



HOJA DE RUTA



Noviembre 2020



### Entorno Económico y de Mercados

**Ya sabemos qué hay vacunas, sólo nos falta el cuándo.** La diferencia entre un despliegue rápido (alcanzar la inmunidad de grupo en los países desarrollados en abril) y uno lento (que eso no ocurra hasta noviembre) es crucial para salvar vidas, pero menos significativa para los inversores. La recuperación económica será muy fuerte; el año que viene en el primer caso o en 2022 en el segundo. La certidumbre (al menos en lo que se refiere a la pandemia) en la recuperación justifica una rotación favorable para los activos más ligados al ciclo económico, contra los que han sido líderes hasta ahora caracterizados por el “crecimiento defensivo”. Mientras no se alcance la inmunidad la política debe ayudar en dos niveles, uno paliativo para evitar que la pandemia produzca a una recesión y otro estimulante para permitir que el crecimiento alcance cuanto antes el nivel tendencial previo a la crisis. El tratamiento paliativo consiste en sustituir, mediante transferencias o reducciones de impuestos, el ingreso perdido a causa de la pandemia por empresas y familias, lo que podemos llamar un “Seguro Fiscal”. El segundo nivel busca acelerar el ritmo de crecimiento mediante programas decididos de inversión pública. Esos programas si, además, se enfocan a prevenir el cambio climático, pueden mitigar el principal, y grave, riesgo de largo plazo al que nos enfrentamos.

El papel de la política monetaria, de los Bancos Centrales, es importante pero secundario, deben estar dispuestos a financiar la política fiscal, pero por sí solos no pueden realizar nada.

El esfuerzo de la política fiscal determinará si la recuperación nos lleva al territorio conocido antes de la pandemia, crecimientos razonables pero no suficientes para reactivar la inflación, o hacia un nuevo territorio marcado por la “reflación”. Lo segundo necesita un amplio consenso político que aún no es seguro que hayamos alcanzado.

**Mercados en un rango amplio.** La carrera entre la pandemia y las vacunas hará oscilar en un amplio rango en función de lo que más pese en el ánimo de los inversores en cada momento. En noviembre las apuestas de los inversores son claramente para la vacuna, por lo que existe margen para la decepción.

**¿Sin “Seguro Fiscal” en EE. UU?** Continúa el bloqueo de la política fiscal en EE.UU. La victoria de Biden será de poca ayuda para desbloquear la situación si el Senado, como parece, queda en manos de los republicanos. Si esta cámara estaba poco dispuesta a aprobar medidas de estímulo con un Presidente republicano menos lo estará con uno demócrata.



### Renta Fija

**Tipos bajos para siempre.** Los Bancos Centrales han redoblado sus medidas de estímulo, y las expectativas de subidas de tipos son cada vez más remotas. Los niveles de rentabilidad son muy poco atractivos, pero la capacidad de los Bancos Centrales

para sostener el precio de los activos que compran nos hace mantener apuestas por los bonos corporativos y una exposición a todos los plazos de la curva. La rotación hacia activos más ligados al ciclo nos lleva a mejorar nuestra expectativa para los tramos de peor calidad crediticia (High Yield, Deuda Subordinada etc.)



### Renta Variable

**Rotación hacia sectores más cíclicos.** El movimiento de recuperación de los sectores cíclicos iniciado en noviembre tiene todavía un amplio recorrido.

La rotación tiene también implicaciones geográficas, Europa y Japón son más sensibles al ciclo que EEUU y los emergentes (especialmente en Latinoamérica) más que los desarrollados.



### Divisas Materias Primas

**El dólar en tendencia bajista.** Los factores que han apoyado la debilidad del dólar se refuerzan en un contexto de recuperación cíclica.

**Materias primas** y especialmente los metales industriales son activos muy cíclicos en los que el movimiento alcista puede ser duradero.



### Estrategias Alternativas

**Estrategias alternativas.** Mantenemos una visión cautelosa en las estrategias más dependientes de

apuestas direccionales y aumentamos las ligadas al valor relativo y el crédito.



### Asset Allocation

**Más convicción en la rotación que en la dirección.** El comportamiento relativo favorable de los activos cíclicos frente a los caracterizados por el “crecimiento defensivo” nos parece que depende de la certidumbre sobre la existencia de una solución para la pandemia, más que de el ritmo al que se consiga inmunizar a la población.

La dirección del mercado sin embargo sí puede verse afectada por decepciones en este sentido, lo que incluye la posibilidad de asistir a confinamientos en EE.UU. durante la Navidad. Mantenemos la neutralidad en el nivel de riesgo pero cambiamos la composición de las carteras para incrementar el componente cíclico.



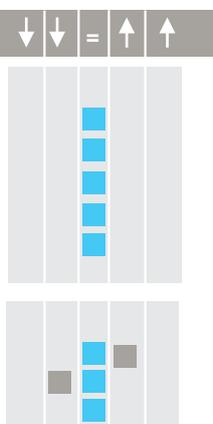
HOJA DE RUTA



### ACTIVOS

RENTA FIJA  
Corto Plazo Euro  
Largo Plazo Euro  
Periferia Euro  
Corto Plazo US  
Largo Plazo US

CRÉDITO  
Empresarial  
High Yield  
Emergente

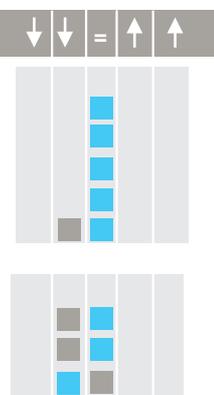


■ Posición actual  
■ Posición anterior

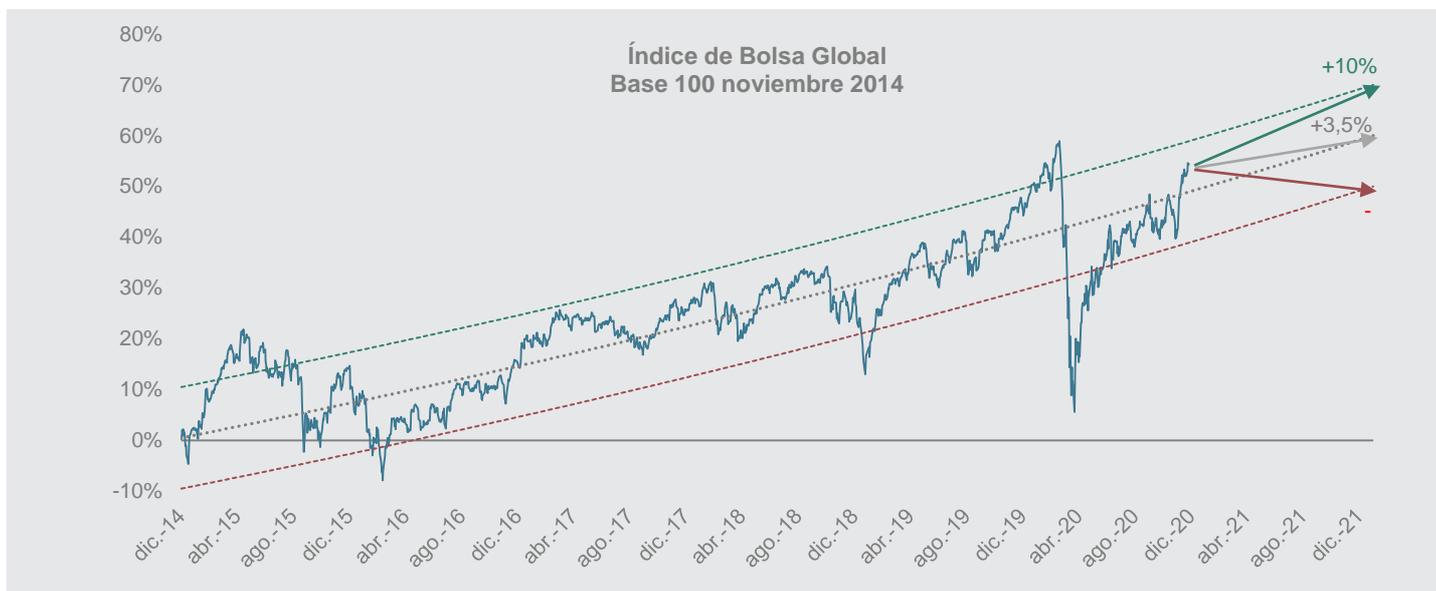
### ACTIVOS

RENTA VARIABLE  
EEUU  
Eurozona  
Japón  
Emergente Asia  
Emergente Resto

MATERIAS PRIMAS  
Metales industriales  
Petróleo  
Oro



■ Posición actual  
■ Posición anterior



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos a 25/11/2020

Expectativa de crecimiento de los beneficios, normalidad optimista. El análisis de valoración sobre los índices bursátiles no debe realizarse con los beneficios de este año, que como el resto de los datos económicos están anormalmente deprimidos por la pandemia. Si utilizamos la expectativa para el año que viene debemos aplicar un doble filtro de escepticismo, es una expectativa y no una realidad y, además, puede estar distorsionada por un exceso de optimismo. Un contraste imprescindible es la congruencia entre lo que esperan los analistas bursátiles y los economistas. El beneficio esperado para este año, y más importante, para 2021 esté dentro de los límites esperables dado el crecimiento esperado, y viceversa. Respecto a 2019 el consenso de analistas espera un crecimiento de los beneficios cercano al 10%, y los economistas un crecimiento económico del 1%. Las dos variables son congruentes, pero en ausencia de "seguro fiscal" ambas susceptibles de alterarse, para bien o para mal, en función de las expectativas sobre las vacunas y la evolución de la pandemia.



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 36997, folio 1, Hoja M-660174. NIF A-08818965.