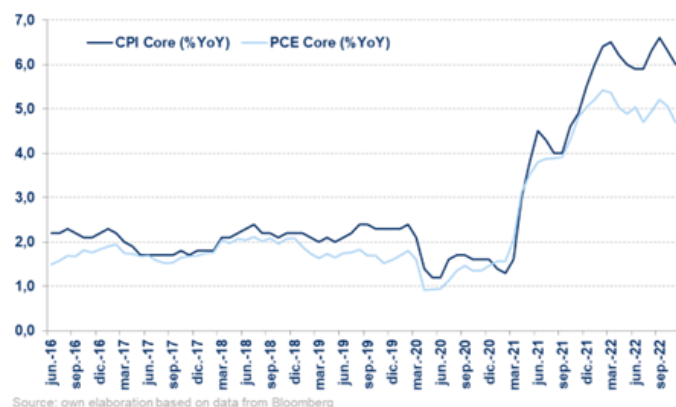


Carta mensual macro

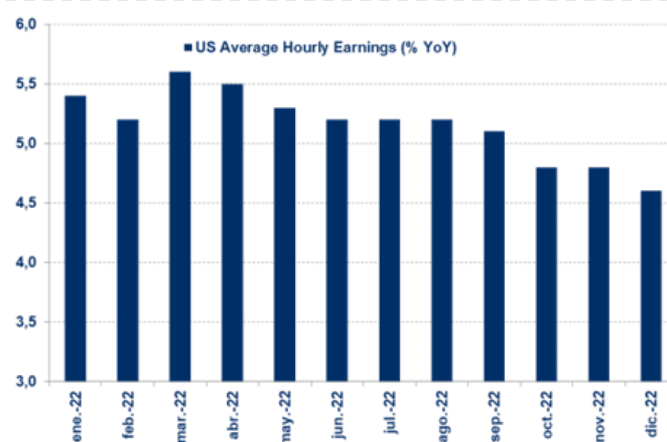
Aunque los riesgos siguen siendo relevantes, comenzamos 2023 con una visión razonablemente constructiva para la economía global. Para EE. UU. y la Eurozona, lo que esperamos es un entorno de política monetaria restrictiva que lleve a un aterrizaje suave (crecimiento bajito, pero sin recesión) y a un control progresivo de las presiones inflacionistas. En China, el abandono de la política de covid cero, unido a políticas fiscales y monetarias claramente expansivas, debería generar un fuerte rebote en la actividad económica a lo largo del ejercicio. Por lo demás, nuestras perspectivas son también relativamente positivas para el sudeste asiático, gracias a que todavía hay algo de espacio de recuperación post-covid y al hecho de que en esa región las políticas monetarias no tendrán que ser tan restrictivas como en el mundo desarrollado (en efecto, y como consecuencia de políticas fiscales en general mucho más prudentes que las vistas en EE.UU. y Europa durante la pandemia, el overshooting de inflación en el sudeste asiático ha sido algo menor que el nuestro y eso permite ahora a ese grupo de países una orientación menos agresiva de la política monetaria). En cuanto a las cosas que pueden ir mal, estaremos atentos sobre todo a factores como los siguientes. En primer lugar, a un posible desanclaje de las expectativas de inflación que, de producirse, daría aún más persistencia a la inflación tanto de forma directa, a través de la fijación de precios por parte de las empresas, como indirecta, por la vía de aumentar la probabilidad de subidas salariales excesivas (obligando a los bancos centrales a ser todavía más agresivos de lo que ahora se descuenta). En segundo lugar, también seguiremos de cerca los problemas que podría llegar a generar una política fiscal excesivamente expansiva en la Eurozona durante el presente ejercicio (a día de hoy, todo apunta a un sesgo procíclico de la política presupuestaria a nivel comunitario para 2023, algo que podría forzar al BCE a subir los tipos por encima de lo que nosotros esperamos, con el consiguiente aumento del riesgo de recesión y pudiendo incluso generar situaciones "ruidosas" en la deuda periférica). En tercer lugar, estaremos pendientes de eventuales sorpresas negativas de tipo geopolítico, con la guerra de Ucrania lógicamente como preocupación más evidente. Por último, no perderemos de vista tampoco la potencial aparición de nuevas variantes peligrosas del coronavirus como consecuencia de la explosión de contagios en China (sobre este riesgo creemos que se puede mantener un cierto optimismo porque, desde la aparición de la ómicron, toda la evolución del virus ha sido hacia versiones muy transmisibles, pero relativamente benignas en cuanto a sintomatología).

Como hemos señalado ya en versiones anteriores de esta carta, creemos en EE. UU. y en la Eurozona se dan las condiciones adecuadas (expectativas de inflación razonablemente ancladas, balances saneados de familias y empresas, fuerte capitalización del sistema bancario...) como para que una política monetaria moderadamente restrictiva pueda **controlar la inflación sin tener que generar una recesión** (y mucho menos una recesión grave).

En el caso de **EE. UU.**, la información macro reciente apunta a que ya se están consiguiendo resultados tangibles en términos de **corrección de excesos de demanda** y que eso, a su vez, se está empezando a traducir en una cierta **disminución de las presiones de precios y salarios**:

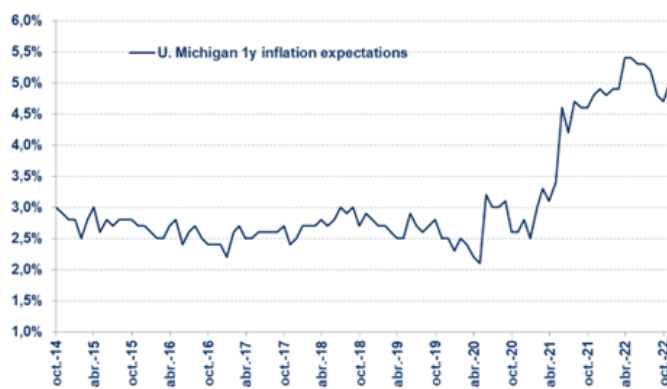


Source: own elaboration based on data from Bloomberg



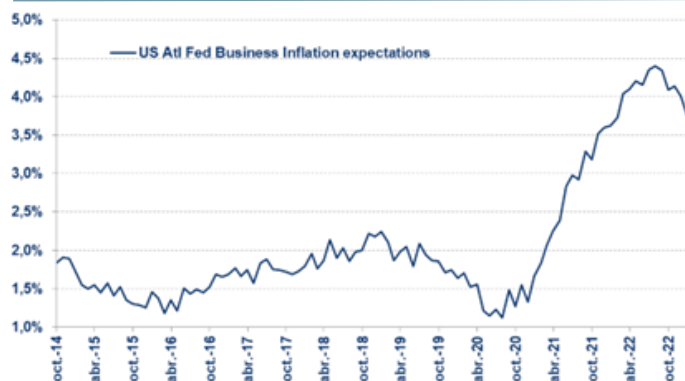
Source: own elaboration based on data from Bloomberg

También es positivo comprobar que las **expectativas de inflación a corto plazo** han comenzado a moderar en el período reciente:



Source: own elaboration based on data from Bloomberg

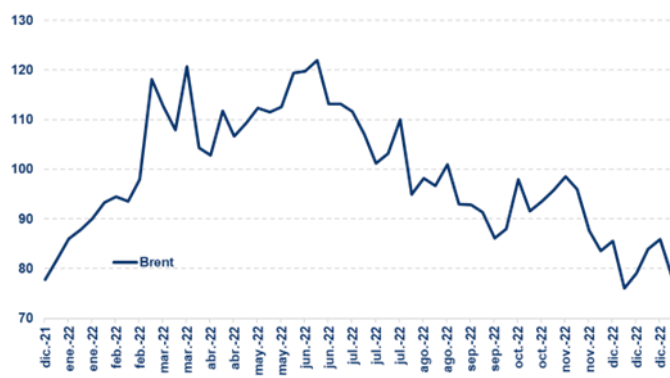
Comentario mensual



Source: own elaboration based on data from Bloomberg

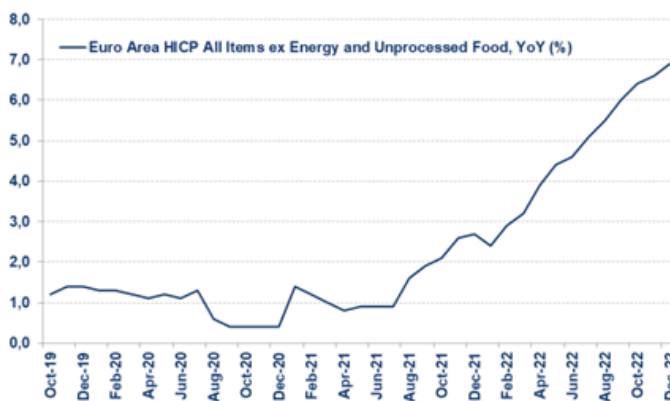
Así las cosas, damos elevada probabilidad a que la **Fed** esté próxima a finalizar el proceso de subidas de tipos de interés, abriendo así la puerta a lo que puede ser un **aterrizaje suave** de la economía americana a lo largo de 2023.

Pasando ahora a la **Eurozona**, pensamos que el **crecimiento a corto plazo va a seguir sorprendiendo al alza** por factores como los siguientes: caída de los precios de las materias primas, algo que es especialmente favorable para nuestro continente en cuanto que importador de este tipo de bienes; situación saneada de balance de familias y empresas; política fiscal claramente expansiva; aceleración apreciable de salarios...



Source: own elaboration based on data from Bloomberg

Así las cosas, lo que más nos preocupa en el caso europeo no es tanto la posibilidad de una recesión a corto plazo sino, más bien, el **riesgo de que el BCE tenga que subir los tipos más de lo que nosotros habíamos estado esperando** hasta ahora.



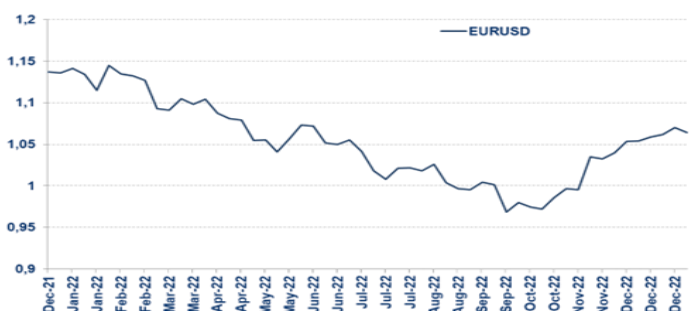
Source: own elaboration based on data from Bloomberg

Teniendo en cuenta lo anterior, durante las próximas semanas vamos a estar especialmente atentos a dos cosas. En primer lugar, a las **negociaciones salariales**, para comprobar que los salarios no aceleran más allá de lo "razonable" (por ser concretos, crecimientos salariales en el entorno del 4-5% para 2023 como los que nosotros estamos esperando nos parecerían manejables y estarían de hecho plenamente justificados¹; si, por el contrario, la evolución de las retribuciones laborales se fuera muy por encima de esas tasas, eso daría lugar a la aparición de efectos de segunda ronda significativos, a los que el BCE tendría que responder).

En segundo lugar, vamos a prestar también mucha atención al comportamiento de la **política presupuestaria**, para ver si se consiguen evitar sesgos procíclicos excesivos a lo largo del presente ejercicio. A este respecto, conviene recordar que parte del éxito que está empezando a tener EE. UU. en el control de la inflación se debe precisamente a que la política fiscal ha dejado hace tiempo de presionar al alza a la demanda agregada. Si en Europa, por el contrario, nos empeñáramos en mantener políticas presupuestarias muy expansivas durante todo 2023, el peligro de nuevo es que eso acabaría forzando al BCE a llevar a cabo una política monetaria aún más agresiva de lo que ahora se descuenta, con lo que eso supondría de mayor riesgo de recesión y de posible aparición, incluso, de ruidos en los mercados de deuda periférica.

Sea como fuere, y pese a que efectivamente los riesgos que se acaban de citar nos parecen muy relevantes de cara al año que ahora comienza, **la Eurozona cuenta con una ventaja importante para enfrentar la actual situación de fuertes presiones inflacionistas**. En efecto, el hecho de que, durante muchos años, la inflación haya estado muy controlada en nuestro continente está ahora contribuyendo a que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantengan razonablemente bien ancladas. Y esto, a su vez, tiene dos consecuencias claramente favorables. Por un lado, está ayudando a que los sindicatos se muestren bastante prudentes en sus demandas salariales. Por otro, está haciendo también que las empresas, en general, no estén intentando aprovechar la actual fortaleza de demanda para aumentar de forma agresiva sus márgenes empresariales.

Por lo demás, **la reciente apreciación del euro debería contribuir a una cierta contención de precios** en los próximos meses:



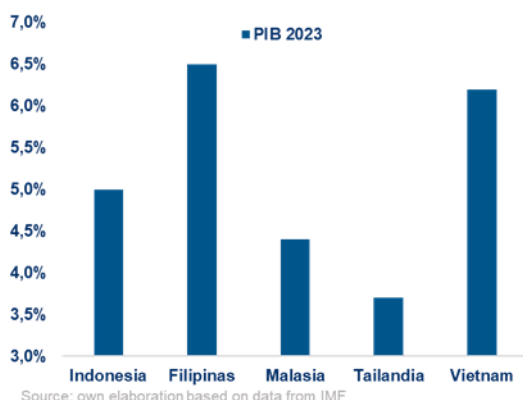
Source: own elaboration based on data from Bloomberg

¹La idea es que los salarios de cada país deberían crecer en línea con lo que lo haga la suma del aumento de la productividad y del deflactor del PIB (este último indicador es el que mejor refleja los precios de las empresas de ese país). Si se tiene en cuenta lo ocurrido en 2022, aumentos salariales en el entorno de lo indicado en el texto principal para 2023 serían compatibles con una desaceleración significativa del deflactor del PIB en los próximos 12 meses y, al mismo tiempo, permitirían a los salarios crecer en línea con lo que se espera que sea la evolución conjunta de ese indicador de inflación y de la productividad en el conjunto de 2022 y 2023.

Comentario mensual

En cuanto a **China**, lo más normal es que la actividad económica acelere de forma significativa y pueda alcanzar **tasas de crecimiento claramente superiores al 5%** en el conjunto de 2023. ¿Por qué? Primero, porque no ha habido ningún país en el mundo que no haya rebotado de forma importante tras pasar a “convivir” con el virus y lograr un grado suficiente de inmunización. Segundo, porque las políticas fiscal y monetaria en China son hoy fuertemente expansivas y se están acompañando además de forma cada vez más intensa de medidas de impulso específicamente dirigidas al maltrecho sector inmobiliario.

Por último, junto con China, **los países del sudeste asiático serán probablemente de los que mejor se comporten en términos de crecimiento económico durante el presente ejercicio**. En primer lugar, porque son países en los que la eliminación completa de restricciones relacionadas con la pandemia se ha producido de forma relativamente reciente y eso hace que todavía a día de hoy tengan un cierto margen de recuperación “post-virus”. En segundo lugar, porque este grupo de economías va a poder disfrutar de una orientación de política monetaria menos restrictiva que la que vamos a “sufrir” en EE. UU. y en Europa, lo cual les permitirá crecer más cerca de un potencial que ya de por sí es bastante más elevado que el del promedio del mundo desarrollado.



Terminamos como siempre repasando brevemente las implicaciones de nuestro escenario macro para las principales clases de activos financieros:

Renta variable: pese a nuestro escenario de aterrizaje suave para la economía americana, las valoraciones del equity de ese país no nos parecen especialmente atractivas. Por el contrario, los mercados de renta variable de China, el sudeste asiático y Europa sí presentan en nuestra opinión perspectivas retorno/riesgo razonablemente halagüeñas. Por estilos, creemos que todavía hay que esperar a ver señales más claras de moderación de precios y salarios antes de volver con fuerza al growth; a nivel sectorial, por valoración y por el contexto de tipos de interés estructuralmente más elevados en el que pro-

bablemente nos vamos a mover en los próximos años, nos gusta especialmente el sector bancario europeo.

Duración: aunque en la Eurozona y en EE. UU. las curvas de tipos están probablemente en precio, todavía vemos más riesgos al alza que a la baja (sobre todo en los tramos largos, que podrían verse afectados por una eventual revisión al alza de las estimaciones de tipo neutral). En el caso de Japón, creemos bastante probable que en la primera mitad de 2023 el BOJ se vea obligado a dar pasos adicionales de flexibilización en su política de control de curva, algo que podría provocar un nuevo desplazamiento al alza en la curva de ese país. Con carácter selectivo, nos gustan también los tramos cortos y medios de la deuda de algunas economías emergentes en divisa local. En sentido contrario, tendríamos cuidado con las exposiciones a deuda periférica en Europa por las razones aludidas más arriba.

Crédito: pese a la reciente contracción en los spreads, nos sigue gustando esta clase de activo porque nuestro escenario macro es compatible con que las tasas de default se mantengan moderadas.

Divisas: la confirmación de techo de inflación en EE. UU. abriría la puerta a un perfil retorno-riesgo atractivo para las divisas emergentes, sobre todo las asiáticas. Al mismo tiempo, niveles del dólar de 1,07-1,10 nos resultarían razonablemente atractivos para poder usar esta divisa como cobertura de exposiciones a activos de riesgo en la Eurozona. El yen, por su parte, podría beneficiarse de posibles nuevos pasos de normalización de política monetaria por parte del BOJ durante este año y, en ese sentido, estaría también en buena posición para poder funcionar como un activo de protección ante shocks negativos que pudieran afectar a la economía global.