

## Traditional Risk-On

### Inflación moderada, leve recesión

**Base = Soft Landing:** Los indicadores líderes se estabilizan antes de mejorar en la segunda mitad del año. Las preocupaciones sobre una recesión mundial resultan demasiado pesimistas, ya que los mercados laborales siguen siendo sólidos. Y el enfriamiento del crecimiento de los salarios ayuda a aliviar gradualmente las presiones inflacionarias core, lo que permite que los bancos centrales hagan una pausa. La recuperación post-Covid de China continúa en el sector de los servicios, pero la débil inversión empresarial continúa lastrando el crecimiento, que podría ser compensado con mayor apoyo de políticas, no solo monetarias sino también fiscales para apoyar el sector inmobiliario.

**Respuesta política:** los bancos centrales adoptan un tono menos agresivo. La FED pausa su ciclo de alzas con tasas en torno al 5,5%.

### Posicionamiento

**Equities:** El repunte del mercado de renta variable puede sostenerse, pero con retornos totales más moderados desde acá. Las acciones de mercados emergentes funcionan particularmente bien. Europa alcanza a EE. UU. En general, la renta variable estadounidense tiene un rendimiento inferior, dadas las valorizaciones ya estiradas. Sobreponderar mercados ex US, donde las valorizaciones son más atractivas y mayores retornos por dividendos. Aumentar el carácter cíclico de la cartera y la exposición al crecimiento de "larga duración", en particular sobreponderar Tecnología y Health Care.

**Fixed Income:** Se estabilizan expectativas de tasas. Los fondos federales alcanzan un peak en torno al 5,5%. Los rendimientos de los bonos del gobierno están limitados por rango. Sobreponderar IG. Los spreads de crédito de grado de inversión se mantienen bien. Si bien, HY puede seguir teniendo un rendimiento superior, no compensa el riesgo de una potencial recesión.

**Currencias:** El dólar alcanza su punto máximo y se gira, pero de manera constante a lo largo del tiempo en lugar de una reversión repentina.

**Alternativos:** Agregar exposición a ciertas clases de activos alternativos, como infraestructura, podría proporcionar una postura más defensiva a las carteras, al mismo tiempo que brinda cierta protección contra la inflación e ingresos atractivos.

## Quantitative Easing / Goldilocks

### Crecimiento resistente y enfriamiento de la inflación

**Upside = Goldilocks:** Los indicadores líderes continúan deteriorándose, pero la economía evita una recesión. El crecimiento se mantiene resistente mientras la inflación se enfría, ya que un impulso a la oferta laboral alivia el crecimiento de los salarios a pesar de que no aumenta el desempleo y los efectos de base arrastran a la baja el resto de la inflación, tendiendo hacia el objetivo de los bancos centrales.

**Respuesta de política:** Los bancos centrales se dan cuenta de que se han endurecido demasiado (error de política) y ha aumentado la probabilidad de un evento crediticio. Detienen el ajuste, una vez que queda claro que la dinámica de la inflación se ha suavizado genuinamente, aplican políticas para reestimular el crecimiento, ya que una inflación más baja permite que las tasas regresen a niveles neutrales.

### Posicionamiento

**Equities:** Mejor resultado para las acciones. Las expectativas de ganancias aumentan a medida que los mercados miran hacia la aceleración de 2024 y las valoraciones continúan recuperándose. Las acciones de mayor calidad tienen un rendimiento inferior y los valores cíclicos superan a los defensivos.

**Fixed Income:** Los rendimientos de los bonos del gobierno caen modestamente. El crédito supera a las tasas y HY supera a IG a medida que los diferenciales se estrechan en todos los sectores crediticios. Gran ambiente para EMD.

**Currencias:** El dólar se debilita

**Alternativos:** Los activos reales proporcionan ingresos y apreciación del capital dadas las tasas más bajas.

## Quantitative Tightening / Fear of the FED

### La inflación persistente impide que los bancos centrales entreguen soporte

**Downside 1 - Inflación Persistente:** Una combinación de resiliencia del consumidor y mercados laborales extremadamente ajustados mantienen la inflación subyacente estancada. La recuperación de China cobra impulso, ejerciendo una presión alcista sobre los precios de las materias primas.

**Respuesta de política:** Los bancos centrales se comprometen aún más a llevar la inflación de regreso a la meta, lo que implica que se requiere una política más agresiva. Tanto la Fed como el BoE aumentan las tasas hacia el 6%, y el BCE las sube más allá del 4,5%.

### Posicionamiento

**Equities:** La resiliencia de las ganancias corporativas a corto plazo se ve contrarrestada por la caída de las valoraciones, lo que genera rentabilidades totales negativas, ya que los mercados prevén que los bancos centrales tendrán que generar una desaceleración más profunda. Las acciones de mayor calidad tienen un rendimiento superior y Value supera a Growth. EE. UU. tiene un rendimiento inferior al resto de DM, debido al mayor impacto en las valoraciones.

**Fixed Income:** Los bonos fallan como diversificadores, y los rendimientos iniciales de los bonos del gobierno aumentan para reflejar tanto una tasa terminal más alta como un menor precio de los recortes de tasas. Los spreads de IG se amplían dada la desaceleración del crecimiento y los diferenciales de HY se amplían considerablemente en previsión de que las tasas de incumplimiento superen los promedios a largo plazo.

**Currencias:** Persiste dólar más fuerte, especialmente frente a monedas cíclicas.

**Alternativos:** Los activos reales obtienen mejores resultados dada la protección contra la inflación. El private equity y private credit están bajo presión.

## Traditional Risk-Off

**La caída simultánea del crecimiento y la inflación provoca mayor estímulo monetario**

**Downside 2 = Hard Landing:** El crecimiento de los mercados desarrollados se desacelera bruscamente, empujando a las economías a recesiones más profundas. El debilitamiento de los mercados laborales, los precios más bajos de las materias primas y la rápida caída de la inflación obligan a los bancos centrales a reducir agresivamente las tasas. La recuperación post-Covid de China tropieza, lo que provoca más estímulo monetario.

**Respuesta de política:** La Fed inicia un ciclo sustancial de reducción de tasas. El BCE y el BoE continúan subiendo este verano, pero luego se ven obligados a dar un giro y también comienzan a recortar.

### Posicionamiento

**Equities:** Rendimientos totales negativos para las acciones, pero sin probar los mínimos vistos en octubre pasado. Las ganancias se ven muy afectadas, las acciones de mayor calidad obtienen mejores resultados y el crecimiento supera al valor. EE. UU. lidera el DM sin EE. UU. dada la inclinación hacia el crecimiento, mientras que los mercados emergentes tienen un desempeño inferior al de sus contrapartes del mercados desarrollados.

**Fixed Income:** Los rendimientos de los bonos del gobierno caen, y las curvas de rendimiento se vuelven a inclinar. Los spreads de IG se amplían modestamente, mientras que los del crédito HY se amplían considerablemente, pero la caída de los rendimientos de los bonos soberanos contribuye a moderar los rendimientos totales.

**Currencias:** El dólar se fortalece frente a las monedas cíclicas debido a los flujos de refugio seguro.

**Alternativos:** Materias primas y real estate especialmente comprometidos.