escasa liquidez en este mercado ha servido para mantener las cotizaciones. Los diferenciales respecto a los activos de menos riesgo no compensan.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Con los efectos de las subidas del coste de financiación todavía pendientes de reflejarse en su totalidad en la economía real, vemos riesgo en las estimaciones de beneficios. • Europa: - Negativo. La mejora por los menores costes de energía (principal variable para explicar las bajadas en las inflaciones) puede mantener los beneficios durante el primer trimestre del año. Las preocupaciones se centran en la segunda mitad de año. • Estados Unidos: - Negativo. Los líderes de los últimos años están siendo los más castigados. • Países Emergentes: - Negativo. Las sorpresas positivas de crecimiento más importantes han venido de este activo (India y China), pero la mayor parte del crecimiento viene de fuera. Hasta que la situación en desarrollados no se estabilice, creemos que hay demasiado riesgo.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. La bajada de los precios del petróleo durante el último mes parece estar adelantando un menor crecimiento. Los precios de los metales no están repuntando como se esperaba con la reapertura de la economía China.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: ++ Positivo. Todavía esperamos una mayor apreciación respecto al Euro, siendo una buena cobertura para el riesgo en el crecimiento global.

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



- **Industriales**
- **Big Tech**
- **Tipos Largos**

Para concluir:

- Las restricciones en la política monetaria de los últimos 12 meses, nunca antes se habían subido los tipos tan rápido a nivel global, ha afectado a los precios de los activos y está empezando a afectar a la economía real. No obstante, el efecto completo no se empezará a reflejar hasta la segunda parte del año. Si las inflaciones siguen por encima del objetivo del 2%, el problema no serán los tipos de interés, sino que las políticas fiscales (subsidios, déficits, etc.) tendrán que reducirse.
- La incertidumbre sigue siendo elevada, pero los tipos sin riesgo a corto plazo, por primera vez, ofrecen un refugio remunerado. Ese es el principal problema, la compensación por el riesgo extra puede hacer que proyectos o inversiones no sean viables; el *crowding out* frente a otros activos. En renta fija, incluso en los corporativos de más riesgo con horizonte de 3 años, se pueden obtener rentabilidades cercanas o superiores al 10%. Sin embargo, la volatilidad aumentará conforme vayamos asumiendo riesgo, teniendo en cuenta que los períodos de inflación alta siempre han acabado con un evento de crédito que afecta a la economía real y que es la señal clara de volver a asumir riesgo.

A vintage globe is the central focus, held by a hand. The globe shows parts of Africa and the Middle East, with labels like 'LIBYA', 'EGYPT', 'NIGER', and 'CHAD'. The background is dark and out of focus, showing what appears to be a wooden structure or part of a ship's interior. A large, bold, black number '3' is superimposed over the globe.

3

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/>