



**FONDOS IBERCAJA**

# **LOS MERCADOS SE RESIENTEN POR LA INFLACIÓN, LOS BANCOS CENTRALES Y CHINA**

Nº 23. MAYO 2022

# EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Finalizamos el mes de abril con un sentimiento bastante negativo sobre las perspectivas económicas y el entorno de mercado. Las razones no son demasiado nuevas, pero algunas de ellas han tornado hacia un tono mayor de incertidumbre:

- ✓ Por una parte: el **propio recrudecimiento del conflicto de Ucrania**, que por el momento no parece tener fin, con el efecto que tiene en la evolución de los precios y del crecimiento económico.
- ✓ Los **confinamientos en China** por la evolución de la variante Omicron.
- ✓ El **giro en política monetaria por parte de los Bancos Centrales**, al irse concretando nuevas subidas de tipos de interés en países como Canadá, Nueva Zelanda, Australia, EE.UU., Reino Unido; y acercarse el momento de las ventas de activos (Quantitative Tightening).
- ✓ Y añadimos un foco adicional, de especial importancia durante estas las últimas y próximas semanas, que es la **publicación de resultados empresariales del primer trimestre**.

## Repasamos cada uno de estos focos y su efecto en los mercados:

### 1. Conflicto Ucrania

Al final los efectos colaterales son de gran relevancia: **el enquistamiento del conflicto** tiene una consecuencia inmediata sobre los precios de materias primas que terminan **presionando al alza las expectativas de inflación** y poniendo en riesgo una **sobreactuación de los bancos centrales** y llevando a muchos organismos internacionales a **rebajar sus previsiones de crecimiento**.

En esta misma línea, el **FMI revisaba en abril sus previsiones de crecimiento para la economía mundial para 2022 (8 décimas a la baja respecto a su previsión de enero) y 2023 hasta el 3,6%**, siendo especialmente el área euro la zona más afectada con rebajas en el entorno de un 1%, mientras EE. UU. apenas ve rebajadas sus previsiones un 0,3%. En el mismo sentido, se revisan al alza las previsiones inflacionistas en el área euro hasta el 5,3% y 2,3% anual para 2022 y 2023.

Los mercados emergentes han tenido un mal comportamiento este último mes, muy penalizados por el gran peso que tiene *China* en ellos, cuyas bolsas se han visto lastradas por la expansión de la variante Ómicron y el anuncio de nuevos confinamientos.

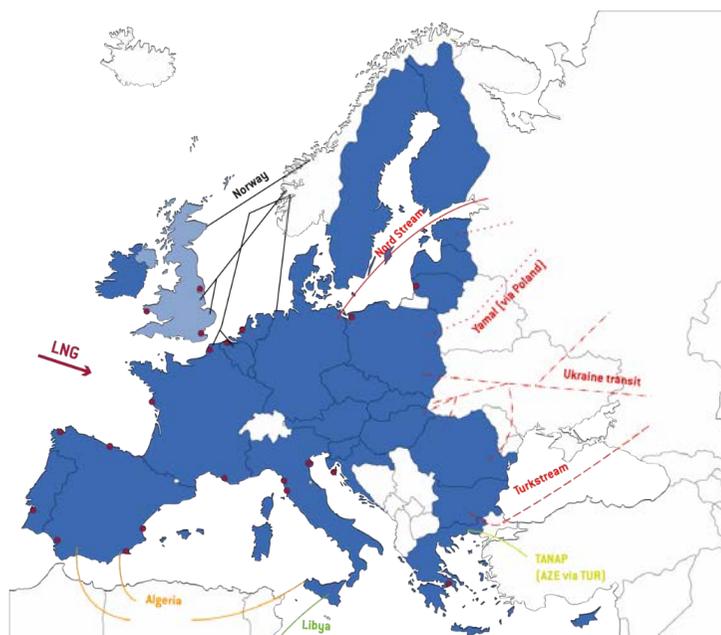
#### Revisión previsión de crecimiento Fondo Monetario Internacional (FMI)

	2022	* Var. abr-ene	2023	* Var. abr-ene
Economía Mundial	3,6	-0,8	3,6	-0,2
Economías Avanzadas	3,3	-0,6	2,4	-0,2
Estados Unidos	3,7	-0,3	2,6	-0,3
Zona Euro	2,8	-1,1	2,3	-0,2
Alemania	2,1	-1,7	2,7	0,2
Francia	2,9	-0,6	1,4	-0,4
Italia	2,3	-1,5	1,7	-0,5
España	4,8	-1,0	3,3	-0,5
Japón	2,4	-0,9	2,3	0,5
Reino Unido	3,7	-1,0	1,2	-1,1
Economías Emergentes	3,8	-2,1	4,4	-1,4
China	4,4	-0,4	5,1	-0,1

\* Variación previsión crecimiento abril-enero

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, nos parece **muy relevante la noticia de que Rusia corte el suministro de gas a Polonia y Bulgaria ya que ambos países se han negado a hacer el pago de gas en rublos.** Este hecho supone una escalada del conflicto entre Rusia y la Unión Europea. Si *Alemania*, país muy dependiente del gas ruso, sufriera el mismo corte de suministro, podríamos ver una respuesta de gran calado por parte de la *Unión Europea* y una agudización del efecto sobre los mercados.

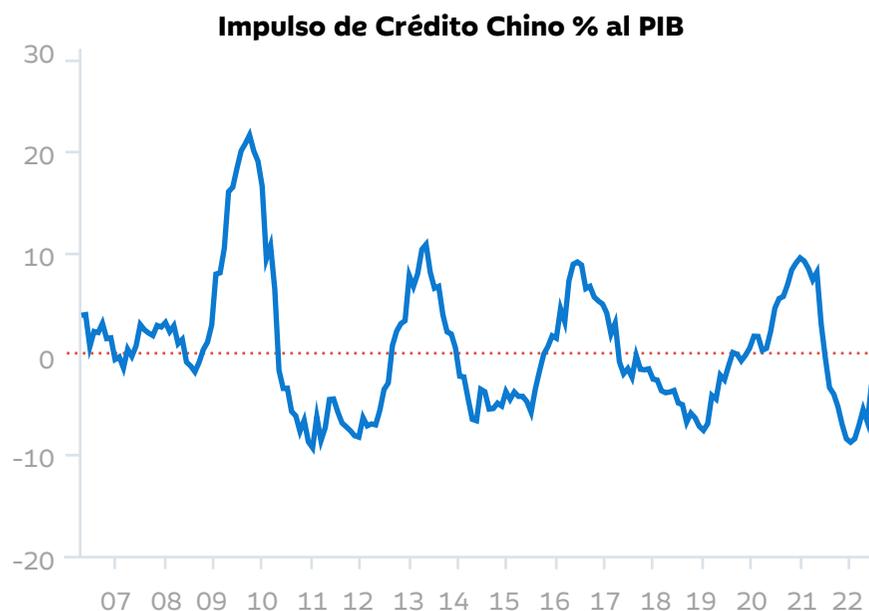


En el anterior gráfico podemos ver cuáles son las principales rutas de importación de gas natural por la Unión Europea. La mayor cuota viene de Rusia a través de 4 vías (Nord Stream, Yamal (vía Polonia), Ucrania y Turkstream (vía Turquía)). Por tanto, estas rutas están en el corazón del conflicto geopolítico

## 2. Política Zero-Covid en China

**Siguen los confinamientos en grandes ciudades de China para tener bajo control la última oleada de incrementos de casos de Covid en el país.** En las últimas semanas se están observando impactos importantes sobre la actividad industrial. **Destaca Shanghai**, uno de los principales centros logísticos de Asia, lo que está llevando a una **acumulación de barcos** en su puerto, y ante la imposibilidad de sacar mercancía desde allí ha llevado al cierre de industrias de provincias chinas colindantes. **En este sentido, los riesgos para el crecimiento económico de China siguen manteniéndose a la baja** y, aunque a lo largo del mes conocimos como la economía asiática había experimentado un crecimiento en el primer trimestre del año del 4,8% interanual, los datos para este segundo trimestre se muestran mucho más débiles, con las repercusiones que esto tiene para la economía mundial.

Con el fin de contrarrestar esta nueva desaceleración, **el Banco Central de China volvía a reducir el coeficiente de reservas de los bancos durante el mes**, por lo que los estímulos monetarios seguirán en esta zona, como ya estamos viendo en el dato del Impulso de Crédito Chino al crecimiento del PIB. Por tanto, políticas monetarias expansivas en oposición a las aplicadas por el resto de grandes zonas desarrolladas.



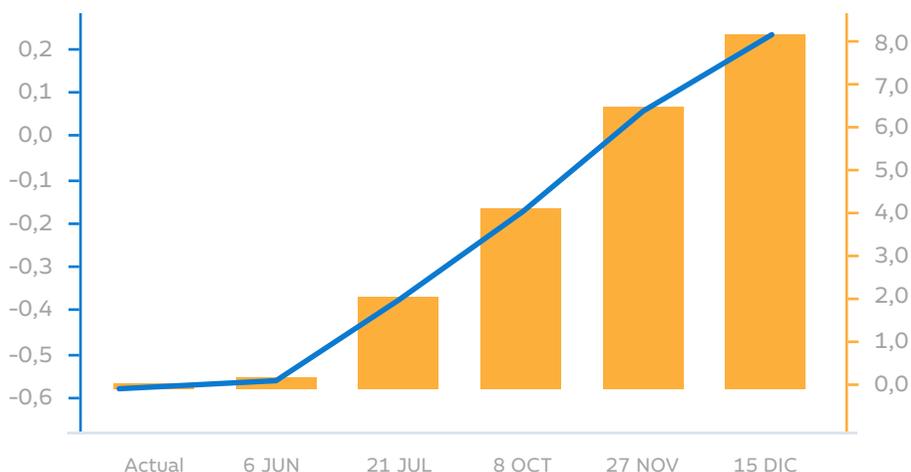
Fuente: Bloomberg

### 3. Fuerte presión sobre los Bancos Centrales

**El mercado sigue muy centrado en analizar en qué medida el giro de actuación de las autoridades monetarias será adecuado para calibrar el mix entre desaceleración económica e inflación.** Cualquier “error de política monetaria” podría tener consecuencias y acelerar el camino hacia una recesión, que a día de hoy es uno de los escenarios que el mercado contempla.

- ✓ **El BCE mantiene su tono “restrictivo”,** pero sin detallar nada novedoso, hablando de normalización gradual de los tipos de interés. Sobre el plan de compra de activos, deberá completarse en el tercer trimestre, apuntando incluso a julio, momento a partir del cual podría producirse ya la primera subida de tipos. Así, como vemos en el gráfico **el mercado espera 8 subidas de tipos de interés hasta situar el tipo de depósito en el 0,2% a final de año (desde el -0,5% actual).**

**BCE: Tipo implícito de Política monetaria / Número aumentos de interés**

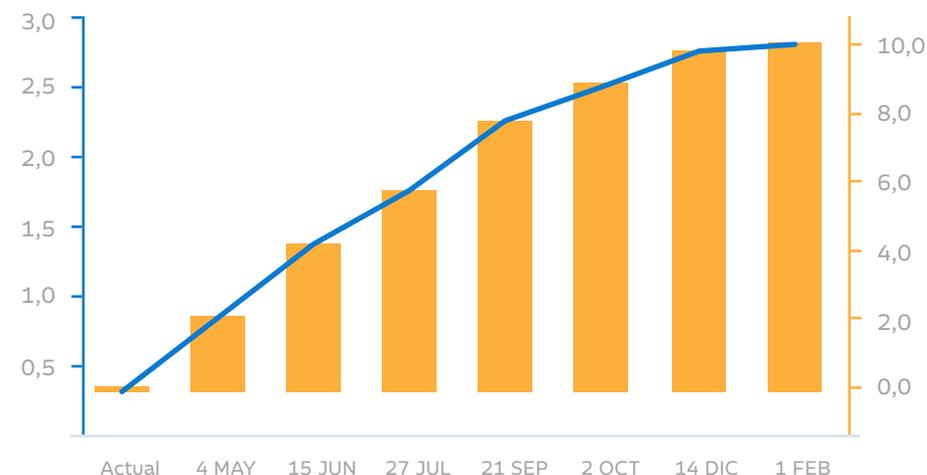


— Tipo implícito de política (%)    ■ Número aumentos / rebajas valorados

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

- ✓ Desde la **Reserva Federal, el tono es incluso más duro**: se han producido muchas declaraciones a lo largo del mes, entre las que destacan la del presidente de la Reserva Federal de San Luis, quien señalaba que **es necesario que los tipos de interés se sitúen a final de año en torno al 3,5%** y que para ello son necesarias subidas sucesivas de medio punto porcentual e incluso no deberían descartarse subidas de tipos de 0,75 puntos porcentuales.

**FED: Tipo implícito de Política monetaria / Número aumentos de interés**



— Tipo implícito de política (%)    ■ Número aumentos / rebajas valorados

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Powell también allana el terreno reafirmando un incremento de tipos de 0,5% en mayo mientras defendió una postura de ajuste más rápido para paliar una inflación no vista en 40 años. Además, es posible que incluso puedan apelar a la venta de bonos en la misma reunión e iniciar su reducción de balance. El mercado como podemos ver en el gráfico espera entre 9 y 10 subidas de tipos de interés hasta final de año situando el tipo de intervención en el 2,7% (frente al 0,5% actual).

#### 4. Campaña de resultados empresariales

Hasta el momento estamos viendo unos resultados empresariales, que a pesar de venir de un escenario complicado, se están **reportando con más sorpresas positivas que adversas. En EE.UU. con el 50% publicado el 82% de las compañías sorprenden en beneficios**, aunque en general observamos mejor comportamiento en ventas que beneficios, dando ciertas señales de una presión creciente en márgenes. No obstante, **la publicación de los grandes gigantes tecnológicos ha incrementado la volatilidad ante la disparidad de resultados** y, especialmente, por el foco que los inversores estamos poniendo en las guías que están dando las compañías para próximos trimestres. **En Europa, las conclusiones son bastante similares, aunque sólo llevamos el 30% de compañías que han presentado.**

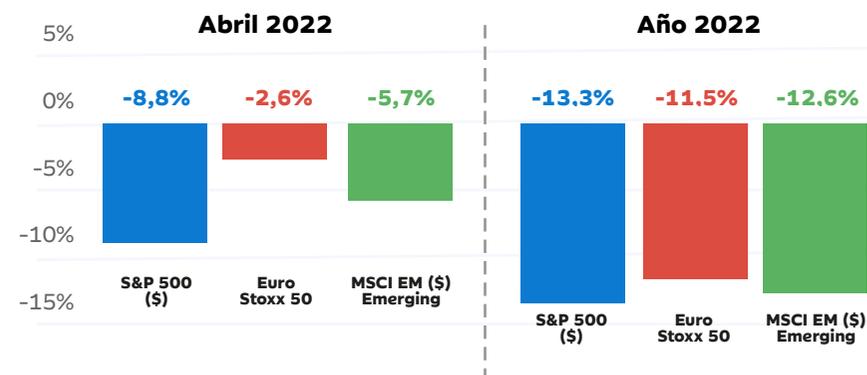
Con estos focos de atención, **¿Qué reacción hemos visto en los mercados?**

**Abril se ha caracterizado por un notable movimiento de aversión al riesgo en los mercados financieros.**

**La renta variable**, con Japón a la cabeza, lidera las rentabilidades negativas en el mes, mientras el dólar actúa como activo refugio y registra una rentabilidad cercana al 5%.

**A lo largo de este mes el mercado europeo ha tenido un comportamiento relativo mejor que el mercado norteamericano** y bastante similar al comportamiento de los mercados emergentes, ya que EE. UU. se ha visto bastante perjudicado por la publicación de resultados de las compañías FANG que han generado mucha volatilidad en el mercado.

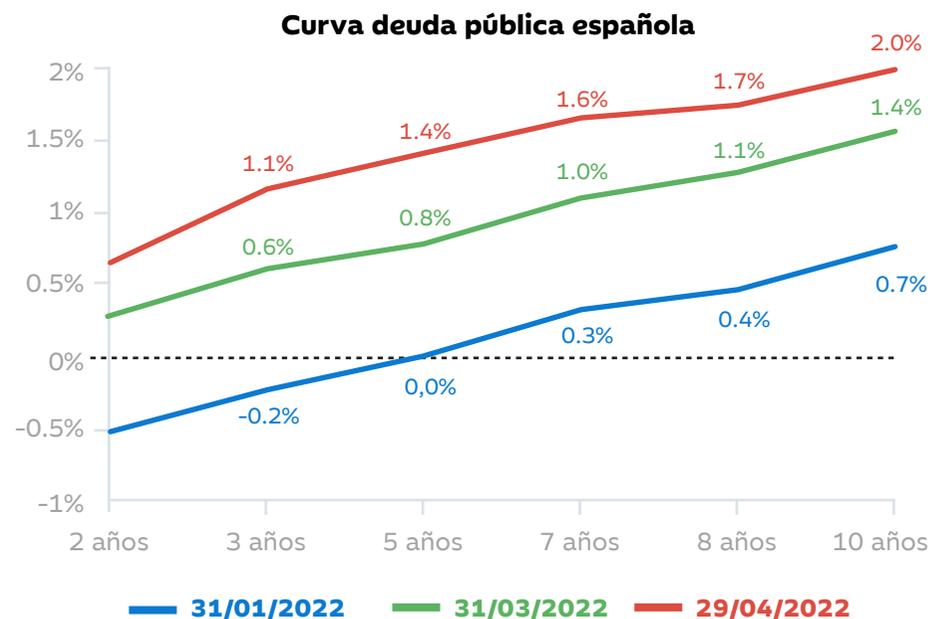
Evolución Renta Variable



Fuente: Bloomberg

**En cuanto a los mercados de renta fija, las potentes declaraciones por parte de los banqueros centrales junto a unos elevados datos de inflación han tenido un efecto inmediato sobre las curvas de tipos de interés:**

Así, **el bono a 10 años americano ha llegado a superar el 2,9%**, aunque las subidas han sido incluso más intensas en Europa, con **el bono alemán ya en niveles del 0,9%** y **la deuda española a 10 años en el 2%**. Y es que, más allá de las previsiones de subidas de tipos de interés para los próximos 12-24 meses, en el corto plazo parece complicado una inflexión significativa de los indicadores de precios y, por tanto, **es difícil pronosticar que este repunte de los tipos de interés pueda revertirse en el más corto plazo.**



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

**Spreads Crédito Grado Inversión Europeo**



..... Media + 2 desv    — Media  
..... Media - desv    — IG Europeo

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

**En cuanto a crédito, los diferenciales siguen con una correlación muy alta a la propia evolución del mercado de renta variable.** Sí es cierto que **no estamos viendo problemas significativos en ningún emisor** y, por tanto, la inversión en

**Spreads Crédito High Yield Europeo**



..... Media + 2 desv    — Media  
..... Media - desv    — IG Europeo

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

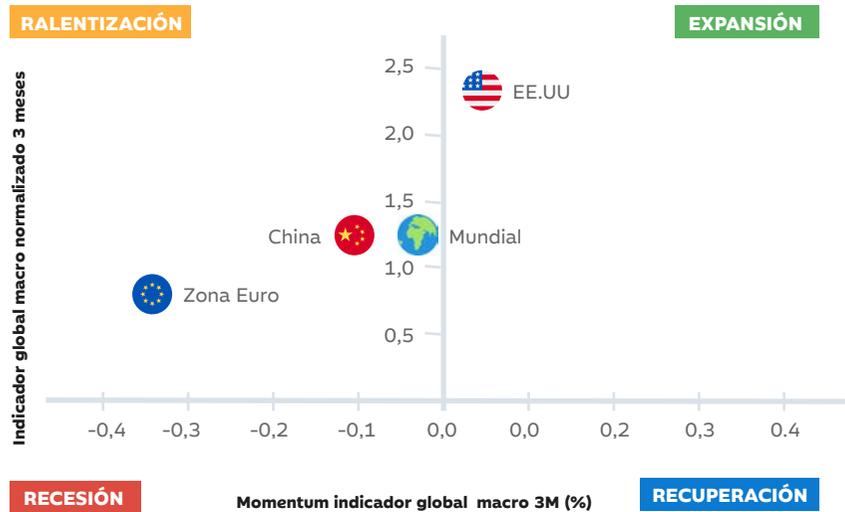
empresas con una combinación de balances robustos, fuerte generación de flujos de caja y largos vencimientos en su perfil de deuda, sigue siendo una apuesta ganadora a medio plazo.

# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A TENER EN CUENTA

La prolongación de la guerra en Ucrania supone un shock negativo para un **ciclo económico que ya estaba entrando en una fase más madura**, y ha agudizado las **presiones sobre la inflación** que ya veníamos viviendo, especialmente con un incremento superior del precio de las materias primas y también una mayor disrupción en las cadenas de suministro. Como consecuencia, **las rebajas en las estimaciones de crecimiento no se han hecho esperar: ralentización del consumo privado** (aunque sí se está viendo un trasvase de la demanda de consumo de bienes duraderos hacia servicios), **inversión más pausada y una disminución del comercio mundial**.

Y es que ese ciclo económico importa y mucho para los inversores. Actualizamos nuestra estimación del ciclo, entendiéndolo desde una perspectiva amplia y global, ya que tenemos en cuenta tanto indicadores de producción, consumo, inflación, empleo, beneficios empresariales y diferenciales de crédito como indicador de las condiciones financieras a las que se enfrentan las empresas.

### Reloj ciclo económico



Fuente: Elaboración propia

### Podemos extraer las siguientes conclusiones:

- ✓ El **ciclo global** se encuentra ya en zona de **ralentización o desaceleración económica**.
- ✓ Desde el **punto de vista empresarial** la **desaceleración** es ya **patente**, aunque todavía con unos **beneficios sólidos**, dónde la **recuperación del empleo** continúa después de la fuerte destrucción que se produjo con la pandemia, y con unas **condiciones financieras**

**algo más tensionadas**, pero distan de estar en una situación de estrés financiero.

- ✓ Desde el **punto de vista del consumo**, las altas tasas de inflación están **afectando a la confianza de los consumidores**, que a medio plazo puede alterar sus patrones de consumo ante esta nueva situación que no veíamos en los últimos 40 años.
- ✓ **Por zonas: Tan sólo EE.UU. sigue en zona de expansión**, sus indicadores están mostrando una resistencia superior tanto desde el punto de vista empresarial, con una creación de empleo muy fuerte, y unos consumidores que están registrando unas subidas salariales superiores a las europeas y, por tanto, con un mayor poder adquisitivo. **La Zona Euro se coloca claramente en zona de ralentización o desaceleración económica**, mostrando un ciclo no tan resistente como el americano y dónde estamos sufriendo más de lleno la crisis de Ucrania. **La situación en China muestra estabilización**, algo curioso aunque habitual, ya que su economía se caracteriza por tener mini ciclos muy cortos en el tiempo, típicos de una sociedad muy intervenida.

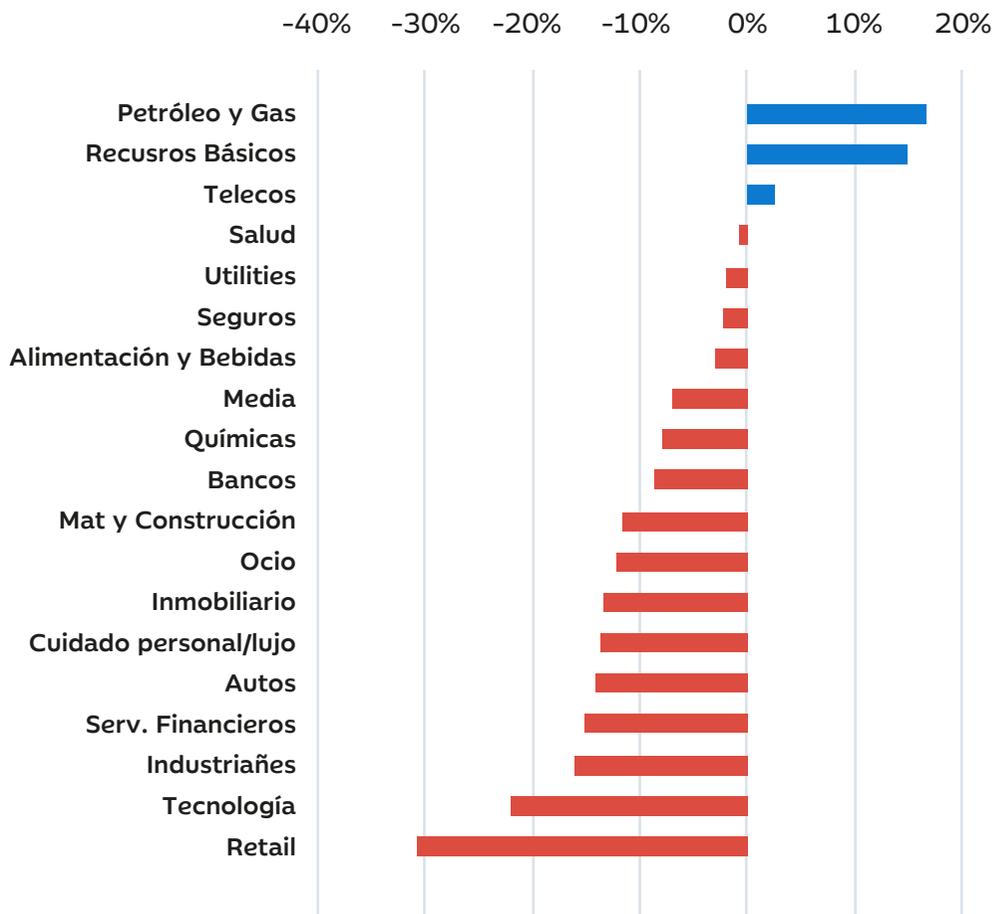
En este difícil escenario, **¿Qué estrategias pueden funcionar mejor?**



### Renta Variable

**A lo largo del año estamos viendo grandes rotaciones** dónde los inversores están buscando sectores beneficiados por la subida de los tipos de interés y de la inflación. Así, nos encontramos entre los sectores ganadores **recursos básicos, petróleo y gas, telecoms, salud y seguros**. Mientras entre los sectores perdedores en lo que va de año se encuentran: **retail, autos, bancos, ocio y tecnología**.

**Evolución sectores Stoxx 600 Europa en 2022**



Fuente: Ibercaja Gestión

Desde un punto de vista de ciclo económico (**Top-Down**), el deterioro del entorno macroeconómico junto a una **desaceleración en las expectativas de beneficios y unas tendencias de noticias negativas** sugiere **que los inversores se mantengan cautos** y deberíamos posicionarnos hacia sectores con un perfil más defensivo en general. Aunque en esta ocasión la ecuación se complica, ya que desde una perspectiva **Bottom-up** se va a seguir primando la búsqueda de aquellos **sectores que sean capaces de protegerse mejor del entorno de alta inflación y en un contexto con tipos de interés más altos**. Al final, la apuesta va a ser aquellos sectores que sean capaces de seguir creciendo en este entorno, manteniendo márgenes y a unos múltiplos de valoración razonables. **La clave nos la va a dar la estimación de beneficios.**

El análisis que efectuamos es el siguiente, comparamos la estimación de beneficios para cada uno de los sectores para todo el año 2022 en dos fechas: a finales de abril y el 23 de febrero 2022 (un día antes del conflicto) con el fin de ver qué sectores son los que mejor interiorizan el nuevo entorno macroeconómico al que nos enfrentamos.

Sectores Stoxx600 EUROPA	Revisión Crecimiento Beneficios año	PER 12 meses	Rentabilidad dividendo
Petróleo y Gas	28,8%	6,8	4,3
Recursos Básicos	22,7%	8,4	7,8
Tecnología	5,1%	19,0	1,2
Servicios Financieros	4,8%	11,2	3,1
Químicas	4,2%	16,2	2,8
Salud	2,5%	16,9	2,3
Seguros	2,1%	9,4	5,5
Utilities	1,6%	14,4	4,4
Real State	1,2%	16,9	3,6
Ocio	1,2%	15,1	1,5
Industriales	0,7%	15,4	2,6
Cuidado personal y lujo	0,6%	15,4	3,1
Bancos	0,1%	7,1	5,6
Alimentación y bebidas	0,0%	21,4	2,1
Telecomunicaciones	-0,9%	13,2	4,4
Media	-1,0%	16,6	2,5
Construcción y materiales	-2,4%	14,1	3,0
Autos	-4,1%	5,4	5,6
Retail	-5,1%	13,3	3,9

### Sectores a tener en cuenta:

- ✓ **Petróleo y gas:** tradicionalmente actúa como buena cobertura ante aumentos de inflación. Cotiza a múltiplos atractivos (6,8 PER 12 meses), y es una apuesta clara en fondos que busquen altos dividendos (4,3% rentabilidad por dividendo).
- ✓ **Recursos básicos:** la transición en pro de las tecnologías limpias está desencadenando un nuevo superciclo para las materias primas que favorecerá a las empresas de recursos naturales. Las revisiones de beneficios continúan al alza y, por niveles de valoración, tanto PER como rentabilidad por dividendo se encuentran todavía a niveles atractivos. Sin embargo, es un sector muy dependiente de la demanda china, por lo que podemos tener bastante volatilidad ante cualquier signo de desaceleración mayor.
- ✓ **Tecnología:** es un sector a considerar. Se están produciendo revisiones ya de beneficios al alza, y no hay que olvidar que es un sector con gran poder de fijación de precios.

- ✓ **Salud:** sector con gran visibilidad en la generación de beneficios y, además, seguimos con revisiones positivas. Es el sector defensivo favorito en entornos de menor crecimiento y alta inflación.

### Sectores con mayor cautela:

- ✓ **Sectores de bienes de consumo duradero:** el sector de autos, aunque muy atractivo por valoración, se enfrenta a un gran desafío con una demanda que se va desvaneciendo y un alto coste de materiales. Fuerte presión en márgenes está llevando a unas revisiones de beneficios negativas.
- ✓ **Retail:** en momentos de ciclo más maduro junto a alta inflación que llevará a una disminución del poder adquisitivo de los consumidores, el sector de retail es uno de los más perjudicados.

### Renta Fija

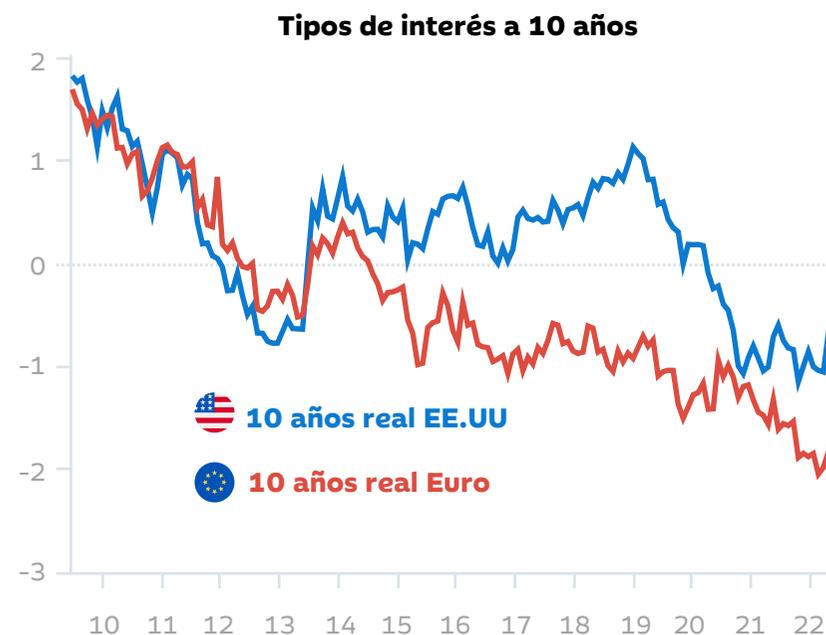
En este entorno de mayor desaceleración económica hacia el que nos dirigimos, la evolución de los tipos de interés debería ser hacia una relajación de estos. Sin embargo, los bancos

centrales se enfrentan a una difícil tarea: controlar una inflación que viene más por problemas de la oferta, que de la demanda y por tanto están aplicando una política monetaria más restrictiva, subiendo tipos de interés y retirando los estímulos que implementaron, especialmente la retirada de las compras de activos en mercado. **El ciclo económico por el momento no está en riesgo**, pero sí podría precipitarse a la baja de forma brusca si las condiciones financieras se tornan excesivamente restrictivas, por lo que también podríamos pensar en una reversión de dichas políticas a medio plazo.

Así pensamos que **2 van a ser los factores determinantes en la evolución de esas curvas de tipos:**

- ✓ **Evolución de la inflación:** los inversores van a tener un foco especial en los tipos reales. En este caso la inflación subyacente en las mismas, van a ser los Breakeven de Inflación, es decir las inflaciones descontadas a futuro en las curvas de tipos de interés, ya que es una forma más veraz de medir la misma y no sólo influenciada por los altos niveles actuales.

- **En EE.UU.**, vemos como estamos ya bastante cerca de llegar a un punto de equilibrio.
- **En Zona Euro**, existen todavía algo más de margen al alza en unas curvas que habían llegado a unos tipos muy deprimidos.



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

- ✓ **Evolución de la demanda-oferta de bonos:** el 31 de marzo finalizó el Programa Especial de Compras por la Pandemia (PEPP) del BCE, y en el tercer trimestre terminará el programa APP, por lo que desaparece un “actor” importante en los mercados, que por supuesto va a tener un efecto en términos de menor demanda. Extrapolando a la anterior fase de política monetaria en la que se produjo la retirada total de estos programas, vimos como la presión al alza de las curvas de tipos se llevó a los tipos reales a 0, con un nivel del bono alemán a 10 años en el entorno del **1,5%**.

**Por tanto, la presión al alza existe, sin embargo también matizable por unos datos de deterioro económico, que pueden frenar en algún momento unas expectativas especialmente alcistas por parte de los Bancos Centrales, especialmente del Banco Central Europeo.**

# CONOCE NUESTRO POSICIONAMIENTO

## Perspectivas Variación A tener en cuenta

Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
<b>Renta Fija</b>	+	→ Mantenemos posicionamiento en crédito, vemos mayor valor frente deuda.
<b>Deuda Pública</b>	N	→ Continúan los repuntes durante el mes, podríamos estar ceca de los máximos.
<b>Renta Fija Privada</b>		
Grado de inversión	++	→ Oportunidades en compañías de buen rating que han sido penalizadas.
Baja calidad crediticia	+	→ Encontramos valor en compañías de calidad dentro de las compañías más apalancadas.
<b>Renta Variable</b>	+	→ Tras las correcciones. Hemos asistido a una contracción de múltiplos mientras los resultados empresariales están siendo buenos.
<b>EE.UU</b> 	+	→ El mercado americano es más defensivo y se ha visto muy penalizado por la corrección del sector tecnológico. Vemos que están surgiendo oportunidades.
<b>Europa</b> 	N	→ El aumento del precio de la energía y materias primas es negativo para Europa. Tras el mejor comportamiento en relativo en el mes de abril bajamos posiciones.
<b>Emergentes</b> 	+	→ El aumento del precio de las materias primas beneficia a la región. Positivos en Brasil y Asia, concretamente China.

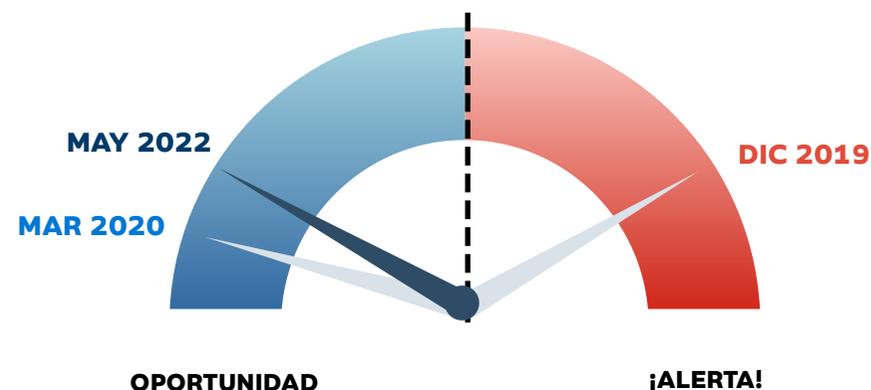
Perspectivas: Más negativa -- - N + ++ Más positiva

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Después de un mes donde los focos de incertidumbre se han agudizado, especialmente por las políticas estrictas de cierres en China para controlar la pandemia y unos bancos centrales con un sesgo muy restrictivo, nuestro indicador táctico, aunque se mantiene en niveles muy similares al mes anterior, marca unas diferencias importantes:

- ✓ El **sentimiento de mercado se ha tornado de nuevo muy pesimista**: el indicador “Bull & Bear”, la ratio de opciones “Put/Call” que indica el nivel de demanda de protección de mercado, así como el indicador de volatilidad Vix por encima de 30, son señales de pesimismo elevado.
- ✓ Sin embargo, **el posicionamiento a riesgo de las carteras es algo menos defensivo respecto a mercado a final de mes**, dónde se aprecia por ejemplo cierto trasvase de posiciones muy defensivas tipo oro, hacia renta variable, aunque a niveles todavía muy tímidos mientras la volatilidad siga alta.

**Nuestra previsión para próximos meses es de un mercado con 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.



*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*