



FONDOS IBERCAJA

Los Mercados siguen buscando “suelo” tras las caídas

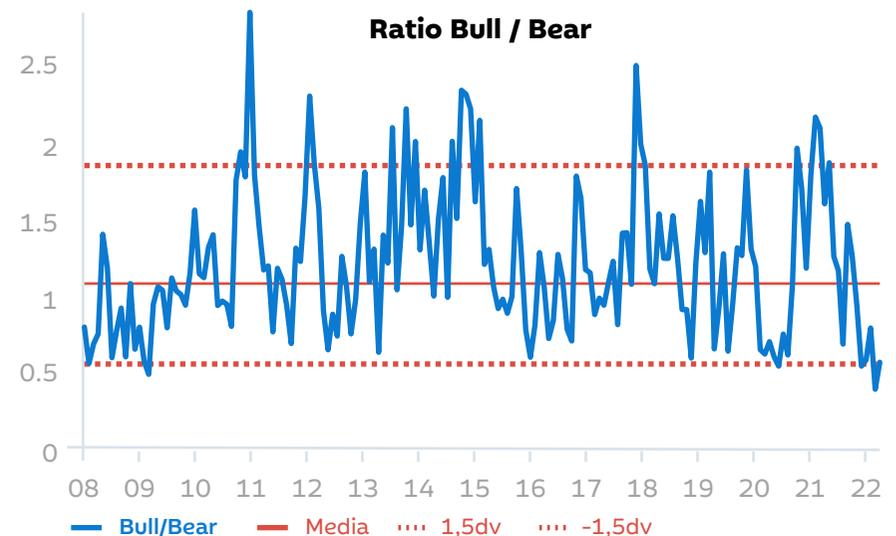
Nº 24. JUNIO 2022



EL BANCO
DEL
vamos

Evolución de los activos financieros

Mayo ha sido un mes de ida y vuelta en los mercados. El **excesivo pesimismo** acumulado ha provocado algo más de interés entre los inversores en la segunda parte del mes, lo que ha impulsado un **repunte en las cotizaciones**, dando algo de **soporte al mercado y permitiendo que los principales índices cierren en niveles similares al inicio del mes.** La **ratio bull/bear**, que nos sirve como indicador del sentimiento de mercado, se ha situado en mínimos históricos, **por debajo de los observados durante la gran crisis financiera de 2008.**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

La narrativa del mercado **ha pivotado sobre los mismos focos** de incertidumbre que venimos comentando durante los últimos meses, entre los que destacan: **la guerra de Ucrania, los problemas en las cadenas de suministros, los confinamientos en China, la elevada inflación y subida de tipos por parte de los bancos centrales.**

En este sentido, la Comisión Europea presentó sus previsiones económicas de primavera en las que hacía particular hincapié en el impacto que tiene la guerra en Ucrania para la economía europea. Lo más relevante fue el fuerte **recorte en las perspectivas de crecimiento de la economía europea y el fuerte incremento de la previsión de inflación para 2022.** Sin embargo, la CE espera que un mercado laboral muy sólido sumado a una reapertura de la economía tras la pandemia, actúen como contrapeso y den soporte a la expansión de la economía.

	Previsiones primavera 2022				Previsiones invierno 2021			
	PIB		Inflación		PIB		Inflación	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Eurozona	2.7	2.3	6.1	2.7	4.0	2.7	3.5	1.7
España	4.0	3.4	6.3	1.8	5.6	4.4	3.6	1.1

Fuente: Comisión Europea

En lo relativo al **conflicto de Ucrania**, lo más relevante ha sido la **aprobación por parte de la UE del sexto paquete de sanciones a Rusia**, entre las que destaca el veto a las importaciones de petróleo ruso por vía marítima, que representa aproximadamente 2/3 de las compras de Europa a Rusia. La prohibición se aplicará de manera gradual, con un periodo de transición de 6 meses para el crudo y de 8 meses para los productos refinados.

El acuerdo disparó los precios hasta los 122,8 \$/ barril, su nivel máximo de los últimos dos meses. **De ahora en adelante, los precios dependerán en gran medida de si Rusia puede desviar su producción a otros países**, principalmente a Rusia, de tal forma que no se produzcan fuertes desequilibrios en la oferta y demanda mundial. Sin duda, estos elevados precios de la energía seguirán presionando al alza los precios en Europa. Hasta la fecha, Rusia ha sido capaz de encontrar suficientes compradores para reemplazar las exportaciones a EE.UU. y Europa.



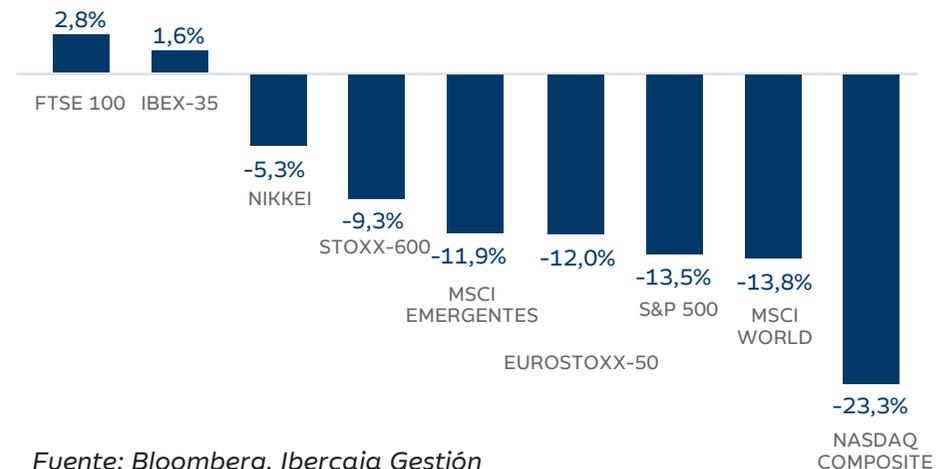
Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

En el lado positivo, la OPEP ha anunciado que aumentará la producción un 50% más de lo previsto para los meses de julio y agosto. Cada miembro lo hará de forma proporcional, incluido los miembros que no han podido aumentar la producción como Rusia, por lo que esperamos que el aumento efectivo será menor del previsto. No obstante, esperamos que los precios del petróleo se mantengan tensionados durante los próximos meses.

Los principales índices de renta variable han conseguido salvar el mes tras un inicio complicado.

Sin embargo, la mayoría continúa acumulando fuertes pérdidas desde el inicio del año. Una de las excepciones es el IBEX 35, cuya elevada exposición a bancos, telecomunicaciones y energía, le ha permitido mantenerse como uno de los índices refugio durante el 2022.

Rentabilidad últimos 12 meses



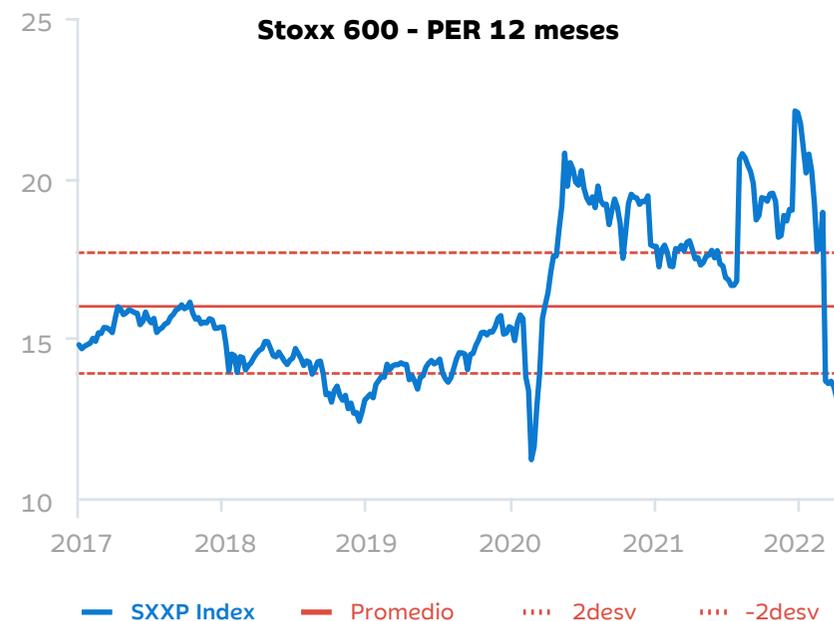
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

El S&P 500 marcó su mínimo del año el 20 de mayo, momento en el que rozaba la barrera psicológica del -20% en el año, que se utiliza para determinar cuando se produce un mercado bajista.



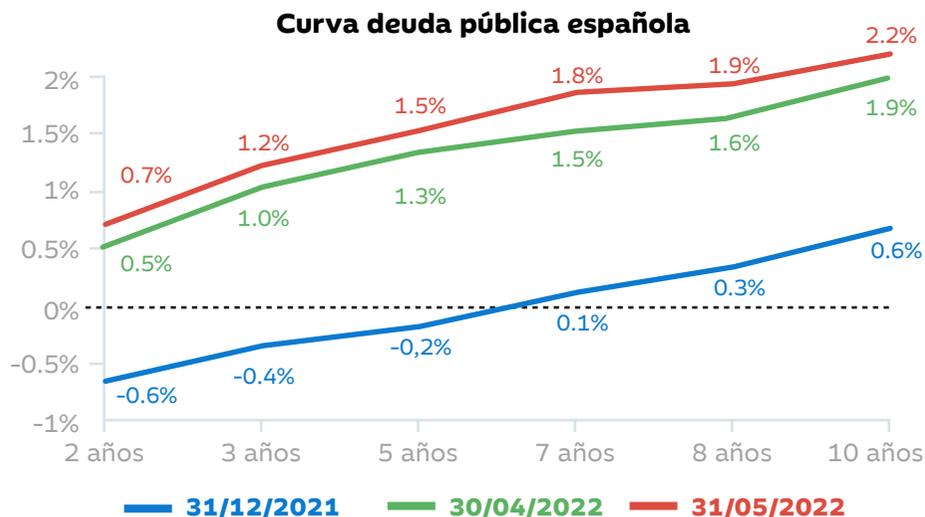
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Desde entonces ha rebotado con fuerza casi un 8% para cerrar el mes ligeramente por encima de donde empezó. El debate se encuentra en determinar si se trata de un rebote definitivo y el mercado comienza a coger tracción o únicamente un pequeño rebote dentro de un mercado bajista. **Recordemos que este es el sexto rebote de más del 3% desde que el S&P500 marcara su máximo histórico el 3 de enero.**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Las fuertes correcciones en los mercados están provocando una fuerte contracción de los múltiplos de valoración. Hasta la fecha, no hemos visto una revisión generalizada de los beneficios esperados de las compañías, por lo que la **contracción del múltiplo se explica principalmente por las expectativas de subidas de tipos y reducción del balance por parte de los bancos centrales.**

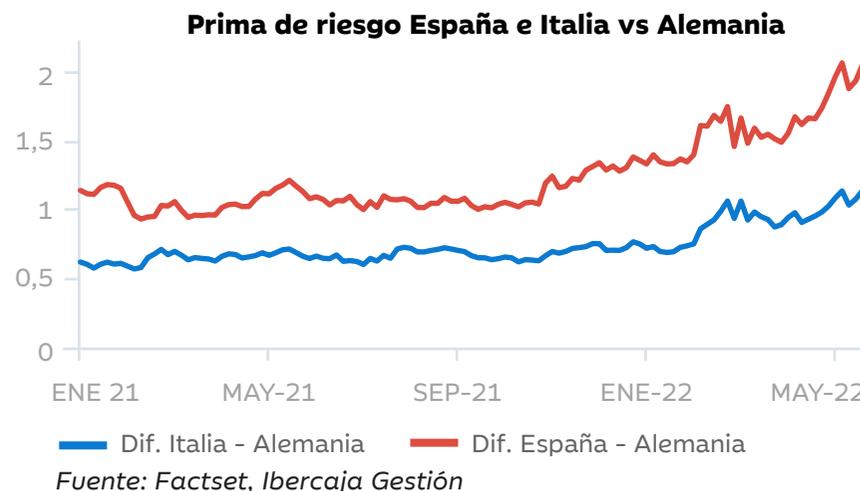


Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

En cuanto a los mercados de renta fija, hemos observado un tensionamiento de las curvas soberanas en la zona euro a final de mes como consecuencia de las elevadas lecturas de inflación del mes de mayo, que han sorprendido al alza. Esto ha provocado que se reactiven los miedos a que el BCE tome alguna decisión más agresiva de la descontada por el mercado. En este contexto, también hemos observado un **ligero repunte en la prima de riesgo del bono a 10 años de España e Italia con respecto a Alemania.** Sin embargo, en EE.UU. hemos visto una ligera relajación en los tipos ante la posibilidad de que la Reserva Federal

ralentice la normalización de su política monetaria para no perjudicar demasiado a la economía.

En lo relativo al crédito, hemos observado cierta moderación en los diferenciales. Sin embargo, sigue siendo uno de los peores comienzos de año para esta clase de activos. **Dos son los motivos fundamentales de este mal comportamiento del crédito: i) la propia subida de las curvas de tipos de interés soberanas; ii) la ampliación del diferencial crediticio,** que es la rentabilidad adicional que exigimos a nuestras inversiones privadas para compensar el mayor riesgo que tienen las empresas frente a los gobiernos soberanos.



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

Spreads Crédito Grado Inversión Europeo



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Para analizar el impacto que estos factores han tenido en la renta fija privada, **hemos hecho un análisis para intentar cuantificar el efecto de la curva de tipos de interés y el efecto de un mayor riesgo de crédito de los emisores**, tomando como base una cartera teórica 3-5 años. Las conclusiones son claras: la tensión actual en el mercado de renta

fija privada procede más del propio efecto de la curva de tipos soberanos que de un aumento sustancial del riesgo de crédito. Por tanto, el mercado ha penalizado de manera generalizada a los bonos privados, sin diferenciar demasiado entre aquellos emisores con mejor o peor calidad crediticia.

Rentabilidad cartera fija privada grado de inversión europeo duración 3-5 años

	2022 *	may-22	abr-22	mar-22
Efecto curva tipos	-4,93%	-0,61%	-1,45%	-1,62%
Efecto riesgo crédito	-1,95%	-0,20%	-0,50%	0,18%
Rentabilidad total	-6,88%	-0,81%	-1,95%	-1,44%

* Rentabilidad hasta 31 de mayo

Perspectivas económicas a tener en cuenta

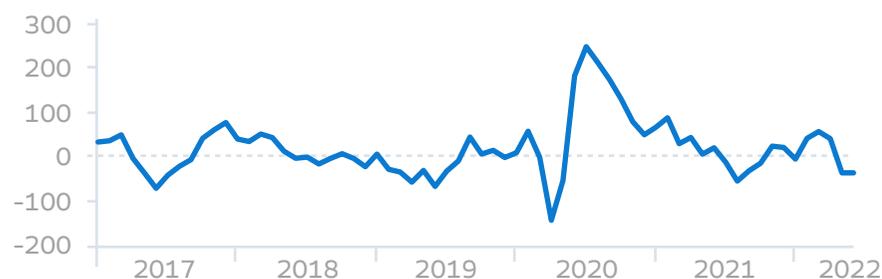
Las elevadas lecturas de inflación están revirtiendo las políticas monetarias expansivas de las cuales hemos sido testigos durante los últimos diez años a lo largo de todo el globo. **Los principales bancos centrales ya han subido varias veces los tipos durante los últimos meses.** Las principales excepciones son el BCE, que se espera que lo haga en su próxima reunión de julio, y el banco central chino, que ha bajado ligeramente los tipos en un intento de impulsar su economía muy afectada por los confinamientos y un sector inmobiliario menguante como consecuencia de la crisis de Evergrande.



Durante las próximas semanas, el mercado va a fijar su atención en la evolución de los principales datos macroeconómicos y en las decisiones que tomen los bancos centrales para intentar contener la inflación.

El mes pasado ya alertábamos de que el ciclo económico global se encontraba en zona de ralentización o desaceleración económica. **La única geografía relevante que todavía se encontraba en la fase final de la fase de expansión era EE.UU.** Sin embargo, tras las publicaciones económicas del mes de mayo se hace evidente que la economía estadounidense se está desacelerando. Lo que ha provocado que el índice de sorpresas económicas pase a terreno negativo.

Índice sorpresas económicas - EE.UU.



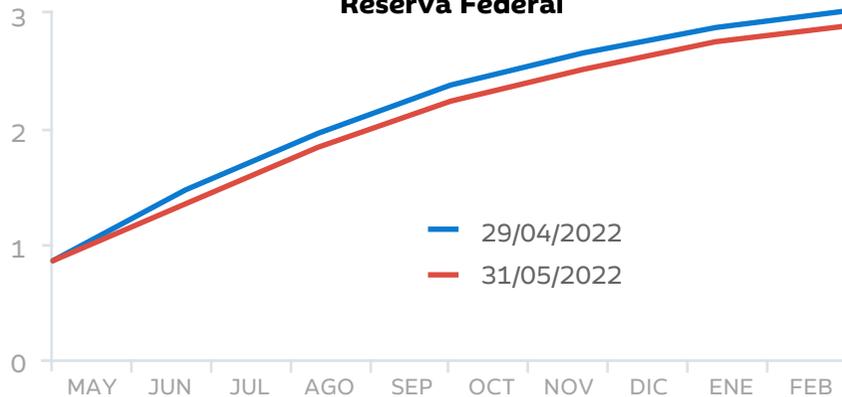
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Adicionalmente, **el deflactor del PCE**, una de las referencias que utiliza la Reserva Federal para monitorizar la evolución de los precios, **cedió tres décimas en el mes de abril**, lo que podría indicar que en EE.UU. ya han alcanzado el pico de inflación.

Esto ha hecho que el mercado empiece a cuestionarse el proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. De las actas de su última reunión se extrae la conclusión de que la Reserva Federal subirá los tipos en 50 pb en las próximas dos reuniones y posteriormente irá determinando el ritmo de avance en función de los datos macro que se vayan conociendo.

Tras la publicación de los datos macro de finales de mes, el mercado ha empezado a descontar un proceso de subidas menos agresivo de cara a la segunda mitad de este año, con un nivel de llegada algo inferior, en el entorno del 3,0%. De esta forma, **se empieza a barajar la posibilidad de que la Fed dé marcha atrás en su política restrictiva, como consecuencia de la desaceleración de la actividad.**

Expectativas subidas de tipos de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

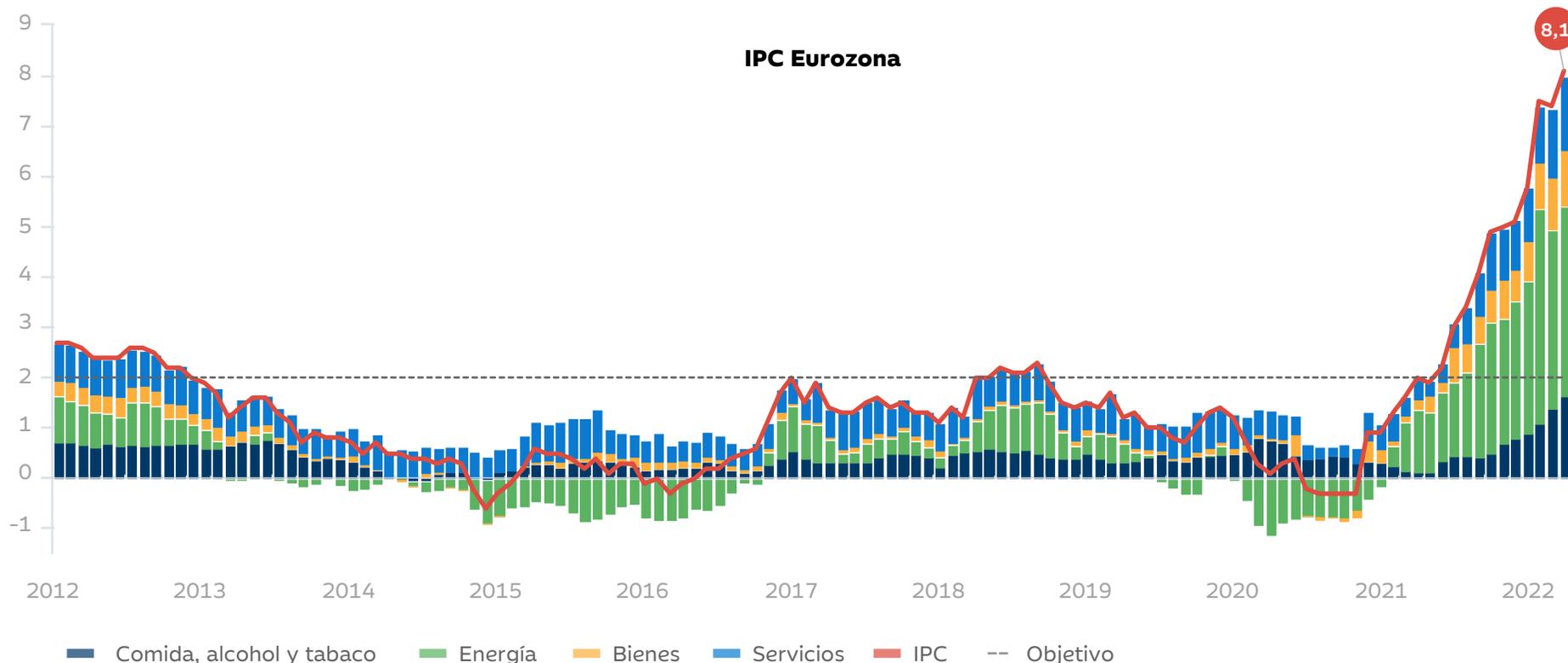
El momento actual de desaceleración económica junto a inflaciones muy elevadas tiene bastantes similitudes con lo sucedido en los años 70, cuando la Reserva Federal americana aplicó una política monetaria agresiva de subida de tipos de interés para intentar contener la inflación y eso desembocó en una fuerte recesión. ¿Cuándo frenó la Reserva Federal su política? En el momento que los precios alcanzaron pico, momento que los inversores percibieron también como un suelo de mercado. Por ello, en el momento actual, pensamos que el mercado necesita todavía ver esa estabilización para poder pensar en una tendencia alcista sostenible.

Ya hemos comentado que el ciclo global se encuentra en zona de ralentización o desaceleración económica. Un indicador que también nos da señales bastante adelantadas suele ser el Conference Board US Leading Indicator, el que todavía nos indica que al ciclo le queda aún tiempo para entrar en recesión. Estadísticamente la probabilidad aumenta de forma considerable cuando el indicador vuelve a niveles de 0.

Indicadores adelantados EE.UU vs Recesión



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

En **eurozona** la situación es diferente, **el IPC del mes de mayo volvió a sorprender al alza hasta situarse en el 8,1% y la inflación subyacente se situó en el 3,8%** muy por encima del objetivo del BCE del 2%. Los precios de la energía siguen siendo el principal componente de la inflación, pero todas las categorías se sitúan por encima del objetivo del BCE.

Adicionalmente, los precios la producción industrial en Alemania han vuelto a marcar un nuevo máximo histórico, situándose en el 33,5%. Esto nos indica que es posible que todavía no hayamos visto el pico de inflación en Europa, a que probablemente los elevados precios industriales se irán filtrando poco a poco en la economía hasta alcanzar los

precios de los consumidores. Ello sumado a unos precios de la energía presionados al alza como consecuencia del veto al petróleo ruso podrían dar soporte a seguir observando lecturas de inflación más elevadas de los esperado en la eurozona durante los próximos meses.

Siempre que hemos observado lecturas tan negativas de la misma, la economía ha entrado en una fuerte desaceleración o incluso en recesión. Lo que sugiere que la ventana temporal que el BCE dispone para normalizar su política monetaria es reducida.

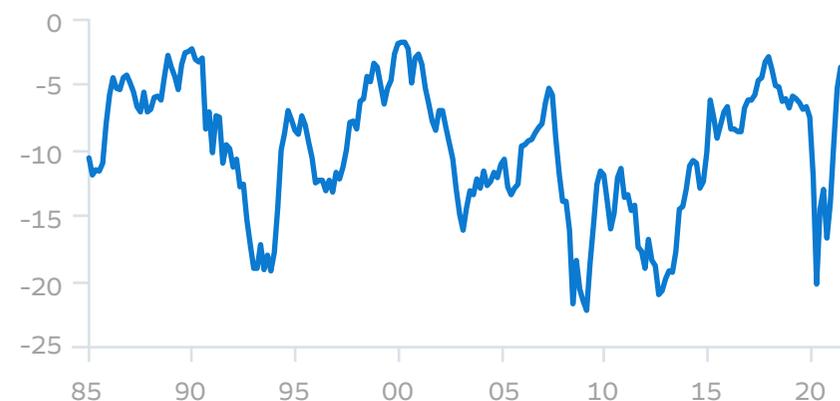
Precios de producción industrial - Alemania



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Las elevadas lecturas de inflación están deteriorando la confianza del consumidor de la eurozona, que se ha situado en niveles mínimos de los últimos 30 años. La confianza del consumidor es un indicador adelantado de la situación

Confianza consumidor eurozona



Fuente: Facset, Ibercaja Gestión

Siempre que hemos observado lecturas tan negativas de la misma, la economía ha entrado en una fuerte desaceleración o incluso en recesión. Lo que sugiere que **la ventana temporal que el BCE dispone para normalizar su política monetaria es reducida.**

En este escenario, ¿qué estrategias pensamos que lo van a hacer mejor?

- ✓ **En renta variable**, seguimos pensando que los sectores ganadores serán aquellos más **beneficiados por la subida de tipos de interés y por la inflación**. Los sectores **ganadores** de momento han sido **petróleo y gas, recursos básicos y telecoms**. Queremos destacar que, en un escenario tan adverso, es importante analizar en profundidad las compañías, poniendo énfasis en aquellas compañías poco apalancadas, con capacidad de fijación de precios, un equipo directivo alineado y centrado en la creación de valor, y que estén expuestas a tendencias de crecimiento estructural.
- ✓ **En renta fija** confluyen dos factores: por un lado, la **incertidumbre y la desaceleración económica debería favorecer una relajación de los tipos como consecuencia de una mayor demanda por parte de los inversores más conservadores**. Por otro lado, tenemos la

actuación de los bancos centrales. La Reserva Federal ha comenzado a reducir su balance y todo apunta que el BCE dejará de hacer compras netas en su APP a principios de Julio, lo que implicará que los dos compradores marginales del mercado reducirán fuertemente su demanda, presionando al alza los tipos. Creemos que gran parte del movimiento ya está recogido en los precios, pero ante un escenario de elevada incertidumbre, preferimos los tramos cortos y medios de la curva.

- ✓ **En crédito**, ya hemos visto como el mercado ha penalizado de manera generalizada al crédito, sin diferenciar demasiado entre aquellos emisores con mejor o peor calidad crediticia. Por lo que **veamos valor en aquellos nombres con buena calidad crediticia, que se han visto muy penalizados por el mercado**.

Conoce nuestro posicionamiento

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
Renta Fija	+	→ Seguimos viendo valor en el crédito ante los niveles de TIR atractivos.
Deuda Pública	N	→ Continúan los repuntes durante el mes podríamos ver estabilidad en estos niveles.
Renta Fija Privada		
Grado de inversión	++	→ Seguimos manteniendo un posicionamiento positivo en el activo.
Baja calidad crediticia	+	→ Mantenemos posicionamiento, vemos valor en aquellos nombres con balances no estresados.
Renta Variable	+	→ La volatilidad persistirá, pero pensamos que tenemos que permanecer invertidos, si bien de una forma diversificada y más defensiva.
EE.UU 	+	→ El mercado americano es más defensivo y se ha visto muy penalizado por la corrección del sector tecnológico. Vemos que están surgiendo oportunidades.
Europa 	N	→ La decisión de la Unión Europea de adoptar un embargo parcial al petróleo ruso se une a una inflación que no da visos de ceder.
Emergentes 	+	→ El aumento del precio de las materias primas beneficia a la región. Volvemos a ver atractivo en China.

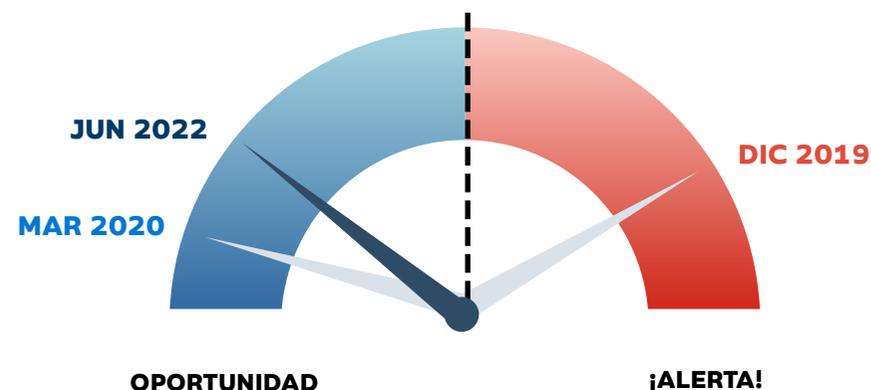
Perspectivas: Más negativa -- - N + ++ Más positiva

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Fuerte volatilidad durante el mes de mayo, donde el sentimiento de mercado ha ido girando llevando a fuertes movimientos intra mes superiores al 8% especialmente en los mercados de renta variable:

- ✓ Lo que sí hemos visto a final de mes, es cómo el sentimiento ya no está en niveles tan pesimistas como los de finales de abril; la ratio de opciones “Put/Call” que indica el nivel de demanda de protección de mercado se ha relajado recientemente y el indicador de volatilidad VIX se encuentra por debajo de 30.
- ✓ Sin embargo, el posicionamiento es bajo todavía y se siguen produciendo salidas especialmente de activos como high yield y emergentes donde los flujos continúan siendo significativos.

Nuestra previsión para próximos meses no cambia: **creemos que el mercado tendrá un comportamiento bastante lateral con volatilidad alta, en rangos amplios, con múltiples recuperaciones y momentos de mayor aversión al riesgo, muy característicos de esta fase de ciclo** y que tendremos que aprovechar, especialmente cuando veamos que los indicadores de sentimiento se tornan especialmente pesimistas.



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.



Mejor Gestora de Renta Fija
Finalista Mejor Gestora Nacional
Finalista Mejor Gestora Asset Allocation
Finalista Mejor Fondo Solidario, Ibercaja Sostenible y Solidario



Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Global, Ibercaja Bolsa USA
Finalista Mejor Gestora de Fondos de Pensiones

EL BANCO DEL *vamos*