

Análisis de Mercados

Octubre 2023

Ricardo Gil

Director de Estrategia

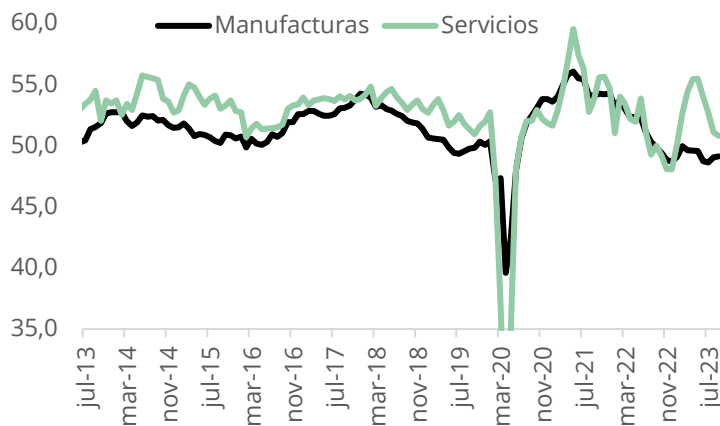


Los datos de crecimiento publicados a nivel global apuntan ya a unas tasas que tienden a situarse en niveles inferiores a la tendencia registrada antes del coronavirus, con unas divergencias cada vez más acentuadas entre regiones. Mientras que las tasas de crecimiento continúan sorprendiendo al alza en EE.UU., China sortea el problema en el sector inmobiliario alcanzando crecimientos inferiores al 5%, en gran medida por las inyecciones de liquidez y las bajadas de tipos de interés llevadas a cabo por las autoridades. La Eurozona por su parte se ha estancado registrando crecimientos muy bajos, con un consenso generalizado de contracción de la economía alemana durante la segunda mitad del año. Si la tendencia continúa parece evidente que habrá un ajuste macroeconómico en los próximos 18 meses, sin embargo, el ajuste será menor al producido en otros ciclos. La evolución de los márgenes empresariales será la variable clave que determinará la velocidad e intensidad del ajuste.

Durante los últimos meses hemos visto cómo una desaceleración global y unas perspectivas de inflación, que no alcanzarán el objetivo de los bancos centrales hasta 2025, han provocado un repunte de los tipos a largo a nivel global. Nunca en los últimos 40 años se había visto economías perdiendo impulso con las curvas de tipos repuntando por los plazos largos, la causa: inflaciones altas.

Las reuniones de los principales bancos centrales anunciando tipos más altos por más tiempo, mientras el mercado de bonos lleva descontando bajadas de tipos de interés para el próximo año desde enero, han sido el detonante para este cambio en los bonos. Además, hay que tener en cuenta que los niveles de deuda pública son demasiado elevados para el momento de ciclo en el que nos situamos. Esto supone un incremento en el volumen de las subastas y una demanda algo menor para los largos plazos y para determinados créditos soberanos. Los principales compradores hasta ahora han sido los bancos centrales, que ya empiezan a reducir sus balances. Asimismo, los bancos comerciales, tras las salidas de depósitos, ya no son los principales tomadores, pasando el testigo a aseguradoras y fondos.

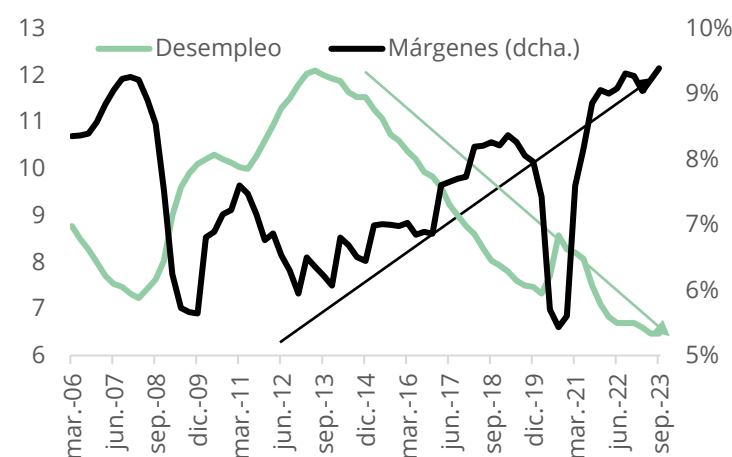
€ Evolución de los PMIs globales



El ajuste en las manufacturas parece haberse contenido durante el tercer trimestre, sin embargo, la Eurozona sigue deteriorándose más que EE.UU. y algunos emergentes. La sorpresa durante el verano es que el impulso en los servicios, soporte del crecimiento global, está disminuyendo. Todo apunta a crecimientos débiles en la segunda parte del año, con los estímulos fiscales terminando y aumentando el riesgo para el cuarto trimestre. La evolución de la demanda interna es la clave.

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Plantas Márgenes empresariales vs desempleo en UE



Las expectativas de beneficios se mantienen altas y los márgenes empresariales en la Eurozona están en máximos históricos. El ajuste que estamos viendo en las variables macroeconómicas (producción industrial, ventas al por menor etc..) no se han reflejado todavía en la microeconomía. Las subidas de materias primas, el mayor coste de deuda y las subidas salariales tienen que empezar a afectar a los márgenes, que se encuentran muy correlacionados con la creación de empleo.

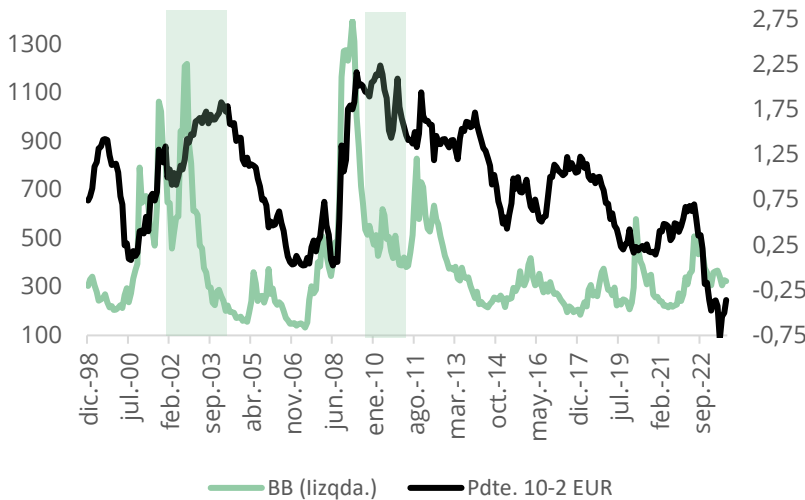
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

No esperar bajadas de tipos de interés hasta finales del próximo año, con deudas públicas altas y crecimientos bajos no deja un entorno muy favorable para los activos de riesgo en los próximos trimestres. En nuestra opinión inflaciones en el 4% en la Eurozona y bajando al 3% en 2024 son razón suficiente para seguir esperando repuntes en los plazos largos de las curvas. Los plazos cortos ya están lo suficientemente altos y la estructura actual del endeudamiento (tipos fijos, más endeudamiento con bonos etc.) resta eficiencia. Sin embargo, repuntando los plazos largos el efecto se daría en el precio de los activos incidiendo en la economía financiera y desde allí a la economía real (efecto riqueza). Lo siguiente que deberíamos esperar es una bajada en los beneficios, empezando a recoger una macroeconomía débil, esto dará soporte a los bonos a corto plazo, pero no quitará presión a los largos (inflaciones, déficit etc.). En renta variable esto supone un aumento de las correlaciones y las volatilidades con ajustes en los precios.

Esta es la estrategia a seguir en los próximos trimestres antes de volver a subir el riesgo en las carteras (renta variable, duración, crédito). Los momentos de estrés de mercado empiezan cuando las curvas toman pendiente, cuando los “accidentes” se producen. Una mayor debilidad de la demanda interna, por efecto de rentas disponibles reales a la baja, cambia completamente el escenario que barajan los organismos oficiales. De esta manera el consenso respecto al crecimiento para el próximo año tendrá que revisarse a la baja.

“**Todo inversor debería tener una distribución de activos en la que asuma que no sabe cómo va a ser el futuro**
Ray Dalio fundador del Hedge Fund Bridgewater”

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



Las pendientes de las curvas históricamente han repuntando por una bajada de los tipos cortos adelantando bajadas de tipos de interés. Estas bajadas de tipos de interés se producen cuando los problemas aparecen en la economía real o en los mercados financieros. Desde la última subida de tipos de interés a la primera bajada, es el momento en que los diferenciales de crédito empiezan a repuntar. Esperamos que los tipos de interés dejen de subir durante este trimestre y las primeras bajadas se produzcan en la segunda mitad de 2024.

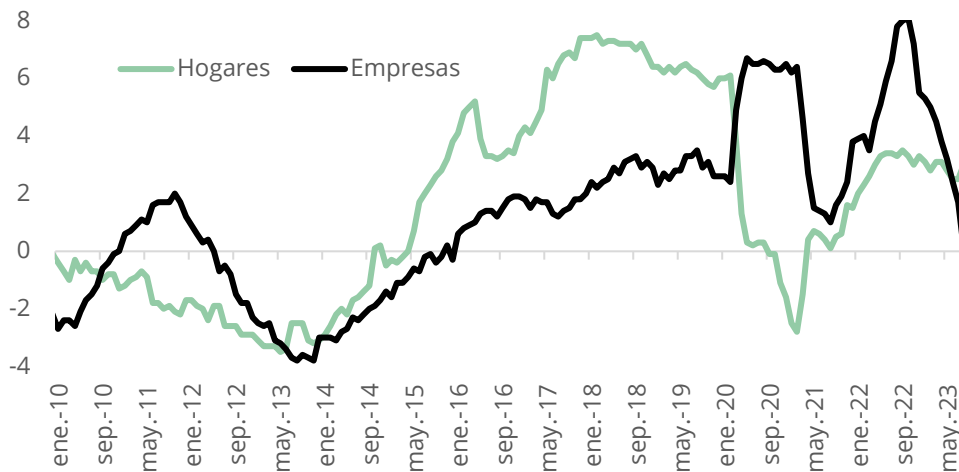
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

La evolución de la geopolítica mundial ha vuelto a tomar importancia a la hora de valorar escenarios para la asignación de activos. Nuestro escenario base respecto al conflicto en Oriente Medio es que la situación actual no continuará escalando y se quedará en la zona, con lo que más allá de la volatilidad intradía, la escasa entidad en la economía global de las partes en conflicto no tiene por qué afectar en el corto plazo.

Cualquier escalada creemos que es inflacionista al producirse un aumento de gasto en defensa y una subida en el precio de la energía. Ese riesgo supone un incremento en las primas de riesgo, con lo que los activos más seguros (bonos a corto plazo y USD) deberían tener un buen comportamiento relativo. Esto acerca más el momento en que los tipos de interés dejan de subir, actualmente las condiciones financieras ya son restrictivas (volumen de crédito a la baja, tipos reales en máximos de los últimos años, diferenciales de crédito repuntando) con lo que estaría justificada una parada, aunque no una bajada de tipos.



Evolución interanual del crédito UE



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Los bonos de gobierno han sido el peor activo del año tras las caídas registradas en los plazos medios y largos. Los plazos cortos están menos expuestos a la volatilidad de los mercados y con los cupones a los que están saliendo las nuevas emisiones, siguen teniendo el mejor binomio rentabilidad/riesgo. Otro de los activos más interesante serían los bonos de compañías con elevado rating (mínimo A) y los seniors de los bancos. Tienen diferenciales elevados en relativo a los de los bonos High Yield, normalmente los bonos de más riesgo pagan un diferencial de 2,5 veces, el de crédito con grado de inversión ahora es 2. En todos los bonos mantenemos duraciones inferiores a 3 años, hasta que no se vean los efectos de la desaceleración en los resultados de las compañías, no creemos que habría que aumentar duración, el conflicto en Israel sirve también para ahondar en esta estrategia. En relación a renta variable las subidas de los índices están amparadas en un puñado de valores (los "siete magníficos") tanto en Europa como en EE.UU. El mercado asume que los crecimientos de los últimos años van a poder mantenerse y actúan como activos refugio. Este movimiento ha dejado a sectores más defensivos y compañías sin problemas de deuda en balance a precios muy baratos en relativo, aquí sería donde continuaríamos incrementando peso.

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 |

| | |
|-----------------------|--|
| RENTA FIJA | <ul style="list-style-type: none"> • Neutral (+). Es el mejor activo para los próximos 6/9 meses especialmente los tramos medios cortos. Iríamos subiendo duración conforme se vaya mostrando evidencia de contracción en la economía global (beneficios empresariales). • Gobiernos: ++ Positivo. Con crecimientos bajos esperados para los próximos trimestres que se espera que repunten en la segunda mitad de 2024 por el apoyo de la demanda interna, las balanzas fiscales deberían ir mejorando. Mejor “safehavens” en plazos cortos, hasta 2 años. • Investment Grade: = Neutral. Ha sido el más castigado en relativo, es la mejor opción para conseguir un “pick up” frente a soberanos en compañías de buen rating (A o mejor). • Crédito países emergentes: = Neutral. Los problemas macroeconómicos se centran en los países desarrollados, con Latinoamérica destacando frente a Asia. • High Yield: Neutral/ Negativo (-). Las nuevas emisiones, escasas, dan una idea de donde se deberían situar los bonos conforme se vayan renovando bonos en 2024/2025 (cupones del 6,5%/7%), son tipos atractivos pero hay que ser muy selectivo ante el riesgo de debilidad macroeconómica. |
| RENTA VARIABLE | <ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (=). Los beneficios y los márgenes parecen mantenerse en niveles históricamente elevados, estas variables son las que deberían mostrar primero una macroeconomía débil. Hasta entonces seguimos neutrales pero la renta fija es mejor activo en este entorno de final de ciclo. • Europa: - Negativo. Afectados por el crecimiento global débil y por los precios de energía altos. • Estados Unidos: - Negativo. La evolución de la renta variable se encuentra sesgada por el buen comportamiento de los valores de mayor peso en los índices. • Países Emergentes: = Neutral. El mal comportamiento de China por la salida de inversores extranjeros empaña los buenos números de India y algunos países en Latam. En relativo creemos que lo harán mejor que los desarrollados, pero el entorno de tipos altos, dólar fuerte y débil comercio internacional no es muy favorable. |
| MAT.PRIMAS | <ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo. Los precios de la energía han seguido empujando, poniendo en riesgo el escenario de bajada de inflación para los próximos meses. Las materias primas industriales siguen débiles. La principal incertidumbre ahora está en la agricultura, las primeras noticias en el hemisferio Sur apuntan a cosechas escasas, si eso se traslada al Hemisferio Norte tendrá efecto en las expectativas de inflación de principios de 2024. |
| DIVISAS | <ul style="list-style-type: none"> • Dólar: ++ Positivo. Los diferenciales de tipos, de crecimiento y las primas de riesgo al alza por la incertidumbre macroeconómica, favorecen seguir sobreponderados en USD a pesar de las intervenciones de bancos centrales (Japón, Taiwán, Corea el Sur, Suecia, Noruega). |


• **Sectores defensivos**
 • **Bonos corto plazo (hasta 3 años)**



• **Industriales**
 • **Consumo discrecional**
 • **Tipos Largos**

Para concluir:

- El repunte de los tipos de interés largos hace parte del trabajo a los bancos centrales para ralentizar la economía. Este repunte puede deberse a que el aumento de las emisiones de los gobiernos haya provocado un aumento de la prima que los inversores demandan o porque la macroeconomía está mucho más fuerte y adelanta más subidas futuras. El hecho de que ambas hipótesis sean factibles nos hace seguir esperando tipos largos más altos, con las pendientes llegando a ser positivas antes de empezar las bajadas de tipos. El banco de Japón con mensajes de más restricción monetaria, apoyará esta tesis y es un riesgo para los próximos meses.
- La “inevitable” recesión que el mercado no para de descontar (y retrasar) no está reflejada en los diferenciales de crédito todavía y fuera de Europa los datos de economía real siguen siendo fuertes (creación de empleo continúa a nivel global). El escenario que vemos cada vez más probable son crecimientos débiles por más tiempo como apunta el FMI esto no es negativo para el comportamiento de los activos, pero hace más atractiva la renta fija que la renta variable.



3A

La información contenida en esta presentación elaborada por TREA ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C., S.A (en adelante TREA) está dirigida al público en general, no pudiendo cualquier receptor, sin previa autorización de TREA, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o compartirla de cualquier modo.

Esta presentación no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, y TREA no se hace responsable de las conclusiones que un potencial inversor, pueda hacerse respecto de la información aquí contenida, lo que supone que dicha información no debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.

Recomendamos que los potenciales inversores consulten a sus asesores con carácter previo a realizar cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la misma, 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, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.