



HOJA DE RUTA



Mayo 2023



## Entorno Económico y de Mercados

### Una recesión que no llega y una Reserva Federal más relajada.

**Una recesión que no llega.** Nuestra hipótesis de base para el año 2023 era que a lo largo del año, el crecimiento en los países desarrollados se iría desacelerando, entrando en recesión en algún momento del segundo semestre. Para ello nos apoyábamos en tres supuestos:

1. que la Eurozona entraría en recesión (suave pero prolongada), por el impacto de coste de la energía
2. que la recuperación en China sería limitada por la debilidad de su demanda doméstica
3. que en EE.UU. las subidas de tipos, ya realizadas y que continuábamos (y continuamos) esperando, frenarían la demanda (a través de los sectores más sensibles a tipos, inversión residencial y consumo de bienes duraderos).

Los dos primeros supuestos se están cumpliendo, pero en el tercero está ocurriendo lo contrario de lo que esperábamos; la demanda se ha acelerado durante los últimos doce meses, y los sectores sensibles a tipos han recuperado el tono durante 2023. La política monetaria está demostrando ser tan ineficaz para frenar la demanda como lo fue para acelerarla entre 2009 y la pandemia.

En nuestro escenario inicial la Reserva Federal estaría lo suficientemente preocupada por la inflación para que un resultado así, que la demanda se acelere, justificase más agresividad en el proceso de endurecimiento de los tipos; entre dos errores posibles, perder el control de la inflación o provocar una recesión, pensábamos que la Fed se inclinaría más por el segundo, sin embargo no está siendo así.

**Una Reserva Federal más relajada.** La inflación se ha estancado; el índice que utiliza la Fed para su objetivo del 2% “en media a lo largo del tiempo” se desaceleró rápidamente desde el 5,4% hasta el 4,7% entre febrero y julio de 2022, pero desde entonces permanece consistentemente estancada en un rango cercano al 4,7%. El discurso de la Fed pese a eso ha virado a un tono más cauteloso, insistiendo en lo mucho que ya ha hecho en el último año. Puede que el giro en el discurso de la reserva Federal sea una medida de preocupación ante el posible impacto de la crisis de los bancos regionales en el crecimiento del crédito, pero si es así la preocupación debería disiparse, el crédito se desacelera, pero no más rápido que antes de la mini crisis, y los depósitos bancarios también han estabilizado su tendencia. Pese a los cinco puntos de subida ni se ha frenado el crecimiento de la demanda, más bien lo contrario, ni se ha mantenido la reducción de la inflación. En sí mismos cinco puntos de subida en los tipos parece mucho, pero juzgado por sus efectos es más bien poco.

**Una Reserva Federal menos beligerante y un crecimiento económico escasamente sensible a los tipos de interés alejan el escenario de recesión, aun a costa de un periodo más prolongado de inflación elevada.** El equilibrio es inestable, cuanto más tiempo permanezca la inflación por encima del objetivo más probable es caer en un proceso en el que la inflación se retroalimente a través de las expectativas, pero parece ser un riesgo que la Reserva Federal está dispuesta a correr.

Las economías más expuestas al ciclo estadounidense, Japón y Latinoamérica, son claros beneficiarios de este nuevo escenario. Europa y China se enfrentan a sus propios fantasmas, pero un crecimiento más fuerte en EE.UU. tiene consecuencias positivas para todos, y también mejorarán su crecimiento respecto al escenario anterior.

En ese nuevo marco de referencia los tipos de interés subirán durante más tiempo, restándole atractivo al mercado de renta fija. En renta variable los beneficios empresariales podrían hacer suelo tan pronto como en el cuarto trimestre de 2023, pero la valoración, tanto absoluta como, sobre todo, relativa a la renta fija, será un freno para trasladar eso a los índices. El mercado puede mantenerse en un rango, quizás con una pendiente ligeramente creciente, que habrá que aprovechar tácticamente.

El dólar y las materias primas pueden encontrar apoyo en un ciclo económico más robusto, aunque la debilidad de la demanda doméstica en china, que no parece mejorar, supondrá un techo para estas últimas.



HOJA DE RUTA



Mayo 2023



### Renta Fija

**Renta Fija, más realista, pero todavía insuficiente.** En apenas en un mes la curva monetaria ha pasado de descontar 3 bajadas de aquí a final de año, y ninguna subida, a no descontar ninguna, y un 70% de probabilidad de una subida adicional. El movimiento alcista se ha propagado a lo largo de la curva, lo que señala que la expectativa de tipos altos se prolonga en el tiempo. Bienvenida sea esa vuelta a la racionalidad, pero no es suficiente para declarar que la Renta fija ya es atractiva. Decíamos el mes pasado que era un ejercicio improductivo especular sobre el nivel final del ciclo alcista, lo único relevante es intentar saber si todavía estamos dentro del ciclo de subida o no, y la respuesta, esta vez no sólo nuestra, si no del mercado, es que sí, y así será mientras se mantenga el vigor económico, esperemos con paciencia.



### Renta Variable

**Renta Variable, se impone el taticismo.** Los argumentos a favor y en contra de la renta variable están muy equilibrados: a favor un ciclo de beneficios más atractivo, en contra una valoración que caritativamente podemos llamar "exigente", a favor una menor contracción en márgenes, en contra una rentabilidad en los activos de renta fija más atractiva que la de los dividendos etc., etc. Si descendemos a nivel de sectores o de factores la visión es más clara, los grandes beneficiados hasta ahora, que podemos englobar en "reapertura China" y "crecimiento de la Inteligencia artificial" pierden atractivo a favor de apuestas más cíclicas; pequeña capitalización, algunas economías emergentes o industriales "clásicos" (más pegados a fabricar tractores o excavadoras que robots". Pese a la mejora en el escenario económico nos seguimos moviendo en el mundo de lo táctico y el valor relativo.



### Divisas Materias Primas

**Dólar y materias primas, apoyados en el ciclo.** El dólar puede encontrar apoyo en un ciclo económico más robusto, y especialmente cuando es EE.UU. El motor del crecimiento global. Las materias primas también se benefician, pero la debilidad de la demanda doméstica en China, que no parece mejorar, y la recomposición (parcial, que algo ha cambiado definitivamente en la demanda final) del crecimiento, desde bienes hacia servicios supondrá un techo para estas últimas.



### Estrategias Alternativas

**Estrategias alternativas.** Mantenemos una visión positiva para las estrategias de valor relativo con poca direccionalidad y que estén sobre todo centradas en arbitraje de renta fija y crédito, y en renta variable preferencia por gestores neutrales de dirección y enfoque fundamental. Añadimos las estrategias de protección, como arbitraje de volatilidad, con niveles atractivos y con potencial de coberturas ante riesgos como techo de deuda. Seguimos negativos con estrategias más direccionales (sobre todo las sistemáticas) y de eventos corporativos.

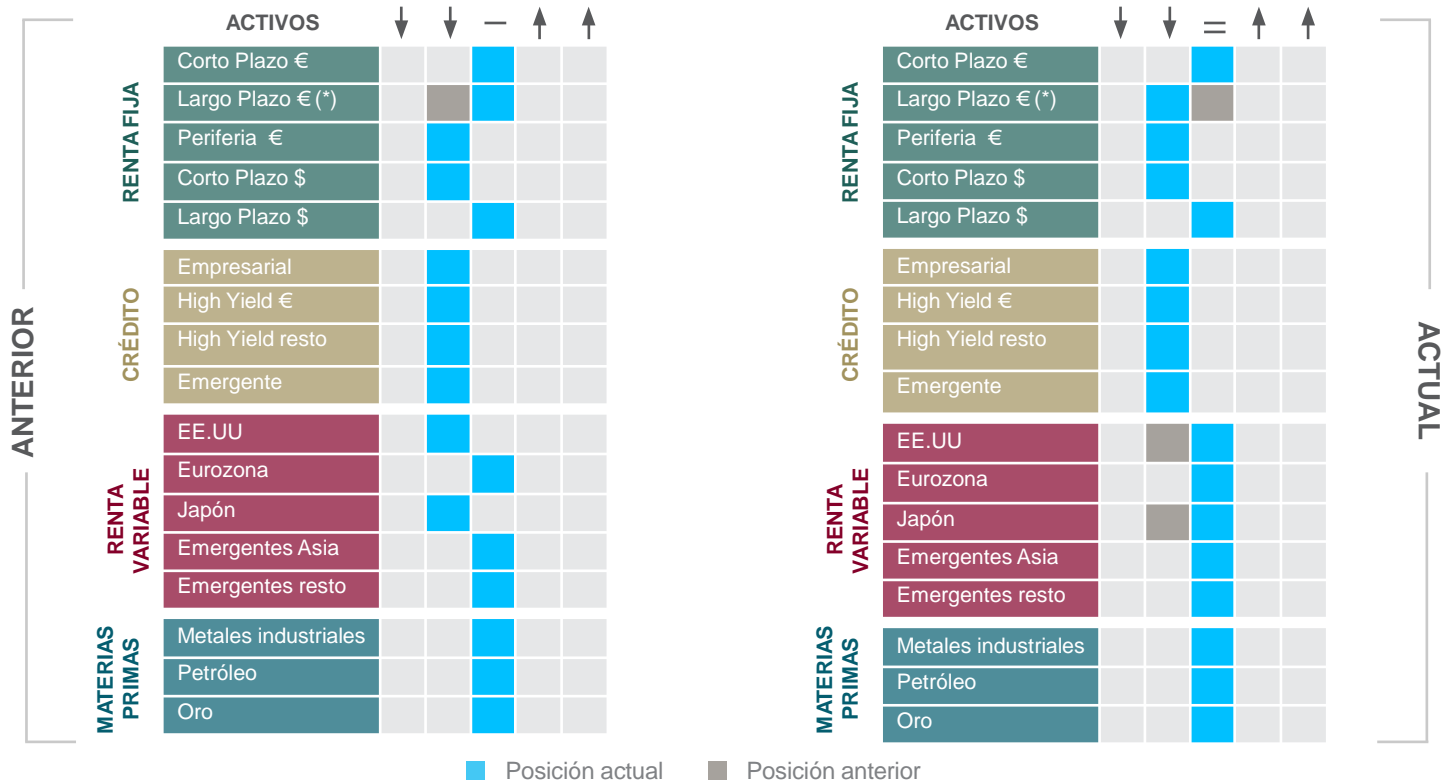


### Asset Allocation

**La mejora del escenario económico permite tomar más riesgo en renta variable, pero debe prevalecer la táctica sobre la estrategia.** El riesgo de una corrección "importante" asociada a una recesión es muy bajo, pero tampoco vemos razones para que se reinicie una tendencia alcista clara. En un mercado de rangos lo táctico debe prevalecer sobre lo estratégico. Los tipos de interés siguen sin reflejar nuestro escenario central de que el ciclo alcista aún no ha finalizado, y está lejos de hacerlo, pero en un escenario de mejor crecimiento la correlación negativa entre renta fija y renta variable nos seguirá ayudando a reducir el riesgo de las carteras.



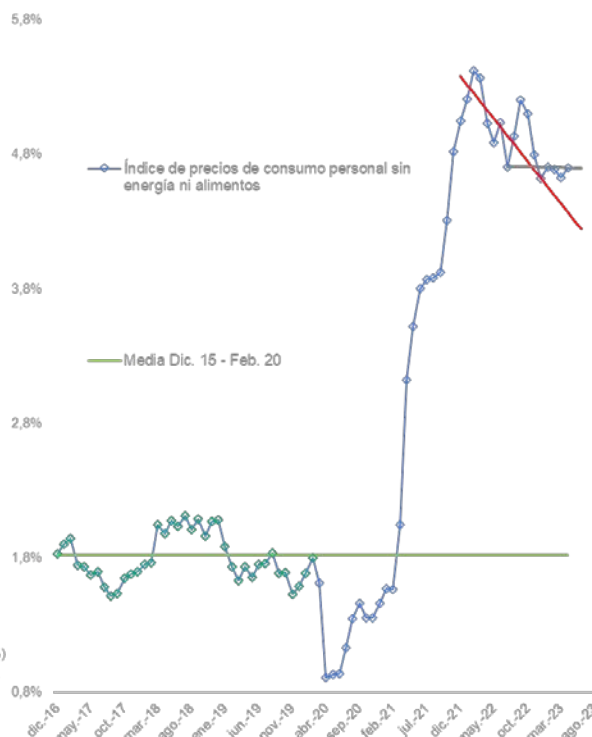
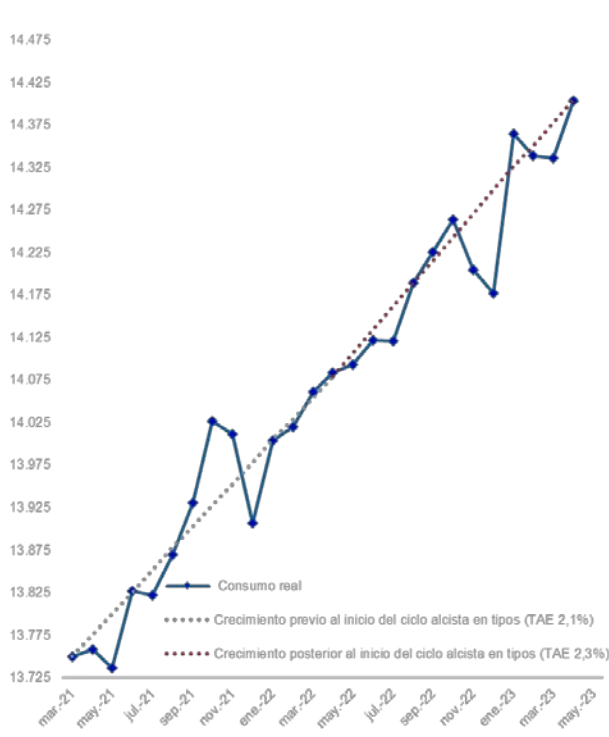
HOJA DE RUTA



(\*) El cambio obedece a la capacidad de diversificar el riesgo en las carteras mixtas, el atractivo para mandatos de renta fija siendo muy bajo

EEUU el crecimiento se acelera pese a los tipos

La desaceleración de la inflación se ha estancado



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 29/05/2023.

**La Reserva Federal ha sido muy poco eficaz.** Pese a los cinco puntos de subida ni se ha frenado el crecimiento de la demanda, más bien lo contrario, ni se ha mantenido la reducción de la inflación. En si mismos cinco puntos de subida en los tipos parece mucho, pero juzgado por sus efectos es más bien poco.



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.