



Entorno Económico y de Mercados

Bonos y Bolsa ¿Misma dirección?

Durante los dos últimos meses el precio de los bonos y de las acciones se mueve a la par, suben y bajan a la vez, o por decirlo en forma estadística, la correlación ha subido a más del 0,5. (aunque cuando la bolsa sube, sube más, y cuando baja, baja menos, de tal forma que el movimiento acumulado en esos dos meses es positivo para la bolsa y negativo para el precio de los bonos). Esto no tiene porque ser así, con esa misma ventana de dos meses la correlación en diciembre era ligeramente negativa. Una correlación positiva es un serio inconveniente para construir carteras, si todo sube y baja a la vez la volatilidad conjunta es mayor que cuando los movimientos se compensan ¿Por qué ha subido la correlación y qué podemos esperar? El entorno de inflación (o más bien el riesgo predominante en el entorno) explica la correlación; si el riesgo es que la inflación no caiga al ritmo necesario para que los Bancos Centrales mantengan las bajadas “prometidas”, las sorpresas positivas en datos económicos supondrán que los bonos lo harán mal, lógicamente, pero la bolsa también sufrirá por el riesgo de que los tipos altos prolongados acaben afectando a la actividad, y lo contrario con las sorpresas negativas. Paradójicamente “las buenas noticias son malas (para los precios) y las malas, buenas”. No sabemos en que dirección se moverán las sorpresas económicas, pero sí que podemos aventurar que el proceso desinflacionista seguirá siendo muy lento, demasiado para las expectativas del mercado (y de los Bancos Centrales): la desinflación de bienes ha agotado su curso y los precios de los servicios se han “atascado” en el 4% de variación anual. Los tipos de interés ya no son una restricción al crecimiento (la política monetaria actúa por el cambio de nivel (la aceleración) más que por el propio nivel (la velocidad) y la extensión del crecimiento de EE.UU. al resto de los países desarrollados es una realidad. Con “buenas malas noticias o con malas buenas” el entorno favorece que la correlación se mantenga elevada.

Bancos Centrales, la primera es la fácil. Pese a la lentitud del proceso desinflacionista y los buenos datos económicos confiamos en que tanto el Banco Central Europeo (en junio) como la Reserva Federal (en septiembre) bajen su tipo de intervención. Un Banco Central consciente del impacto redistributivo de los tipos altos (de los endeudados, pobres o jóvenes, a los ahorradores, viejos o ricos) intentará tener el tipo más bajo posible que sea compatible con una inflación estabilizada, aunque esté (ligeramente), por encima del “objetivo declarado”. El problema es que la búsqueda de ese “tipo más bajo posible” es, en el afortunado proverbio chino, un ejercicio de “cruzar el río tanteando las piedras”, no hay un modelo que diga cual es, hay que encontrarlo. Un entorno de desinflación ralentizada y crecimiento vigoroso hará que los Bancos Centrales sean sumamente cautelosos buscando ese nivel, lo que se traduce en que las bajadas serán mucho más espaciadas en el tiempo. Después de la primera la espera puede ser larga.

Menos bonos y más bolsa. La pérdida de “capacidad diversificadora” en la renta fija y la expectativa de que las bajadas que esperamos se traduzcan en mayor pendiente en la curva de tipos (con bajadas en los tipos cortos y subidas en los largos) nos hace más cautelosos con ese activo, mientras que la ampliación del crecimiento desde EE.UU. al resto del mundo nos mantiene positivos tanto con la renta variable como con la apuesta de la “ampliación del movimiento alcista”; este último en cuatro frentes; regional, sectorial, de capitalización y factorial. Es verdad que mayo no ha sido bueno para estas apuestas, pero los muy buenos resultados de la compañía NVIDIA explican la “reconcentración” alcista, seguimos confiando en esa apuesta y este mes la expresamos subiendo la ponderación de la bolsa del Reino Unido.

Renta Fija

Renta Fija, cautela reforzada en los plazos largos. El ciclo de subidas de tipos ha sido sumamente atípico (sobre todo en EE.UU., pero también en la Eurozona), por el comportamiento de los tipos de largo plazo. Durante las subidas de tipos es normal que la parte larga de la curva (el tipo a 10 años) suba menos, y en los tramos finales del ciclo el tipo a 10 años se sitúe por debajo del tipo de intervención; pero en esta ocasión la diferencia ha sido mayor y más duradera de lo habitual. Tanto es así que la vuelta, cuando se inicie el ciclo de bajada, sea muy negativa para los tipos largos. En el ciclo de bajada la curva vuelve a su forma “natural”, y al final de las bajadas el tipo a 10 años se sitúa, históricamente, más de dos puntos por encima del tipo de intervención. Si la Reserva Federal acaba el ciclo de bajadas en niveles entre el 3% y el 4% la diferencia histórica supone un tipo a 10 años por encima del 5%, cuando hoy cotiza por debajo del 4,5%. Cuidado.

Renta Variable

Renta Variable, reforzamos la apuesta por la extensión del movimiento alcista, en capitalización, sectores, geografía y factores. El mes de mayo ha supuesto un retroceso, parcial, en la ampliación del movimiento alcista. Es cierto que en EE.UU. el movimiento de NVIDIA ha supuesto un revolcón, pero tanto el EuroStoxx como sobre todo el Stoxx se han comportado mejor que el S&P 500 (en la misma divisa). A favor de ese movimiento añadimos al Reino Unido a las apuestas de “democratización de la subida”.

Divisas Materias Primas

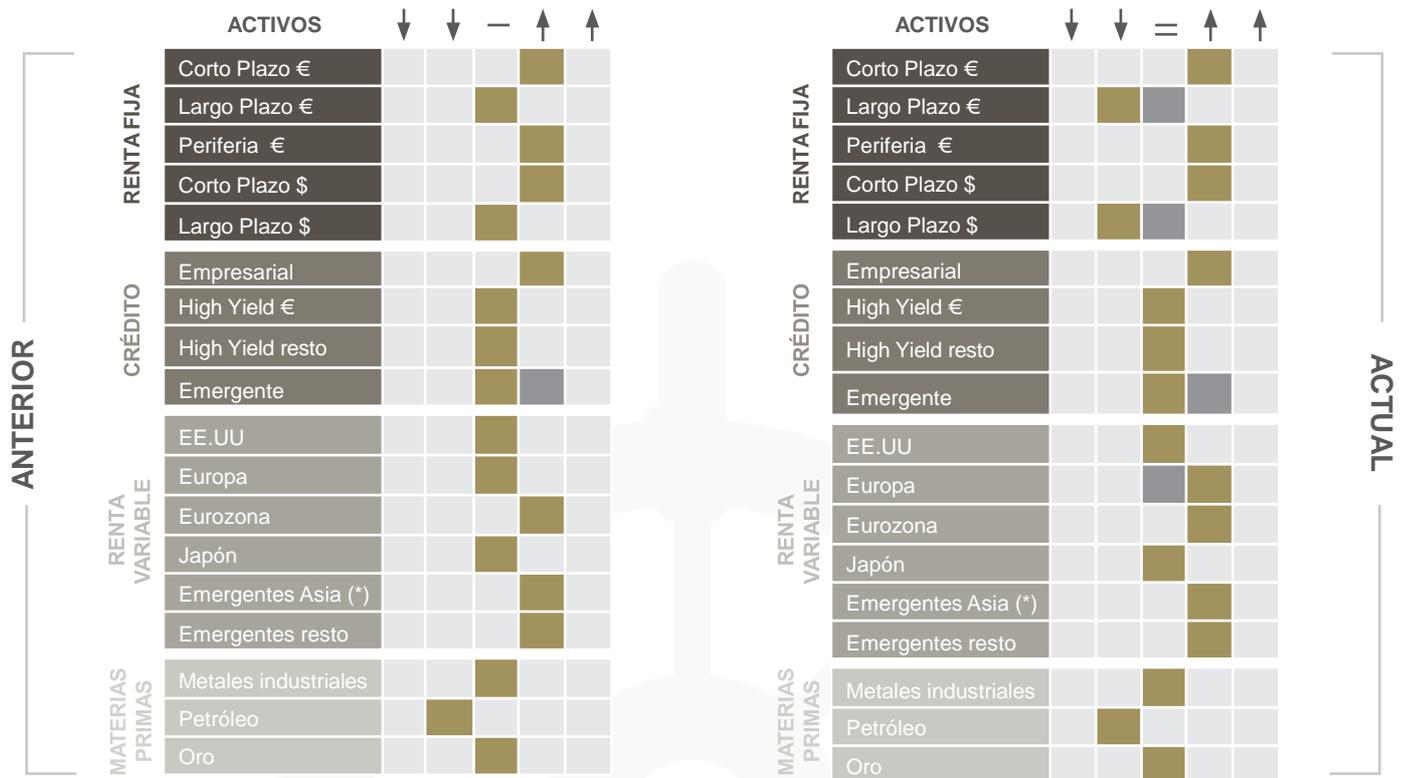
El dólar recupera parte de su atractivo, y aunque sólo prevemos fortaleza sostenida en los metales industriales, las materias primas siguen siendo atractivas. El dólar puede beneficiarse de un ciclo económico más robusto en EE.UU. que el que descontábamos hasta hace poco. Las materias primas industriales empiezan a reflejar la aceleración del crecimiento global, aunque el precio del petróleo presenta riesgos simétricos.

Estrategias Alternativas

Estrategias alternativas. Hay que enfatizar el buen comportamiento de la inversión alternativa, con una alta participación en las alzas del mercado y muy baja en las caídas. El entorno favorable nos lleva a una visión positiva de las estrategias con exposición a los índices bursátiles, aunque seguimos apostando también por las de “mercado neutral” tanto en renta variable como en renta fija. Las estrategias macro discrecionales pueden protegernos en “accidentes financieros”.

Asset Allocation

En la asignación de activos el panorama para el 2024 sigue siendo atractivo. La aceleración del crecimiento nominal favorece el crecimiento de los beneficios, y, aunque reforcemos la cautela en los tipos largos, la retórica de los Bancos Centrales hace muy atractivos los tramos cortos, mientras que la ampliación del crecimiento favorece los diferenciales de crédito y periféricos. En un entorno tan favorable el principal riesgo sigue siendo el de “accidentes financieros” ligados a una corrección brusca en el tipo de cambio del yen, por intervención del Banco de Japón o por la misma sobre extensión del movimiento. En la expresión popular “si llegamos a ese río, ya hablaremos del puente”, pero mientras tanto recordemos que en un entorno tan favorable las caídas de los índices bursátiles son oportunidades, no inconvenientes.



■ Posición actual ■ Posición anterior

(*) La apuesta en Renta Variable emergente incluye una posición neutral en China



Fuente: Bloomberg, CaixaBank AM. Datos a 31/05/2024

¿Dónde acabará el ciclo la Fed? ¿Y el tipo a 10 años? El ciclo de subidas de tipos ha sido sumamente atípico por el comportamiento de los tipos de largo plazo. Durante las subidas de tipos es normal que la parte larga de la curva suba menos, y en los tramos finales del ciclo el tipo a 10 años se sitúe por debajo del tipo de intervención; pero en esta ocasión la diferencia ha sido mayor y más duradera de lo habitual. En el ciclo de bajada la curva vuelve a su forma "natural", y al final de las bajadas el tipo a 10 años se sitúa, históricamente, más de dos puntos por encima del tipo de intervención. Si la Reserva Federal acaba el ciclo de bajadas en niveles entre el 3% y el 4% la diferencia histórica supone un tipo a 10 años por encima del 5%, cuando hoy cotiza por debajo del 4,5%. Cuidado.



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.