



HOJA DE RUTA



Junio 2023



## Entorno Económico y de Mercados

**Un motín no es un golpe de Estado, pero con frecuencia lo anticipa.**

**Un motín no es un golpe de Estado, pero con frecuencia lo anticipa.** El amotinamiento (o pronunciamiento) del grupo Wagner, liderado por Prigozhin, no ha pretendido derrocar a Putin, pero ha conseguido dejar muy clara la vulnerabilidad de su régimen. La toma de Rostov y la posterior cabalgada de 800 km ha evidenciado que los mandos militares han preferido ponerse de perfil, y ver de que lado caía moneda, antes de actuar, mientras que la sociedad manifestaba bastante más entusiasmo que rechazo hacia los amotinados. La falta de consecuencias para los responsables subraya aún más la impotencia de Putin, el coste de traicionar se ha revelado bastante bajo, y eso animará a otros. Como mínimo Putin debería realizar una purga decidida en su Estado Mayor, al menos en los responsables de las plazas militares que Prigozhin atravesó sin dificultades, pero no parece que vaya a ser el caso, otra muestra de lo inseguro que está sobre su verdadero poder. La historia de España, y de Iberoamérica, es fecunda en ejemplos de cómo los pronunciamientos son, con mucha frecuencia, el anticipo de un golpe de Estado, y en este caso concreto hay un elemento añadido muy importante. En los días previos al motín Prigozhin se dedicó a dismantelar la narrativa oficial sobre “la operación militar especial”, llegando a afirmar que “la guerra no era para devolver a los ciudadanos rusos a nuestra patria, ni para desmilitarizar y desnazificar Ucrania, era para que un enfermo mental (el ministro de defensa) pudiera lucir una medalla con un bordado adicional”, y Prigozhin tiene un micrófono muy potente, entre las tareas que realiza el grupo Wagner para el Kremlin está la desinformación en las redes. Con 10 millones de visitantes diarios su canal de Telegram es una herramienta muy eficaz para romper el monopolio del discurso oficial. El impacto sobre la moral del ejército ruso será muy negativo, si el entusiasmo de la tropa ya era “perfectamente descriptible” ahora puede convertirse en abisal.

Para Ucrania y Occidente lo ocurrido cambia radicalmente el horizonte temporal -si antes podía temerse que una guerra larga minase la moral de los aliados ahora parece claro que el tiempo juega a su favor- la posibilidad de un final relativamente rápido para el conflicto se ha incrementado, y eso es una buena noticia, para la economía, para los mercados y, sobre todo, para la humanidad.

**La inflación pegajosa llega a los pronósticos de la Reserva Federal.** La última reunión de la Reserva Federal se saldó sin mover el tipo de interés oficial pero con un incremento de medio punto en la previsión de la mayoría de sus miembros (12 de 18) para el tipo esperado a finales de este año (y otro tanto para finales de 2024). El mensaje es confuso, pero lo es más si vemos las previsiones que los economistas de la Fed han realizado, esperan más inflación (0,25 más respecto a la previsión de marzo) y más crecimiento (0,55 más que en marzo); tipos más altos, pero más crecimiento y más inflación, parece que nuestra tesis sobre la ineficacia de la política monetaria está ganando adeptos en lugares insospechados. La variación en la previsión de PIB deja el crecimiento dónde estaba en la previsión de hace 9 meses, pero la previsión de inflación ha ido ganado terreno cada trimestre, desde el 2,85% que se preveía hace un año al 3,95% actual (para 2024 la variación ha sido menor, pero también importante, del 2,3% al 2,8%). Los Bancos Centrales insisten en que las expectativas de inflación de la sociedad están “bien ancladas”, quizás, pero las suyas no tanto.

**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 incremento de la probabilidad de un final rápido para el conflicto en Ucrania mejora tanto el crecimiento como la inflación en nuestro escenario.** La combinación hace más atractivos los activos ligados al ciclo, especialmente la renta variable de las economías más expuestas al ciclo económico, como Japón y Latinoamérica, y mucho menos atractivos los activos defensivos, y especialmente la Renta Fija en EE.UU., dónde los inversores se empeñan en ver bajadas de tipos en un horizonte en el que la inflación sigue sin estar controlada.



HOJA DE RUTA



Junio 2023



## Renta Fija

**Renta Fija, en la Eurozona el problema está en los diferenciales.** El descuento que realiza la curva de tipos del mercado monetario en la Eurozona es bastante más realista (incluso excesivamente pesimista) que el de EE.UU.; mientras que allí el mercado cotiza un tipo medio punto más bajo que el actual para junio de 2024 en la Eurozona el mercado lo sitúa (ligeramente) por encima. Dado que nuestra demanda doméstica ya se está contrayendo mientras que la de EE.UU. se acelera resulta complicado imaginar “función de reacción” para los bancos centrales están cotizando los inversores. El resultado es que el atractivo relativo de la curva de tipos en la Eurozona es elevado, e incluso el absoluto, pero ese atractivo no se extiende a otras partes del mercado por la situación de diferenciales; el bono del Tesoro alemán cotiza con un descuento que casi duplica lo normal, y eso cuadra mal con la reducción del balance del Banco Central Europeo, el desajuste de la curva alemana se traslada a los bonos corporativos, sólo los Tesoros de la periferia parecen estar, más o menos, ajustados.



## Renta Variable

**Renta Variable, se impone el tacticismo.** 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). El incremento de la probabilidad de un final rápido para el conflicto en Ucrania acentúa lo anteriormente dicho, la rotación que esperamos en los índices nos hace pensar que seguimos moviéndonos en el mundo de lo táctico y el valor relativo.



## Divisas Materias Primas

**Dólar y materias primas, apoyados en el ciclo, el incremento de la probabilidad de un final rápido para el conflicto en Ucrania un nuevo factor de apoyo.** 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.

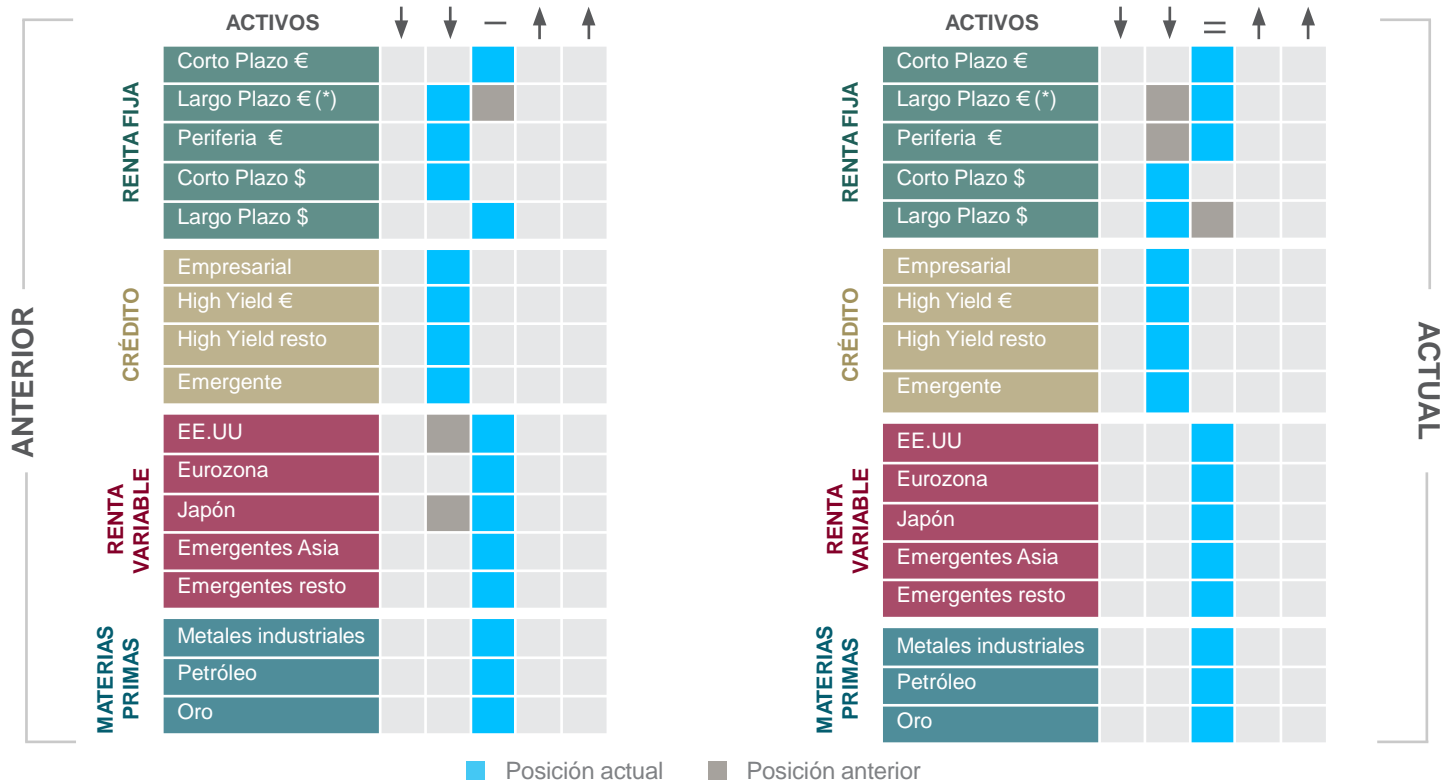


## Asset Allocation

**El incremento de la probabilidad de un final rápido para el conflicto en Ucrania se une a la mejora del escenario económico para hacer más atractiva la renta variable (y aun menos la renta fija en EE.UU.), 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 en EE.UU. siguen sin reflejar nuestro escenario central de que el ciclo alcista aún no ha finalizado, y está lejos de hacerlo, pero en la Eurozona las expectativas son más razonables.

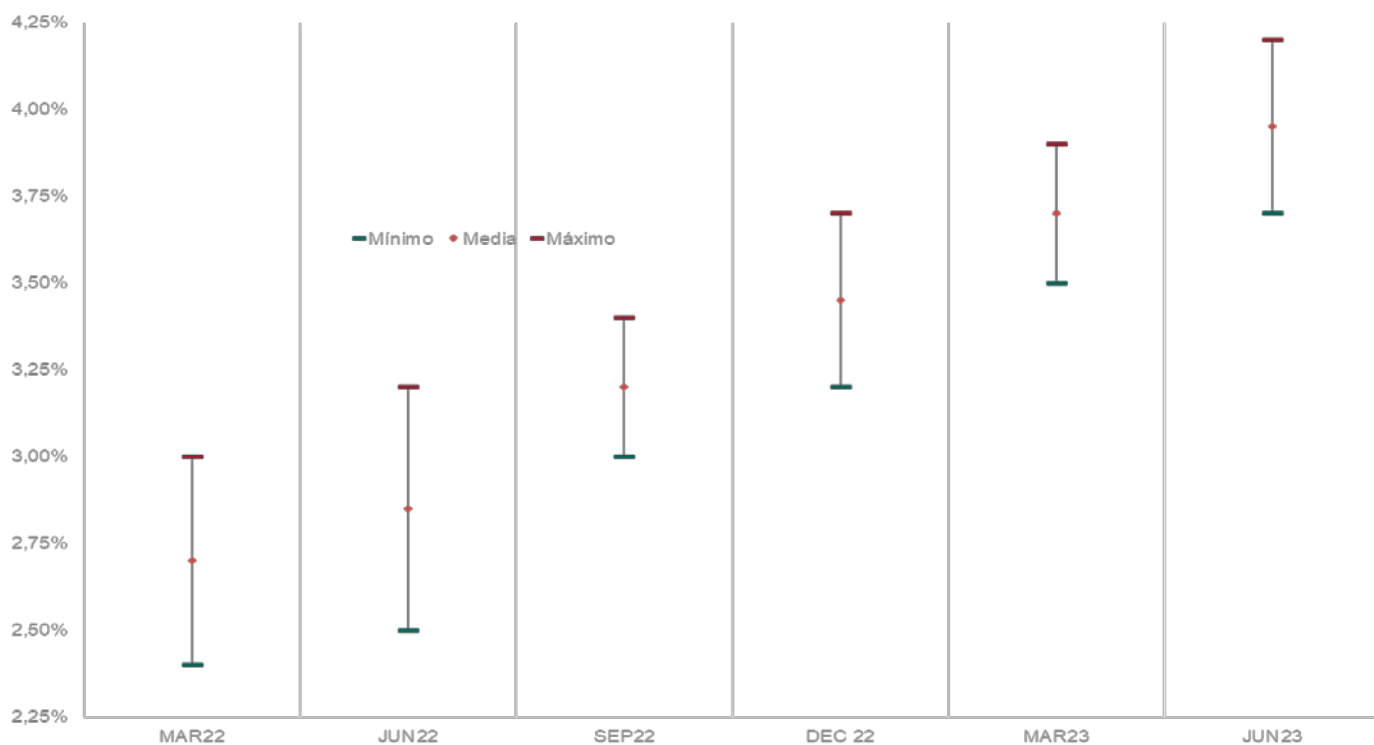


HOJA DE RUTA



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

### Previsión de inflación subyacente para 2023 de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 27/06/2023.

**Lenta pero constante.** La revisión al alza de la expectativa de inflación por parte de la Reserva Federal ha sido constante en los últimos 18 meses, y ya descuenta una tasa interanual para la inflación subyacente (del índice de precios de consumo personal), del 3,95%, el doble del objetivo declarado. Cómo, y porqué, el mercado sigue emperrado en que eso es compatible con bajadas de tipos en los próximos seis meses es un misterio, pero alguien acabará cediendo, la inflación o, más probablemente, 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.