



FONDOS IBERCAJA

TRAS UN PRIMER SEMESTRE ALCISTA, ¿QUÉ ESPERAR AHORA?

NÚMERO 13. JULIO 2021



EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Los mercados bursátiles cierran un primer semestre del año muy positivo en términos generales, con subidas superiores al 10% en los principales índices europeos y norteamericanos. Esto ha facilitado que los flujos de entrada a los mercados bursátiles durante los primeros seis meses del año alcancen máximos desde 2008, según los datos de EPFR.

El Eurostoxx 50 subió en el mes de junio un 0,61% y acumula una rentabilidad desde principio de año del 14,40%. Los sectores más cíclicos han liderado las subidas durante los primeros meses del año con transporte (+42,9%), automovilísticas (30,9%) y materias primas (+25,8%) a la cabeza. El único sector que se queda en terreno negativo es el de utilities (-7,7%), con Iberdrola liderando la corrección con un -11,3%, muy afectada por sus problemas de gobernanza. A nivel país, el CAC 40 francés es uno de los índices que mejor lo ha hecho en 2021, acumulando una rentabilidad del 17,23%. El Ibex 35 sube un 9,26% tras una fuerte corrección del 3,58% durante el mes de junio.

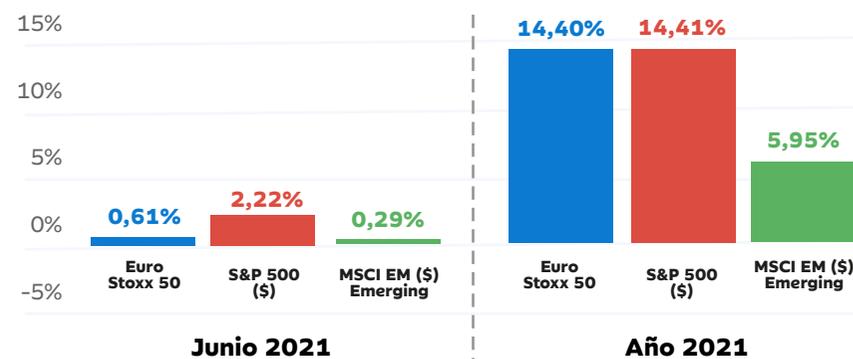
El S&P 500 sube con fuerza en junio (+2,22%) y acumula una rentabilidad del 14,41% desde inicio de año.

El incremento de las expectativas de inflación ha sido bien digerido por el mercado, que parece que sobrepondera otros indicadores más positivos como el elevado ratio de revisiones de beneficios (positivas sobre negativas) del 1,85% o la fuerte creación de empleo de la últimas semanas. Según los datos de Factset, todos los sectores del S&P 500 acumulan rentabilidades positivas desde principio de año, ranking que también lideran los sectores más cíclicos: energéticas (+58,7%), materias primas (+34,3%) e industriales (+27,4). Mientras utilities (+2,46) y consumo discrecional (+7,9%) son los más rezagadas.

Durante la segunda mitad del año el mercado continuará poniendo el foco de atención en la evolución de la pandemia y en los datos de inflación. La mayoría de los países desarrollados están cerca de conseguir la denominada “inmunidad de rebaño”, lo que implica que paulatinamente la movilidad debería recuperar los niveles pre-pandemia. Incrementos en el número de contagios derivados de nuevas cepas pueden suponer retrasos en ese calendario, lo que tendría un grave impacto en las economías de muchos países y que se vería reflejado en los mercados bursátiles.

En cuanto a los datos de inflación, estaremos muy atentos a lo que sucede en EE. UU., ya que, junto a China, es la economía más adelantada en el ciclo y, por lo tanto, debería ser la primera en normalizar las lecturas de inflación y marcar el ritmo en la evolución de las políticas monetarias. En este entorno, creemos que debemos seguir apostando por la renta variable como activo fundamental en la construcción de nuestra cartera, sobre todo por su valoración relativa con respecto a la renta fija y siempre con un horizonte de inversión de medio plazo.

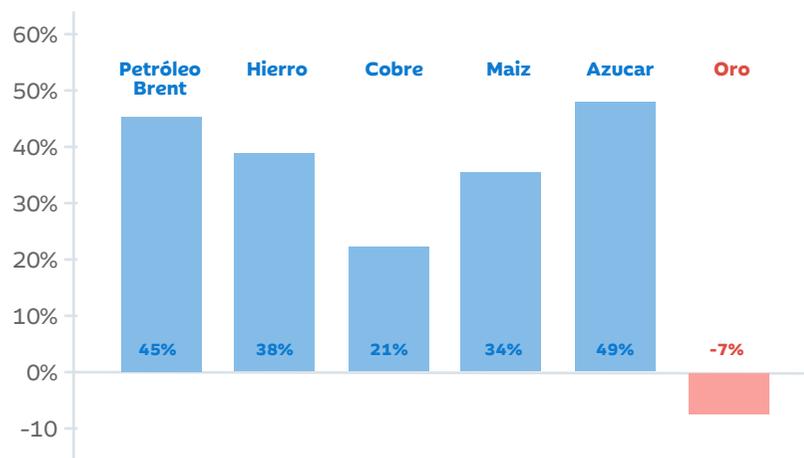
Evolución Renta Variable



Fuente: Bloomberg

Las materias primas también han subido con fuerza desde principio de año, poniendo en riesgo algunas cadenas de suministro e incrementando los precios de la producción industrial. Esto hace que algunos analistas afirmen que al menos parte de la inflación observada hasta la fecha tendrá un soporte en el tiempo más allá de los efectos base transitorios. Desde comienzo de año, el petróleo Brent sube un 45%, el cobre un 21%, el hierro un 38%, el oro cae un 7%.

**Incremento precio materias primas
(últimos 12 meses)**



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

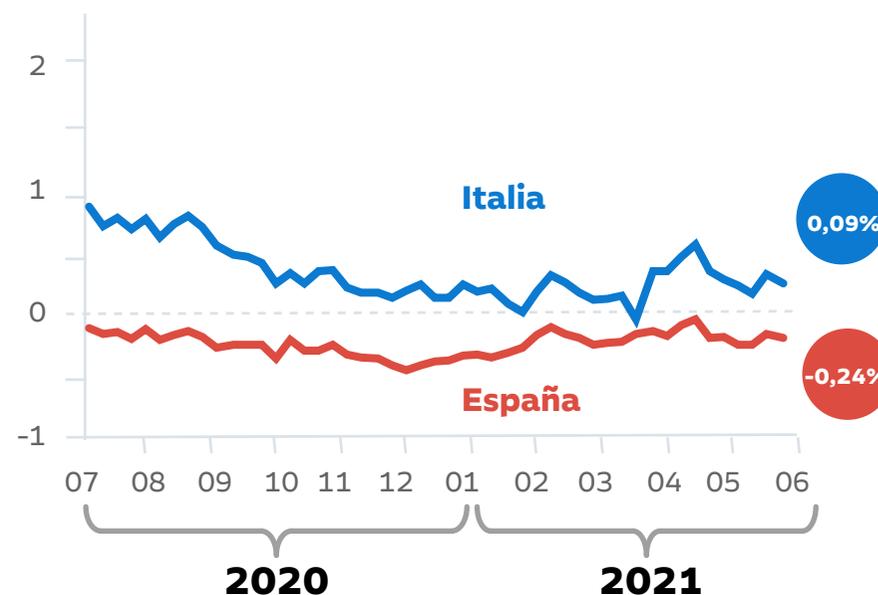
Por la parte de renta fija, durante los seis primeros meses del año, **la deuda pública ha visto como los diferenciales se incrementaban** debido a los repuntes en las expectativas de inflación, especialmente en las referencias a más largo plazo. Estos incrementos se han visto mitigados por los comunicados de los bancos centrales asegurando que mantendrían las políticas monetarias expansivas hasta que la economía se recuperase por completo; en su análisis, señalaban que las lecturas altas de inflación eran temporales derivadas de los efectos base del año anterior como consecuencia de los confinamientos y el impacto que están teniendo los cuellos de botella en las cadenas de suministro.

En este entorno, la TIR de los bonos estadounidenses a 10 años comenzó el 2021 en 0,9%, pero se ha ido incrementando conforme iban apareciendo lecturas de inflación elevadas hasta cerrar el semestre en los 1,45%, por debajo de los máximos observados a finales de marzo de 1,74%. Para la referencia a 5 años, la TIR comenzó el año en 0,36% y cierra el semestre en 0,88%.

Los movimientos en Europa han sido similares. Los bonos españoles e italianos, en su referencia a 10 años, comenzaron el año con rentabilidades de 0,04% y 0,57%, respectivamente, que han ido incrementándose hasta cerrar en 0,41% y 0,83%.

Con respecto a la **deuda privada**, a pesar de que los diferenciales repuntaron con las primeras lecturas de inflación, **han tenido un mejor comportamiento y sus diferenciales se encuentran ahora por debajo de los observados al cierre de 2020**. En la categoría de grado de inversión, atendiendo al spread ITraxx a cinco años en divisa euro, el diferencial comenzó el año en 48,9 puntos y, tras repuntar a mediados de marzo a los 54,27 puntos, cierra junio en 231,91 puntos. Para la deuda high yield o bonos basura, el spread comenzó el año en 243,84 puntos, repuntó hasta los 271,25 puntos, y cierra junio en 46,37 puntos.

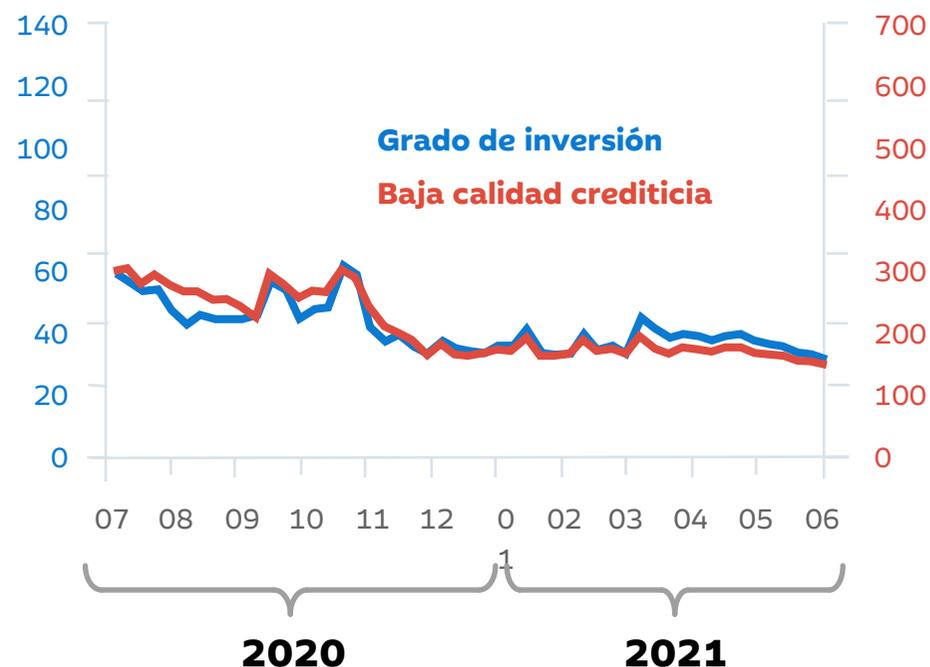
Rentabilidad Bono 5 años Deuda Pública



Fuente: Bloomberg

Las lecturas de inflación y el debate sobre el tapering por parte de los bancos centrales, marcarán la evolución de la renta fija durante la segunda mitad del año. El compromiso por parte del BCE de mantener elevados niveles de compras a través del PEPP y el APP, que prácticamente cubrirán la totalidad de las emisiones netas de los estados soberanos, da soporte a las elevadas valoraciones. Noticias negativas sobre desequilibrios en las cuentas públicas o inestabilidad política pueden generar movimientos injustificados en los diferenciales y, por tanto, oportunidades de compra, especialmente en los países de la periferia europea.

**Diferencial Renta Fija Privada - 5 años Euro
Grado de inversión / Baja calidad crediticia**



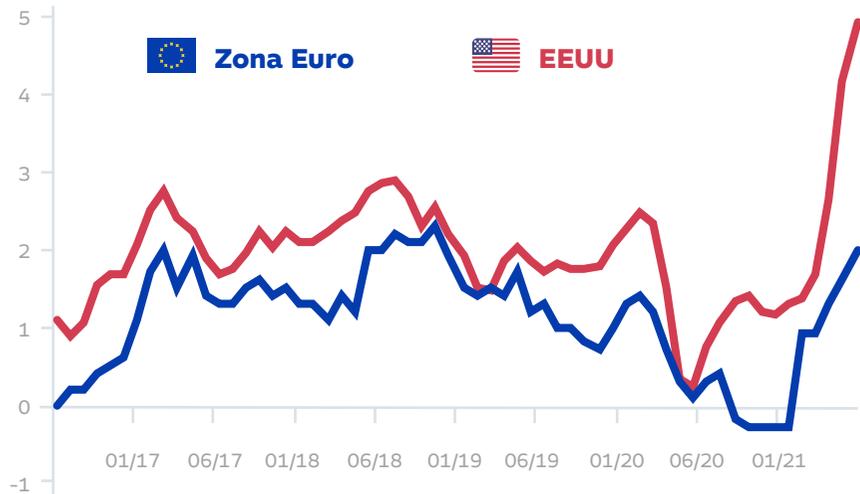
Fuente: Bloomberg

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A TENER EN CUENTA

La vuelta de la inflación y su potencial impacto en la economía ha sido uno de los temas que más titulares ha ocupado durante el primer semestre del año tras el repunte en las lecturas de inflación mensuales, especialmente en EE.UU. Si se convierte en un fenómeno persistente, implicaría una subida en los tipos nominales, que tendría un impacto negativo en los activos financieros, especialmente en el mercado de bonos y en las acciones de compañías con múltiplos de valoración elevados.

La Reserva Federal de EE.UU. y el BCE, en sus respectivas reuniones del mes de junio, analizaron el repunte de inflación en sus correspondientes geografías y ambas concluyeron que se trata de un efecto transitorio derivado de los efectos base del año anterior, como consecuencia de los confinamientos y el impacto que están teniendo los cuellos de botella en las cadenas de suministro.

IPC EEUU vs Zona Euro

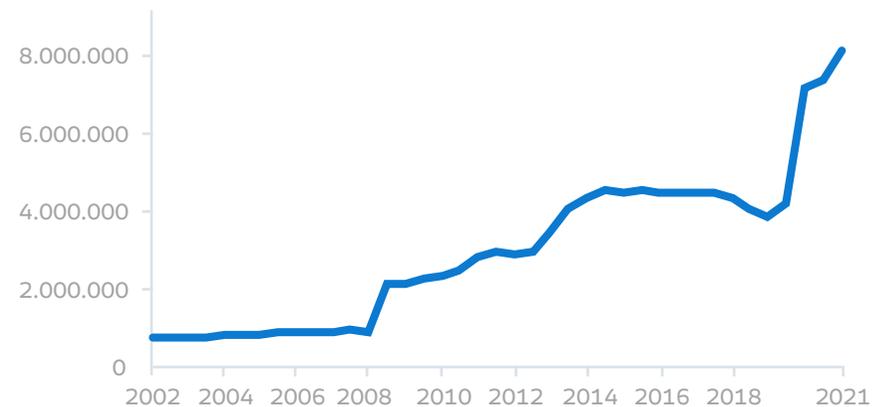


Fuente: Factset

Además, la Reserva Federal mantuvo el tono positivo para la economía estadounidense, elevando su previsión de crecimiento del 6,5% al 7% y las expectativas de inflación al 3,4% para 2021, aunque estableciendo una tasa cercana al 2% para 2022. Powell reconoció que hay un gran debate interno sobre cuando deben comenzar a reducir la política monetaria expansiva (tapering) y

varios miembros esperan que durante 2022 se produzcan subidas de tipos. Esto implicaría que el programa de compras de activos podría terminar antes de lo previsto, reduciendo paulatinamente el tamaño del balance de la FED, que está en máximos históricos.

Total Activos Balance Reserva Federal (millones \$)



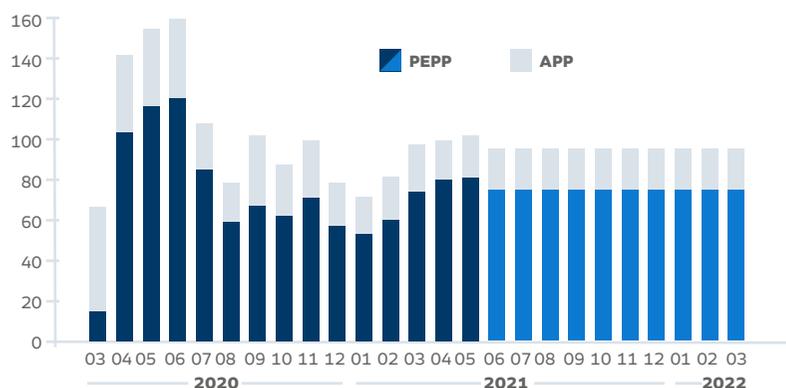
Fuente: FRED

Por su parte, el BCE también mejoró las expectativas de crecimiento para la zona euro, situándolas en el 4,6% en 2021 y 4,7% en 2022, y también aumento las expectativas de inflación para

2021 y 2022, situándolas en 1,9% y 1,5%, respectivamente. Sin embargo, no habló de tapering y anunció que continuaría realizando volúmenes de compras de activos significativamente superiores a las del inicio de año durante los próximos meses. Esto nos hace pensar que la intención del BCE es agotar los 1.850 miles de millones del PEPP hasta marzo de 2022, que es cuando expira. Esto implica un ritmo de compras mensuales de unos 75.000 millones, lo que, sumado al APP, podría situar el volumen de compras netas mensuales del BCE en los 95.000 millones.

En nuestro informe del mes pasado, hacíamos hincapié en que Europa se encuentra al inicio de la fase de expansión del ciclo económico, mientras que EE. UU. y China ya están en las etapas finales de la misma, por lo que esperamos que Europa tenga más capacidad de sorprender con noticias positivas y, por tanto, sus bolsas tengan un mejor comportamiento. Una de las claves que ayudarán a mantener la tendencia positiva en Europa es la llegada de los primeros fondos de Plan de Recuperación NGEU, que la UE espera repartir a partir de la reunión del Consejo Europeo del día 13 de julio.

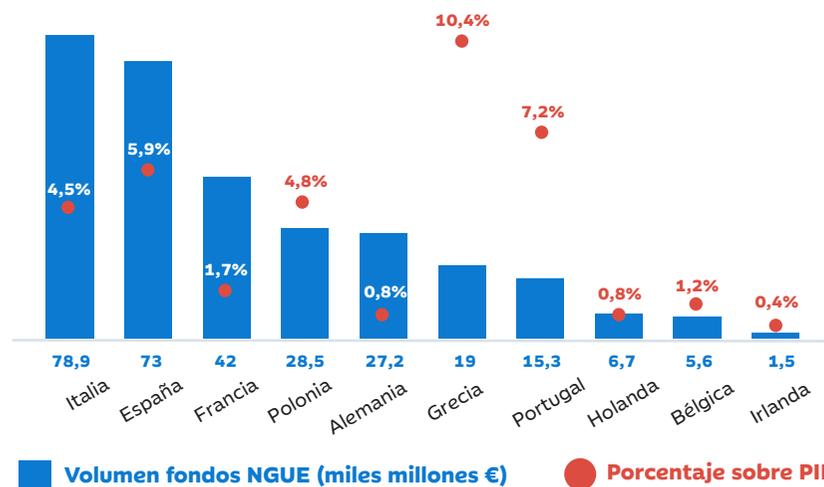
Volumen de compras PEPP vs APP (miles de millones €)



Fuente: Banco Central Europeo

Los fondos del NGEU ascienden a 750 miles de millones de euros, los cuales se dividen en 360 miles de millones en préstamos y 390 miles de millones en subvenciones o ayudas directas y serán ejecutados entre 2021 y 2026. La mayoría de los estados miembros ya han presentado sus planes de recuperación y resiliencia en los que se establecen como se distribuirán los fondos y las reformas necesarias a las que estarán condicionados, bajo supervisión europea.

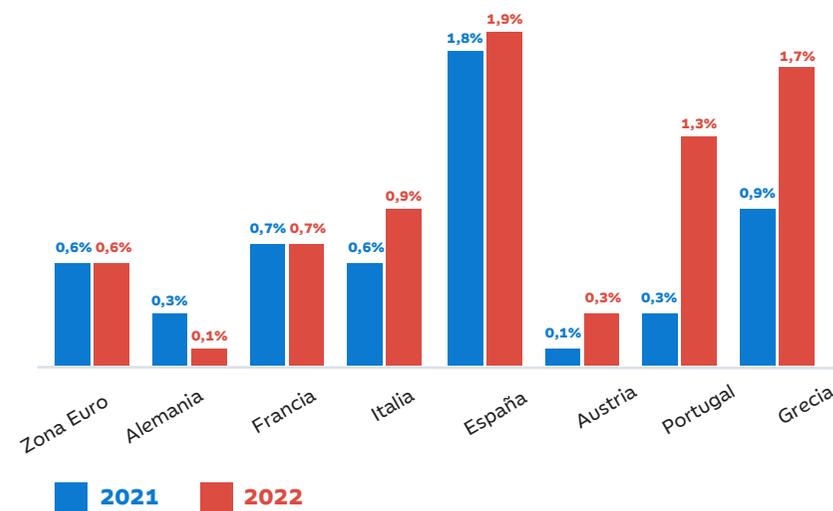
Ayudas directas fondos NGUE por países (390 miles de millones de euros)



Fuente: Comisión Europea; Ibercaja Gestión

Los países periféricos serán los más favorecidos tanto en valor absoluto como en porcentaje del PIB. En media, las ayudas directas previstas para 2021 y 2022 representan un 0,6% del PIB de la zona euro.

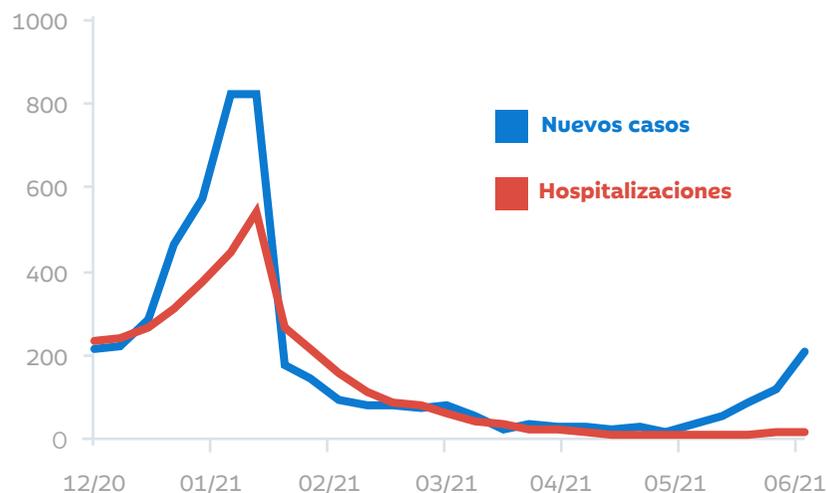
Ayudas directas fondos NGUE como %PIB en 2021 y 2022



Fuente: Ibercaja Gestión

Según el BCE se espera que los fondos incrementen el PIB de la zona euro en el medio plazo en un 1,5%. Los sectores más beneficiados serán aquellos relacionados con la transición ecológica y la digitalización, que de manera conjunta acumularán al menos el 50% de los fondos.

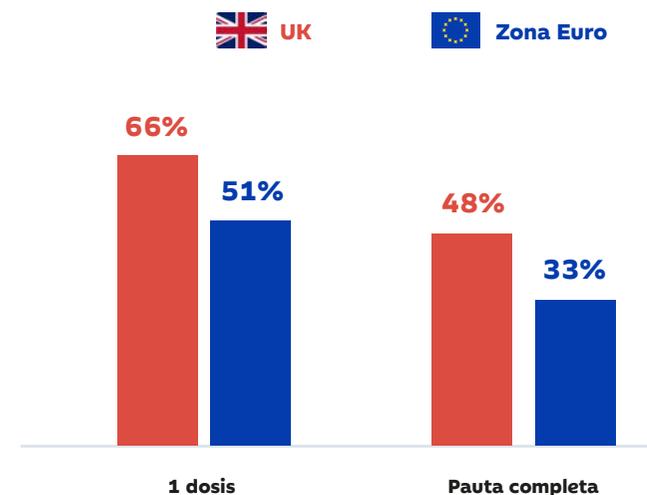
Nuevos casos vs hospitalizaciones por millón de habitantes en UK



Fuente: Our World in Data; Ibercaja Gestión

Además de los potenciales riesgos de inflación, la expansión de la variante “Delta” del coronavirus, ha frenado la euforia en Europa en torno a la reapertura. El análisis de la situación de Reino Unido, Portugal y Rusia, 3 de los países donde la variante está más extendida, nos hacen ser optimistas ya que tan solo en este último, dónde la vacunación avanza mucho más lenta, el aumento de contagiados ha ido de la mano de un aumento de hospitalizaciones.

Población vacunada en UK vs UE



Fuente: Our World in Data; Ibercaja Gestión

En Reino Unido, por ejemplo, los contagios han repuntado hasta el 32% del pico de enero, mientras que los hospitalizados se sitúan por debajo del 4% de los máximos de ese mismo mes. Por tanto, para salvar la temporada de verano, clave para algunas economías del sur de Europa, es fundamental que los ritmos de vacunación sigan acelerándose.

CONOCE NUESTRO POSICIONAMIENTO

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Renta Fija		N	→	Siguen existiendo oportunidad en el crédito siendo selectivos en las inversiones.
Deuda Pública		N	→	Ligeras mejoras en un movimiento de ida y vuelta.
Renta Fija Privada				
Grado de inversión		+	→	Oportunidades en nuevas emisiones crediticias.
Baja calidad crediticia		+	→	Los menores flujos pueden generar volatilidades altas que den momentos de entrada.
Renta Variable		+	→	Continua la mejora de los datos económicos y de actividad.
EE.UU 		+	→	Tras el rally value de comienzos de año, volvemos a apostar por compañías de calidad.
Europa 		+	→	Abogamos por la recuperación cíclica en Europa. Aceleración de la actividad.
Emergentes 		N	→	Desaceleración del crecimiento en China. America Latina e India siguen retrasados.

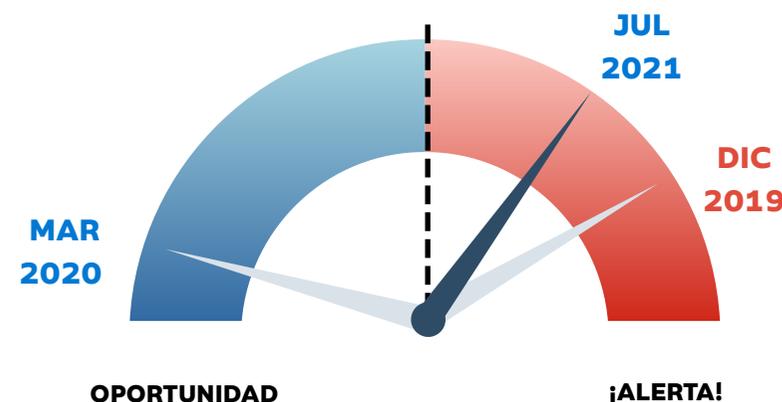
Perspectivas: Más negativa -- - N + ++ Más positiva

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

En cuanto a los **indicadores de sentimiento-posicionamiento de mercado**, está claro que los mercados se encuentran en una fase de mayor **“agotamiento”**, mercados algo más **“fatigados”**, típico de la fase de ciclo que nos encontramos especialmente en EE.UU.

El sentimiento inversor durante el mes se ha vuelto mucho más alcista, por lo que también estamos más expuestos a un entorno de mayor volatilidad.

No obstante **el ciclo seguirá dando oportunidades**; sin embargo, cada vez se hace más difícil visionar de una forma consistente a corto quienes van a ser los “ganadores” en las fuertes rotaciones de mercado. Los movimientos entre sectores value o sectores de crecimiento estructural se pueden seguir produciendo a lo largo de los próximos meses.



Elaboración propia Ibercaja Gestión

Indicador táctico de mercado recoge:

- Sentimiento de mercado
- Flujos de inversión
- Posicionamiento de mercado
- Momentum de mercado

El indicador nos va dando señales para horizontes temporales cortos en base a esos 4 ratios: *cuánto más pesimista es el indicador, más clara es la oportunidad de compra*. Por el contrario, *señales de euforia o complacencia excesiva del mercado, suelen ser muy buenos niveles de venta o reducción de posiciones*.

Aviso Legal

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, y ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciban. Por tanto, la información contenida en el presente documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones ni debe entenderse como recomendación, consejo o sugerencia de estrategia de inversión y no deberá ser interpretado en ningún caso como una oferta de venta o de compra de valores o de instrumentos financieros relacionados, ni de realización de operaciones financieras por parte de Ibercaja.

Cualquier decisión de inversión, desinversión o cualquier otra estrategia que se adopte en relación con instrumentos financieros que se citen en este documento serán por decisión propia y bajo la exclusiva responsabilidad del inversor, y en consecuencia Ibercaja no se hará responsable, en ningún caso, de las pérdidas que se pudiesen realizar en tales casos.

El presente documento se ha elaborado a través de fuentes externas de información, cuyo origen, veracidad y exactitud no han sido verificados por Ibercaja. Asimismo, y por esa misma razón, las informaciones y opiniones aquí publicadas no deben considerarse como exactas y totalmente ciertas, estando sujetas a posibles cambios sin notificación previa y sin que Ibercaja esté obligada a actualizar o modificar este documento, aunque las circunstancias de mercado cambiasen dichas opiniones o informaciones.

Este documento tiene carácter confidencial, por lo que no podrá ser distribuido, reproducido o publicado sin la autorización expresa de Ibercaja.



Premio Mejor Gestora Asset Allocation
Finalista Mejor Gestora Nacional
Finalista Mejor Gestora Renta Fija

XXXII
**Premios
Fondos**
2021
Expansión 



**Finalista Mejor Gestora Nacional de Fondos
de Pensiones**
Plan de Pensiones Sostenible y Solidario,
Finalista Mejor Fondo Solidario

EL BANCO DEL *vamos*