



HOJA DE RUTA



Julio 2023



Entorno Económico y de Mercados

Lo que iba bien sigue bien y lo que iba mal mejora (en parte).

Lo que iba bien sigue bien y lo que iba mal mejora (en parte). Los datos de crecimiento que ya hemos conocido para el segundo trimestre del año apuntan a una ligera aceleración en Estados Unidos. Por ejemplo en las ventas al por menor la variación en los dos últimos meses (mayo y junio), excluyendo la gasolina (que ha caído de precio), se acelera hasta una tasa anualizada del 7,4%, frente al 3,1% de los dos últimos meses del primer trimestre. En el sector industrial también hemos visto como el movimiento de inputs por ferrocarril aceleraba su crecimiento desde el 3% en marzo hasta el 8% ahora, y las importaciones de bienes de equipo han repuntado en un 1,5% entre mayo y marzo. En precios una pequeña sorpresa negativa en sueldos es más que compensada por una gran sorpresa positiva en inflación subyacente. Pero en EE.UU. estamos acostumbrados a las buenas noticias, y en la Eurozona tampoco han sido tan malas (o por lo menos no empeoran). El consumo en Alemania parece haber tocado fondo en los tres primeros meses del año, y con los datos de mayo vemos un crecimiento positivo en tres meses, algo que no conocíamos desde febrero de 2022. Sólo en China la situación sigue siendo desalentadora, y más allá de la esperanza, hasta ahora siempre renovada y siempre traicionada, de que esta vez sí, por fin el gobierno chino va a dar con la palanca para salir del hoyo, y como esperanza es bastante endeble, poco bueno podemos decir.

Mensaje difícil para la Reserva Federal. La comunicación de la Reserva Federal entra en un momento muy complejo, la fortaleza de la economía muestra que la subida acumulada no ha sido suficiente para conseguir el efecto deseado, reducir el ritmo de crecimiento de la demanda. La inflación está cayendo, pero a un ritmo que no la acercará al objetivo del 2% en muchos trimestres. La prudencia a la hora de seguir subiendo tipos es comprensible, es mejor dar con la dosis mínima eficaz, pero cuanto más paciente sea la Reserva Federal, más tarde en volver al objetivo del 2%, más nos acostumbraremos todos a inflaciones elevadas y las incorporaremos en nuestras expectativas; la paciencia es una virtud, hasta que deja de serlo. En la Eurozona nuestro banco lo tiene más fácil, el trabajo de debilitar la demanda se lo ha dado hecho "el nuevo orden mundial"; su única durda es si subir los tipos un o dos veces más, para dejarlos en un nivel más confortable cuando haya que volver a bajarlos.

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. Dentro de la Renta Fija, la deuda emergente en moneda local presenta una combinación de TIR todavía alta, inflaciones en retroceso y soporte del ciclo al crecimiento la convierten en un activo especialmente atractivo.



HOJA DE RUTA



Julio 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 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”. El atractivo es todavía mayor si consideramos que en muchos casos los beneficios de la inteligencia artificial van a ser capturados por este tipo de empresas.



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.

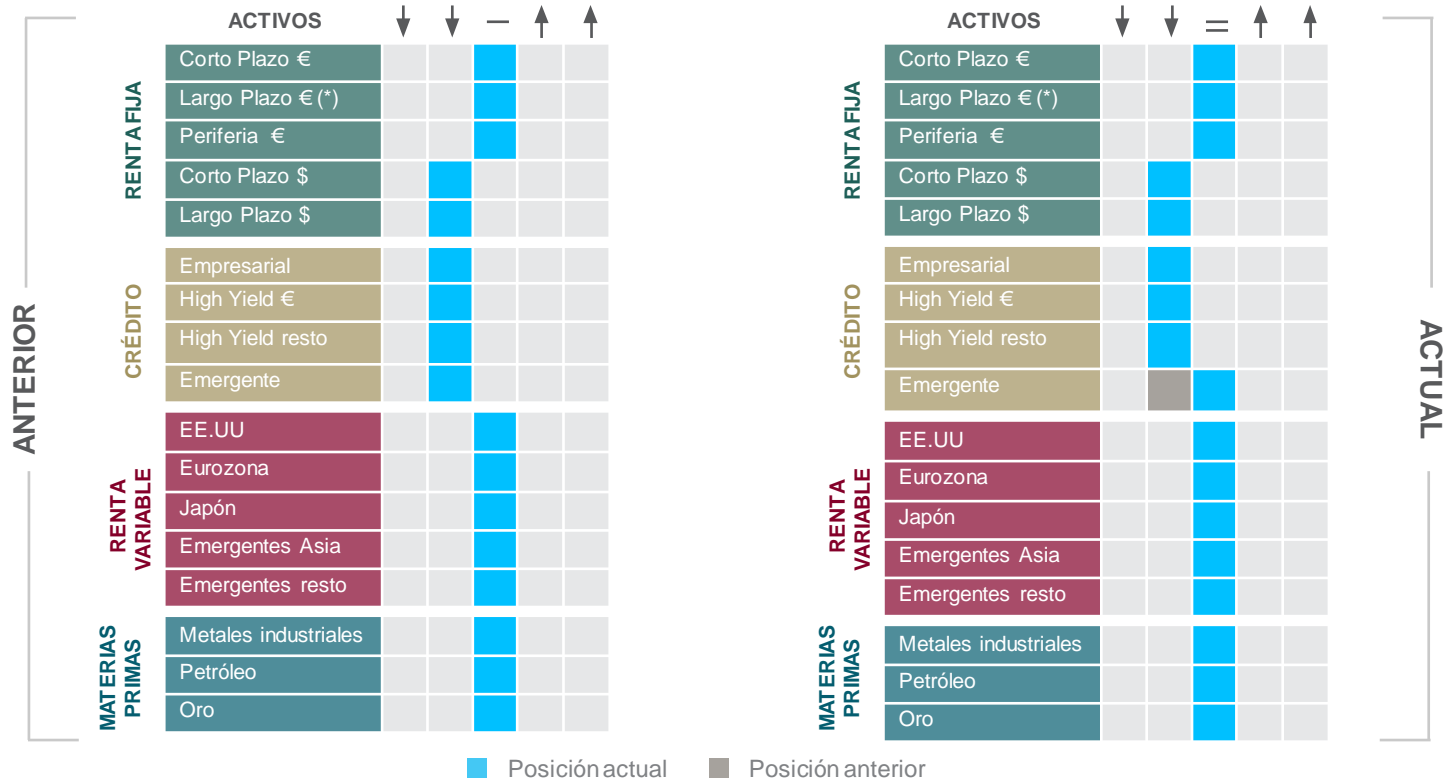


Asset Allocation

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.

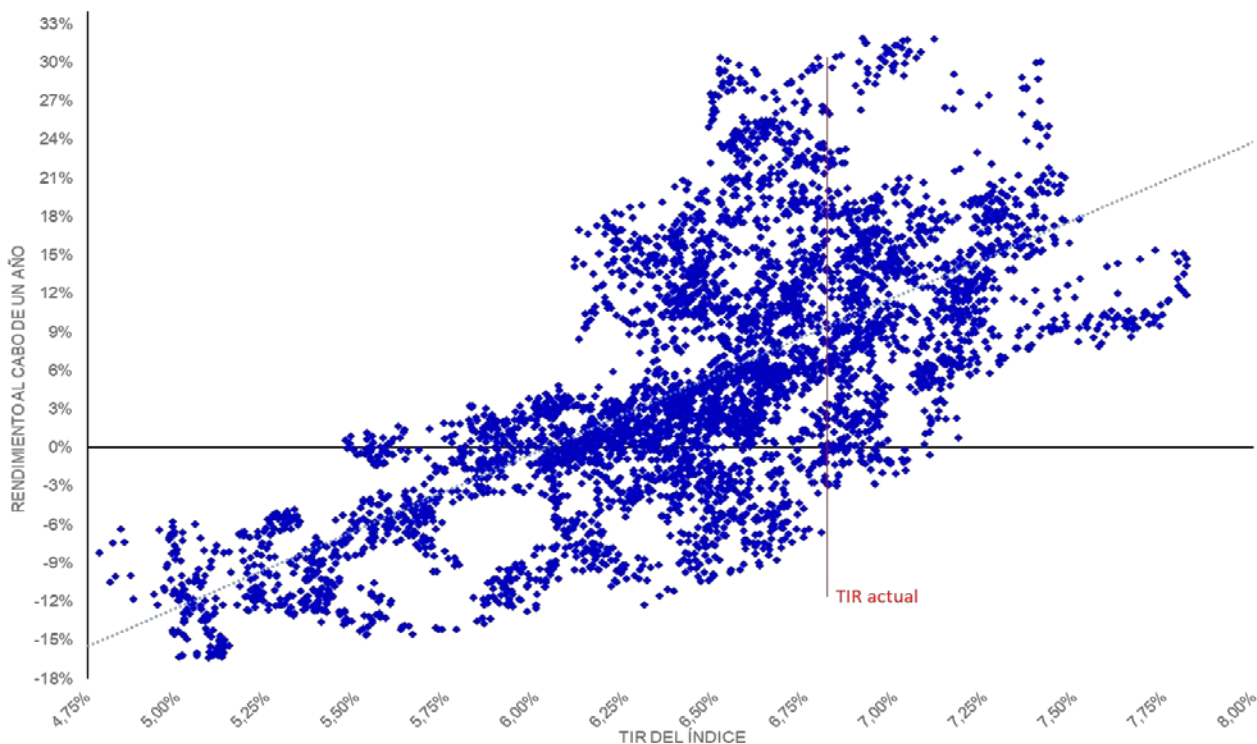


HOJA DE RUTA



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

TIR y rendimiento del índice de Renta Fija Emergente en moneda local en euros sin cobertura



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 27/07/2023.

La rentabilidad de la renta fija emergente en moneda local es atractiva. La deuda emergente en moneda local presenta una combinación de TIR todavía alta, inflaciones en retroceso y soporte del ciclo al crecimiento de los mayores emisores.



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.