

Análisis de Mercados

Abril 2024

Ricardo Gil

Director de Estrategia



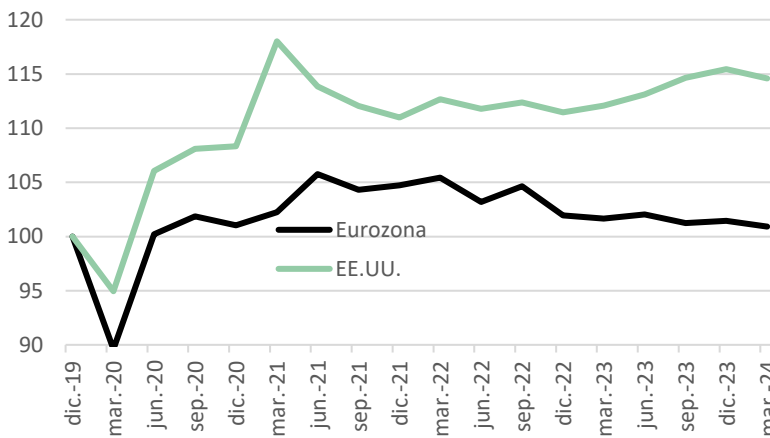
Los primeros meses del año han confirmado el entorno de recuperación macro a nivel global con la Eurozona, región más rezagada, dando los primeros signos de inflexión (producciones industriales). La mejora de las manufacturas a nivel global, todavía lastrado por un comercio internacional débil y China robando cuota de mercado en diversos sectores a Europa (coches), hace cada vez más creíble que la relajación en los servicios venga a compensarse por las manufacturas.

La mejora del crecimiento está provocando que el proceso desinflacionista que llevamos viviendo desde 2022 culmine con inflaciones algo más elevadas de lo que se esperaba (especialmente en EE.UU.). Por otro lado el entorno geopolítico no ha parado de deteriorarse desde 2022 con lo que los países importadores de energía quedan expuestos a "shocks" inflacionistas externos. La evolución del próximo trimestre vendrá determinada por la evolución de la inflación y aunque esperamos que empiecen las bajadas de tipos, éstas no vayan a ser tan profundas como se esperaba.

El punto de inflexión en la economía de la Eurozona todavía no es del todo patente pero irá tomando vigor conforme avance el año relevando a los servicios como impulsor del crecimiento. La evolución de nuevos pedidos y las encuestas de actividad manufacturera siguen avanzando a nivel mundial, dejando en buena posición a las economías de centro Europa que hasta ahora han sido las más afectadas por la lenta recuperación del comercio internacional y la menor demanda de bienes tras las políticas monetarias restrictivas. Esto abre el problema de la inflación ya que la bajada en los precios de los bienes ha sido una de las variables del proceso desinflacionista junto con los precios de energía por lo que una recuperación de la oferta sin mejoras de productividad hace que la inflación se enquisté y los tipos no bajen tanto como se esperaba.



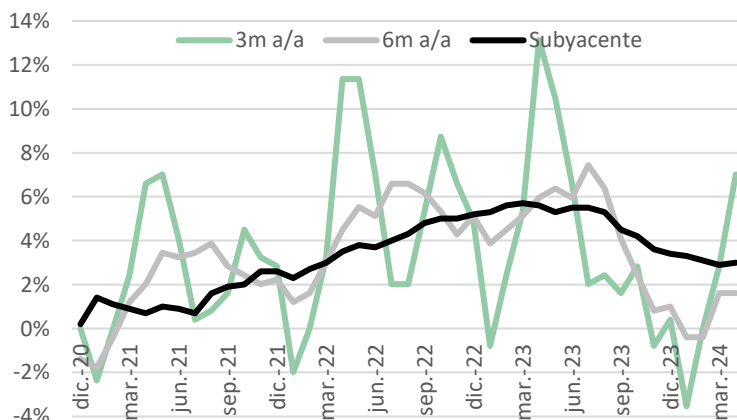
Volumen ventas por menor EE.UU. y Eurozona (Dic 2019 base 100)



La debilidad en la demanda interna de la UE sigue siendo la principal causa de la divergencia de crecimiento frene a EE.UU.. Con las inflaciones elevadas y los niveles de deuda altos el impulso macro esperamos que venga de la parte de la oferta con mejora de la inversión y el crédito. Dado su peso limitado en las economías desarrolladas, no esperamos cifras de crecimiento muy fuertes.



Inflaciones subyacentes siguen elevadas



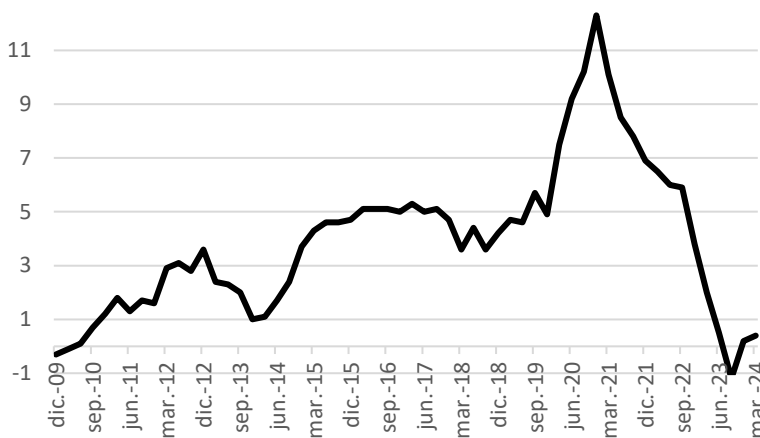
Las sorpresas de inflación durante los primeros meses del año han sido a nivel global (ex China) con repuntes en las subyacentes (indicador de inflación a largo plazo). Anualizando incrementos mensuales (modo en que los bancos centrales valoran el "momentum") de los últimos tres y seis meses hay riesgo que las inflaciones se queden por estos niveles (en EE.UU. es más evidente). Todavía faltan varios datos hasta Junio (salarios muy importantes) pero hasta la segunda mitad de año no sabremos si el proceso desinflacionista ha terminado.

El comienzo de una recuperación de las manufacturas con los precios de los servicios todavía elevados pone en riesgo las inflaciones en el corto plazo pero los próximos cuatro meses deberían estabilizar por efecto comparativa las inflaciones en la Eurozona y EE.UU. en torno al 2,5%. Estas buenas noticias son razón suficiente para esperar bajadas de tipos en la Eurozona en la reunión de Junio siempre que no haya ningún incremento desmesurado de los salarios (los datos oficiales de Mayo serán los que muevan definitivamente la balanza del lado de las bajadas, probablemente dos en el año) o de los márgenes empresariales (con los resultados presentados hasta ahora todo apunta a que se han reducido ligeramente, las empresas ya no pasan las subidas de precios, la demanda no es tan fuerte).

La segunda parte del año se plantea más complicada porque las subidas de precios en las materias primas ya se estarán filtrando en los procesos de producción y un incremento del crédito (fundamentalmente a empresas) dejaría las inflaciones a final de año por encima de los esperado. Por eso el escenario de pocas bajadas de tipos se fundamenta en que los nuevos tipos de equilibrio son más altos que en el anterior ciclo (más deuda de gobiernos, menores productividades, empleo en máximos)

“No creo que sea una exageración decir que la historia es en realidad es una historia de la inflación”
Friedrich Von Hayek, Economista

Variación M3 anual Eurozona (proxy del crédito)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

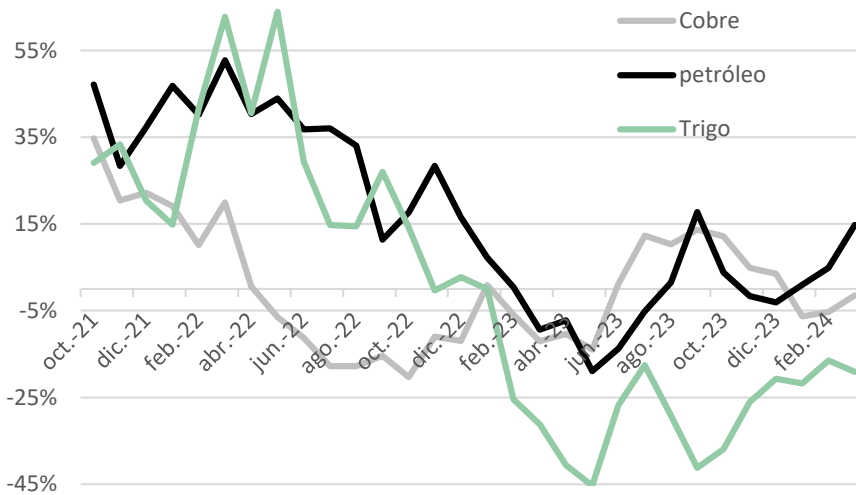
El crédito tanto a empresas como a familias ha estado creciendo a tasas muy bajas en los dos últimos años pero las últimas encuestas del ECB apuntaban a una relajación en las condiciones de crédito por parte de los bancos. Esto siempre ha sido un indicador adelantado de un aumento del crédito, muy correlacionado con la mejora en las expectativas macro y de la inversión de las empresas. El impulso de crédito debería empezarse a reflejar en la segunda mitad de año cuando esperamos se empiece a apreciar claramente el mejor entorno en la UE.

Durante el siguiente trimestre creemos que el impulso macro siga su curso (manufacturas>servicios) y las inflaciones bajando en términos interanuales pero sorprendiendo al alza en términos mensuales (la desinflación se para).

A nivel de asignación de activos el principal cambio sería la reducción de exposición a renta variable. Cualquier año suele haber dos caídas de entre 5%/10% y creemos que se ha abierto la ventana para una de ellas. El excesivo optimismo de los inversores (ratios put call, volatilidades implícitas renta variable vs bonos, volatilidad divisas emergentes), el cambio de expectativas de la FED en cuanto a los estímulos monetarios necesarios y las tensiones geopolíticas que le mercado descuenta como inflacionistas (por el efecto que pueda tener sobre el petróleo y porque cualquier aumento de gasto público cuando se está en plena capacidad es inflacionista) estarían detrás de este argumento. Por otro lado esta decisión táctica no quita que al ciclo le quedan muchos trimestres por delante y que con los tipos sin riesgo a los niveles actuales estar menos expuestos a riesgo no supone un elevado coste. Preferimos exposición a todo lo cíclico donde estamos viendo las mayores revisiones al alza de beneficios mientras reduciríamos los sectores que mejor se han comportado en el año (tecnología).



Variación anual materias primas



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

La profundidad del ajuste en los activos de riesgo, crédito y bolsas, vendrá determinada por los nuevos niveles de equilibrio en los tipos a largo de los gobiernos. Hasta ahora las bajadas de los diferenciales de crédito ha permitido absorber el repunte en los bonos de gobierno pero si nos acercamos a los niveles de Octubre pasado se corre el riesgo de una corrección más profunda.

En renta fija seguimos prefiriendo los bonos de poca duración y aumentaríamos tanto en gobiernos como en corporativos. Estas bajas duraciones palían el riesgo de tener los diferenciales en mínimos y aportan rentabilidad si como esperamos, el ciclo no ha cambiado y lo que tenemos por delante es un ajuste que nos va a llevar a estar en un rango en los próximos meses. La exposición a pequeñas y emergentes que esperábamos nos diese exposición a la mejora global no ha dado los resultados esperados y con el giro de tipos más altos por más tiempo nos lleva a plantearnos el activo, mejor renta fija que renta variable para esta exposición.

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	+	Positivo

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo (+). Los niveles de los activos sin riesgo en los plazos cortos permiten aislar de las incertidumbres de la inflación y los movimientos de bancos centrales. Renta fija plazos cortos sigue siendo el mejor activo. (carry > duración) • Gobiernos: + Positivo. El ajuste ante sorpresas de inflación seguirá recayendo en los plazos largos, los temas de déficit no se cotizan así que aumentar gobiernos en corto plazo. • Investment Grade: = Neutral. Las emisiones de este principio de año han batido records históricos, asegurándose las compañías tipos que descontaban agresivas bajadas de tipos, el diferencial no es muy grande pero suma a un carry atractivo de gobiernos.. • Crédito países emergentes: = Neutral. Los diferenciales que se pagan por deuda emergente son muy bajos y el relativo frente a desarrollados no da mucho margen de rentabilidad sin embargo ofrecen cupones elevados en un entorno de volatilidad por eso mantenemos el neutral. • High Yield: Neutra(=). Con los beneficios empresariales creciendo y los mercados abiertos para poder hacer todas las refinanciaciones (era el principal riesgo que veíamos este año) subimos a neutral, el atractivo reside en el "carry" de 6. Todo el reunte en bonos de gobierno ha sido absorbido por la reducción de diferenciales pero ya están en mínimos.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Negativo (-). El cambio en las expectativas de tipos supone un techo a la valoración de la renta variable. El impulso desde Noviembre del año pasado se justifica por subidas de beneficios pero la expansión de múltiplos descuenta un escenario mucho más optimista (crecimientos por encima de potencial) del que esperamos para el segundo trimestre. • Europa: - Negativo. La valoración en relativo de bancos, aseguradoras, petroleras es atractiva. • Estados Unidos: -/= Neutral. La exposición a pequeñas compañías no ha funcionado a pesar de la mejora del ciclo global y vemos riesgos claros en las compañías de tecnología. Buscar oportunidades en sesgos cíclico tanto value como growth. • Países Emergentes: = Neutral. El fortalecimiento del USD por diferencial de tipos frente a emergentes reduce el atractivo, en relativo esperamos buen comportamiento de China e India pero evitaríamos Latam y más expuestos a flujos de USD (Corea, Taiwan).
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. La confirmación que el ciclo va ganando fuerza esperamos que siga sirviendo como impulsor de las materias primas. Hasta ahora las subidas se han debido más a un control de la oferta (petróleo, cobre, aluminio, cacao, café) que a un incremento de la demanda. Está último debería favorecer las perspectivas de precios en el sector.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: +Positivo. Los problemas del elevado déficit y la creciente deuda pública en EE.UU. Que podrían pesar en el USD se han visto compensados por los riesgos geopolíticos y el hecho que las tipos se vayan a mantener más altos por mas tiempo. Sigue siendo el mejor activo para cubrirse de riesgos en mercado.

- Cíclicas, mineras
- Bonos corto plazo



- Tecnológicas
- Bonos Largos

Para concluir:

- La fortaleza de la economía en EE.UU. (junto con China) hace que cualquier estímulo se descuenta en los mercados como un riesgo de incremento de precios por eso el cambio de sesgo en los últimos meses de la FED. De descontarse 3 bajadas han pasado a dejar entrever sólo una y a finales de año. El efecto en la Eurozona y el resto del mundo es que limita las bajadas de tipos ya que el diferencial de tipos se agrandaría provocando una depreciación de sus divisas. Esto en un entorno de subidas en los precios de materias primas (metales, energía) supone importar inflación y limita los efectos positivos de las depreciaciones (las declaraciones de todos los países hablando del comportamiento de las divisas en las últimas semanas muestran que el riesgo es real).
- El ajuste en los precios de los bonos y el aumento de la volatilidad en las divisas no se ha trasladado a una bajada de las bolsas, mientras ésta no suponga un aumento de los diferenciales de crédito la corrección del 5%/10% desde máximos sería el escenario normal en el que nos esperamos mover durante el segundo trimestres.

3A

La entrega de este documento no supone la cesión de ningún derecho de propiedad intelectual o industrial sobre su contenido ni sobre ninguno de los elementos integrantes, quedando expresamente prohibida su reproducción, transformación, extracción, reutilización de cualquier naturaleza por cualquier medio o procedimiento de cualquiera de ellos, salvo en los casos en los que está legalmente permitido. 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://treaam.com/>

TREA Asset Management y el Logotipo de TREA Asset Management son marcas registradas de TREA Asset Management SGIC, SA sociedad española.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIC, S.A., con domicilio en Calle Ortega y Gasset 220, 5ª planta, 28006 Madrid, España; con CIF. A79058384, está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 41039, Folio 156, Hoja M-38440 y autorizada e inscrita en el registro de la CNMV con el número 113.