



HOJA DE RUTA



Mayo 2021



## Entorno Económico y de Mercados

**Crecimiento, hacia la velocidad (muy veloz) de crucero.** Mantenemos un escenario de crecimiento económico muy fuerte, con ritmos que no veíamos desde los años 80, pero estamos abandonando la fase de aceleración para entrar en la de crucero. Los indicadores de actividad pueden empezar a estabilizarse y eso tiene consecuencias importantes para los activos financieros. Los rendimientos más “explosivos” suelen darse en la fase de cambio de ciclo (para bien y para mal), y las de estabilización son más tranquilas. El mercado, cómo todos, se acostumbra rápidamente a lo bueno. El punto de inflexión está más cerca en EE.UU, mientras que en Europa se producirá más hacia el otoño. En china el impacto de las medidas económicas más restrictivas se está dejando notar, y su crecimiento, todavía muy alto, sigue desacelerándose.

**Política económica, pisando el acelerador a fondo, pero con nubes en el horizonte.** En EE.UU. la nueva administración acumula los paquetes fiscales (aunque pendientes de largos trámites parlamentarios) pero con más equilibrio entre incremento de gasto y de impuestos. Los incrementos de impuestos son negativos para los mercados financieros, de momento los están ignorando, pero podemos empezar a ver como cobran cada vez más protagonismo. En Europa ya está muy próximo el inicio del programa de gasto aprobado en 2020, con un efecto de aceleración del crecimiento muy importante para el segundo semestre. Los bancos centrales se mantienen en el punto máximo de tolerancia y apuestan decididamente por la “reflación” pero empieza a ser difícil no hablar del horizonte de finalización de las compras masivas, lo que puede reanudar el movimiento al alza en los tipos.

**Crecimiento, regreso al futuro.** El escenario lleva al consenso de previsiones económicas a esperar, para 2021 y 2022, un crecimiento en las economías desarrolladas que no conocíamos desde los años 80 del S. XX. El riesgo de pasarnos de frenada y saltar de la “reflación” a la “inflación” pura y dura es cada vez más debatido. En nuestro caso el optimismo con el crecimiento de la productividad nos lleva a confiar en que la aceleración del crecimiento se traduzca menos en tensiones de precios, pero los próximos trimestres van a poner a prueba esa confianza.

**Nuevos viejos riesgos.** La complacencia por parte de las autoridades económicas puede llevar a retirar el apoyo prematuramente. El impacto de las medidas de endurecimiento en China está siendo mayor de lo esperado. Más preocupante, pero más remoto, una retirada parcial del apoyo de la Fed o el BCE (Banco Central Europeo), que afectará negativamente a todos los activos.

**Mercados, movimientos sísmicos, tendencia positiva.** Tres lustros de crecimiento anémico, y la búsqueda de alternativas de inversión en ese contexto, han producido una valoración de las empresas con capacidad intrínseca para crecer que refleja su escasez. En una situación de crecimiento súper abundante esa valoración está en peligro.



## Renta Fija

**Tipos bajos para “casi” siempre.** El debate sobre los programas de estímulo cuantitativo es cada vez mayor, y tanto la Fed como (quizás con algún retraso) el BCE pronto darán pistas sobre cuándo comenzarán a reducir el ritmo de compras. Los bancos centrales tienen un amplio margen para “empezar a hablar” de reducir sin que eso se traduzca en un endurecimiento real de la política monetaria. Con un tipo “real” a 10 años en EE.UU. de -0,8% y una inflación implícita del 2,4% (resultando en un tipo nominal del 1,6%), la Fed preferirá que el próximo movimiento al alza provenga más del tipo real que de la inflación implícita, pero si lo deja en terreno negativo no podemos hablar de “condiciones restrictivas”.



## Renta Variable

**Mantenemos la apuesta por el valor y el ciclo.** Pero mantenemos el matiz iniciado el mes pasado para reducir los sectores cíclicos más “sobrecalentados” e incrementar el peso en sectores defensivos baratos.



## Divisas Materias Primas

**Mantenemos la visión de medio plazo, pero podríamos asistir a cierta consolidación.** Seguimos apostando por un dólar más débil y un ciclo alcista largo en el precio de los metales industriales, pero un cambio de fase de “aceleración” a “velocidad de crucero” puede traducirse en una consolidación en ambos mercados.



## Estrategias Alternativas

**Estrategias alternativas.** Favorecemos las estrategias de eventos corporativos (especialmente fusiones y adquisiciones anunciadas) y las de corte cuantitativo, favorecidas por el entorno de crecimiento y mejor comportamiento de sectores cíclicos. El posicionamiento más negativo es en estrategias basadas en arbitraje de crédito.

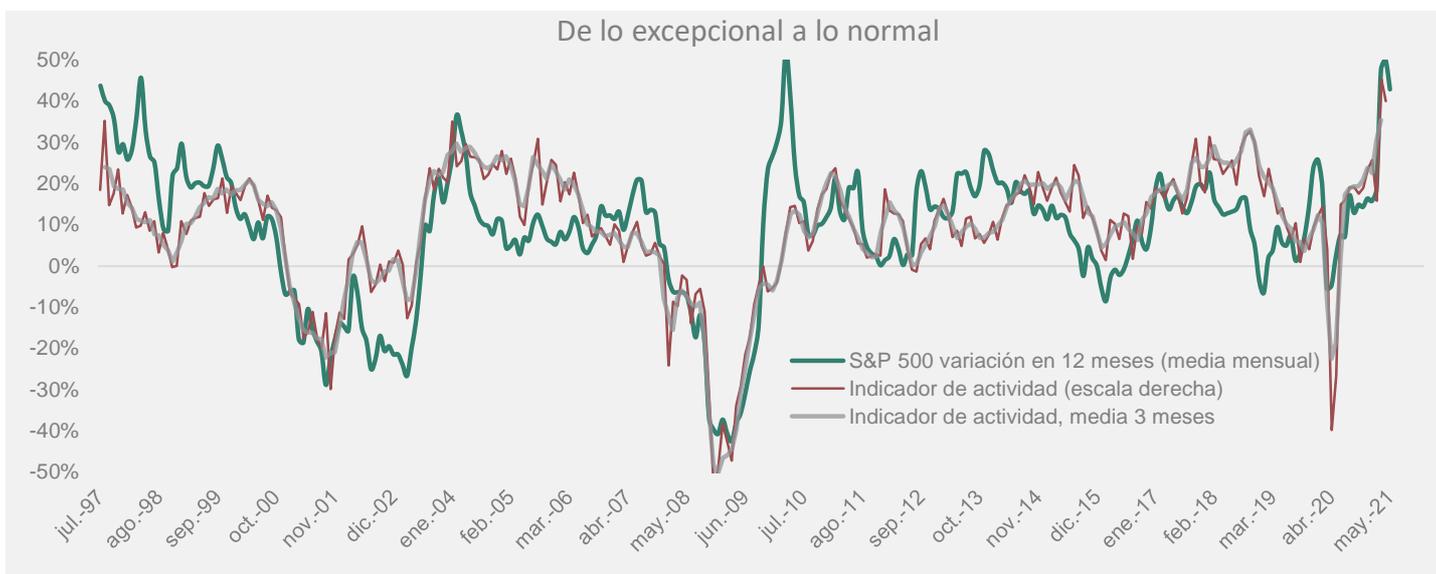
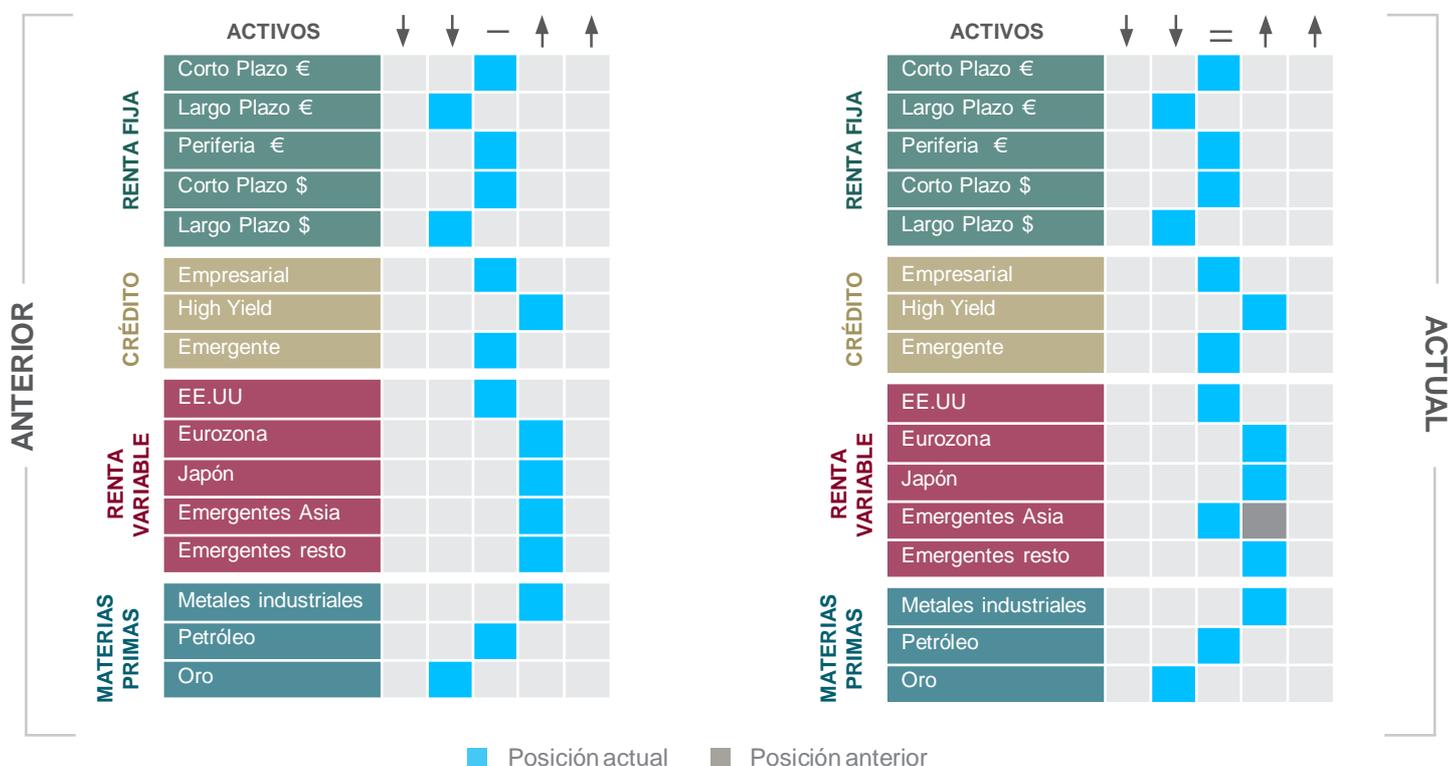


## Asset Allocation

**Más selectivos en la toma de riesgos.** El posible cambio de régimen de crecimiento y de discurso por parte de los Bancos Centrales nos lleva a buscar una composición de cartera más defensiva, sin afectar todavía a los niveles de exposición en Renta Variable. Incrementamos el peso en sectores defensivos, lo reducimos en Asia y seguimos reduciendo la posición en bonos corporativos.



HOJA DE RUTA



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos a 28/05/2021

**De lo excepcional a lo normal.** El índice S&P 500 se ha apreciado un 42% en los últimos doce meses, es mucho, pero no está fuera de lo que se podría esperar con la aceleración de la actividad vivida en ese plazo. La relación estadística entre la variación del S&P500 y el indicador de actividad conjunto (industria y servicios) que elabora el ISM es robusta. Los indicadores de actividad ya son congruentes con el crecimiento esperado para EE.UU., por lo que a partir de aquí pueden pasar de la fase de aceleración a la de estabilidad. Si observamos lo ocurrido en 2004, 2010 o 2015 eso indicaría que los rendimientos interanuales podrían bajar a tasas del 10%. Tampoco es preocupante, si el mercado se queda en su media del último mes ocurrirá “naturalmente” por incremento de la base de comparación. En definitiva, la velocidad de cruce nos puede dejar en un mercado lateral, en EE.UU., lo que no quiere decir que no haya oportunidades sectoriales y de estilo.



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.