

Análisis de Mercados

Mayo 2023

Ricardo Gil
Director de Estrategia

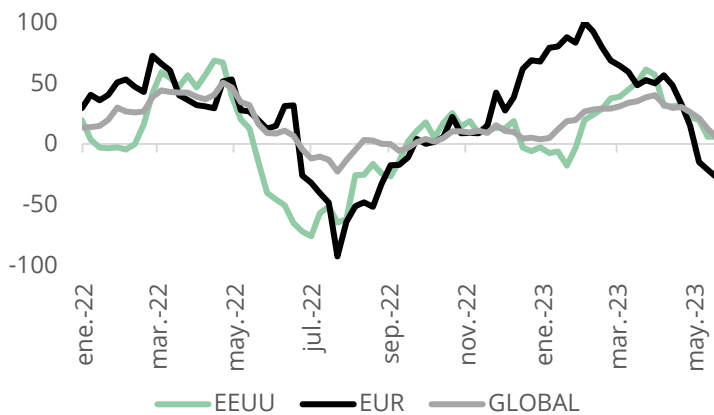


La economía real en el primer mes del trimestre ha sorprendido positivamente por el lado del sector servicios y la demanda interna. Mientras tanto, la esperada recuperación del sector manufacturero chino no está siendo tan fuerte como lo previsto, lo que inevitablemente empieza a generar dudas respecto a la actividad industrial para la segunda mitad del año y para los beneficios empresariales. Esto es complicado que se traduzca en crecimientos negativos al mantenerse la dinámica en la creación de empleo a nivel global. El contrapunto es que las inflaciones van a continuar en niveles elevados por más tiempo y con ello, a pesar de que las subidas de tipos de interés ya están en la zona restrictiva, puedan seguir en las próximas reuniones.

La debilidad en las cifras de producción industrial y pedidos en la Eurozona, unido a los datos de manufacturas y creación de crédito en China han confirmado lo que venían adelantando las encuestas del PMI, la actividad manufacturera se encuentra en ligera contracción. Las estimaciones de beneficios de las empresas de materias primas han bajado 45% desde principios de año. El sector servicios y las ventas al por menor continúan mostrando crecimiento y aunque las tasas se revisen a la baja, estos seguirán siendo positivos.

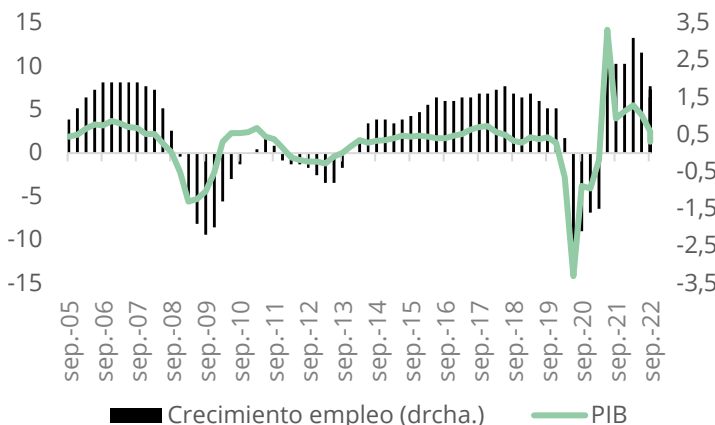
Por otro lado, los déficits de los gobiernos y unos menores precios de la energía pueden seguir impulsando esta dinámica, que se refleja en una sólida creación de empleo y subidas salariales. El problema es que esto dificulta que las bajadas de inflación sean tan rápidas como se esperaban. Las mayores reducciones en los precios deberían mostrarse, por efecto comparativo, en las lecturas de mayo y junio. Sin embargo, si no hay ningún cambio importante durante la segunda mitad del año, es difícil pensar que las tasas subyacentes puedan bajar del 5% en la Eurozona y del 4% en EE.UU.

Evolución del índice de Sorpresas Citi



Desde el mes de abril los datos en la Eurozona y en China han resultado peor de lo esperado frente a lo que el consenso venía estimando. Si se mantiene durante junio, esperamos revisiones a la baja de crecimiento. Esto no debería llevar a una contracción de las economías, pero si a tasas próximas a cero con las inflaciones mejorando, el grado de bajada determinará la necesidad de mayores restricciones monetarias.

Creación de empleo y PIB Eurozona



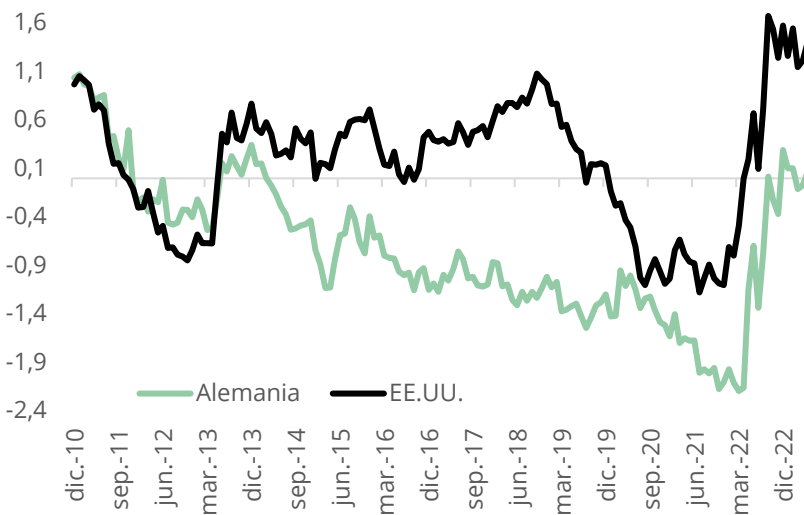
La creación de empleo está sorprendiendo positivamente con subidas medias de salarios del 4%-5% (BCE). Este impulso ofrece sostenibilidad a las economías compensando la debilidad en el sector industrial. El problema es que enquina las presiones inflacionistas si se siguen manteniendo déficits fiscales altos. Reducir el crecimiento de la demanda sigue siendo el escenario de los bancos centrales.

Hasta donde llegarán los bancos centrales para reducir la inflación determinará la evolución de los precios de los activos. Por ahora la transmisión de la política monetaria no está siendo como en otros ciclos. Los niveles de ahorro son elevados, hay más créditos a tipos de interés muy bajos. Y las compañías han aumentado su financiación vía bonos, con lo que los efectos sólo se notarán cuando tengan que llevar a cabo nuevas emisiones. Salvando estos “matices” propios de este ciclo las condiciones monetarias ya son restrictivas, aunque sólo se están reflejando en la economía financiera donde el apalancamiento ha sido la base del crecimiento. Mientras tanto en la economía real sólo los sectores más expuestos a inversión están siendo los más afectados.

Para ver un efecto en la economía real, primero se deberían mostrar bajadas en las estimaciones de beneficios, este año el consenso es crecimiento prácticamente 0% y para 2024 subidas del 7% / 8%. Las bajadas de márgenes no son generalizadas y se compensan por la inflación con lo que en las compañías todavía no parece que haya ajuste. En última instancia este ajuste se traducirá en un aumento del desempleo, momento en que los bancos centrales empezarán a bajar tipos de interés y estimular el crecimiento.

“**Las grandes ganancias no están en comprar y vender sino en saber esperar**”
Charles Munger, Socio de Warren Buffet en Berkshire Hathaway”

Evolución de los bonos ligados inflación a 10 años



Las inflaciones subyacentes van a continuar en niveles elevados, es por ello los bancos centrales seguirán transmitiendo mensajes de tipos de interés altos durante más tiempo. No obstante, los tipos reales en EE.UU. ya son muy restrictivos. La reducción del crédito es otra forma de parar la inflación sin necesidad de seguir subiendo los tipos de interés. Por eso en EE.UU. los tipos de interés ya están en el techo, en cambio, en la Eurozona todavía queda margen para poder bajar las inflaciones.

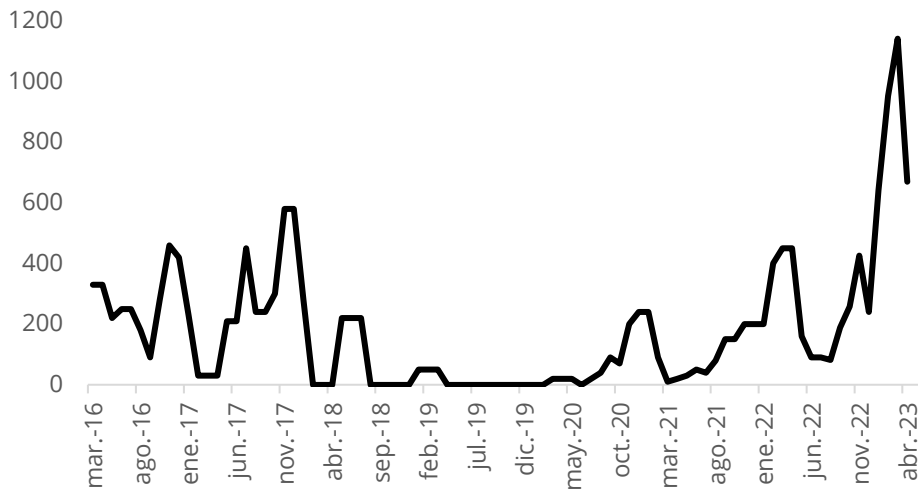
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Durante la segunda mitad de año la posibilidad de un “accidente financiero” es cada vez más probable. Los tipos reales ya están en niveles restrictivos, sin embargo, las inflaciones siguen altas. Los problemas con los tipos altos de momento se están viendo en algunos segmentos del inmobiliario comercial (EE.UU., Norte Europa) y en algunas empresas, por lo general se deben más a un problema de falta de demanda en segmentos muy concretos. Si se extiende al resto de la economía determinará el final de las políticas restrictivas. Esa traslación tiene la forma de aumentos de los diferenciales de crédito, insolvencia etc. Al mínimo síntoma los bancos centrales reaccionarán, esa función hace que el ajuste macroeconómico que se pueda producir no sea muy profundo, pero por otro lado enquistará el problema de la inflación. Por lo que salvo “accidente financiero” esperar bajadas de tipos es complicado en 2023.

Economías creciendo por debajo de potencial y tipos elevados son un entorno en que los activos de renta fija a corto plazo seguirán aportando retornos positivos en la cartera. El riesgo en los bonos a largo plazo no compensa la rentabilidad, salvo que se produzca un entorno de ajuste fuerte *hard landing*. Por otro lado, en los próximos meses se acelerarán las reducciones de balance en la Eurozona y la resolución del techo de deuda en EE.UU. va a suponer más emisiones. Por tanto, la exposición a renta fija, la preferimos en créditos de buena calidad con plazos cortos.



Inyecciones vía repo Banco Central China



Fuente: FMI y elaboración propia.

En renta variable, fuera de los sectores más caros, lujo en la Eurozona, grandes tecnológicas y semiconductores en EE.UU., empiezan a encontrarse oportunidades. No obstante, la incertidumbre macroeconómica nos hace seguir siendo prudentes, sobre todo de cara a la presentación de resultados del segundo trimestre.

La subida del coste de capital para las empresas creemos que es un cambio importante, con algunos sectores forzados a una contracción de múltiplos. Desde 2020, los balances de los bancos centrales se incrementaron como si Japón y Alemania se hubiesen incorporado a la economía global. Quitar toda esa liquidez del sistema va a traer más volatilidad y por eso seguimos pensando que conforme avance el año encontraremos mejores oportunidades para incrementar exposición a activos de riesgo. De momento los plazos cortos entre el 4% y 5% permiten compensar el coste de oportunidad.

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	Neutral	=	Neutral

RENDA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (=/+). La resolución del techo de deuda y la reestructuración de la banca pequeña en EE.UU. creemos que está empujando los precios de los bonos, una vez resueltas esperamos repuntes en las tires de los bonos a largo plazo. • Gobiernos: ++ Positivo. Crecimientos débiles con inflaciones altas (pero bajando) siguen siendo nuestro escenario central, favorecemos bonos de corto plazo (subidas de tipos de interés en la Eurozona en cada mes hasta el 4,25%). • Investment Grade: =Neutral. La inversión de las curvas y las subidas de tipos hacen que los diferenciales entre IG y tipo depo del BCE estén en mínimos. Con la restricción de crédito anunciada por los bancos y las revisiones a la baja de la macroeconomía reducimos a neutral. • Crédito países emergentes: = Neutral. Las presiones inflacionistas están remitiendo en Brasil y China, sólo persisten en centro Europa. Con la macroeconomía mejorando la segunda mitad de año ofrece buenos puntos de entrada. • High Yield: Neutra/ Negativo (-). Durante el trimestre las nuevas emisiones en HY muestran una clara diferencia entre sectores, el papel nuevo se está colocando al 8%, hay oportunidades pero siendo muy selectivos.
RENDA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Los beneficios empresariales se espera que no crezcan en 2023 en EE.UU. y la Eurozona, mientras el consenso espera subidas del 8%/9% para 2024. La esperada reversión a la media en los márgenes ya ha comenzado (Q4 22) pero debería avanzar más. • Europa: - Negativo. Las manufacturas están dando señales de debilidad a nivel macroeconómico pero los sectores industriales continúan empujando los índices. • Estados Unidos: - Negativo. Las grandes tecnológicas son “activos refugio” pera la prima frente al resto de mercado es muy elevada. • Países Emergentes: = Neutral. Las bajadas de inflación a nivel global y en los emergentes en particular, junto con una macroeconomía global débil pero estable hacen que mantengamos el posicionamiento en neutral, principalmente por Brasil y China.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo. La reactivación de la economía China no esta siendo tan sólida como se esperaba y en el segundo trimestre la demanda global está siendo menos fuerte de lo esperado en industriales (mineral de hierro, cobre).
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: ++ Positivo. Tipos reales positivos, divisa de financiación global, cualquier sorpresa negativa macroeconómica esperamos le favorezca.

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



- **Industriales**
- **Tipos Largos**

Para concluir:

- El ajuste en el sector manufacturero no deja de ser un efecto del crecimiento exagerado desde 2021 favorecido por los estímulos. Las bajadas de pedidos y actividad son una vuelta a la “normalidad” desde los niveles en los que la demanda era exagerada para asegurarse los suministros.
- Los datos desde China muestran que la recuperación no va a ser tan fuerte. Con los datos de mayo deberíamos ver cómo de fuerte están los servicios tras las inyecciones de dinero en los bancos. Si no hay mejora, los crecimientos tendrán que revisarse a la baja, inferiores al 5%.
- La restricción de crédito se empezará a notar claramente durante el segundo trimestre y sobre todo en la segunda parte del año que tiene el riesgo de acabar, con la creación de empleo. Otro factor de riesgo para la macroeconomía son las restricciones fiscales, en EE.UU. tras la resolución del “techo de deuda” y en la Eurozona con nuevas medidas para reducir el déficit y la deuda en 2024.

A vintage globe is the central focus, showing a map of Africa and parts of Europe and Asia. A hand is visible on the left, pointing towards a specific location in Africa. The globe is set against a dark, blurred background that appears to be a museum or a historical setting. Overlaid on the lower half of the globe is a large, bold, black number '3A'.

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/>