



HOJA DE RUTA



Septiembre 2020



### Entorno Económico y de Mercados

**Recuperación vigorosa y frágil a la vez.** La recuperación de la actividad después del parón impuesto por la pandemia se mantiene vigorosa. El escenario central es que la disponibilidad de vacunas permitirá eliminar los riesgos de la pandemia en la primera mitad de 2021. En ese año la producción económica ya será superior a la de 2019, pero aún no alcanzará el nivel tendencial, al que podemos llegar en 2022.

No debemos olvidar que la economía necesitará, hasta que la población esté inmunizada, medidas extraordinarias de apoyo para que la pandemia no produzca una recesión. La terapia económica es sencilla; sustituir el ingreso perdido por empresas y familias con transferencias públicas, financiadas con la ayuda de los Bancos Centrales. El elemento esencial es el incremento del gasto público, los Bancos Centrales sólo actúan como facilitadores.

Las medidas excepcionales deben ser muy limitadas en el tiempo. A largo plazo los subsidios públicos destruyen los incentivos que en un sistema de libre mercado aseguran la mejor asignación de recursos. La financiación del déficit por los Bancos Centrales es potencialmente muy inflacionistas.

Tipos bajos para siempre. Los Bancos Centrales han redoblado sus medidas de estímulo, y las expectativas de subidas de tipos son cada vez más remotas.

**Preferencia por los sectores defensivos.** La corrección desde máximos ha castigado más a los sectores cíclicos, y creemos que seguirá ocurriendo en un entorno de mayor volatilidad. La temporada de resultados en EE.UU. puede confirmar una reducción en la aceleración de del crecimiento de los beneficios que también reduzca el ritmos de subida de los índices.

**El dólar en tendencia bajista, pero toca tomarse un respiro.** Los factores que han apoyado la debilidad del dólar pueden invertir su efecto, la Fed ya actuado, el rebrote es ahora mayor en Europa que en EE.UU. y el Brexit entra en una fase crítica. Tácticamente toca subir la exposición a dólar

**Estrategias alternativas.** Se han comportado muy bien durante la corrección, pero se incrementa la dispersión entre gestores.

**Mantenemos la cautela en la toma de riesgos.** El mercado ha comenzado a poner en precio la posibilidad de una reducción en la aceleración, pero la situación puede prolongarse mientras no esté clara la situación política en EE.UU.

**Riesgos en el corto plazo.** A corto plazo vemos riesgos de que se reduzca la aceleración en la recuperación del crecimiento. La evolución del mercado es a corto plazo más sensible a los cambios en la aceleración que a la velocidad del crecimiento.

La reducción en la aceleración es normal a medida que nos acercamos a la velocidad previa a la pandemia, pero agrava si los contagios se aceleran y se eliminan las medidas económicas paliativas cuando aún son necesarias. Lo primero ya está ocurriendo y lo segundo también, aunque creemos que temporalmente, en EE.UU. El programa de ayudas para paliar los efectos de la crisis acabó el 31 de julio y hasta ahora no ha sido reemplazado. Es posible que no se alcance un acuerdo para renovarlo antes de las elecciones presidenciales del 3 noviembre, y aun más si el debate político se centra en la ratificación de la nominación presidencial de un nuevo juez para el Tribunal Supremo.

Como riesgos de muy baja probabilidad vemos un resultado muy igualado en las elecciones presidenciales en EE.UU. que prolongue durante semanas la parálisis y un Brexit sin acuerdo comercial.

Los niveles de rentabilidad son muy poco atractivos, pero la capacidad de los Bancos Centrales para sostener el precio de los activos que compran nos hace mantener apuestas por los bonos corporativos y una exposición a todos los plazos de la curva.

La corrección ha afectado más al reducido número de empresas que se benefician del entorno de distancia social, pero la diferencia en la valoración con el resto del mercado sigue siendo demasiado elevada en un escenario de recuperación generalizada del crecimiento.

**Materias primas** los metales industriales y el petróleo además pueden corregir si las expectativas de crecimiento se deterioran

Reducimos el peso de los gestores con mayores apuestas direccionales.

El escenario que contemplamos es un mercado con más volatilidad, pero no un cambio de la tendencia de fondo. La prolongación de un mercado muy volátil puede ofrecer puntos de entrada atractivos para los próximos trimestres, pero creemos que podemos ser pacientes antes de volver a comprar.



### Renta Fija



### Renta Variable



### Divisas

### Materias Primas



### Estrategias Alternativas



### Asset Allocation

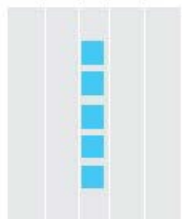


HOJA DE RUTA

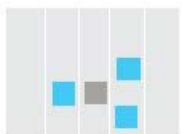


### ACTIVOS

**RENTAFIJA**  
Corto Plazo Euro  
Largo Plazo Euro  
Periferia Euro  
Corto Plazo US  
Largo Plazo US



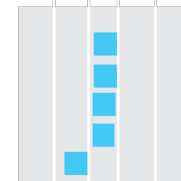
**CRÉDITO**  
Empresarial  
High Yield  
Emergente



■ Posición actual  
■ Posición anterior

### ACTIVOS

**RENTA VARIABLE**  
EEUU  
Eurozona  
Japón  
Emergente Asia  
Emergente Resto

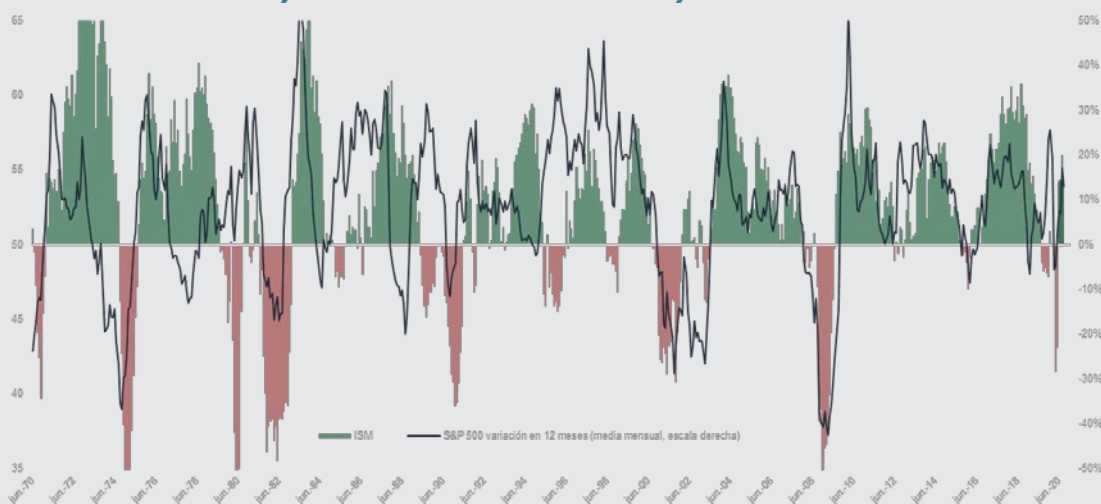


**MATERIAS PRIMAS**  
Metales industriales  
Petróleo  
Oro



■ Posición actual  
■ Posición anterior

## No hay divorcio entre Bolsa y economía



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos a Junio 2020

Los mercados financieros se adelantan a la propia evolución de la economía, con mayor o menor acierto. En Estados Unidos uno de los indicadores más fiables, y más seguidos, de la actividad económica es el llamado Índice de Gerentes de Compra de la industria Manufacturera de USA (ISM por sus iniciales en inglés) que además tiene la ventaja de publicarse mensualmente. Es un indicador de los llamados de "difusión", pregunta a los responsables de compras sobre la variación de su actividad en el futuro inmediato, y se publica como diferencia entre respuestas positivas (los que esperan acelerar su crecimiento) y negativas (lo contrario), así que por construcción cuando se sitúa por encima de 50 significa expansión y por debajo contracción.

El indicador tiene una buena correlación con la evolución del índice bursátil en EE.UU., especialmente en los momentos de cambio de ciclo. El ISM marcó un mínimo en abril y se situó por encima de 50 ya en junio, y como podemos ver en el gráfico el comportamiento reciente del mercado no ha sido en absoluto discordante con la evolución del ISM.



HOJA DE RUTA



## *Advertencias legales*

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/s financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.

Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo.

Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiable, dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U., está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 36997, folio 1, Hoja M-660174. NIF A-08818965.