



FONDOS IBERCAJA

LOS MERCADOS SE TOMAN UN RESPIRO

Nº 16. OCTUBRE 2021

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Durante el mes de septiembre, los mercados de renta variable han sufrido su primera corrección en siete meses y la mayor desde marzo de 2020, cuando la pandemia del Covid-19 desató el pánico en los mercados. El sentimiento inversor se ha visto impactado negativamente por los temores sobre un crecimiento global menor de lo esperado y unos comentarios más agresivos de lo esperado por parte de las autoridades monetarias, a la espera de una normalización de sus políticas monetarias ante unas lecturas de inflación que siguen sorprendiendo al alza. Adicionalmente, la inestabilidad política en EEUU derivada de un complejo calendario legislativo, las presiones en las cadenas de suministro provocadas por el impacto de la variante Delta y el incremento en la preocupación por las revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento de las principales economías (China y EEUU), han presionado a la baja a los mercados bursátiles.

Tomando como referencia los datos de EPFR, la renta variable ha seguido recibiendo flujos netos positivos a un ritmo superior al mercado de renta fija en septiembre, aunque a un menor ritmo que en meses anteriores.

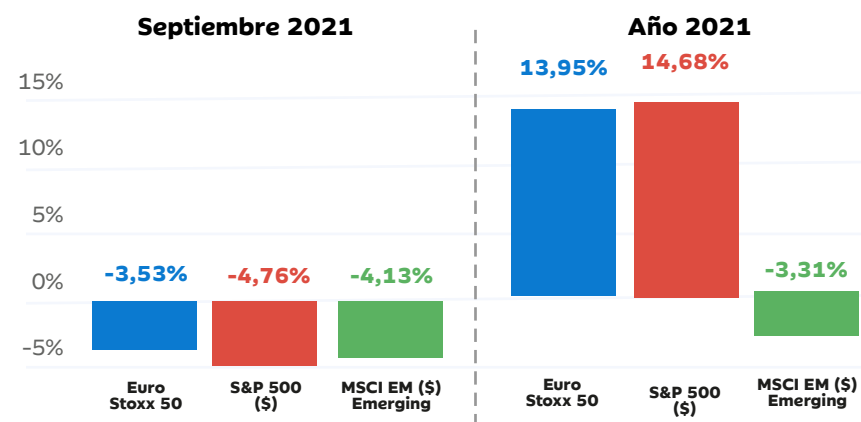
La entrada de flujos en fondos de renta fija ha permanecido constante en línea con los últimos meses. Mientras que los fondos monetarios han sufrido salidas por primera vez en tres meses. Actualmente, la renta variable es el único activo que ofrece rentabilidades reales positivas (rentabilidad nominal menos inflación), lo que hace que la dinámica de “no hay otra alternativa” siga dando soporte a la entrada de flujos.

En EEUU, los principales índices bursátiles cerraron el mes en negativo. El Dow Jones cedió un -4,29%, el S&P500 un -4,76% y el Nasdaq un -5,31%. El S&P500 marcó su último máximo histórico el 2 de septiembre, fecha a partir de la cual revertió su tendencia alcista. A nivel sectorial, el sector de la energía ha sido el único que ha cerrado en positivo en el mes de septiembre, con una rentabilidad del

+9,28%, impulsado por el aumento del precio del petróleo y el gas. Los sectores que más han sufrido durante el mes han sido materiales (-7,4%), inmobiliario (-6,9%) y servicios de comunicación (-6,4%).

En Europa, los principales índices bursátiles también han cerrado el mes con rentabilidades negativas. El Stoxx 600 cayó un -3,41%, acumulando una rentabilidad desde principio de año del 13,98%. Los sectores con un mejor desempeño fueron energía (+9,8%) y bancos (3,7%). Los sectores con un peor comportamiento han sido utilities (-8,6%) y recursos básicos (-8,4%).

Evolución Renta Variable



Fuente: Bloomberg

Durante las próximas semanas comenzará la presentación de resultados del tercer trimestre. Serán muy importantes las perspectivas que fijen las compañías de cara a los últimos meses del año y, en especial, las de aquellos sectores que se han visto más afectados por la pandemia, el aumento de los costes de materias primas y las disrupciones en las cadenas de suministros. Una buena presentación de resultados junto con unas perspectivas mejores de las esperadas puede servir como soporte a los mercados bursátiles.

A pesar de que las ratios de valoración en términos absolutos son exigentes, si lo comparamos con las rentabilidades de los bonos o el crédito, la comparativa es atractiva, lo que refuerza la dinámica de “no hay otra alternativa”. Durante los próximos meses apostamos por una rotación de las carteras hacia sectores más value (energía, autos y bancos) que se beneficiarán de un escenario de repunte de tipos y presiones al alza en los precios de la energía. Seguimos apostando por una gestión en la que cobra especial importancia la selección de valores individual, para evitar compañías sobrevaloradas o expuestas a una reducción de sus márgenes por el incremento de los costes.

La rentabilidad de la **deuda pública** ha repuntado con fuerza durante el mes de septiembre. El primer catalizador ha sido un repunte en las expectativas de inflación. Cada vez son más los analistas que afirman que las elevadas lecturas de inflación responden a factores más persistentes de lo inicialmente pensado. Entre ellos destacan las tensiones el mercado laboral de EEUU y UK, aumento de los precios de la energía y materias primas, y las roturas de las cadenas de suministros provocadas por la pandemia.

Rentabilidad Bono 10 años EEUU

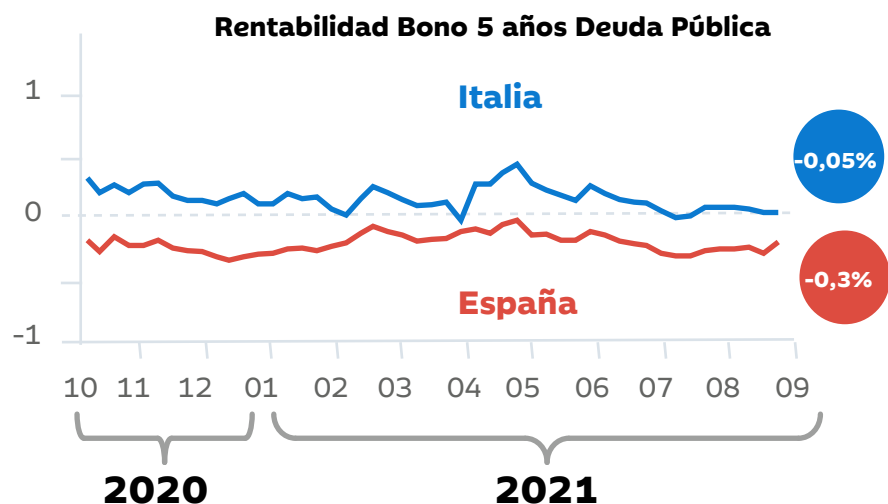


Fuente: Bloomberg

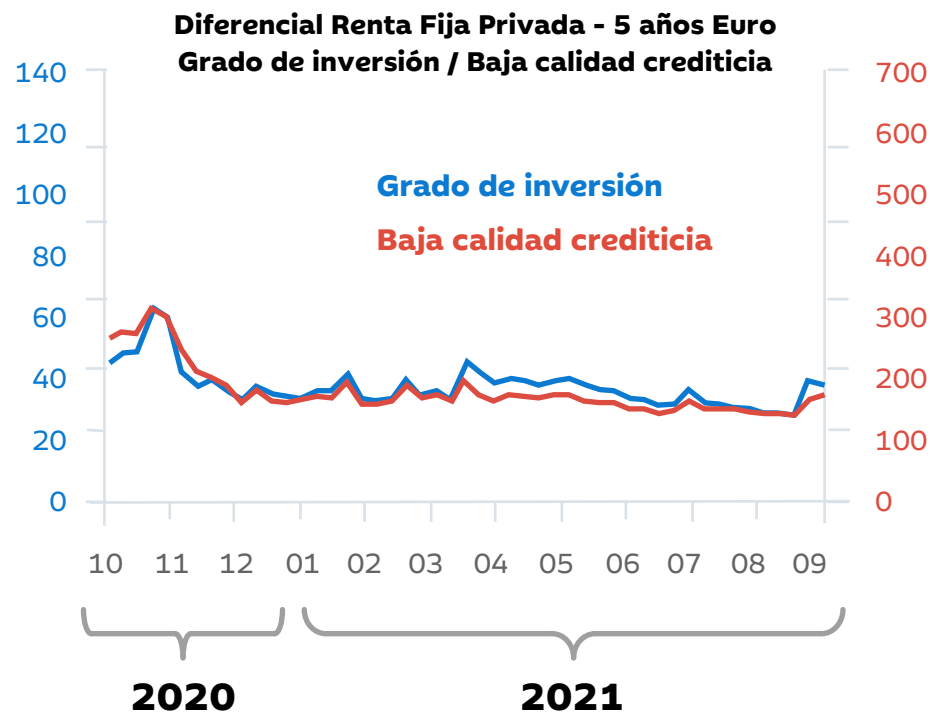
El segundo catalizador ha sido el giro de las principales autoridades monetarias hacia unas políticas más conservadoras, anunciando la inminente normalización de sus políticas monetarias expansivas que comenzara con la reducción de los programas de compras de activos. En concreto, el mercado concluyó que la reunión de la FED había mantenido un tono más agresivo del inicialmente previsto, ya que cada vez son más los miembros de la FED que consideran necesarios subir tipos durante 2022. En este sentido, la TIR del bono americano a 10 años cerró el mes de septiembre en niveles de 1,5%, frente a los 1,3% de finales de agosto.

En Europa, el movimiento ha sido similar, impulsado por las elevadas lecturas de inflación en la zona euro. Los bonos españoles e italianos en su referencia a 10 años cerraron el mes con rentabilidades del 0,46% y 0,86%, respectivamente, frente a las 0,27% y 0,63% de principio de mes.

La **deuda privada** ha visto como sus diferenciales repuntaban con fuerza, especialmente impactados por la crisis de Evergrande y su potencial impago. Adicionalmente, algunos sectores han salido de la crisis generada por la pandemia mucho más apalancados, lo que hace que una reducción de las expectativas de crecimiento global genere tensiones en los diferenciales. En la categoría de grado de inversión, atendiendo al spread ITraxx a cinco años en divisa euro, el spread comenzó el mes en 44, incrementándose hasta cerrar en 50. Para la deuda high yield o bonos basura, el spread comenzó el mes en 226 puntos, incrementándose hasta los 253.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

Los principales bancos centrales han ido modificando su discurso hacia un tono más agresivo. Lo que ha hecho remontar las expectativas de inflación y ha tenido un impacto negativo en las cotizaciones de los bonos.

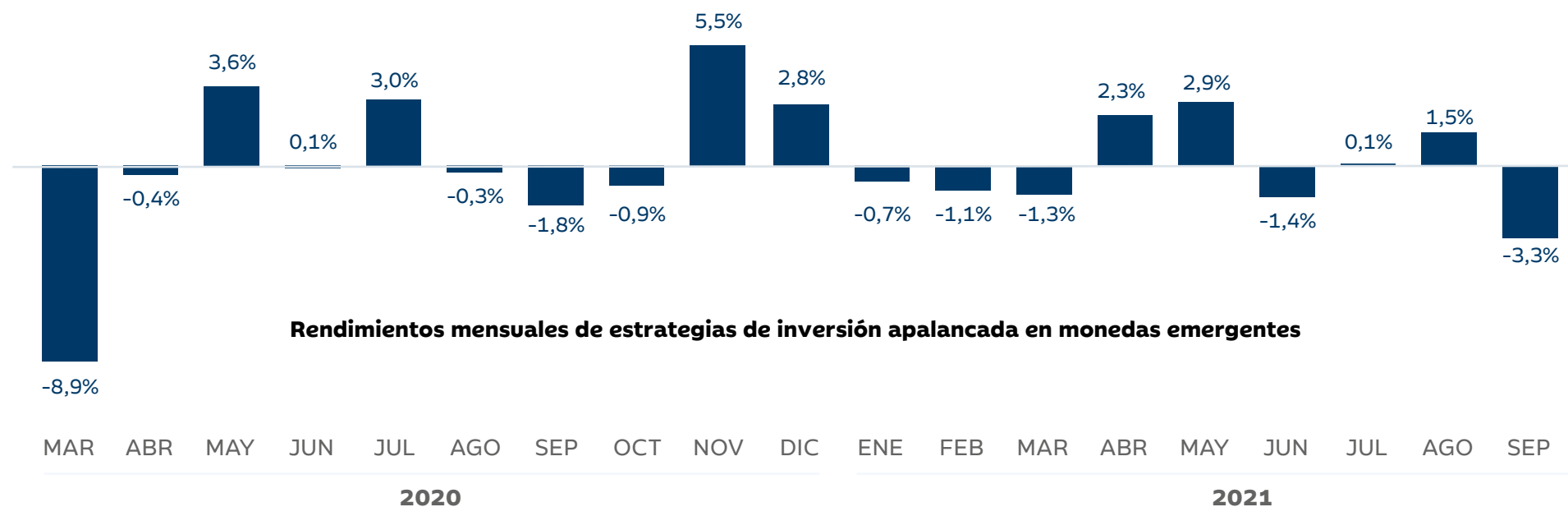
Sin embargo, todavía hay una gran liquidez en el mercado y la política monetaria acomodaticia se mantendrá durante los próximos meses, por lo que no esperamos un fuerte repunte de los rentabilidades. Es posible que aparezcan oportunidades ante episodios esporádicos de incertidumbre. En el crédito, encontramos valor haciendo un análisis profundo de aquellas compañías con ratings que se encuentran en la difusa línea que separa el grado de inversión del high yield.



Fuente: Bloomberg

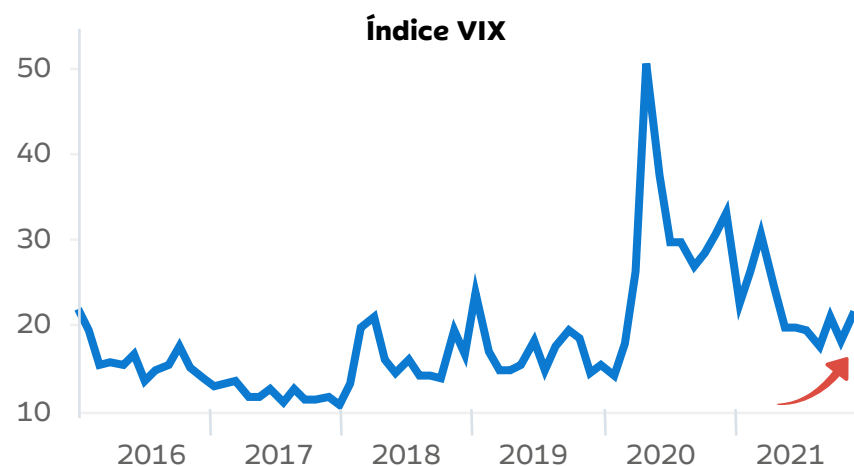
En el mes de septiembre hemos observado un fortalecimiento del dólar estadounidense frente a otras divisas, especialmente el euro y las divisas de mercados emergentes. El repunte de los rendimientos de los bonos estadounidenses por la inminente reducción del programa de compras de activos por parte de la FED, la inestabilidad regulatoria en China junto con la crisis de

Evergrande y una reducción de las perspectivas de crecimiento han hecho que los inversores se refugien en el dólar. Este fortalecimiento del dólar ha reducido el atractivo de las operaciones de “carry trade” en monedas de los mercados emergentes consistentes en pedir prestado en dólares e invertir los fondos en monedas de alto rendimiento como la lira turca o el real brasileño.



Fuente: Bloomberg

La volatilidad de las bolsas ha sufrido un ligero repunte durante el mes de septiembre. Tomando como referencia el índice VIX, que mide la volatilidad de las opciones del mercado de Chicago, se observa como el índice todavía no ha conseguido volver a los niveles previos a la pandemia, situándose en el entorno de los 20 puntos. Creemos que los niveles de volatilidad se mantendrán durante los próximos meses y es posible que se incrementen si los resultados del tercer trimestre decepcionan o si las autoridades monetarias dan sorpresas al mercado en sus planes de normalización de las políticas monetarias.



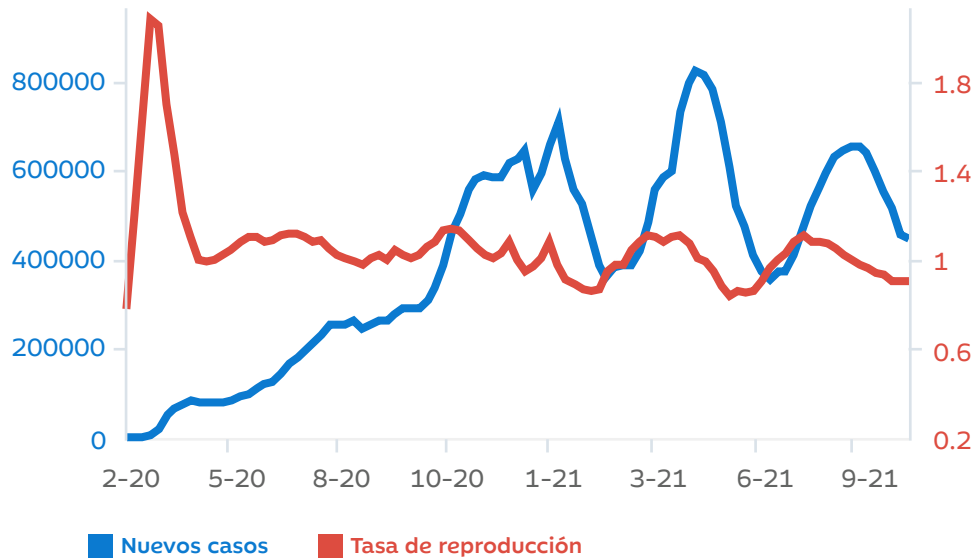
Fuente: Facset

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A TENER EN CUENTA

Durante el mes de septiembre el número medio de contagios globales diarios se ha reducido fuertemente, lo que indica que ya hemos alcanzado el pico de contagios ocasionado por la variante delta. Una de las conclusiones más positivas del mes es que se confirma la ruptura en la relación entre contagios y hospitalizaciones/defunciones, especialmente en los países desarrollados, lo que demuestra la importancia del avance del proceso de vacunación.

La tasa de reproducción de la pandemia a nivel mundial se ha ido reduciendo durante el mes hasta situarse por debajo de 1, lo que implica que los nuevos casos se van reduciendo paulatinamente. Comenzamos el mes con una media de 660.000 casos diarios y lo cerramos 438.500, con una clara tendencia bajista.

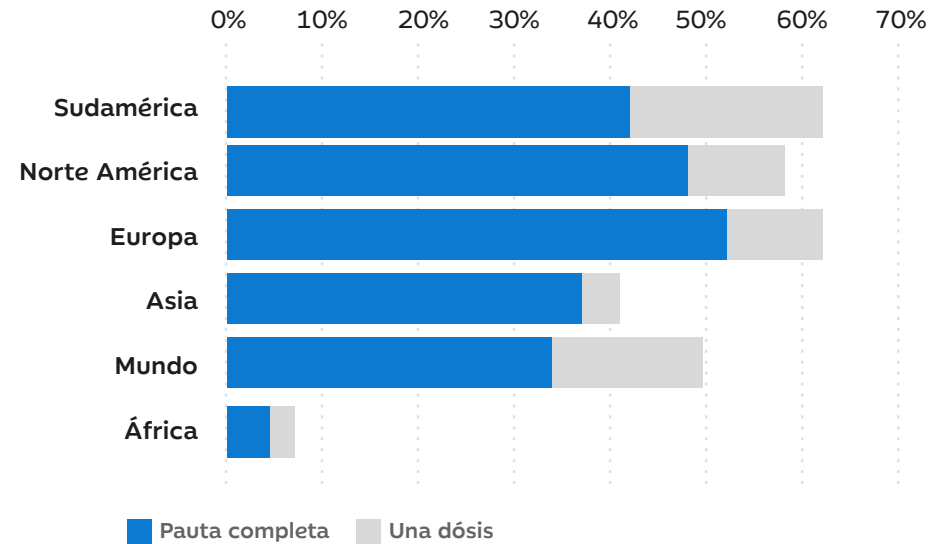
Casos mundiales diarios vs tasa de reproducción



Fuente: Our World in Data

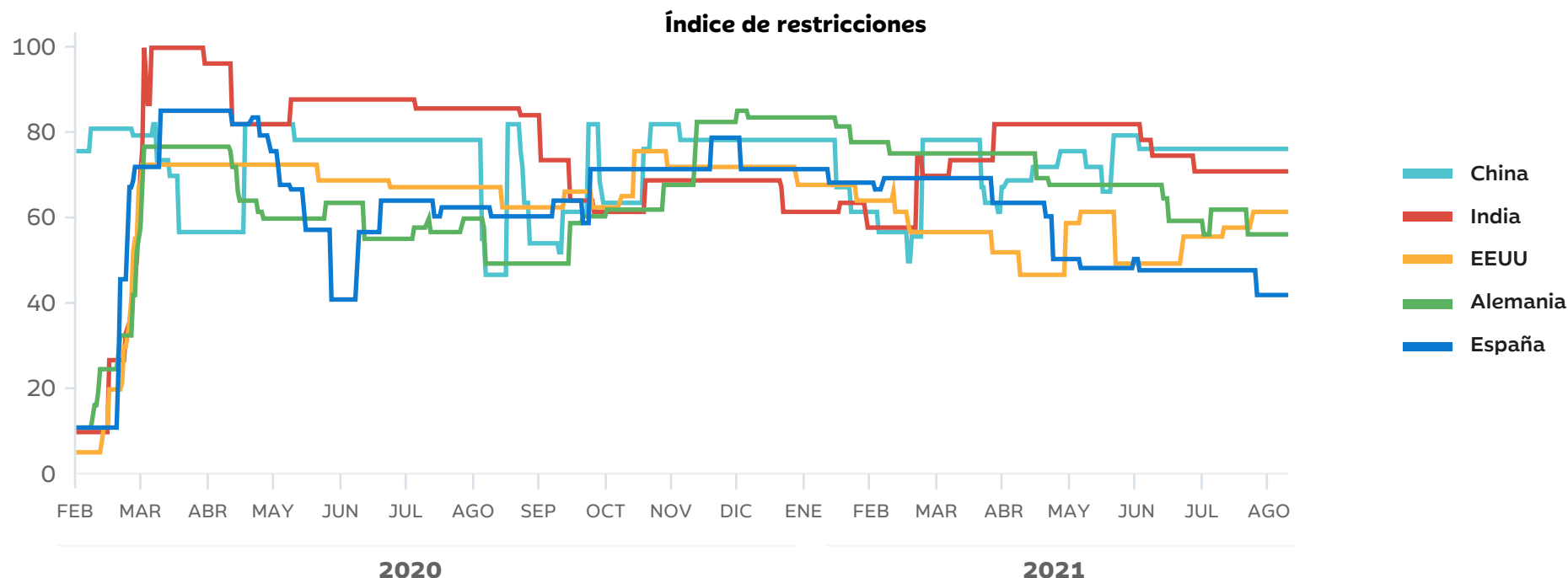
Sin embargo, sigue existiendo una gran diferencia entre los porcentajes de vacunación de los países emergentes y desarrollados. Lo que implica que sigue existiendo el riesgo de que surjan nuevas variantes resistentes a las vacunas actuales.

Vacunación regiones



Fuente: Our World in Data

Uno de los factores que puede servir como catalizador positivo para el crecimiento económico durante los últimos meses del año es el paulatino levantamiento de las restricciones a la movilidad. Especialmente para los sectores más impactados por la pandemia, como el sector servicios.



Fuente: Our World in Data

Como podemos observar en el índice, que trata de medir las restricciones a la movilidad basándose en varios indicadores como las limitaciones en escuelas, los sitios de trabajo y las restricciones a viajar, todavía existen un elevado número de restricciones en las principales economías.

Tras varios meses de rumores a mediados de septiembre saltaron las alarmas cuando comenzó a especularse sobre el inminente impago de deuda del promotor inmobiliario chino, Evergrande. Incluso se especulaba con la posibilidad de que se convirtiera en el “Lehman Brothers chino” arrastrando a la economía china a una crisis inmobiliaria y financiera.

La acción de la compañía, que ya venía cotizando a la baja, se desplomó y actualmente está suspendida de cotización. Sus bonos cotizan con descuentos superiores al 75% sobre su par.

Evergrande es el tercer promotor inmobiliario del país, con una facturación de 80.000 millones anuales. Acumula aproximadamente 300.000 millones de deuda (equivalente al 2,3% del PIB chino). Aunque el mercado inmobiliario chino está muy fragmentado: Evergrande solo representa el 3-4% del total y las 10 principales empresas representan alrededor el 25%.

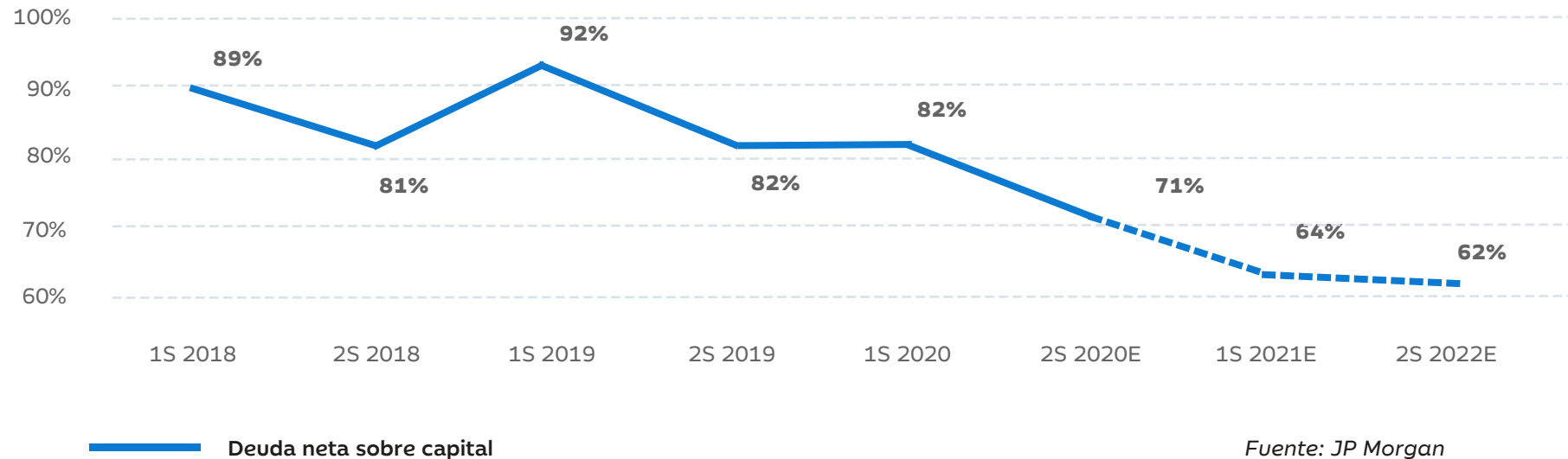


Fuente: Factset

A mediados de septiembre la compañía anunció que no haría frente al pago de los intereses de los préstamos que tiene con los bancos, pero que sí haría frente al vencimiento de los cupones de los bonos que vencían poco después. A cierre de mes, la compañía todavía no ha atendido a su obligación de pago, aunque técnicamente todavía no es considerado como impago ya que tiene un mes de periodo de gracia.

La compañía ha comenzado a vender parte de sus activos para poder hacer frente a sus compromisos. Por ejemplo, a finales de septiembre vendió un 20% del Shengjing Bank a una compañía estatal por unos 1.545 millones de dólares. A principios de octubre, la compañía fue excluida de cotización ante el potencial anuncio de la venta del 51% de su filial Evergrande Property Management por uno 5.000 millones de dólares. Todo ello nos hace pensar que la compañía está siguiendo un proceso de reestructuración que, si no está impulsado por las autoridades chinas, al menos tiene su beneplácito.

Apalancamiento neto sector inmobiliario chino

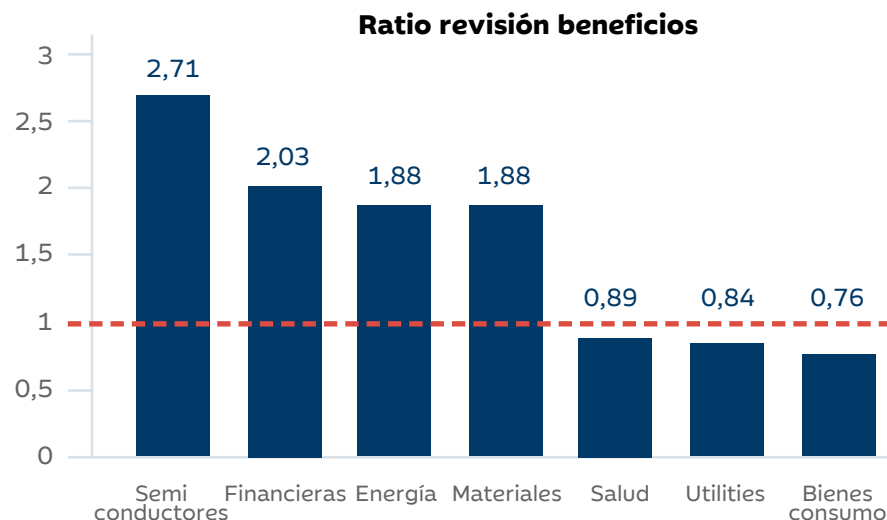


El día 4 de octubre, otra compañía inmobiliaria china, Fantasia Holding, no atendió al pago del vencimiento de un bono. Aunque no generó la sensación de pánico que generó Evergrande, al ser de menor tamaño. Es probable que esto produzca una aceleración del proceso de desapalancamiento del sector inmobiliario al que las autoridades ya llevaban un tiempo favoreciendo. Esto puede provocar un menor crecimiento del sector y, por tanto, de la economía china.

Ya que se estima que el sector inmobiliario de manera directa e indirecta representa aproximadamente el 25% del PIB chino. A pesar de todo ello, China sigue creciendo a un ritmo muy superior al de occidente, por lo que siguen existiendo grandes oportunidades de inversión, especialmente en aquellos nichos con un menor intervencionismo estatal y más sujetos a la competencia. De hecho, hay sectores como la inteligencia artificial y la robótica, en los que China ya es líder mundial a nivel tecnológico.

Septiembre supone el fin del tercer trimestre del año y con ello una nueva temporada de resultados. Ya hemos destacado la importancia que tendrán las perspectivas que fijen las compañías para el último trimestre del año. El consenso de analistas espera unos resultados muy positivos en el tercer trimestre. Según los datos de BofA, la ratio de revisión de beneficios a nivel mundial se mantiene por encima de 1, situándose en el 1,21.

Lo que indica que las revisiones al alza de los beneficios superan a las revisiones a la baja en un 21%. Los sectores con una mejor ratio de revisiones al alza son semiconductores (2,71), financieras (2,03), energía (1,88) y materiales (1,88), lo que soporta nuestra visión de una rotación hacia los sectores más cíclicos y de menor duración. En contraste, aquellas con una peor ratio son los sectores defensivos, como bienes de consumo (0,76), utilities (0,84) y salud (0,89).



Fuente: BofA

CONOCE NUESTRO POSICIONAMIENTO

Perspectivas Variación A tener en cuenta

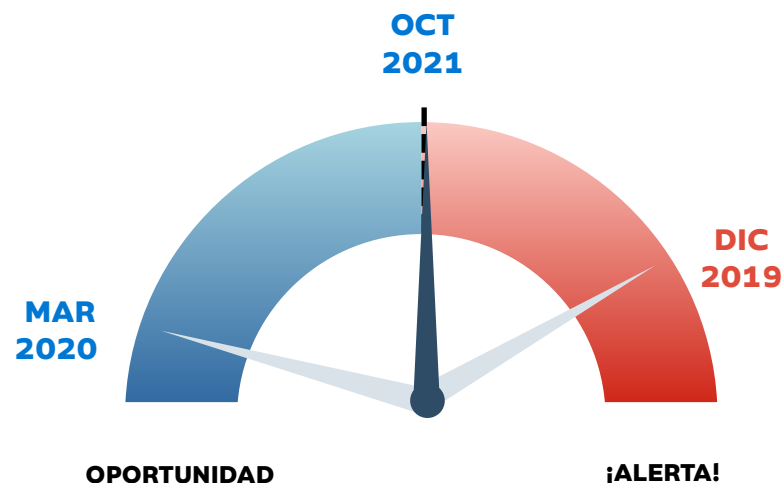
Renta Fija		N	→	Cierto repunte de las rentabilidades que vuelve a generar oportunidades.
Deuda Pública		N	→	Niveles de rentabilidad en mínimos con escaso potencial de revalorización.
Renta Fija Privada				
Grado de inversión		N	→	Nuevas oportunidades en ciertos sectores más cíclicos.
Baja calidad crediticia		+	→	Mayores oportunidades en sectores más apalancados.
Renta Variable		+	→	Continúa la mejora de los datos económicos y de actividad, con gobiernos y bancos centrales soportando los mercados.
EE.UU		+	→	Valoraciones en rango alto. Preferimos valores defensivos y de calidad.
Europa		+	→	Valoración relativa frente a EEUU favorece a la región. Atentos a las elecciones en Alemania.
Emergentes		N	→	Preferencia por Asia. Podríamos ver recuperación del activo, muy rezagado en el año.

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

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Nuestro **indicador táctico de mercado se mantiene en un territorio más neutral.**

- **Sentimiento** de los inversores continúa algo más pesimista, por los últimos acontecimientos asociados a China y las dudas sobre el ciclo.
- **Entrada de flujos:** durante este mes se han moderado las entradas a fondos, ya que el incremento de la volatilidad ha rebajado la exposición a mercado.
- **Posicionamiento inversores:** no obstante, el posicionamiento se ha tornado algo más cíclico esta última parte de mes, muy alineado al incremento de los tipos de interés norteamericanos.
- **Momentum de mercado:** en términos normalizados bastante cercano a sus medias históricas, en rango neutral.



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*