



HOJA DE RUTA



Agosto 2023



## Entorno Económico y de Mercados

### ¿Qué podemos esperar cuando esperamos lo que todo el mundo?

Nuestras principales convicciones se han convertido en el consenso del mercado. En parte, porque el resto de los analistas ha ido acercándose a nuestra postura inicial (China decae de modo irremediable, Europa tiene una larga travesía por el desierto mientras transforma su modelo de crecimiento) y en parte, porque hemos sido nosotros los que hemos cambiado de opinión (la Reserva Federal no está dispuesta a producir una recesión para llevar la inflación al rango anterior). Lo que hemos conocido, tanto en datos económicos como en resultados empresariales, durante el verano, refuerza nuestras convicciones.

**Divergencia en los bancos centrales.** La cumbre anual de Banqueros Centrales en Jackson Hole ha manifestado una divergencia entre el discurso de la Reserva Federal (que básicamente sigue siendo “seguiremos subiendo, pero con mucho cuidado para no romper nada”), y el del Banco Central Europeo, que parece haberse convencido de que nuevas subidas ya no son necesarias. El Banco de Japón por su parte relajó considerablemente su política de “control de curva”, permitiendo un incremento en el tipo a 10 años desde el rango 0,4% - 0,5% al 0,6% - 0,7%. El ciclo de salida de las políticas expansivas en Japón va a ser largo y no exento de peligros.

**Cuando nuestras convicciones son el consenso la toma de decisiones es más difícil.** Al fin y al cabo los precios recogen ese consenso, por lo que pocas apuestas activas podemos justificar. Es verdad que seguimos siendo marginalmente más pesimistas que el mercado en los tipos de EE. UU, pero el movimiento “extra” que podemos esperar es bajo, hace dos meses el mercado esperaba unos tipos para final de año del 4,2%, y ahora del 5,4%, y la positivización de la curva también apunta a que se alejan las bajadas. Aún así creemos que queda dinero a ganar estando cortos de la curva americana y, sobre todo, largos del dólar. Otra posible fuente de sorpresa (positiva en este caso) es el sector industrial. El, justificado, pesimismo sobre China, se ha trasladado a la actividad industrial, pero las empresas han sido tan prudentes en la gestión de sus inventarios que la evolución de los pedidos acumulados se ha divorciado demasiado de ellos. Un mínimo ciclo para rellenar el nivel de inventarios, unido a un pesimismo excesivo sobre el sector, podría sorprender lo suficiente para sacudir las valoraciones, hay varios modos de jugar esta posible sorpresa: subir el peso de emergentes frente a desarrollados, subir el de las materia primas o apostar por industriales en la cadena Intermedia de la producción de valor (lo que en la práctica es el sector de materiales básicamente).



HOJA DE RUTA



Agosto 2023



## Renta Fija

**Renta Fija, más cerca de nuestra visión.** El descuento que realiza la curva de tipos del mercado monetario en la Eurozona es bastante realista; el atractivo de la curva “monetaria “ de tipos en la Eurozona es elevado, 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, los Tesoros de la periferia están ligeramente mejor valorados pero es sobre todo en el crédito con grado de inversión, dónde más valor encontramos.



## Renta Variable

**Renta Variable, se impone el tacticismo también en las apuestas sectoriales.** Seguimos pensando que los índices de bolsa se moverán dentro del rango de los últimos trimestres, con oportunidades en rotaciones sectoriales y geográficas. Geográficamente Japón, dónde hemos mantenido un ligero sobreponderamiento, pierde atractivo mientras que emergente lo sube. Sectorialmente las empresas del inicio de la cadena de valor industrial nos parecen atractivas, así como las defensivas ligadas a la actividad en Europa.



## Divisas Materias Primas

**Dólar y materias primas, nos siguen pareciendo atractivos pese al buen comportamiento reciente.** El dólar sigue encontrando apoyo en un ciclo económico más robusto en EE.UU. que en el resto del mundo. Las materias primas pueden ser lo más beneficiado si, como creemos, el ciclo de inventarios se acelera un poco, mientras que las restricciones a la oferta tanto políticas como naturales ya se dejan sentir en los precios.



## 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.

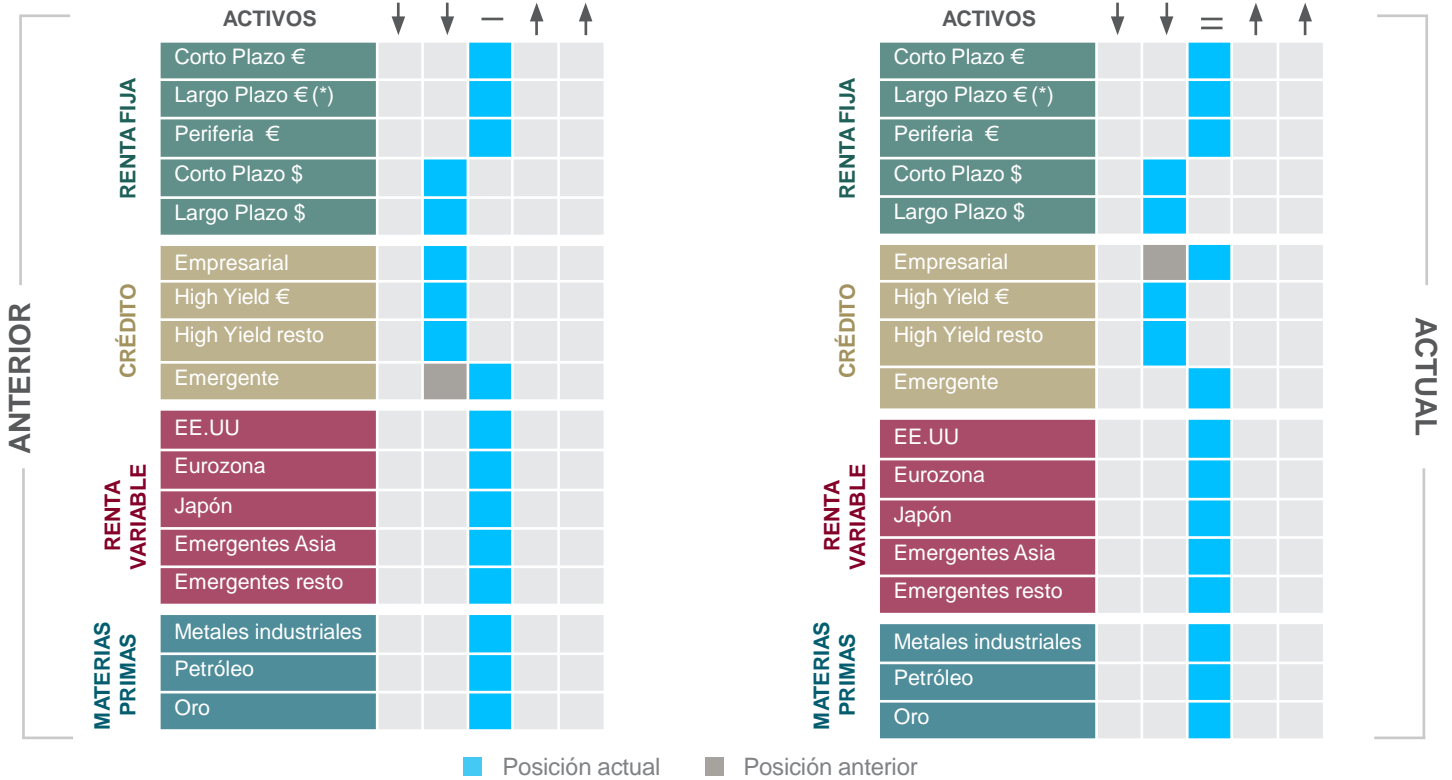


## Asset Allocation

**La convergencia del consenso del mercado con nuestra visión nos confirma en la aproximación tacticista a la asignación de activos.** 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. Mejoramos nuestra opinión sobre sectores que se sitúan en el inicio de la cadena de valor industrial frente a los que venden productos acabados.

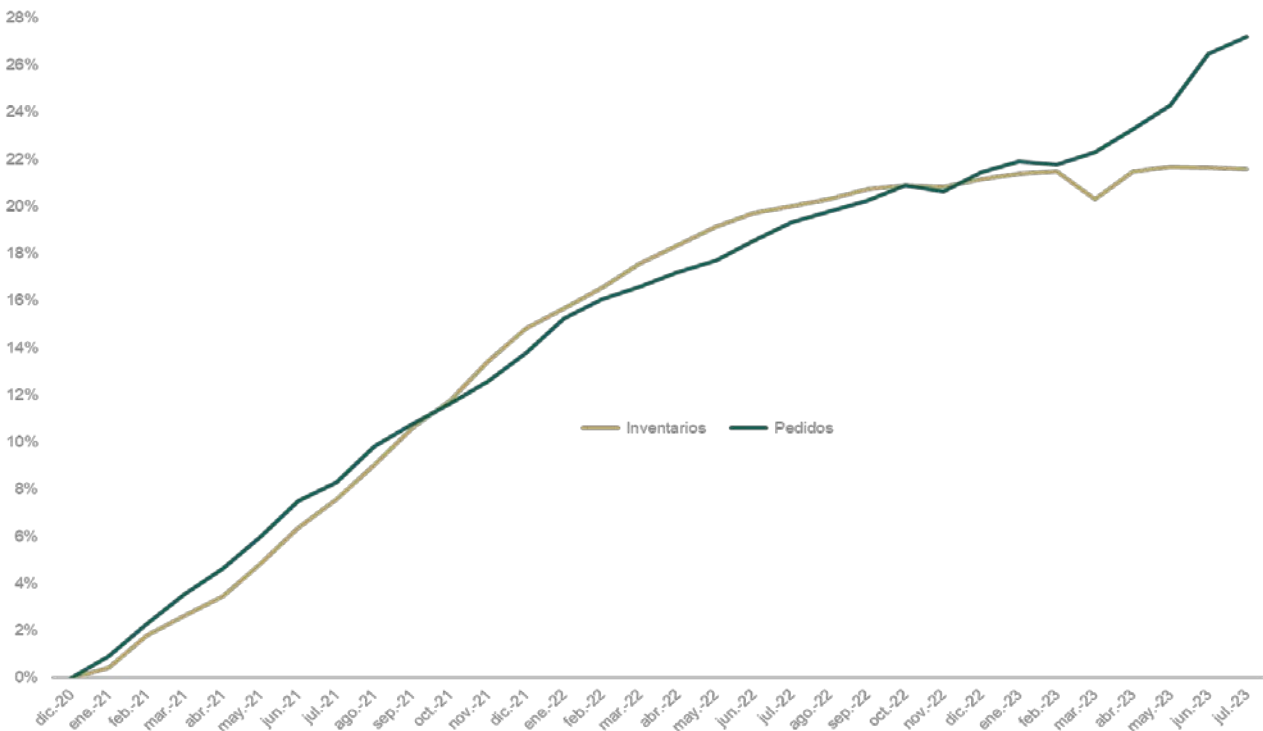


HOJA DE RUTA



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

### Excesivo pesimismo en el sector de bienes duraderos en EE.UU.



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos 1/09/2023.

**El temor a la recesión ha vaciado los inventarios.** Las empresas han sido muy cautas en la gestión de sus inventarios y la divergencia entre pedidos e inventarios empieza a ser insostenible.



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.