



HOJA DE RUTA



Abril 2023



Entorno Económico y de Mercados

Tipos de interés, el viaje es el destino. Desde el inicio del ciclo actual de subidas de tipos, hemos insistido en que era improductivo especular sobre el nivel final, lo único relevante es intentar saber, si todavía estamos dentro del ciclo de subida o no. Hacia décadas (casi 50 años) que los Bancos Centrales de los países desarrollados, no se veían obligados a subir tipos para contener un proceso desbocado de inflación, y no podremos declarar que el ciclo ha finalizado, hasta que no sea evidente que la inflación se ha controlado (a qué nivel ocurrirá esa estabilización es otro problema). Mientras que la inflación, no de muestras de haber interrumpido su proceso de retroalimentación (cosa que no ha ocurrido) el ciclo alcista sigue vigente. Sin embargo, puede ralentizarse, como ya lo ha hecho, e incluso detenerse durante algún trimestre, como quizás ocurra en EE.UU. después de la subida, ya descontada, del 3 de mayo que realizará la Reserva Federal, pero el ciclo alcista sigue vigente, y con él la amenaza de que el control de la inflación exija (esa es la experiencia histórica) una recesión para conseguir ese objetivo. Mientras tanto, la economía global no da muestras claras de reducción en el ritmo de crecimiento, es tan fácil ver señales de aceleración (alimentadas por la reapertura de China), como difícil percibir una desaceleración. La política monetaria, está demostrando ser tan ineficaz para frenar la actividad económica como lo fue, durante los más de doce años posteriores a la crisis de 2008, para conseguir estimularla. No ayuda, si no lo contrario, que, especialmente en EE.UU., la política fiscal esté alimentando el vigor, ya de por sí suficiente, de la expansión económica. La nueva política industrial, ejemplificada por la muy mal llamada "Inflation Reduction Act", está siendo muy eficaz en movilizar la inversión privada, pero también en Europa, y en China, las medidas fiscales ligadas a la fragmentación económica y su corolario, la necesidad de reindustrializar la economía, siguen siendo expansionarias. Siguiendo con la política fiscal, el riesgo de que el límite para poder emitir nueva deuda en EE.UU. pueda alcanzarse ya en junio es una amenaza real, y la inminencia de una negociación al límite, entre la exigua, y dividida, mayoría republicana en el Congreso y el gobierno de Biden, vuelve a poner el riesgo de una suspensión de pagos, por parte del mayor emisor de deuda soberana del mundo en el horizonte.

El mensaje de los Bancos Centrales. La comunicación de la política monetaria es siempre difícil, pero en este ciclo esa dificultad roza lo imposible; no podría ser de otro modo, cuando los propios Bancos Centrales, navegan a tientas en un escenario económico inédito y con serias dudas sobre la eficacia de los tipos de interés para afectar a la economía. La Reserva Federal, ha sido incapaz de transmitir a lo largo de la curva de los tipos de interés, la subida de su tipo de intervención; cierto que no sólo por su culpa, la inercia de los inversores juega en su contra, pero tampoco ha ayudado la confusión que su presidente, el Sr. Powell, ha alimentado con sus mensajes. Especialmente dañino fue la rueda de prensa después de su reunión del 31 de enero, cuando, pese a sus cautelas, la declaración de que el "proceso desinflacionario ya había comenzado", se interpretó como una declaración de victoria. La consecuencia es, que mientras que en los últimos doce meses el tipo de la Reserva Federal ha subido en 4,75 puntos, el de los bonos a cinco años sólo lo ha hecho en 1,7 puntos. El tipo de la Reserva Federal, es apenas positivo si le restamos la inflación de los últimos doce meses, el del resto de la curva sigue siendo sorprendentemente negativo. Si la intención de la Fed es detenerse durante algunos meses (y la amenaza de la negociación del techo de la deuda puede influir en esa decisión) la comunicación deber ser muy cuidadosa, si quiere evitar que eso se interprete, como la inminencia de un ciclo bajista en los tipos de interés.



Renta Fija

Renta Fija, un atractivo muy relativo. La continua convicción, de que el inicio de un ciclo bajista en tipos está a la vuelta de la esquina, mantiene los tipos de interés de medio y largo plazo, por debajo del nivel donde podríamos considerarlos atractivos por sí mismos; sin embargo, la posibilidad de que en actúen como elemento diversificador en las carteras mixtas, compensa en parte esa falta de atractivo. El crédito de buena calidad, incluyendo las emisiones no subordinadas del sector bancario, es, al menos, tan atractivo, como las emisiones de Tesoros públicos, y los momentos de tensión siguen siendo, una oportunidad para incrementar posiciones en ese nicho.



Renta Variable

Renta Variable, imperturbable. Los índices de bolsa globales, se encuentran casi exactamente al mismo nivel que hace doce meses. Esa estabilidad esconde rotaciones agresivas, tanto geográficas como sectoriales, que se han compensado unas con otras. En ese escenario, los riesgos, tanto de choques (inesperados y quizás no tan inesperados si se materializa lo peor en la negociación del techo de deuda) siguen sin estar adecuadamente valorados. La calidad y estabilidad en resultados siguen siendo los refugios en un mercado poco atractivo.



Divisas Materias Primas

Ni el dólar ni las materias primas encuentran dirección. Pese a las señales de fortaleza de la economía de EE.UU. y la consolidación del crecimiento en China, el precio de las materias primas no encuentra un soporte claro, ni el del dólar apoyo, para la tendencia bajista de la segunda mitad del año pasado. La estabilidad es señal, de las presiones contradictorias entre el crecimiento y el riesgo de crisis financieras, esperemos que el segundo se mitigue, si el techo de deuda en EE.UU. se resuelve antes del verano.



Estrategias Alternativas

Estrategias alternativas. Seguimos favorables a las estrategias de arbitraje de renta fija y crédito, y ahora (tras la limpia) en renta variable. Cautos en estrategias de eventos, por los crecientes problemas en el mercado de fusiones y adquisiciones. El mes, ha sido especialmente duro para las estrategias sistemáticas.

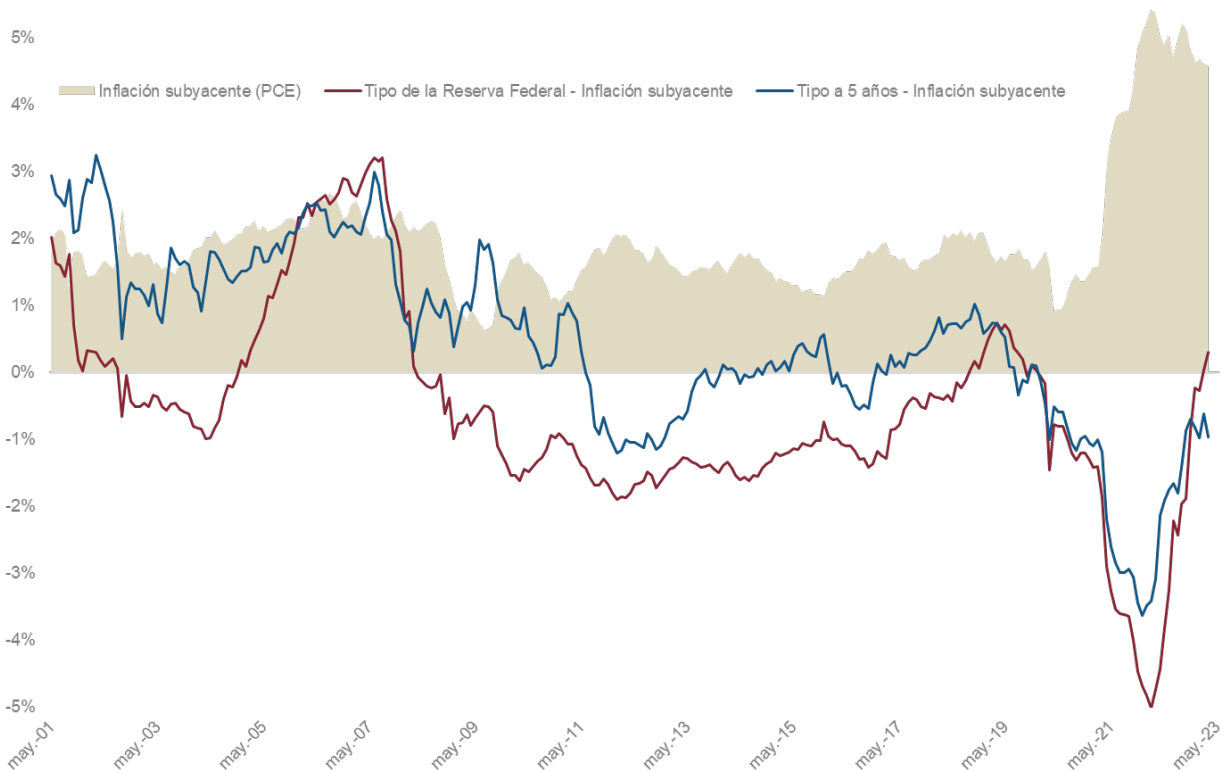
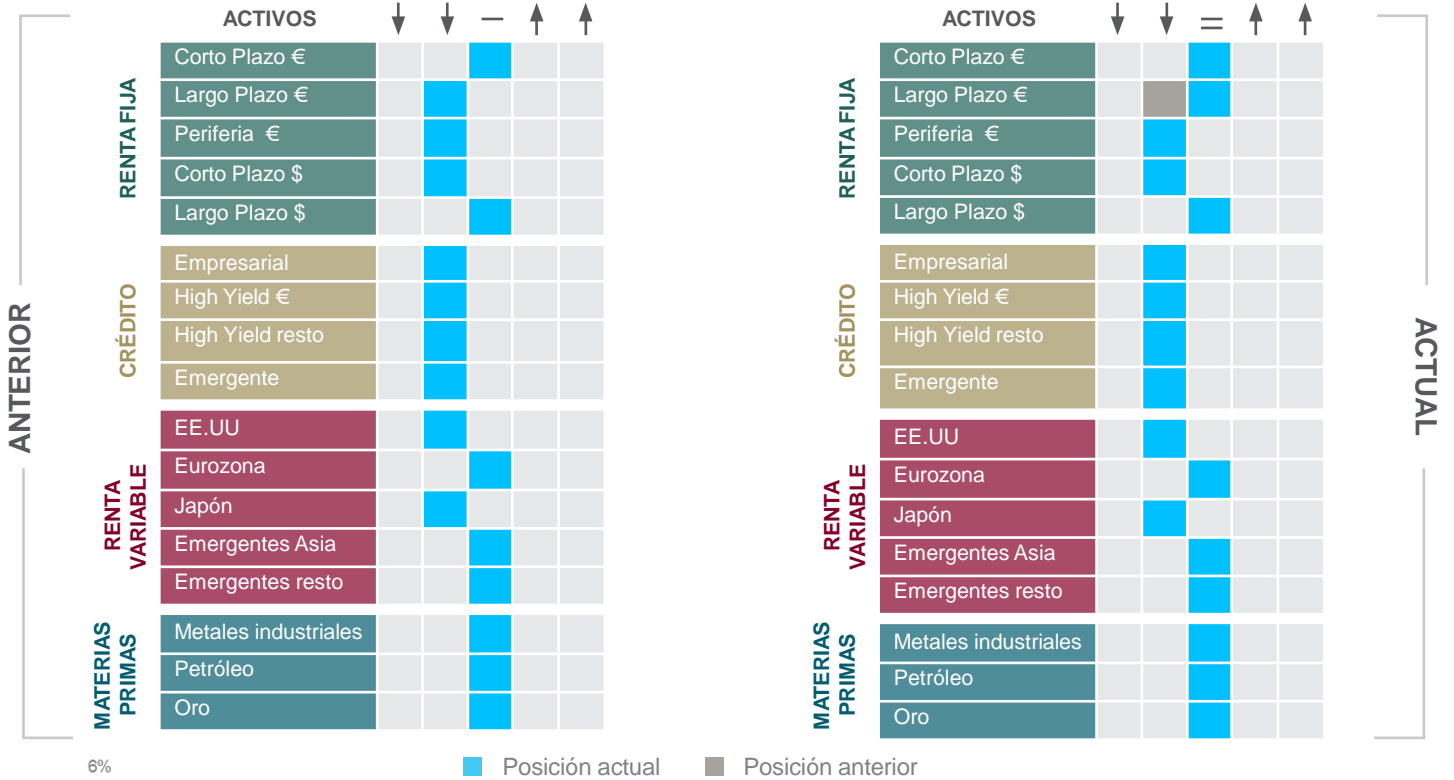


Asset Allocation

La rentabilidad esperada de los activos financieros sigue siendo muy poco atractiva, pero su riesgo agregado se ha reducido, ligeramente. Los tipos de interés, no reflejan nuestro escenario central de que el ciclo alcista aun no ha finalizado, la valoración de la bolsa no incorpora los riesgos, no inmediatos pero muy reales en los próximos doce meses, de una recesión, pero al menos la diversificación de las carteras, vuelve a ser una herramienta para reducir el riesgo. La prudencia sigue siendo el eje de la construcción de las carteras, pero tenemos más herramientas para aplicarla.



HOJA DE RUTA



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 24/04/2023.

La incapacidad para extender las subidas de tipos a lo largo de la curva es un problema. La última subida de tipos por parte de la Reserva federal, apenas los sitúa por encima de la inflación, pero el tipo a cinco años sigue siendo muy negativo. En los años previos a la crisis de 2008, el control de la inflación exigía que ambos fuesen superiores a la inflación, y creemos que también es el caso ahora.



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.