



HOJA DE RUTA



Agosto 2022



Entorno Económico y de Mercados

Tres problemas distintos, pero ninguno fácil. Los tres grandes bloques económicos se enfrentan a problemas complejos, en parte derivados de la agresión a Ucrania, pero también consecuencia de desequilibrios anteriores, a grandes rasgos podemos decir que en EEUU el problema es la **inflación**, en Europa la **estancación** y en China la **implosión**. La situación en EEUU es quizás la más sencilla, sin dejar de ser problemática. La economía de EEUU padece un sobre calentamiento "clásico"; la fortaleza de la recuperación post pandemia, apoyada por unas medidas paliativas, que en retrospectiva fueron excesivas, y por los efectos de la guerra, que favorecen su posición de exportador de materias primas, ha convertido la inflación "transitoria" en algo mucho más peligroso. La solución no es ni agradable, la Reserva Federal tiene que subir los tipos hasta el nivel necesario para aliviar la presión, ni sencilla, el riesgo de pasarse y caer en recesión es elevado, pero hay solución. La situación de Europa es peor, el choque del precio del gas asegura que la economía tendrá crecimiento negativo durante algunos trimestres y a la vez una inflación elevada, la temida estancación, pero el problema es pasajero. La energía bajará de precio, incluso es posible que a corto plazo, si el final de la guerra, acelerado por la contra ofensiva ucraniana, propicia un cambio de régimen en Rusia, y, si eso no ocurre, en el medio plazo, mediante la inversión en infraestructuras que permitan eliminar la dependencia de Rusia. Mientras que se alcance una solución tendremos que soportar una crisis que, además, por su carácter asimétrico (la electricidad es cinco veces más cara que en EEUU o Japón), afectará a la competitividad de la gran potencia exportadora de Alemania. El caso de China es el más complejo; los dos motores tradicionales del crecimiento en ese país, la inversión inmobiliaria y su condición de "fábrica del mundo", han colapsado, el primero por su propio peso (cómo ocurrió en nuestro país en la crisis del 2008) y el segundo por la aceleración en la desglobalización que ha supuesto la guerra. China no ha conseguido construir una base de demanda doméstica, que le permitiría una alternativa para alimentar su crecimiento, así que el mejor escenario es una implosión controlada, como la que sufrió Japón durante dos décadas. Una crisis global, pero con perfiles muy diferentes, parafraseando a Tolstói podemos decir que "Todas las economías felices se parecen unas a otras, pero cada economía infeliz lo es a su manera".

Bancos Centrales, haciendo lo que pueden. La Reserva Federal vuelve a jugar un papel clásico, pero que ya casi habíamos olvidado, el de un Banco Central que tiene que luchar contra su propia economía. El Banco Central europeo no puede quedarse al margen, pero su rol es más el de "hacer que hace", la inflación en Europa desaparecerá cuando el gas vuelva a su cauce y aflore la desinflación provocada por la recesión. En China poco puede hacer la autoridad monetaria, sabemos, por experiencia doméstica, que en una economía sobre endeudada los estímulos monetarios se pierden, como dice el proverbio "puedes llevar el caballo al río, pero no puedes obligarle a beber".



Renta Fija

Renta Fija, queda mucho por hacer. Aunque el mercado ha superado el exceso de optimismo del verano, creemos que todavía es pronto para apostar a que el ciclo alcista ha finalizado.



Renta Variable

Renta Variable calidad y estabilidad son los refugios hasta que escampe. Mantenemos la apuesta por los sectores defensivos, a la que añadimos la de valores con calidad (definida como balances sólidos y estabilidad en los resultados) para capear la tormenta.



Divisas Materias Primas

El dólar puede seguir fuerte, pero hay que estar atento al conflicto. La diferencia cíclica ente EEUU y el resto del mundo puede seguir soportando la fortaleza del dólar, pero si se atisbase una solución favorable al conflicto en Ucrania el euro puede recuperar el terreno perdido. Las materias primas son un activo cíclico a evitar por el momento.



Estrategias Alternativas

Estrategias alternativas. El escenario es bueno para las estrategias de arbitraje de volatilidad y estrategias largo/corto con sesgo neutral. Las estrategias de global macro sistemáticas, o discretionales tácticas, vuelven a ser atractivas.

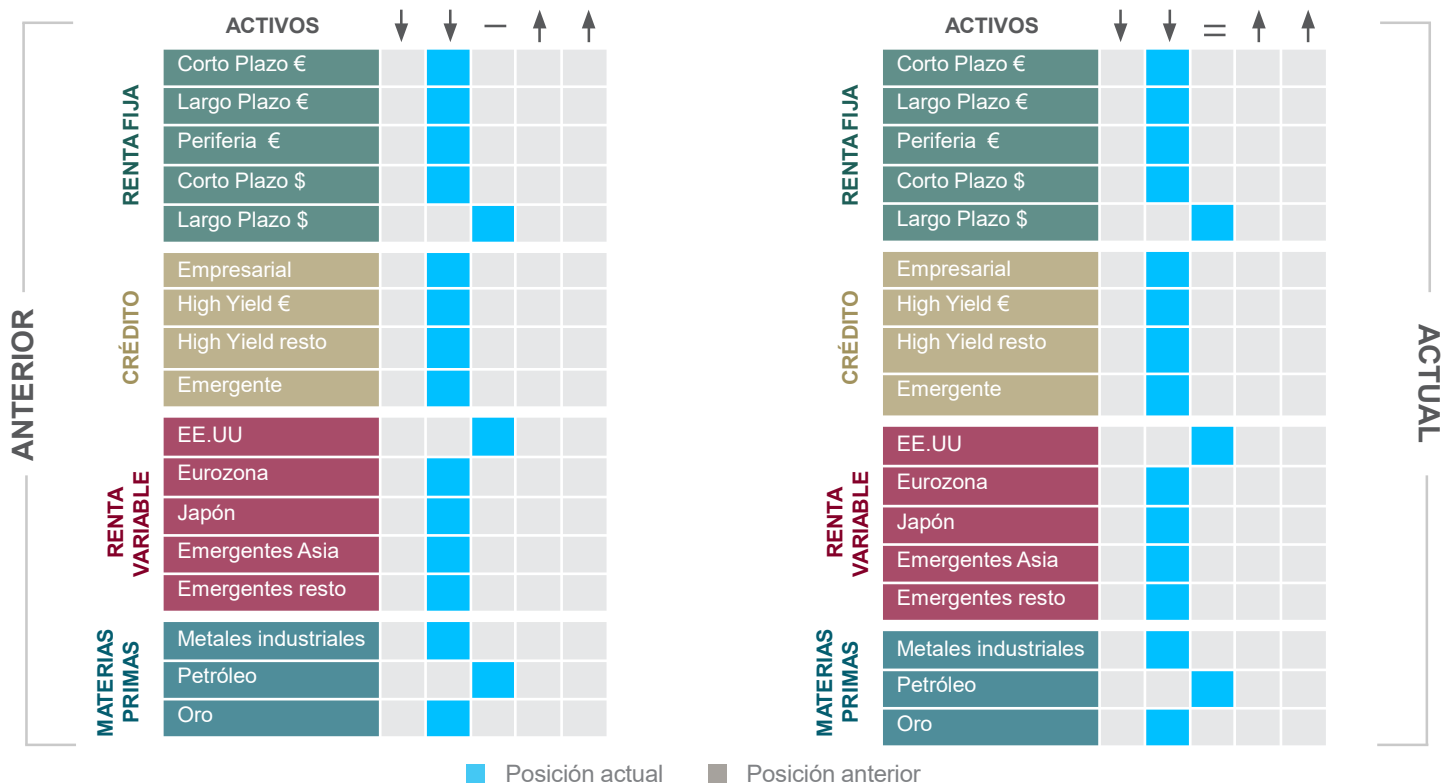


Asset Allocation

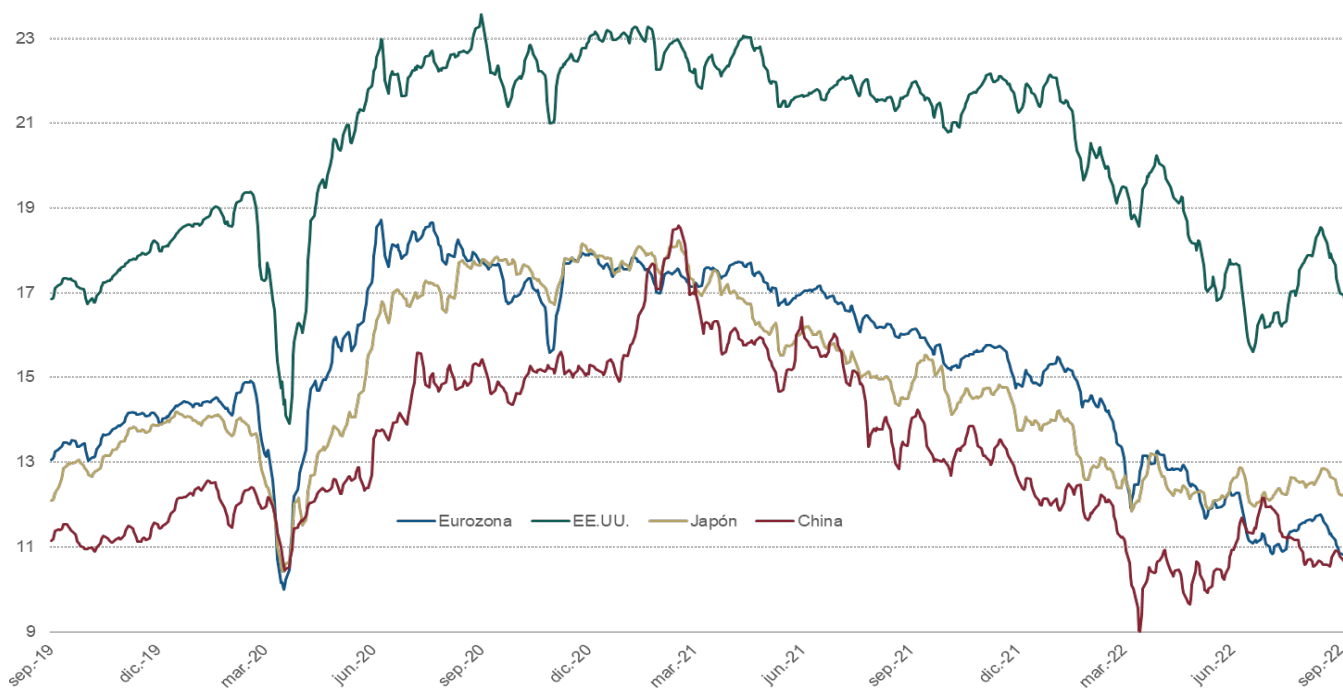
El escenario de crecimiento e inflación nos obliga a mantener la prudencia estratégica, pero vigilando los sesgos regionales. La valoración de los principales índices bursátiles es similar (incluso ligeramente superior) a la de septiembre de 2019, cuando la inflación era inferior al 1% y los tipos negativos. Parece poco razonable que en un cambio de escenario tan radical el precio de los beneficios siga igual. La excepción es Europa, que si que ha mejorado su valoración, y eso puede resolverse tanto por un alza en los índices europeos, por un final feliz en Ucrania, como por una caída en el resto.



HOJA DE RUTA



PER con beneficios esperados en los próximos 12 meses



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 7/09/2022.

Todo cambia, menos el precio de la bolsa. Es llamativo comparar el precio que pagábamos por los beneficios en la primera semana de 2019, el último año del ciclo des inflacionista, con los actuales. Usando los índices de MSCI en EEUU pagamos lo mismo (17 veces el beneficio esperado), un Japón un poco más (12,2 frente a 12,1) y en China un poco menos (10,6 frente a 11,2). Sólo Europa ha reducido su valoración, un 18%, desde 13,2 a 10,8. Parece anómalo que con un escenario tan distinto, la inflación y los tipos de interés no tienen nada que ver con los de 2019, las valoraciones permanezcan inmutables. Veremos como se resuelve la anomalía, pero es difícil que sea en sentido positivo para los inversores.



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 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965.