

Análisis de Mercados

Julio 2023

Ricardo Gil
Director de Estrategia

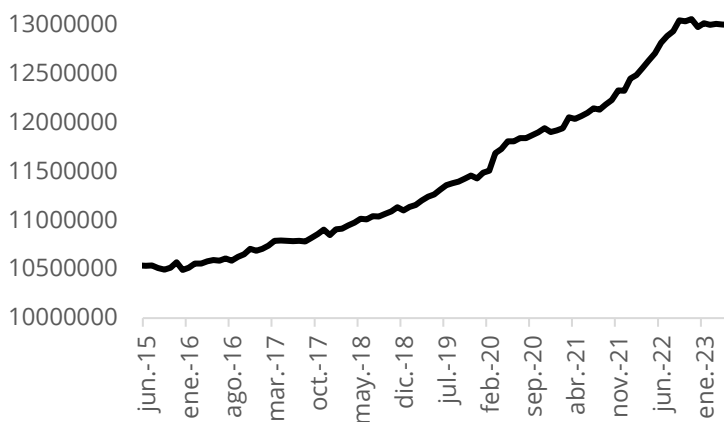


El primer semestre ha terminado con un crecimiento sólido en EE.UU., manteniendo la dinámica en el resto del mundo, excepto en China, donde la demanda interna no ha reaccionado como se esperaba. Durante la segunda mitad de año esperamos la misma tónica, es decir, crecimiento débil, pero sin provocar un ajuste. La clave será el ritmo de bajada de la inflación, si lo hace más rápido que el crecimiento, entraremos en un escenario muy positivo para los activos de riesgo. Sin embargo, hasta el cuarto trimestre no esperamos que se produzcan las mayores bajadas, de hecho, esperamos un ligero repunte para el mes de agosto. La principal incertidumbre respecto a la inflación, además de los precios de energía, reside en el precio de los alimentos de cara al cuarto trimestre y cómo evolucionarán los de los servicios.

Cada vez más datos apuntan a un estancamiento del crecimiento a nivel global, en la Eurozona desde finales del año pasado. Una de las incertidumbres más importantes es, si esta relajación del crecimiento va a permitir que las inflaciones vuelvan a la zona del 2% o si será necesario un ajuste más importante para alcanzar el objetivo. Las políticas monetarias han conseguido contrarrestar todos los estímulos fiscales que los gobiernos mantienen y dejar los crecimientos en niveles muy bajos.

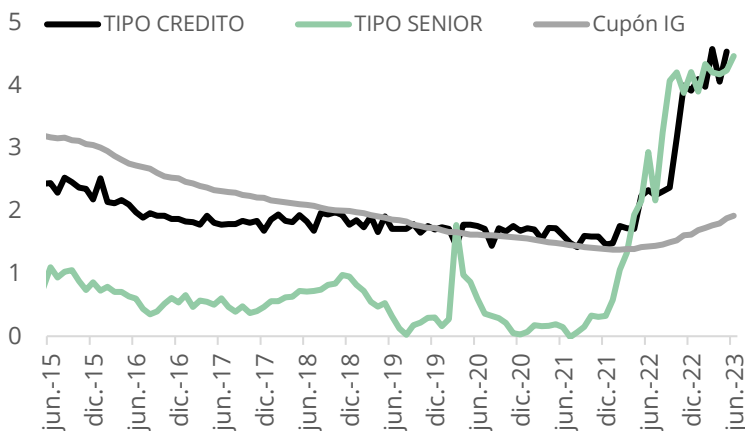
Las dudas ahora residen en si las tasas ya están reflejadas en la actividad o si las manufacturas ya han entrado en fase de contracción. En los servicios todavía hay crecimiento y son los que están permitiendo este ajuste suave. La clave son los resultados empresariales y en qué medida los márgenes se mantendrán estables. Sin embargo, no es de esperar un espiral que lleve a un ajuste en las economías y con ello un "shock" de contramedida (bajadas de tipos de interés, reactivación de la inversión etc).

€ Evolución del Volumen de Créditos en la UE



El volumen de crédito en la UE lleva estancado desde la segunda mitad de 2022, al igual que en el resto de países desarrollados. Este es el indicador más claro de que el ritmo de crecimiento de las economías va a seguir débil desde el lado de la inversión. Los efectos de las subidas de tipos de interés y el endurecimiento de las condiciones de crédito están detrás, pero también el paulatino proceso de desapalancamiento tanto en empresas no financieras como en hogares.

🌱 Evolución del Coste de Financiación



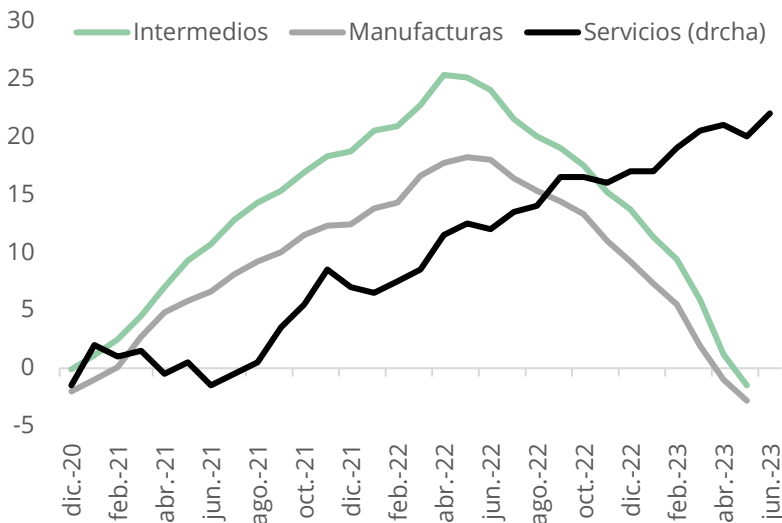
Los primeros efectos de las subidas de tipos de interés se han podido notar en el volumen, pero dada la estructura de la financiación actual, los efectos todavía no se han reflejado plenamente. Cuando se refinancien los bonos en los próximos 18 meses, los mayores vencimientos son entre 2025, 2026, se notará el efecto real en las cuentas de resultados. Hasta ahora el coste es el cupón que pagan los bonos.

Es en el ciclo del crédito donde vemos los primeros síntomas de que el ajuste puede ser más importante, la inversión empresarial está estancada. Además no tiene visos de mejorar y todavía queda una parte importante de la deuda por ponerse a los precios de mercado, refinanciaciones de bonos emitidos al 1% que vayan venciendo. Todo el crecimiento está viniendo de la demanda interna y de los gobiernos, donde el gasto público sigue creciendo, es por esto que la evolución de la inflación será determinante en la segunda mitad del año.

Si la inflación baja más rápido que el crecimiento, los tipos reales empezarán a ser positivos, con lo que no habrá necesidad de seguir estrangulando la economía para conseguir el objetivo de precios. Las economías crecerán poco (1%/2%) pero no habrá ajuste. Este escenario ha cobrado fuerza con los últimos datos, no obstante, hay que esperar al cuarto trimestre para tener más certeza. En verano esperamos nuevos repuntes en los precios y la verdadera bajada se produciría en el cuarto trimestre. A final de verano podremos valorar mejor la evolución de los precios de la energía, los precios de los alimentos, cómo las empresas están viendo la actividad y la evolución del ahorro de los hogares. Este escenario es muy positivo para el precio de los activos, porque supone que aunque los tipos de interés se permanezcan altos (en comparación de la última década) la renta disponible real crece y sentándose las bases de un nuevo ciclo.

“**Los mercados financieros son un instrumento por el que se transfiere dinero de los impacientes a los pacientes**”
Warren Buffet

Eurozona: Precios industriales en negativo, precios de servicios al alza



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

7 El proceso desinflationista ya es evidente en la parte de la oferta, con los precios en los bienes intermedios y las manufacturas bajando en tasas interanuales. Los precios de los servicios por su parte siguen escalando y no es hasta el cuarto trimestre cuando cabría esperar cierta relajación, pero manteniéndose todavía en tasas del 5% interanual. En la medida en que la renta disponible y el gasto público sigan creciendo, la inflación por parte de la demanda seguirá manteniendo los precios altos.

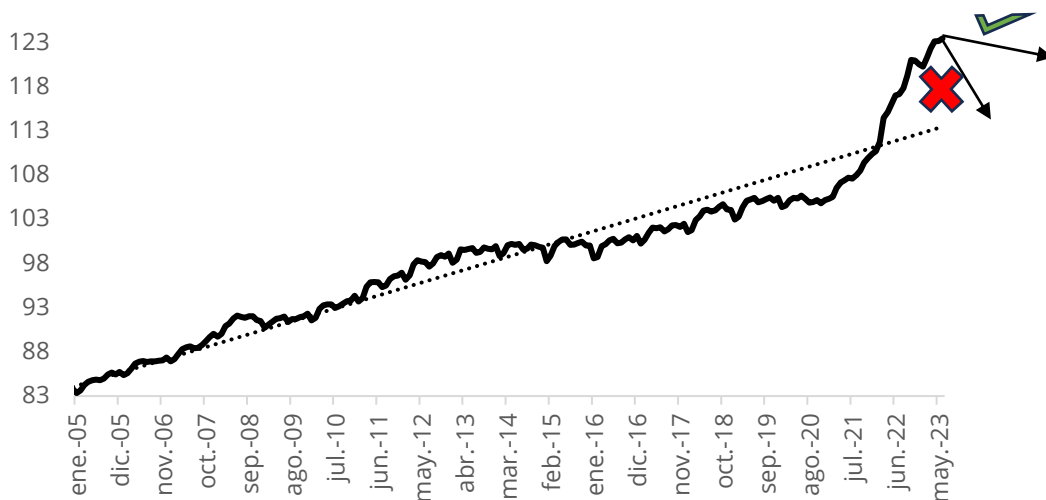
Si por el contrario, las inflaciones se mantienen elevadas y el crecimiento continúa bajando, los bancos centrales tendrán que seguir actuando para restringir la actividad (tipos reales del 2%) y la probabilidad de un ajuste aumenta enormemente.

Con este entorno y la posibilidad de que el crecimiento por debajo del potencial (en Alemania esperamos 0%/0,4% e 2023) lleve a contracción, preferimos seguir siendo conservadores teniendo en cuenta que los plazos cortos de la curva (hasta 3 años) compensan el coste de la inflación.

Del lado de renta variable hay dos períodos en los que las compañías suelen hacer las revisiones de beneficios, julio y diciembre. Este año esperamos que bajen las estimaciones. Hasta el momento sólo los productores de materias primas y químicas han rebajado números y esperamos que todos los sectores más expuestos a manufacturas e inversión sigan ese camino. Las siguientes serían las relacionadas con el consumo discrecional y por último las de servicios, pero estas no creemos que den noticias negativas hasta final de año tras un 2023 récord.



Evolución del Índice de precios al consumo en la Eurozona



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

La renta fija sigue siendo nuestro activo preferido, aprovechando la oportunidad de tipos sin riesgo con rentabilidad real positiva. En este sentido seguiríamos incorporando bonos de elevada calidad crediticia, a pesar de que han sido los que peor se han comportado en el año al ser segmento donde más emisiones se han producido, que pagan una prima frente a los gobiernos. En este segmento somos especialmente positivos con los bonos financieros. Los bonos High Yield han sido los más rentables, aunque no ha habido emisiones, el mercado se ha hecho más pequeño con tires elevadas (por encima del 6%), las refinanciaciones de los bonos van a ser dolorosas y esperamos problemas en algunos sectores. Los bonos de mercados emergentes ofrecen buenas oportunidades de *carry*, pero los diferenciales con los que cotizan frente a los desarrollados son estrechos en términos históricos (menos emisiones este año, menor percepción de riesgo macroeconómico). México, Brasil e Indonesia serían las regiones preferidas pero en general el crédito más barato está en la Eurozona, particularmente el de compañías con buen *rating*.

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	Neutral	=	Neutral

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (=/+). El final de las subidas de tipos de interés parece que podría darse durante el tercer trimestre. La bajada de inflación todavía puede tardar algún tiempo, por lo que si la macroeconomía se mantiene estable los tipos estarán elevados bastante tiempo. Creemos que esto afectará a la pendiente de la curva, tipos largos más altos que tipos cortos, ahora es al revés. • Gobiernos: ++ Positivo. Esperamos que el riesgo macroeconómico aumente en la segunda mitad del año (estancamiento del crédito, demanda interna débil, poca inversión de empresas). Mejor gobiernos que corporativos de bajo rating. • Investment Grade: = Neutral. Peor activo en renta fija corporativa por el aumento de emisiones. • Crédito países emergentes: = Neutral. Inflaciones a la baja, en cuanto los desarrollados dejen de subir tipos, son una gran oportunidad. Los tipos reales son ya positivos (Latam, Asia). • High Yield: Neutral/ Negativo (-). Sigue siendo el mercado que mejor se comporta. El mercado es más pequeño que el año pasado, recompras de bonos, pagos de cupones y ausencia de emisiones. Los <i>diferenciales</i> son demasiado bajos en relación a los corporativos de mejor calidad.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Primeras rebajas de estimaciones en los sectores intermedios (químicas, papeleras). Están siendo los que están asumiendo las bajadas de precios. Esperamos que se traslade a otros sectores, llevando a revisiones a la baja de beneficios. • Europa: - Negativo. Economía estancada desde hace tres trimestres, no hay detonantes para esperar sorpresas positivas en la segunda mitad. • Estados Unidos: - Negativo. • Países Emergentes: = Neutral. Han tenido un buen comportamiento pero, al igual que en High Yield, las emisiones se han reducido frente a otros años, provocando que los <i>diferenciales</i> se sitúen en niveles muy bajos frente a los corporativos de países desarrollados. Todos quieren empezar a bajar tipos y si las inflaciones en desarrollados continúan disminuyendo podríamos tener las primeras reducciones en verano. La evolución del USD es la variable determinante. Oportunidades concretas en México, Indonesia, Europa del Este todavía no.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo. Las industriales siguen muy penalizadas y todavía podrían sufrir más. Las de energía a pesar de los esfuerzos de los cárteles reduciendo producción no llegan a repuntar. Los cereales son la opción más interesante por los efectos de el "Niño" y la persistente incertidumbre en Ucrania.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: ++Positivo. Volveríamos a tomar este riesgo, diferencial de crecimiento y tipos sigue siendo favorable frente a otras divisas.

- **Bonos senior bancos EU**
- **Bonos corto plazo EUR**



- **Industriales**
- **Consumo discrecional**
- **Tipos Largos**

Para concluir:

- Las tasas de inflación se mantienen en niveles elevados, especialmente todo lo relativo al sector servicios. Hasta 2024 no se espera que vuelvan a alcanzar tasas cercanas al 2%. El impacto de las políticas monetarias va con retraso y afecta primero al crecimiento y después a la inflación.
- China e India continúan siendo los principales motores del crecimiento a nivel global en los últimos años, pero la falta de impulso en China está llevando a que se cuestione la recuperación de los países desarrollados para la segunda mitad del año. En la Eurozona, Alemania e Italia en particular, la debilidad en las manufacturas, está llevando a expectativas de crecimiento de entre el 0%-0,3% para el año.
- El pico en los tipos de interés parece estar cerca pero hay riesgo de nuevos repuntes de inflación (alimentos) por eso creemos que es todavía pronto para empezar a asumir riesgo en las carteras. Poco crecimiento e inflaciones bajando favorece estrategias de *carry* frente a crecimiento.

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/>