



HOJA DE RUTA



Enero 2021



## Entorno Económico y de Mercados

**Crecimiento, más tarde, pero más fuerte.** En los primeros días del año hemos conocido dos noticias que nos dibujan un escenario económico diferente pero mejor del que teníamos. Por un lado, las mutaciones del virus, que lo hacen mucho más contagioso (y el ritmo de despliegue de las vacunas que, dadas las dificultades logísticas conocidas, sólo puede decepcionar a los más optimistas) retrasan la recuperación de la pandemia. Si la nueva mutación es un 50% más contagiosa los contactos entre personas deben reducirse un 30% para mantener igual el ritmo de transmisión, dicho de otro modo, habrá más medidas de confinamiento. Por el lado de las vacunas, el ritmo actual es insuficiente para alcanzar la normalidad este año, especialmente en la Unión Europea que lo está haciendo mucho peor que el Reino Unido y EE.UU., pero parece razonable esperar una aceleración del ritmo una vez que se apruebe la fabricada por AstraZeneca. En cualquier caso, la primera mitad del año será bastante peor de lo que esperábamos. El lado bueno nos lo ha dado el resultado electoral en Georgia, que le da el control del Senado al Partido Demócrata. Con mayoría en ambas cámaras podemos esperar que el programa de Joe Biden empiece a cumplirse, y la piedra clave son las inversiones para conseguir frenar el cambio climático, de tamaño similar a las planteadas en Europa, cerca de un 4% del PIB. El efecto multiplicador de estos programas es elevado porque se aplican en muchos casos a tareas intensivas en mano de obra y con impacto sectorial transversal (aislamiento de edificios, construcción y mejora de transporte público etc.) Con el programa de inversión europeo y americano, iniciándose en la segunda mitad de este año y manteniéndose durante al menos los dos siguientes, podemos estar ante el ansiado escenario de “reflación” con un crecimiento de las rentas acelerado, y además conseguir frenar eficazmente el calentamiento global, no estaría nada mal.

**Somos optimistas con el crecimiento de la productividad.** Las recesiones fomentan la productividad porque aceleran la “destrucción creativa”, las empresas y sectores menos competitivos son los primeros en desaparecer, pero en esta crisis creemos que el efecto va a ser más fuerte y duradero. La pandemia ha sido el catalizador necesario para aplicar la tecnología que ya teníamos en toda su plenitud. No sólo eso, hemos aprendido que se pueden aplicar cambios a gran escala en la organización del trabajo de manera rápida y no disruptiva. Pero no sólo utilizaremos mejor lo que ya conocemos, la revolución tecnológica también ha dado pasos de gigante gracias al Covid, en biotecnología, las vacunas mRNA son un ejemplo espectacular, han pasado de promesa a realidad en meses, en vez de en lustros. Creemos que podemos estar a las puertas de un largo periodo de aceleración de la productividad.

**Nuevos viejos riesgos.** La complacencia por parte de las autoridades económicas puede llevar a retirar el apoyo prematuramente. Sabemos que en china se endurecerá la política durante año, pero no deben pasarse de frenada. Más preocupante, pero más remoto, una retirada parcial del apoyo de la Fed o el ECB, que afectará negativamente a todos los activos.



## Renta Fija

**Tipos bajos para siempre, pero expansión de Balance quizás no.** Los Bancos Centrales han redoblado sus medidas de estímulo, y las expectativas de subidas de tipos son remotas. Los niveles de rentabilidad son muy poco atractivos, la posibilidad de que los Bancos Centrales reduzcan sus compras (o que el mercado anticipe que lo harán) nos inclina a los tramos más largos en posición relativa. En las fases de economía expansiva los activos de peor calidad -High Yield o Deuda subordinada- lo hacen mejor que los bonos del Tesoro, y viceversa. En nuestro escenario de reflación, más tarde pero más fuerte, la decisión de apostar, en relativo, por la mala calidad es sencilla, pero debemos tener claras las expectativas de rentabilidad, hacerlo mejor en relativo no es lo mismo que hacerlo bien en absoluto.



## 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, aunque en Europa la decepción con el despliegue de vacunas nos lleve a ser más cautos a corto plazo.



## 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.

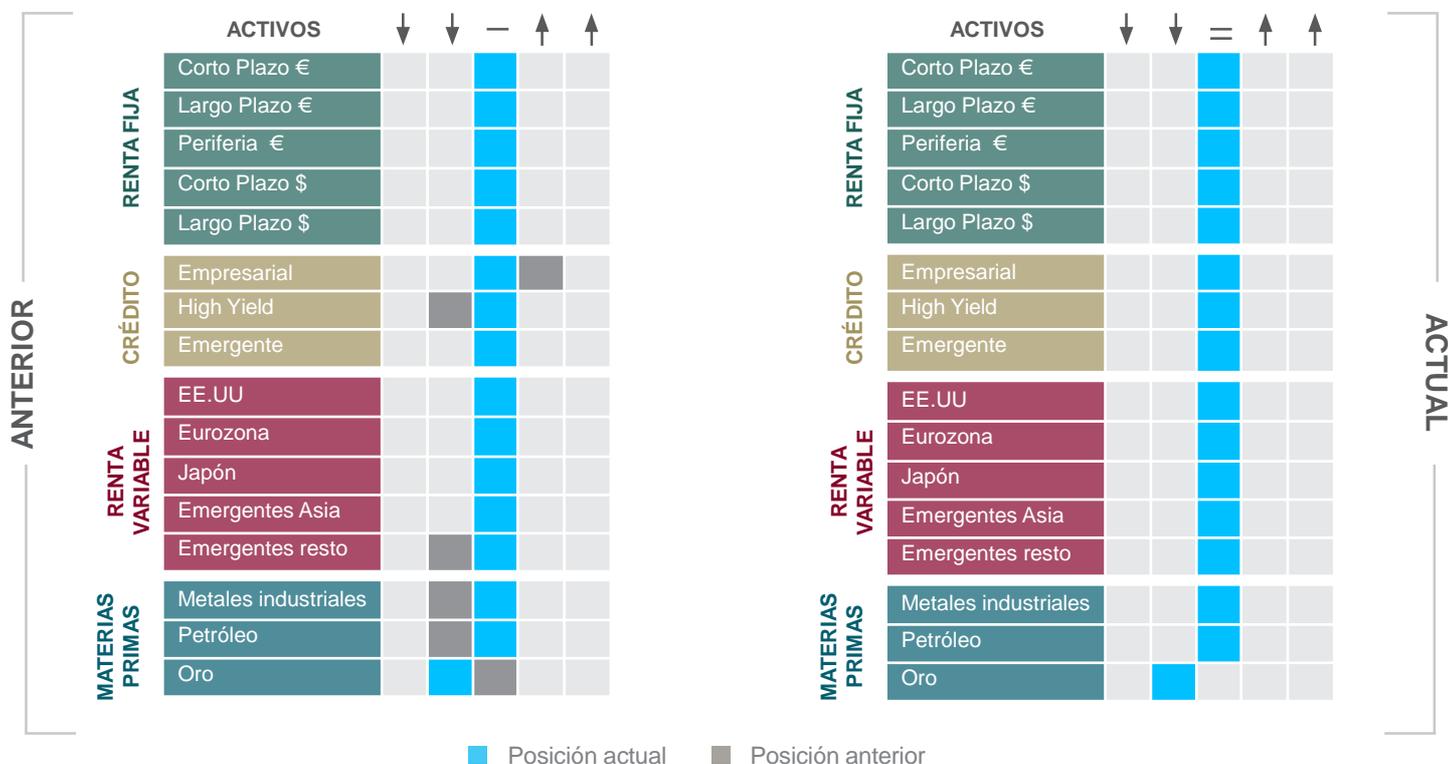


## Asset Allocation

**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 a corto plazo. Mantenemos la neutralidad en el nivel de riesgo, pero cambiamos la composición de las carteras para incrementar el componente cíclico y del estilo valor, y añadiremos a estas posiciones si el mercado nos da opción.



HOJA DE RUTA



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos a 25/01/2021

**¿Por fin reflación?** En 2021 recuperaremos la normalidad, antes o después, gracias a las vacunas, lo relevante es que ocurre a partir de esa recuperación "post vacuna". ¿Cómo será el próximo ciclo expansivo? Normal, para bien y para mal, o diferente. Lo "normal" es que cada fase expansiva suponga un crecimiento de la renta inferior. La caída se explica por la actividad, pero sobre todo por los precios. La inflación es fenómeno con mucha inercia, porque sobre todo se explica por nuestras expectativas colectivas; si todos creemos que los precios irán en una dirección eso ocurrirá. Por eso la inflación tiende a moverse en rangos; la ruptura del rango se origina por cambios en la relación de oferta y demanda, "sobrecalentamientos" inflacionistas y recesiones deflacionistas. En las dos últimas décadas, la globalización y la revolución digital, están provocando una caída, lenta pero significativa, en nuestras expectativas colectivas. Para romper el rango es necesario una buena "sacudida" a la oferta o a la demanda, y ese puede ser el factor diferencial en los próximos años. La inversión pública necesaria para cumplir el acuerdo de París es enorme. Supondría un impacto similar al del "New Deal" que Roosevelt puso en marcha durante la Gran Recesión. La demanda crecería con la fuerza suficiente para romper la inercia y entrar en un ciclo "reflacionista". En nuestro escenario central el crecimiento de la productividad puede acelerarse notablemente, lo que supone una mejor combinación de precio / cantidad en el proceso de reflación.



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.