

22 de febrero de 2022

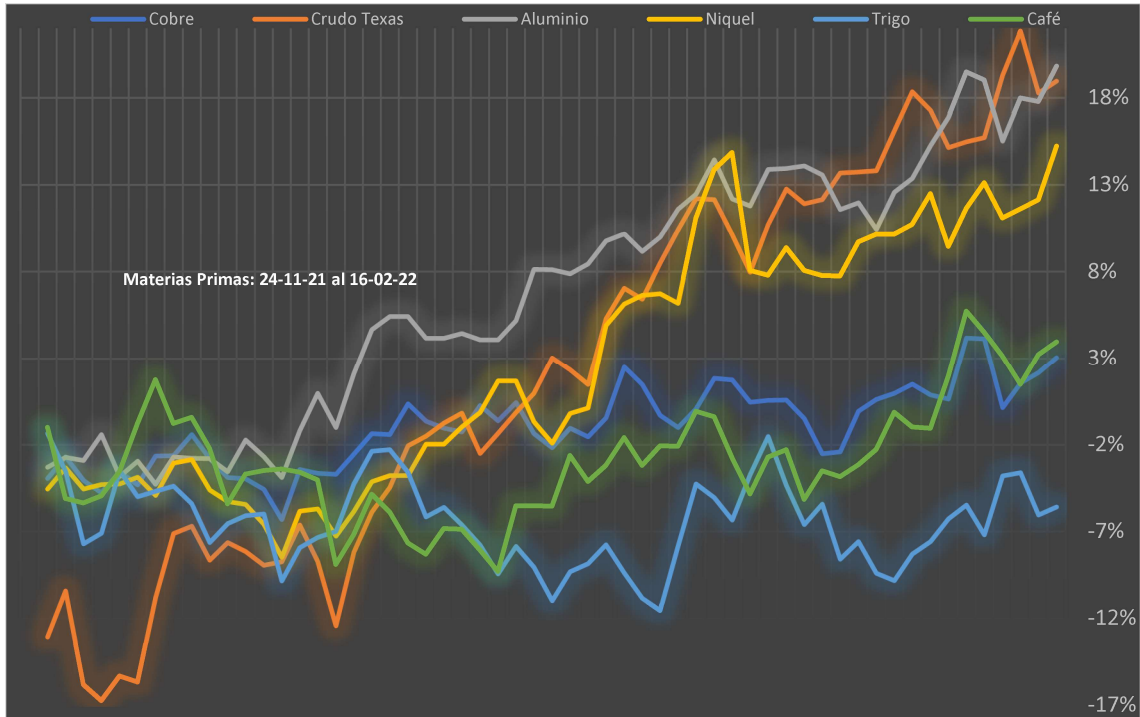
## China: ¿de nuevo una referencia?

### ÍNDICE

MATERIAS PRIMAS .....	3
Bloomberg Commodity Spot Index .....	4
Posición corta hasta el 16/02/2022 .....	4
PIBs, SALARIOS E INFLACIÓN .....	5
UK .....	5
Evoluciones de PIB desde la pandemia .....	5
Evolución de los ingresos y de los IPC: .....	5
CHINA, ¿de nuevo la referencia? .....	6
Los crecimientos en China se están enfriando .....	7
EE.UU. ....	8
Zona Euro .....	8
IPCs .....	9
RENTA FIJA .....	10
EE.UU. ....	10
¿Qué paso a finales de 2018? .....	11
Momentos recientes de aplanamientos .....	11
La renta variable durante el último trimestre de 2018 y el primero de 2019 .....	12
Las caídas en la actualidad llegan hasta .....	13
Europa .....	14
Alemania .....	14
España .....	15
Italia .....	16
Los futuros sobre los spread de los Eurodollar nos muestran .....	17
RENTA VARIABLE .....	18
EEUU .....	18
Correlaciones .....	19
Volatilidades y beta .....	19

Europa .....	19
Correlaciones.....	20
Volatilidades y beta .....	20
RESUMEN .....	21

## MATERIAS PRIMAS

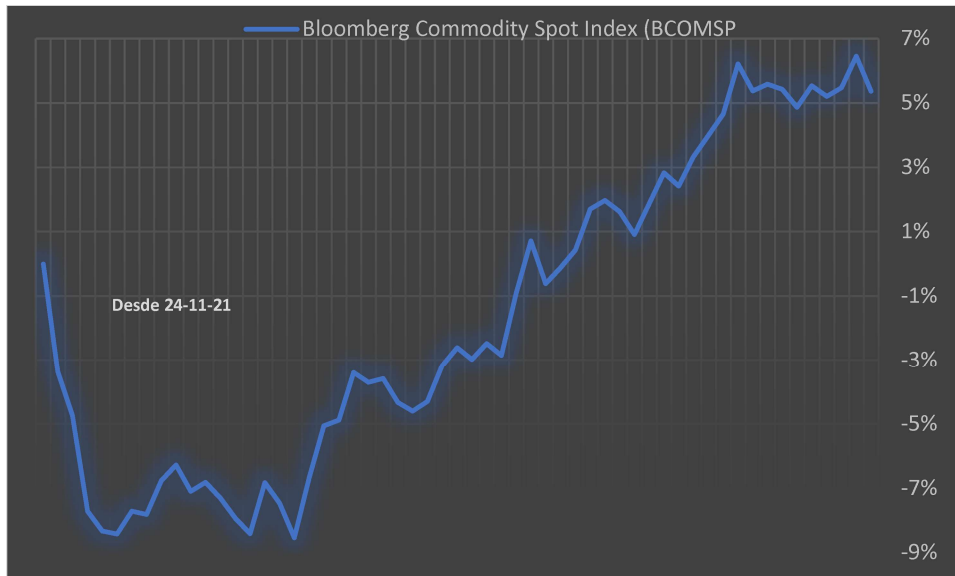


Tenemos a ciertos metales y a la energía como claros vencedores.

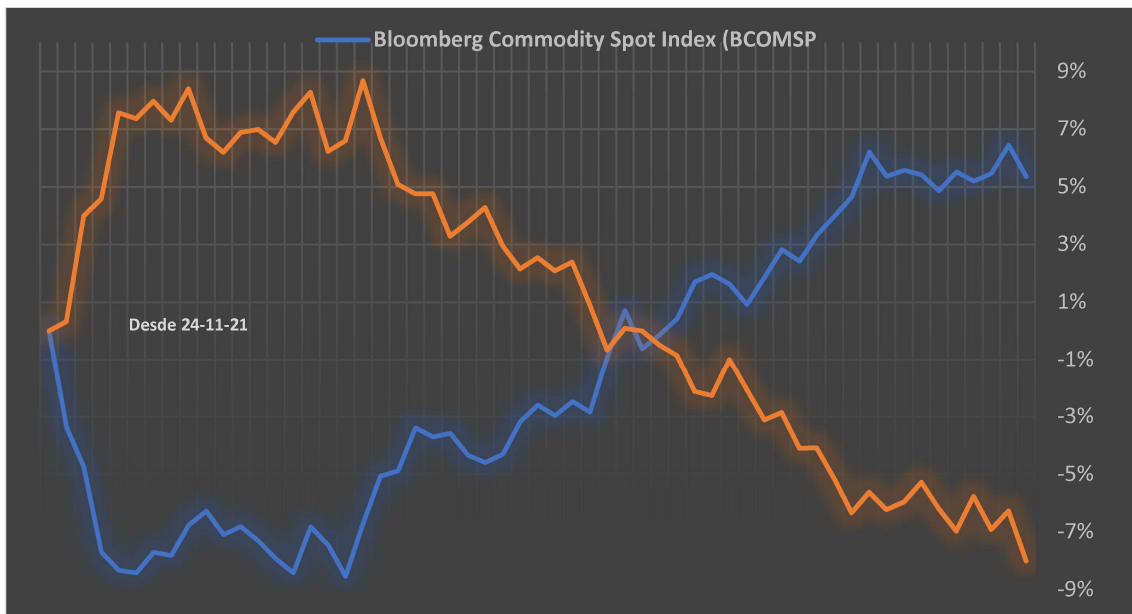
Y mucho más contenidas las materias primas más suaves.

Desde Evolutio pensamos que en general todas tienen las patas muy cortas, en un mundo centrado contra la inflación y ante una demanda llegando a niveles prepandemia. No nos hemos vuelto locos y compramos ahora más que antes, sino que hay una enfermedad, en vías de normalización, que ha provocado estos tremendos repuntes.

## Bloomberg Commodity Spot Index



Posición corta hasta el 16/02/2022 sobre la cesta de materias primas “Bloomberg Commodity Spot Index”:

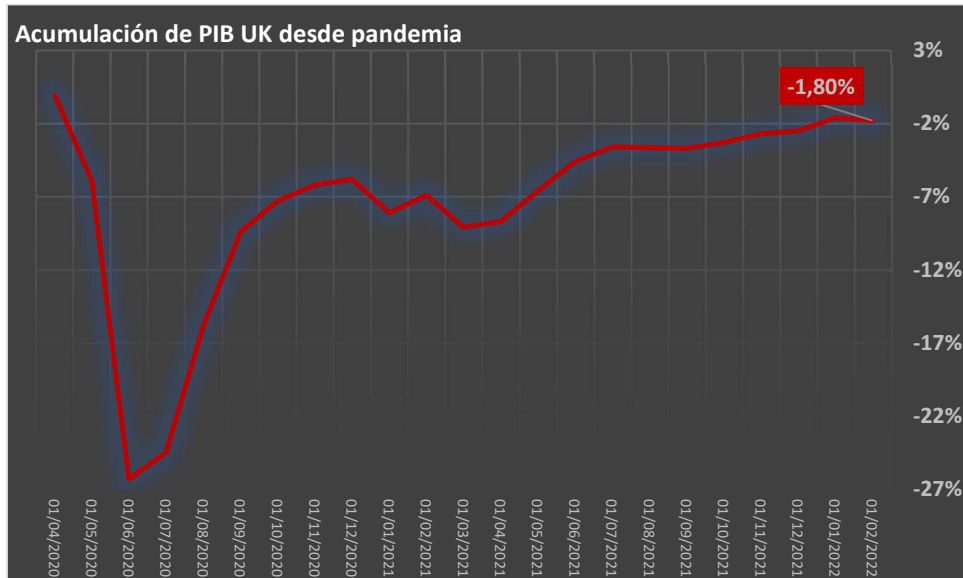


Llevamos una pequeña penalización.

## PIBs, SALARIOS E INFLACIÓN

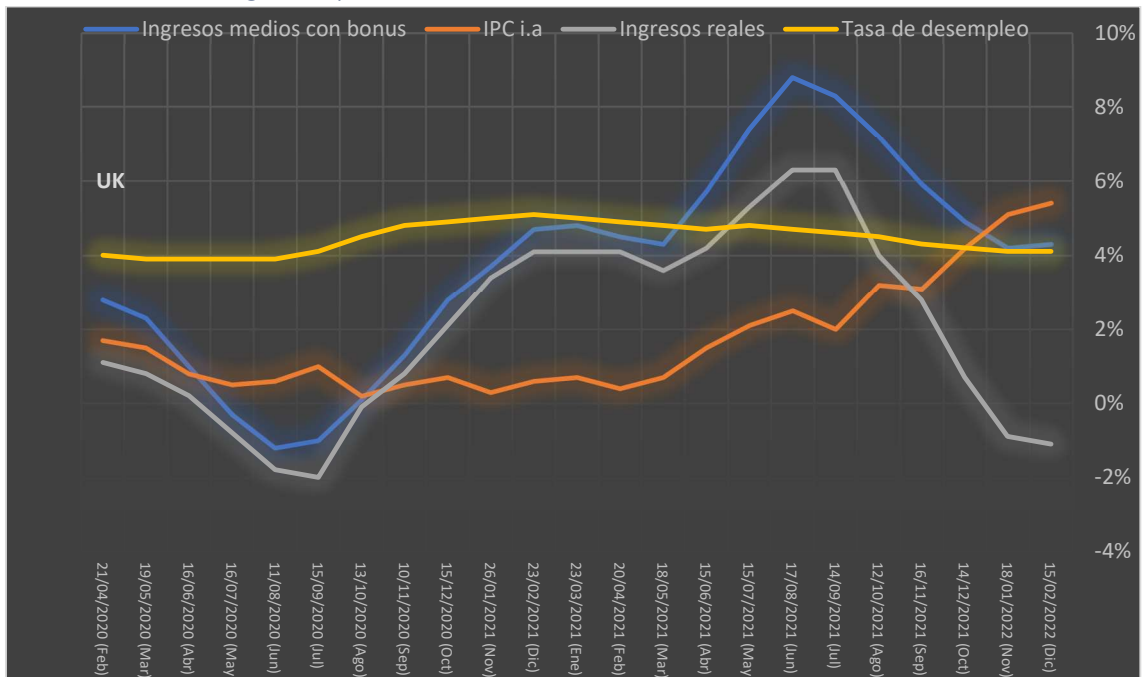
UK

Evoluciones de PIB desde la pandemia.



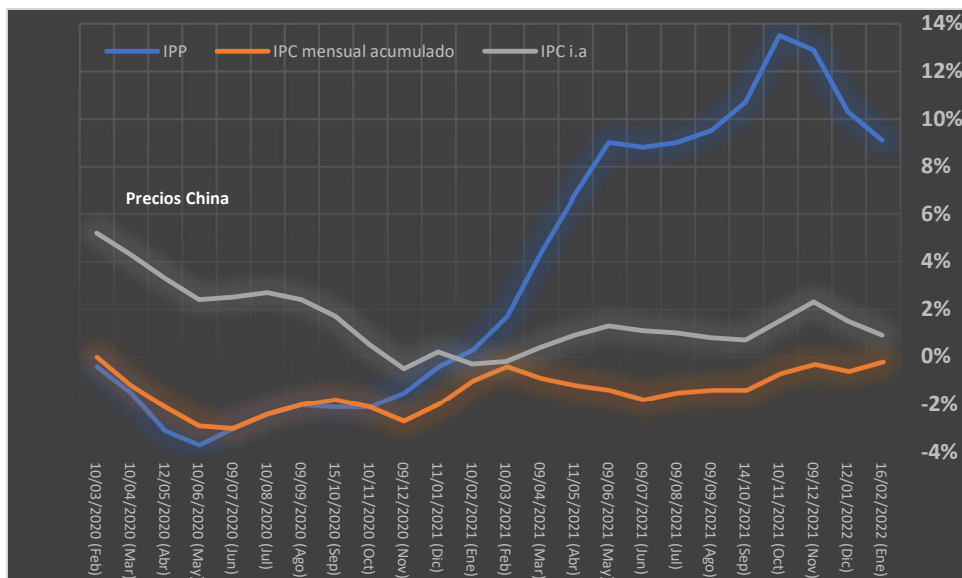
- ✓ No han recuperado el nivel de crecimiento anterior a la pandemia.
- ✓ Los tipos estaban en el 0,75%. Y ahora en el 0,50% con la perspectiva de niveles superiores a los anteriores para finales de 2022. En una situación de recuperación, no de altos crecimientos acumulados.

Evolución de los ingresos y de los IPC:



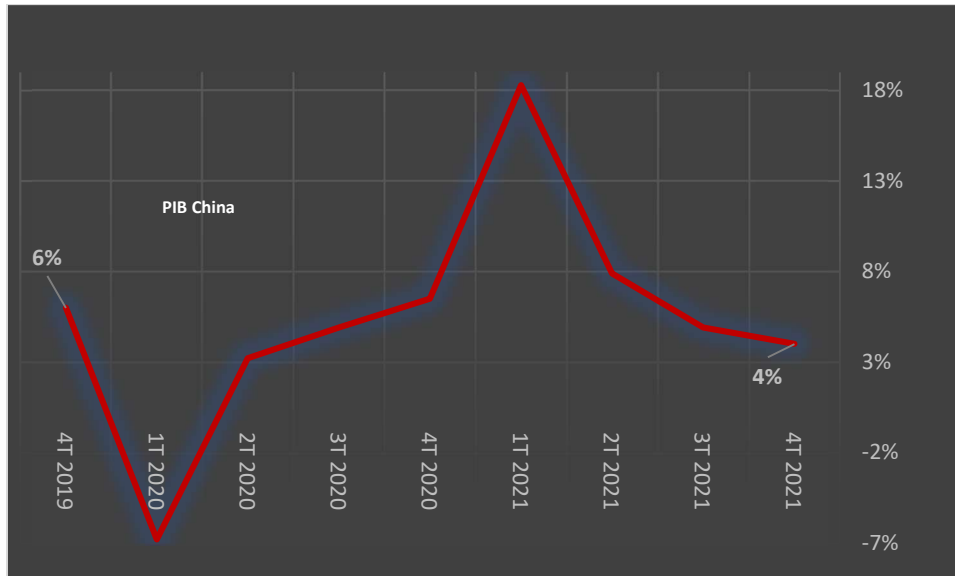
- ✓ Ingresos medios estabilizándose, después de un repunte considerable. Aún por encima de los niveles anteriores a la pandemia
- ✓ IPC en aumento. El consenso entiende que podría estar ~7% en julio
- ✓ Por lo que el poder adquisitivo de los británicos se encuentra, ya no en caída, sino en negativo.
- ✓ Tasa de desempleo se encuentra en el 4,10%. 10 pbs sobre el nivel prepandemia.

### CHINA, ¿de nuevo la referencia?



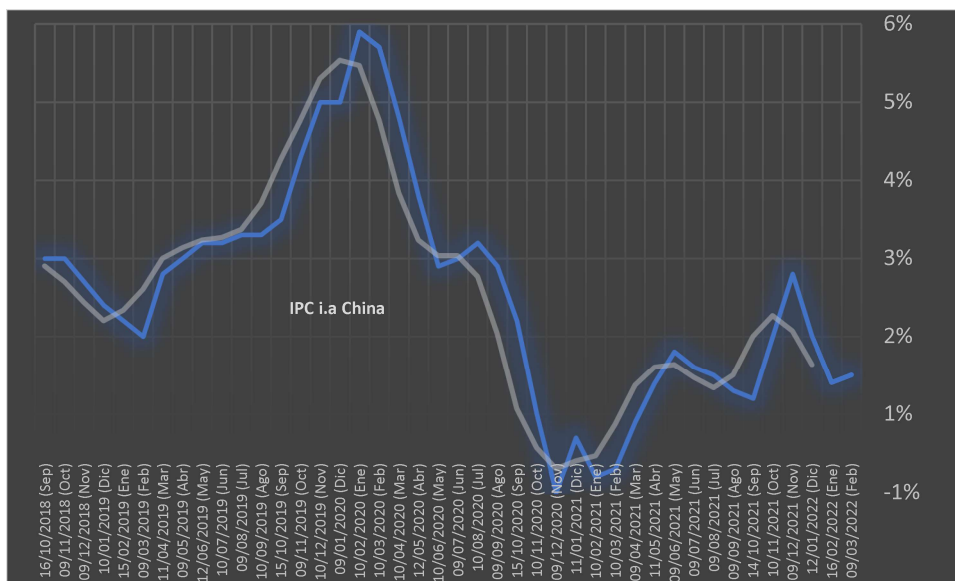
- ✓ Tenemos el caso de China. Que, si bien los datos hay tomarlos con cautela, algunos de ellos nos pueden servir como espejo. Como lo fue, de algún modo, la evolución de la pandemia en aquellos duros momentos:
- ✓ Aunque nos parezca raro, los IPC se han mantenido muy contenidos, incluso en descenso, tanto en plena pandemia occidental como en la actualidad.
- ✓ Pero los precios del productor, de la fábrica, se alinean más con las economías occidentales.
- ✓ Vemos como estos van cayendo con fuerza desde principios de noviembre.
- ✓ El Partido lleva tiempo restringiendo la manipulación de los precios de las materias primas en los mercados, pero creemos que este puede ser el camino que llevarán los precios en occidente, más ante la tendencia de los incrementos de las tasas y las restricciones de liquidez.
- ✓ El consenso de analistas espera que estos precios de fábrica caigan a finales de año al 4%. Es decir, más de un 50%.

Los crecimientos en China se están enfriando y son inferiores a los obtenidos antes de la pandemia:



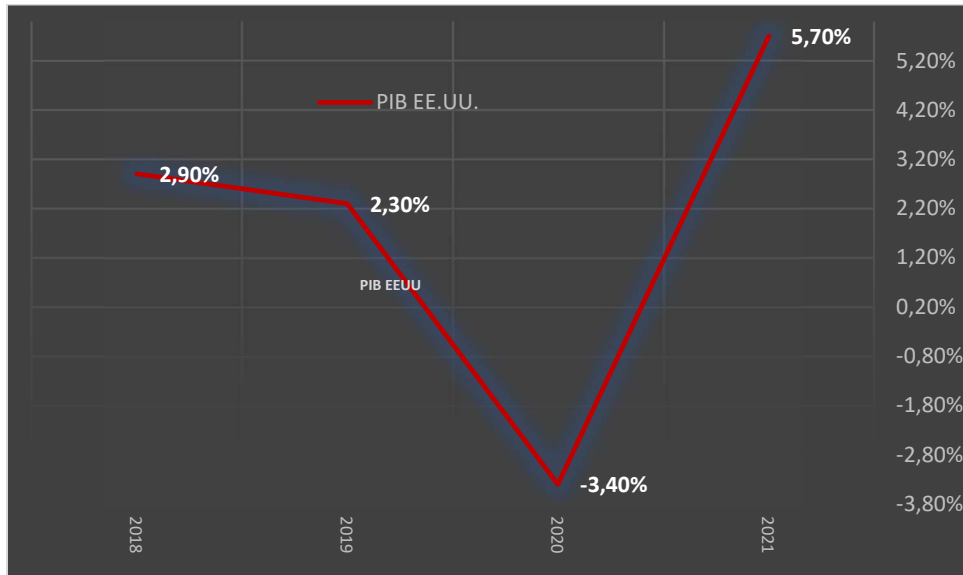
Si bien, el Partido está incluyendo medidas de estímulo, donde los otros las quieren eliminar. Es cierto que los datos de IPC son diferentes y le dan margen de maniobra.

Se tenderá a recuperar los niveles de IPCs anteriores:



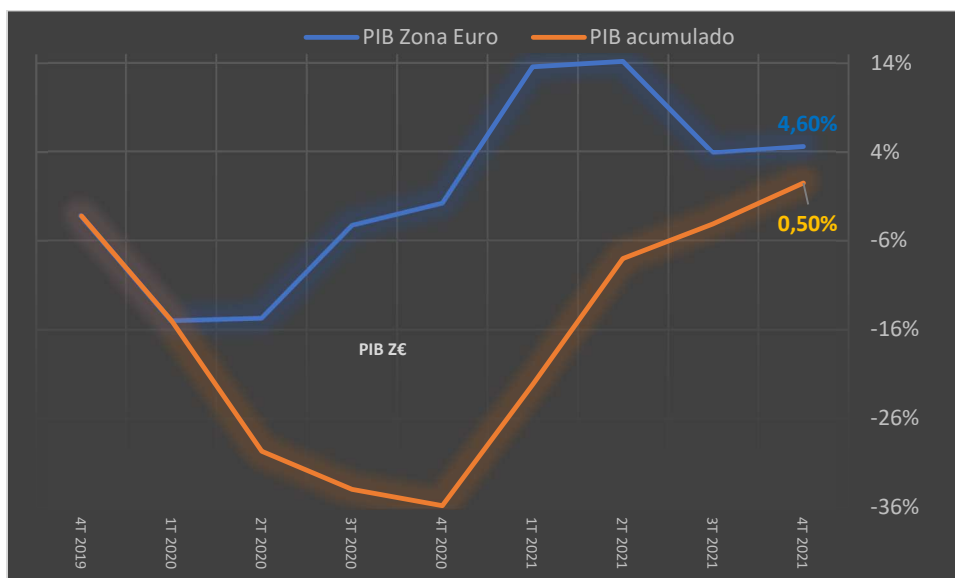
## EE.UU.

El sumatorio de 2020 y 2021 es de un 2,30%. Lo que creció en 2019. Por lo que se ha retomado el crecimiento, pero a una tasa normal dentro de la evolución de los últimos 11 años.



El promedio del PIB desde el 2010 es del 2,07%. Es decir, en 2021-2020 EE.UU. creció 23 puntos básico más la media de años anteriores. Por lo que se podría decir que 2021 ha sido un año de recuperación de los niveles previos, no de locura. Y las estimaciones del consenso son de tendencia sobre esa media histórica.

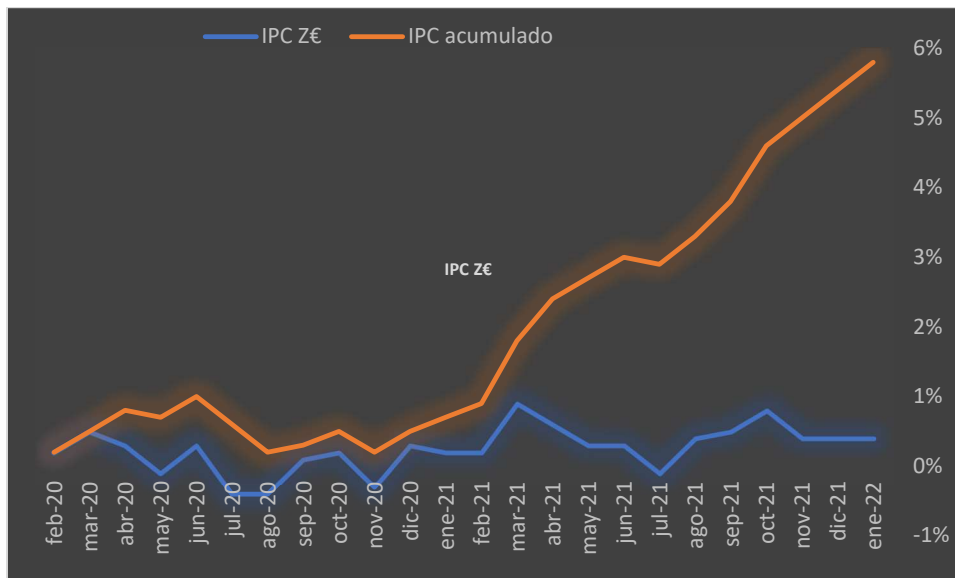
## Zona Euro





Los crecimientos actuales son sólidos, pero acabamos de recuperar los niveles prepandemia con un 0,50% acumulado. Es mucho más que probable que hayamos visto los picos de crecimiento y nos vayamos poco a poco a niveles discretos. Y que una subida de tipos nos podría meter en terreno contractivo, como ya nos ha pasado en períodos anteriores.

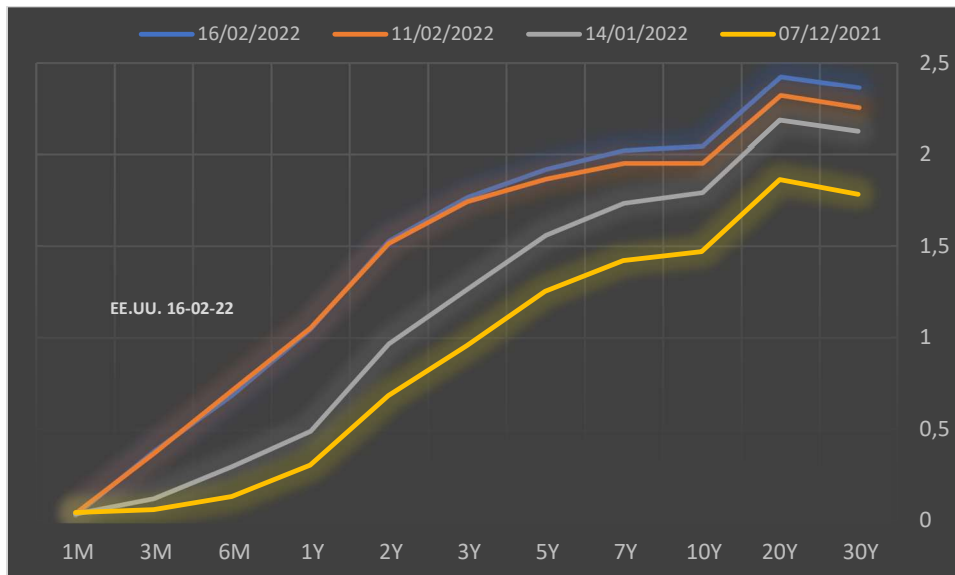
### IPCs



Vemos como los niveles de IPC son ligeramente superiores a los anteriores a la pandemia, sin ser extremadamente llamativos. El acumulado durante estos dos años es del 5.8%, un 1.30% menos que los incrementos medios de los salarios, lo que se traduce en una pérdida de poder adquisitivo durante estos dos años.

## RENTA FIJA

EE.UU.



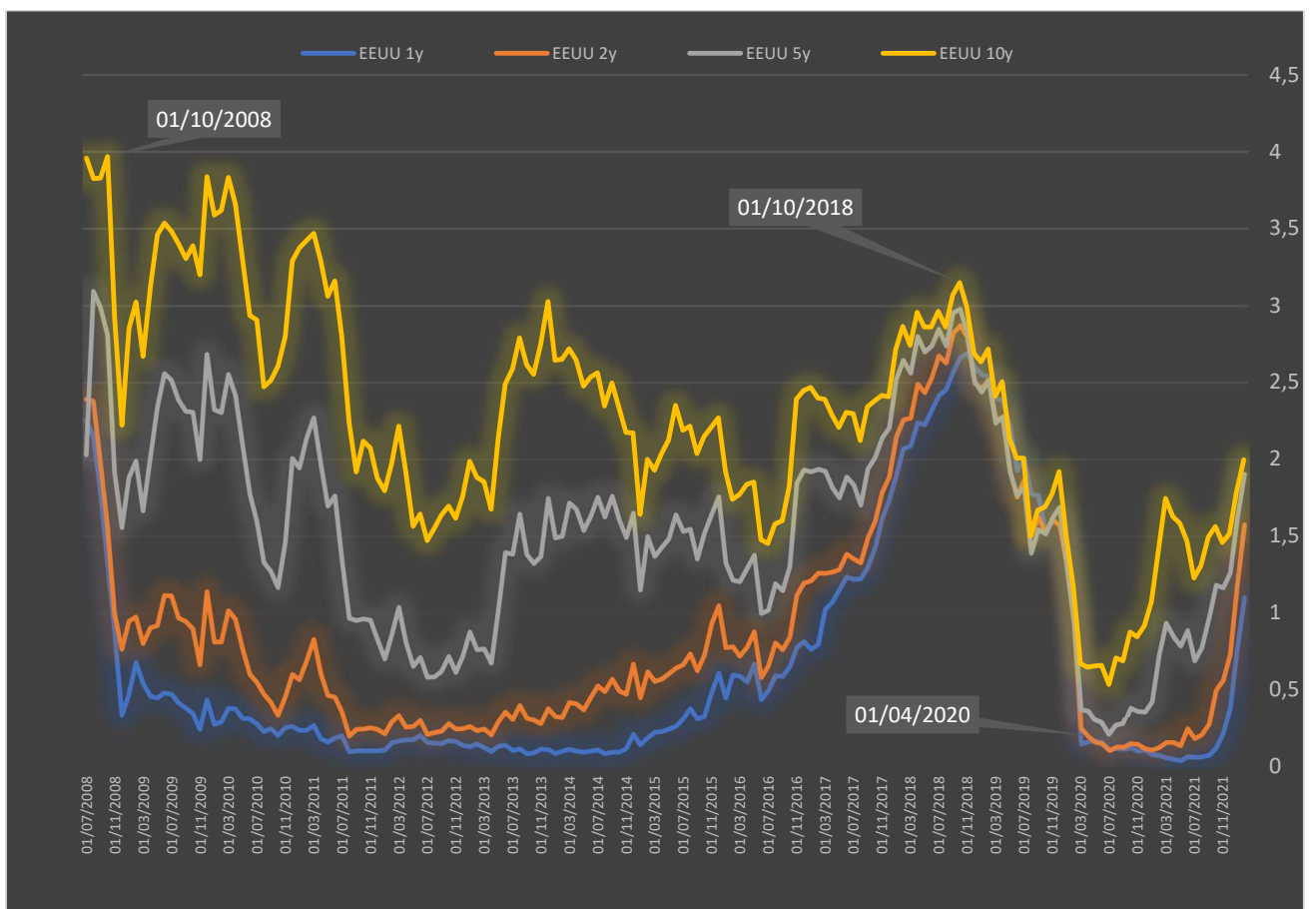
- ✓ Le está saliendo barriga -incrementos de los plazos medios-. Pero, aunque lo hayamos comentado meses atrás y en breve se comience a comentar de nuevo, la curva no se invertirá. De hacerlo -los rendimientos a corto plazo más elevados que los de largo- en estos momentos de recuperación tendríamos un problema no visto desde hace décadas: sería el resultado de una pérdida de contacto con la realidad de ciertos banqueros centrales. Es muy curiosa la agresividad de J. Bullard de la FED de St. Louis.
- ✓ Se podría aplanar más, o una mayor curvatura desde el año a los 10. Pero que el año o plazo inferiores sean superiores al 10y sería una situación de estrangulamiento forzado de la recuperación. También es cierto que se podría dar como buena -o mala- la inclinación negativa desde el año.
- ✓ Este aplanamiento se dio en el cuarto trimestre de 2018, cuando se pusieron en duda los crecimientos -con los EM a la cabeza-. Pero era una situación totalmente diferente a la actual. O con unos orígenes muy distintos, pero con medidas a tomar similares.

Para entender la situación: este aplanamiento o inclinación negativa no se barruntaba desde el 2008 o más recientemente desde el 2018.

¿Qué paso a finales de 2018?:

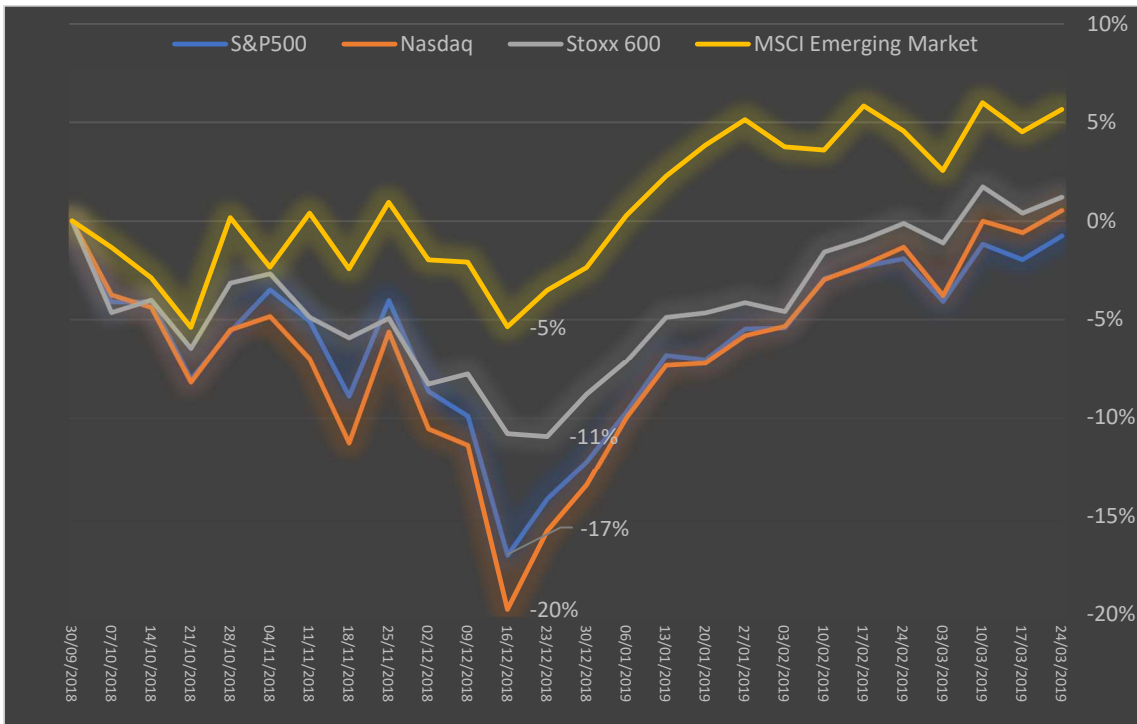
- ✓ Desaceleración del comercio mundial. Aquellas economías más orientadas al exterior - no mercado interno- se vieron muy penalizadas.
- ✓ El epicentro fue la desaceleración China por las tensiones comerciales de la era Trump, que arrastro a países como Alemania y, por ende, a toda Europa. Donde el BCE tuvo que emitir liquidez a los bancos -LTROS- y rebajar las primas de riesgo.
- ✓ Otro de los ejes principales fueron las subidas de tipos en los EE.UU.
- ✓ El BCE señaló diciembre de 2018 como el final de la compra de bonos y se estimaba que a mediados de 2019 subiesen los tipos.

Momentos recientes de aplanamientos:



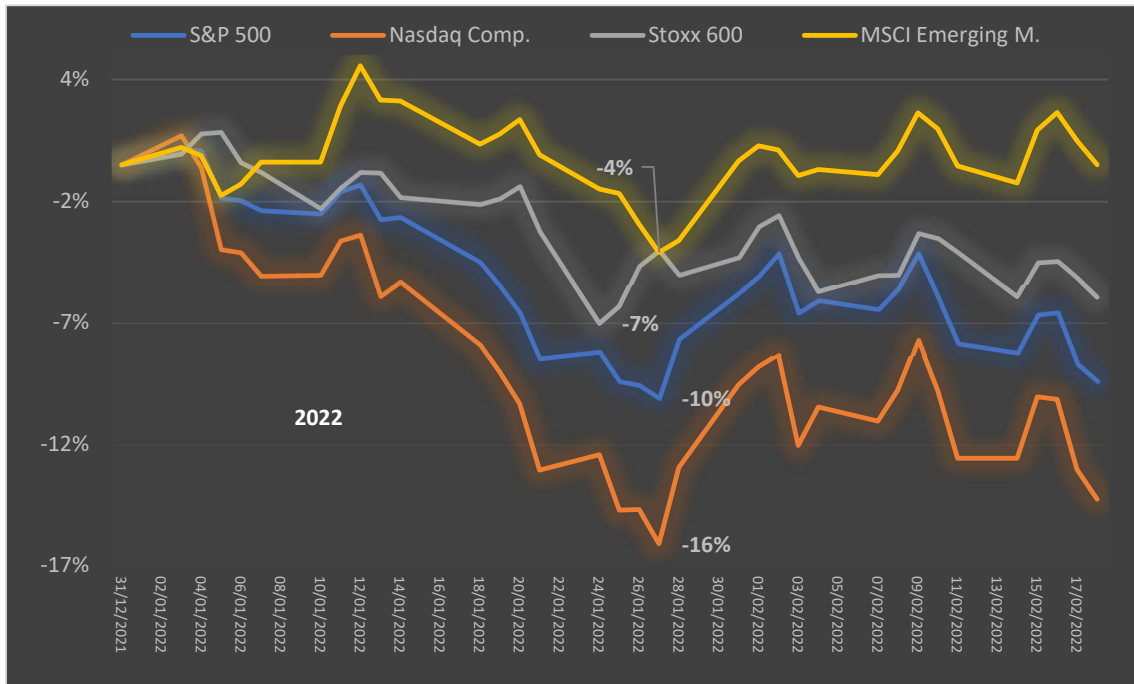
Estos puntos donde las diferencias entre los distintos plazos van muy unidas, son los períodos denominados de “aplanamiento”. Como se puede observar el caso anterior fue en el último trimestre de 2018.

La renta variable durante el último trimestre de 2018 y el primero de 2019: periodo de aplanamiento de curvas anterior:



El Nasdaq acabó dejándose un -20%, el S&P 500 un -17%, Europa un -11% y los emergentes un -5%. Una vez que los bancos centrales apoyaron de nuevo, los mercados se recuperaron con cierta rapidez.

Las caídas en la actualidad llegan hasta:



Si realizásemos una rigurosa comparación con el duro cuarto trimestre de 2018:

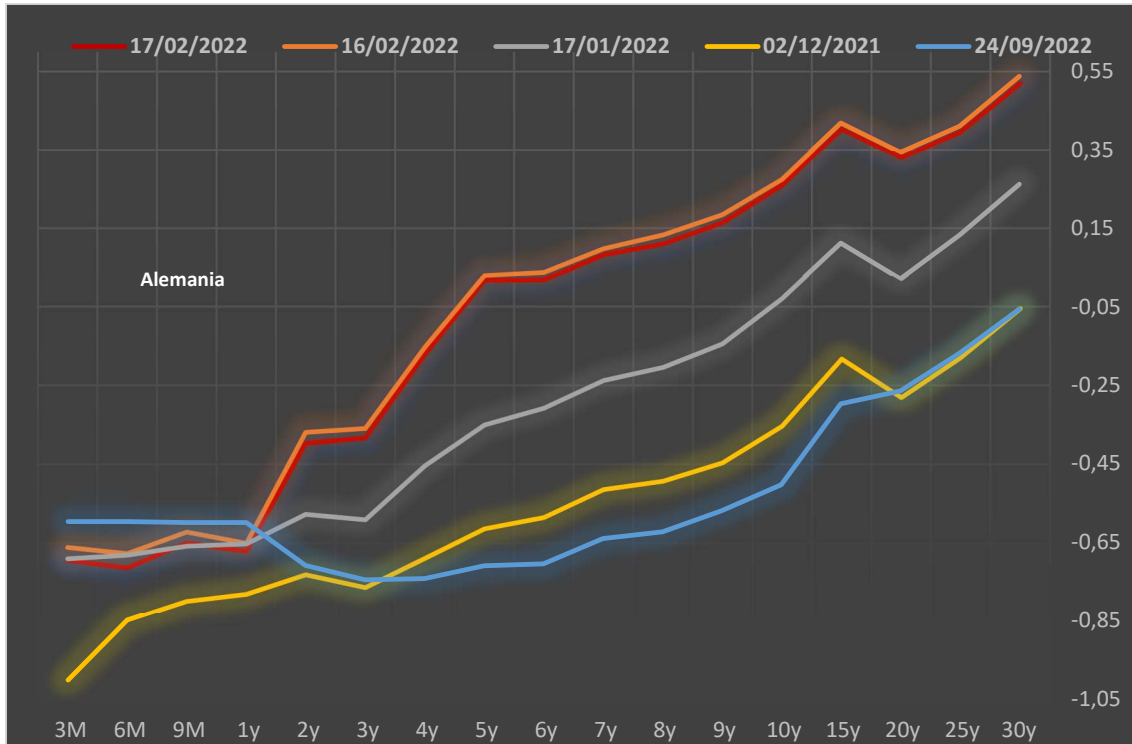
	<b>4T 2018</b>	<b>2022</b>	<b>Diferencia</b>
<b>S&amp;P 500</b>	-17%	-10%	<b>-7%</b>
<b>Nasdaq Comp.</b>	-20%	-16%	<b>-4%</b>
<b>Stoxx 600</b>	-11%	-7%	<b>-4%</b>
<b>MSCI Emerging M.</b>	-5%	-4%	<b>-1%</b>

Podríamos concluir que estamos muy cerca de tocar fondo o que ya lo hemos tocado. Pero falta un catalizador para impulsar la inflexión: estos podrían ser:

- ✓ Que los bancos centrales cesen en su actitud más agresiva.
- ✓ Que los mercados asuman esta postura más agresiva.
- ✓ O que se comience a barruntar una mayor fluidez en la elaboración y transporte de los productos hasta el consumidor final, arrastrando los precios a la baja. Y, por lo tanto, se les quite presión a los banqueros centrales.

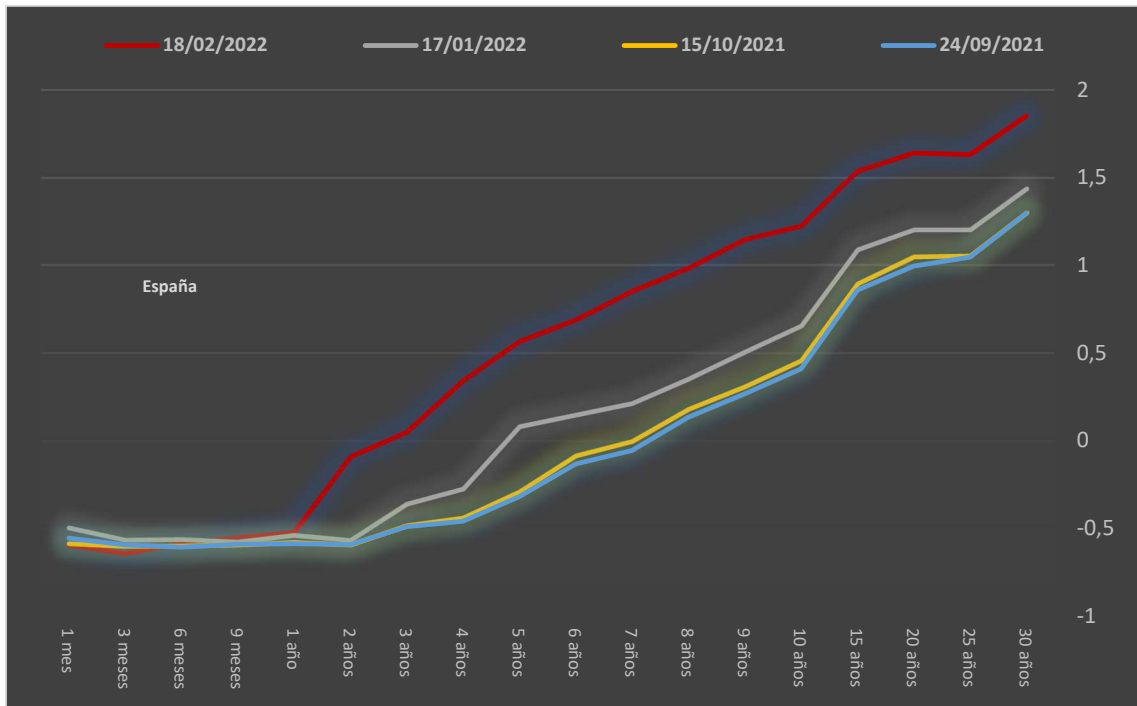
## Europa

### Alemania



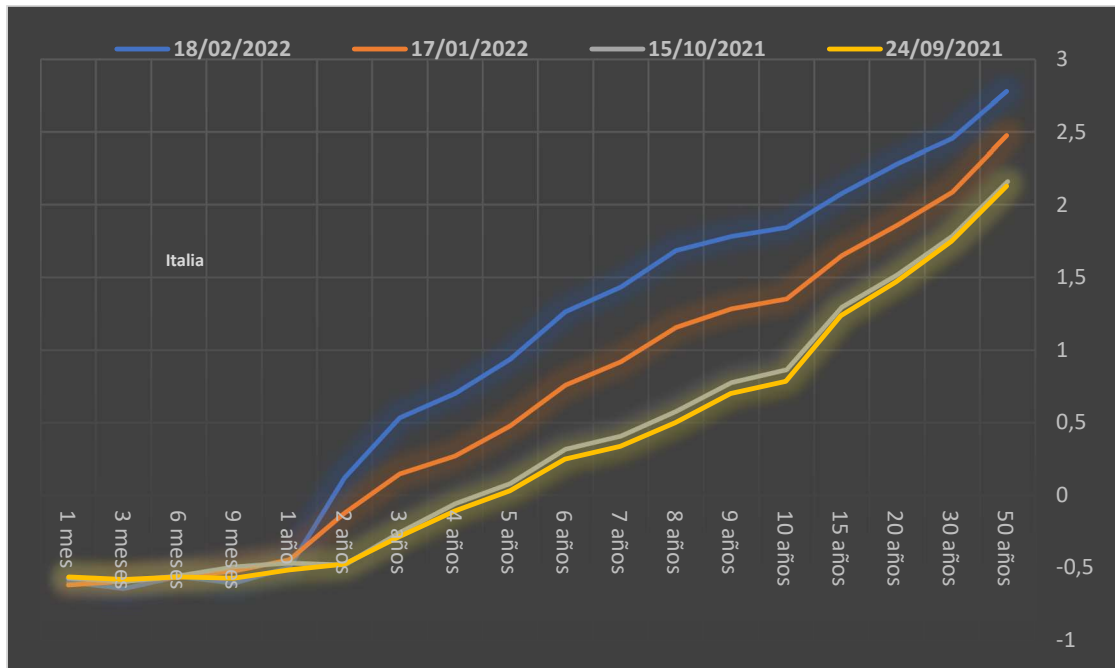
- ✓ Claro movimiento ascendente de los tramos medios y largos.
- ✓ Curiosa relajación desde septiembre de los tramos cortos ( $\leq 1y$ ). Los mercados no se creen un movimiento ascendente de los tipos por el BCE. Pero sí que han reaccionado a los datos de inflación y al anuncio de la finalización del programa de compra de bonos.

### España



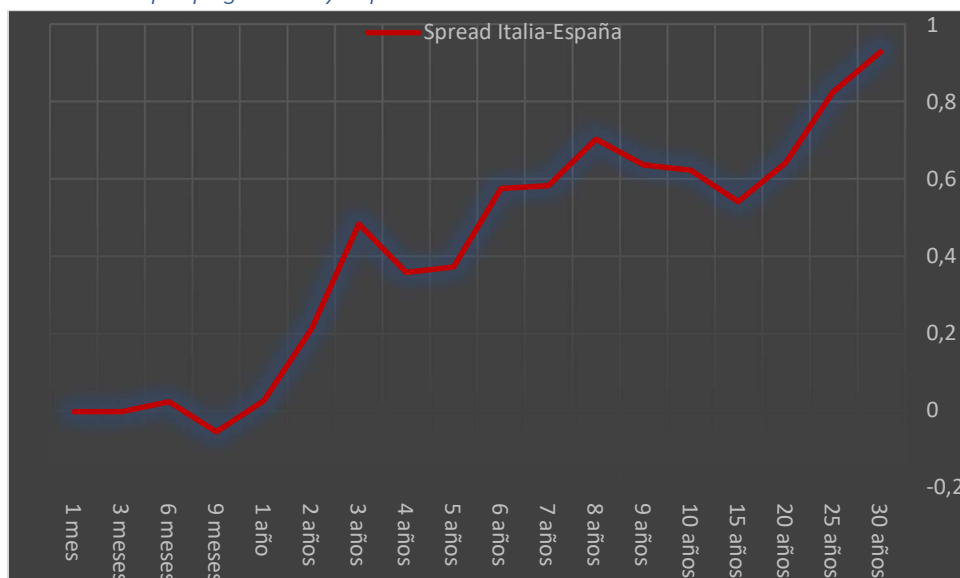
- ✓ Hasta el año sin grandes movimientos.
- ✓ Movimiento exagerado en paralelo desde el 1 año.

## Italia



- ✓ Movimientos similares, pero que alcanzan niveles de tipos superiores que los anteriores países.
- ✓ ¿Cómo le sentaran las retiradas de compras de bonos a estas curvas, a los presupuestos de Italia? ¿Y las subidas de tipos? También a los españoles.

## Diferencia entre lo que paga Italia y España:



Italia sigue pagando más que España salvo de 9 meses para abajo. En el 10 años pagan 62pbs más y en el 30 años casi un punto porcentual.

¿Con la importante deuda Italiana creen que C. Lagarde dejará de comprar bonos o subirá los tipos?



Las apuestas sobre la caída de precio de los bonos europeos corren el serio riesgo de revertirse ante las expectativas de IPCs por debajo del 2% para 2023 y 2024; y que las recuperaciones desde la pandemia acaben por dejar unos crecimientos muy parecidos a los anteriores, es decir, someros. Probablemente C. Lagarde tenga que volver a retractarse -no es malo reconocer errores y adaptarse al momento- y comprar bonos de nuevo para rebajar los tipos de mercado, de financiación de los diferentes países, sobre todo de los periféricos. Aquí se abrirá de nuevo el tremendo hueco europeo, entre los norteños y los periféricos. Probablemente echaremos de menos a M. Dragui.

¿Se esperan subidas de tipos? O ¿Eliminación de las compras de bonos? O ¿Ambas? No pensamos en errores de políticas monetarias por aquí, porque no pensamos que se lleguen a dar.

### Los futuros sobre los spread de los Eurodollar nos muestran:



- ✓ Finalización de subidas de tipos en 2023.
- ✓ **25 puntos básicos de bajada de tipos en 2024.** En algo más de dos años. Esta circunstancia podría ser perfectamente la consecuencia de un “error de política monetaria”.

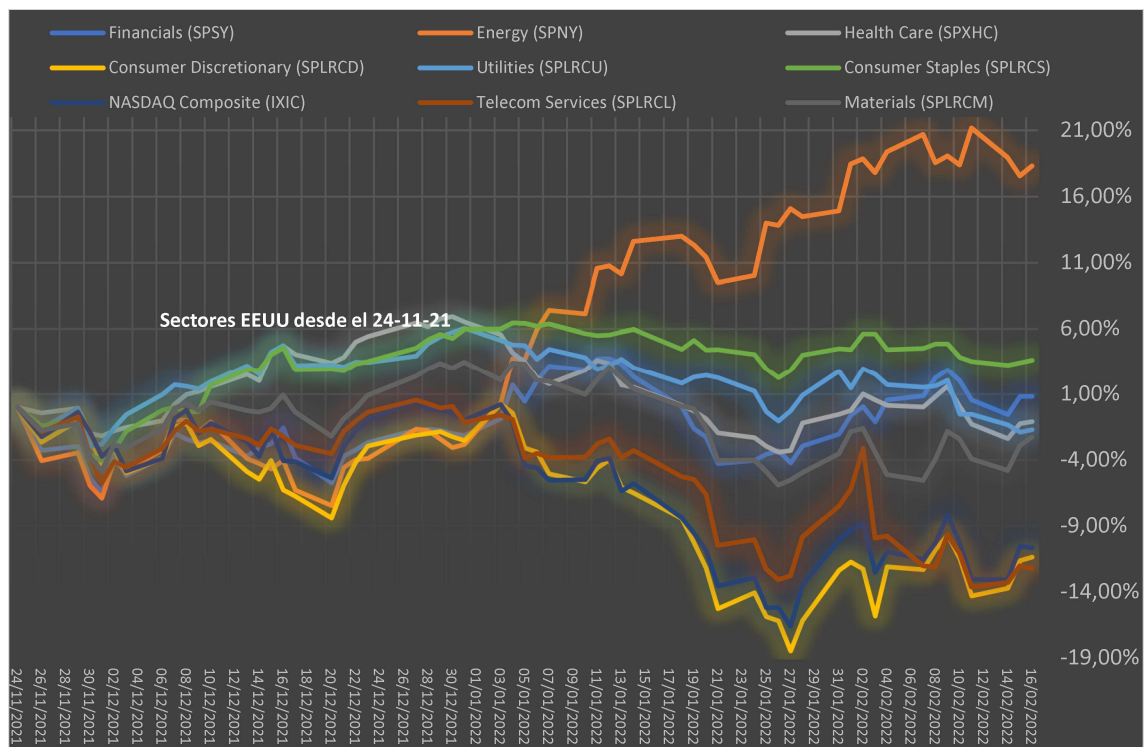
## RENTA VARIABLE

Mostramos los siguientes datos, dado que las composiciones de las carteras están enfocadas según sus interpretaciones. Tanto por el lado de la descorrelación -disminución de la volatilidad del conjunto-, como por los riesgos asociados. Junto con las perspectivas sobre los mismos, explicadas en el informe anterior.

Desde el 24 de noviembre, cuando comenzó la volatilidad o el primer período correctivo de las bolsas y de los bonos, por las estimaciones de subidas de tipos. Lo que estamos viviendo en la actualidad, período que nos sigue siendo válido para evaluar las carteras a meses vista.

La monitorización continua de las correlaciones y los riesgos de cada activo nos sirve de guía para determinar, junto con las perspectivas, si las desviaciones nos compensan o no.

### EEUU



Nasdaq, telecos y consumo cíclico los damnificados. Como destacada, la energía.

## Correlaciones

	Financials (SPSY)	Energy (SPNY)	Health Care (SPXHC)	Consumer Discr. (SPLRCD)	Utilities (SPLRCU)	Consumer Staples (SPLRCS)	NASDAQ Comp. (IXIC)	Telecom Services (SPLRCL)	Materials (SPLRCM)	S&P 500
Financials (SPSY)	1,00	0,53	0,19	0,01	0,26	0,61	-0,08	-0,09	0,36	0,24
Energy (SPNY)	0,53	1,00	-0,49	-0,79	-0,27	0,43	-0,84	-0,81	-0,47	-0,61
Health Care (SPXHC)	0,19	-0,49	1,00	0,61	0,85	0,46	0,69	0,71	0,82	0,86
Consumer Discr. (SPLRCD)	0,01	-0,79	0,61	1,00	0,37	-0,23	0,98	0,90	0,75	0,89
Utilities (SPLRCU)	0,26	-0,27	0,85	0,37	1,00	0,70	0,42	0,57	0,76	0,70
Consumer Staples (SPLRCS)	0,61	0,43	0,46	-0,23	0,70	1,00	-0,23	-0,08	0,39	0,19
NASDAQ Composite (IXIC)	-0,08	-0,84	0,69	0,98	0,42	-0,23	1,00	0,94	0,74	0,91
Telecom Services (SPLRCL)	-0,09	-0,81	0,71	0,90	0,57	-0,08	0,94	1,00	0,80	0,90
Materials (SPLRCM)	0,36	-0,47	0,82	0,75	0,76	0,39	0,74	0,80	1,00	0,92
S&P 500	0,24	-0,61	0,86	0,89	0,70	0,19	0,91	0,90	0,92	1,00

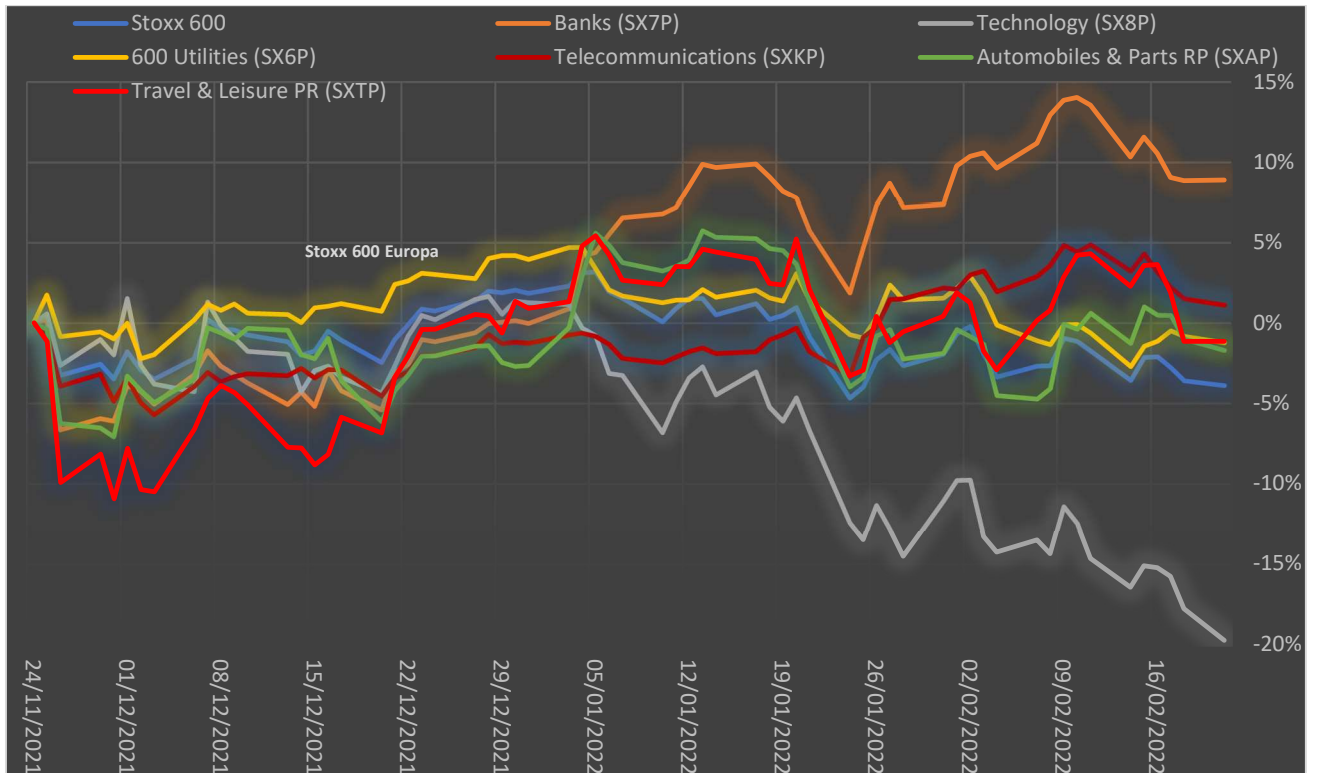
Observamos las diferencias entre los comportamientos de los diferentes sectores. Por un lado, la energía y defensivos y, por el otro, los más ligados al ciclo salvo la energía.

## Volatilidades y beta

	Financials (SPSY)	Energy (SPNY)	Health Care (SPXHC)	Consumer Discr. (SPLRCD)	Utilities (SPLRCU)	Consumer Staples (SPLRCS)	NASDAQ Comp. (IXIC)	Telecom Services (SPLRCL)	Materials (SPLRCM)	S&P 500
Volatilidad anual	20%	72%	21%	39%	17%	20%	37%	33%	21%	21%
Beta sobre S&P 500	0,96	3,50	1,04	1,89	0,83	0,98	1,80	1,62	1,01	1

La beta, como indicador de la volatilidad sobre el índice, nos vuelve a mostrar las diferencias entre sectores, así como los riesgos asociados sobre el mismo.

## Europa



Bancos y tecnología, ambas caras de la moneda.

Cuidado con los bancos ante discursos del BCE más ligados a los más suaves de meses atrás que a los más estrictos del momento.

### Correlaciones

	Stoxx 600	Banks (SX7P)	Technology (SX8P)	600 Utilities (SX6P)	Telecom (SXKP)	Automobiles & Parts RP (SXAP)	Travel & Leisure PR (SXTTP)
<b>Stoxx 600</b>	1,00	-0,05	0,67	0,85	-0,16	0,63	0,53
<b>Banks (SX7P)</b>	-0,05	1,00	-0,72	-0,13	0,84	0,45	0,75
<b>Technology (SX8P)</b>	0,67	-0,72	1,00	0,58	-0,72	0,10	-0,20
<b>600 Utilities (SX6P)</b>	0,85	-0,13	0,58	1,00	-0,16	0,36	0,38
<b>Telecommunications (SXKP)</b>	-0,16	0,84	-0,72	-0,16	1,00	0,11	0,57
<b>Automobiles &amp; Parts RP (SXAP)</b>	0,63	0,45	0,10	0,36	0,11	1,00	0,73
<b>Travel &amp; Leisure PR (SXTTP)</b>	0,53	0,75	-0,20	0,38	0,57	0,73	1,00

### Volatilidades y beta

	Stoxx 600	Banks (SX7P)	Technology (SX8P)	600 Utilities (SX6P)	Telecom (SXKP)	Automobiles & Parts RP (SXAP)	Travel & Leisure PR (SXTTP)
<b>Volatilidad anual</b>	16%	51%	49%	14%	22%	26%	37%
<b>Beta sobre Stoxx 600</b>	1,00	3,22	3,10	0,90	1,37	1,64	2,33

Las telecos y los bancos en Europa nos ofrecen descorrelación y más riesgo individual, pero con resultados positivos.

## RESUMEN

- ✓ **Materias primas:** Desde Evolutio pensamos que en general todas tienen las patas muy cortas en un mundo centrado en contra de la inflación y ante una demanda llegando a niveles prepandemia. El mundo no se ha vuelto loco y no demanda ahora más que antes, sino que hay una enfermedad en vías de normalización que ha provocado estos tremendos repuntes.

El índice elegido para poner la posición bajista- Bloomberg Commodity Spot-, no es capaz de romper los máximos anteriores.

- ✓ Los ingresos personales reales o son negativos o muy someros, salvo el caso de UK.
- ✓ Los PIB son muy similares: En China, EE.UU. y Zona Euro se han alcanzado los niveles anteriores; UK está ligeramente por debajo. Pero con perspectivas a la baja, hacia la tendencia de la media histórica, de crecimientos mucho más modestos.

El caso chino, el Partido, desde una posición más cómoda, está apoyando de nuevo a la economía sobre los datos a la baja más recientes. Con unos datos de IPC débiles. Pero no tanto los precios de fábrica que nos podrían servir de paragón por estos lares occidentales. **Probablemente sea el espejo de lo que pasará en occidente. Por lo que mucho ojo con pasarse con las subidas de tipos y con las estrictas retiradas de liquidez.**

- ✓ La renta fija nos muestra: en los EE.UU. un aumento considerable de los rendimientos del tramo medio -no aplanamiento riguroso- y rechazamos el siguiente runrún de **curva invertida. Si esto se diera, probablemente, sería consecuencia de un error de la política monetaria y sería un cisne negro; en Europa, movimientos en paralelo por los anuncios de finalización de los programas de compras de bonos. Cuidado con las posiciones cortas, ya que en cualquier momento los bancos centrales se pueden retractar y así retroceder los rendimientos en cierta medida sobre todo en Europa. También cuidado, pero menos, en los EE. UU. ya que se observan entradas muy fuertes de dinero a niveles cercanos al 2% en el 10 años.**

Estos “aplanamientos” -donde las curvas de los diferentes plazos van muy pegadas- nos llevan al caso anterior, del 4 trimestre de 2018. Donde los recortes del crecimiento tiraron a las bolsas y los bancos centrales tuvieron que dar marcha atrás en sus desescaladas.

Creemos que no se darán las subidas de tipos en Europa, ni retiradas drásticas de liquidez, dado el tremendo daño que se le haría a las economías periféricas. Veremos como maneja C. Lagarde las históricas diferencias entre el Norte y el Sur, ahora que, de nuevo, los intereses se desvían.

- ✓ **La renta variable** está cogiendo muy bien toda esta incertidumbre sobre los crecimientos, los IPC y las estimaciones sobre retiradas de estímulos y subidas de tipos. Insistimos, China puede ser de nuevo un espejo para occidente: datos de inflación a la baja, junto con menguados crecimientos.

En los EEUU, el mejor sector es el energético y el consumo básico. ¿Puede ser sostenible una recuperación con unos precios por la nubes? Dudamos mucho de una espiral sostenida, de salarios inflacionista.

En Europa, las telecom y los bancos nos ofrecen descorrelación y más riesgo individual, pero con resultados positivos.

Seguimos observando las diferencias entre los sectores defensivos y los cíclicos, con la excepción de la energía.

**Si nos centramos en el espejo chino y en lo acaecido durante el nefasto cuarto trimestre de 2018, podríamos decir que las bolsas han tocado fondo o están muy cerca.** Los principales catalizadores para un cambio de tendencia podrían ser:

Que los bancos centrales cesen de su actitud más agresiva.

Que los mercados asuman esta postura más agresiva.

O que se comience a barruntar una mayor fluidez en la elaboración y transporte de los productos hasta el consumidor final, arrastrando los precios a la baja. Y, por lo tanto, se les quite presión a los banqueros centrales.

- ✓ Cuidado con las indicaciones de los futuros sobre los Eurodollar en EE.UU.:

Finalización de subidas de tipos en 2023.

**25 puntos básicos de bajada de tipos en 2024.** En algo más de dos años. Esta circunstancia podría ser perfectamente la consecuencia de un **“error de política monetaria”**. Y eso es lo que se piensa que podría suceder a día de hoy.

- ✓ Seguimos siendo prudentes, pero positivos a medio y largo plazo. Nos encomendamos a la adaptación paulatina de los bancos centrales ante los datos de crecimiento, inflación y empleo. No creemos que se quieran disparar en los pies. No obstante, el retroceso de la volatilidad en los mercados tiene también mucho que ver con que los inversores vayan asumiendo ligeras subidas de tipos y ciertas restricciones. Una vuelta hacia una cierta normalidad.