



**FONDOS IBERCAJA**

**Los mercados financieros se resienten ante la dureza de los Banco Centrales**

Nº 27. SEPTIEMBRE 2022



## Evolución de los activos financieros

**El mes de agosto ha tenido claramente dos fases.** Durante los primeros días del mes los mercados continuaron la tendencia alcista que venía produciéndose desde mediados de junio, impulsada por una relajación en las expectativas de inflación y la esperanza de que los bancos centrales no aplicaran una subida de tipos muy agresiva. Sin embargo, tras la publicación del dato de inflación en Reino Unido, que sorprendió al alza, los miedos a una subida de tipos agresiva junto a una ralentización del crecimiento se reactivaron. Y posteriormente los malos presagios se han ido confirmando con el discurso de Powell en Jackson Hole y el mal dato de inflación de la eurozona, lo que ha seguido lastrando a los mercados.

**La comparecencia de Jerome Powell en el simposio de Jackson Hole era uno de los eventos más esperados.** El discurso del presidente de la FED tuvo un tono más agresivo del que anticipaba el mercado. Powell afirmó que **la prioridad de la**

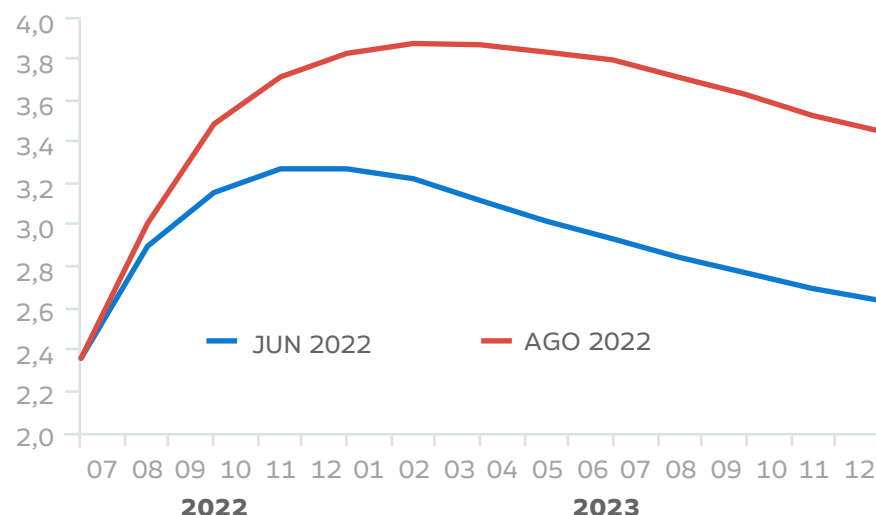
**FED es combatir la inflación y para ello los tipos de interés deberán permanecer en niveles elevados durante un tiempo prolongado.** Reconoció que esto iba a suponer una dificultad añadida para los hogares y familias, pero alertó de

que el daño de no doblar la inflación sería mayor. Esto ha provocado un fuerte ajuste en las expectativas de subidas de tipos, que ha tenido un fuerte impacto en los mercados.

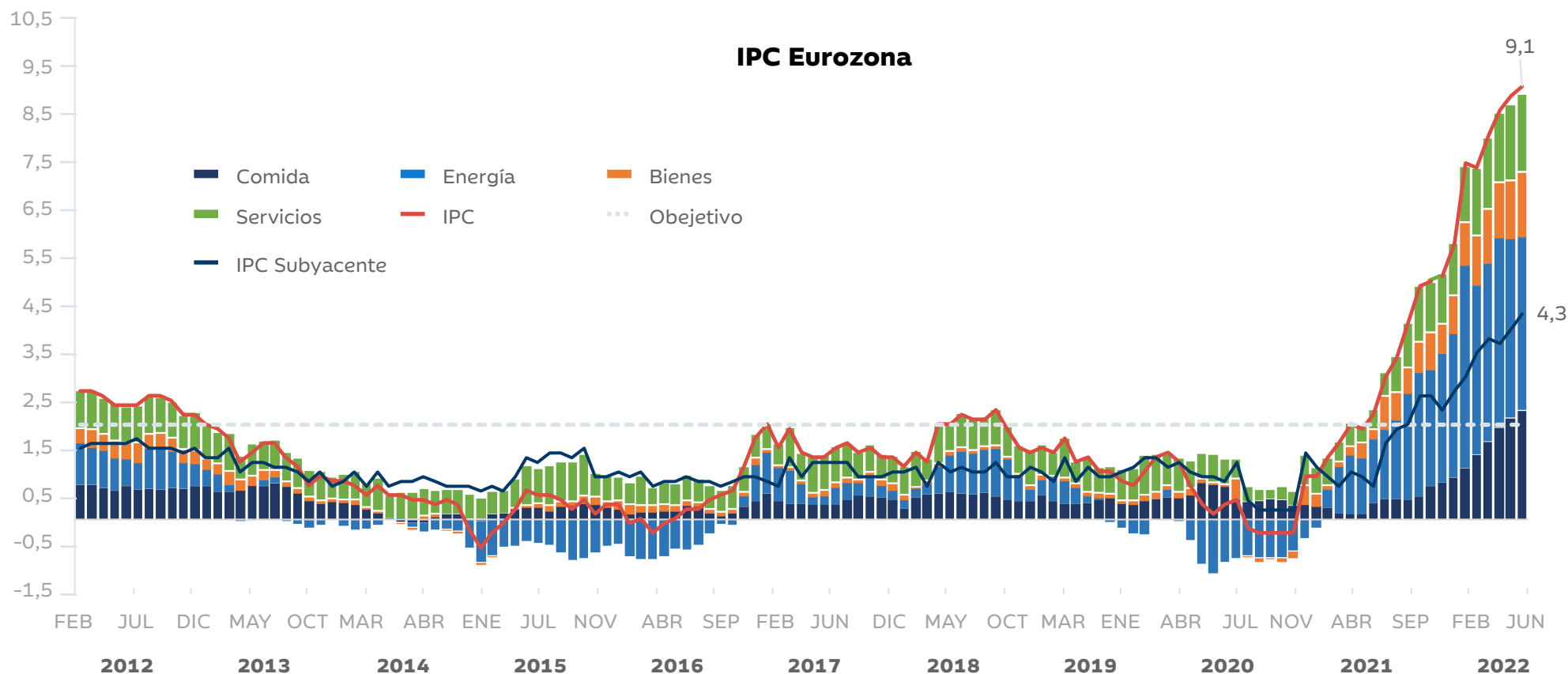
**En la eurozona, el IPC preliminar de agosto volvió a registrar un aumento hasta alcanzar el 9,1% interanual,** superando en una décima las estimaciones del consenso (9,0%) y alcanzando un nuevo máximo desde la creación del euro.

Una vez más, **el componente de energía fue el factor predominante.** Sin embargo, se observa como **el resto de los factores aceleran la tasa de crecimiento,** situándose todos ellos muy por encima del objetivo del 2% fijado por el BCE. Por lo tanto, previsiblemente el **BCE se verá forzado a subir entre 50-75 pb en su reunión de septiembre** a pesar de los riesgos de desaceleración económica.

**Tasa implícita FED**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

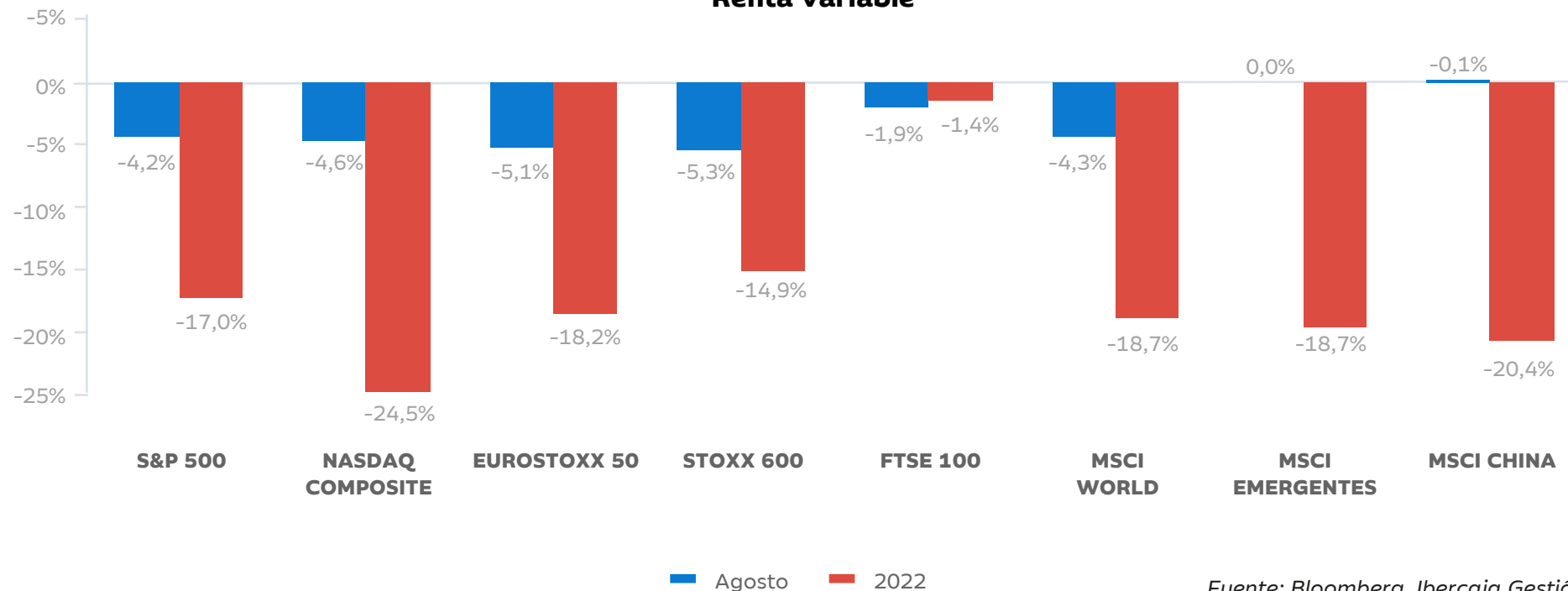


Fuente: Eurostat, Factset, Ibercaja Gestión

Por su parte, como hemos dicho, las bolsas tuvieron un inicio del mes positivo que se extendió hasta el 16 de agosto, fecha en la que se publicó el dato de inflación de Reino Unido. El S&P 500 continuó su rally hasta los 4300 puntos, un repunte del 17% desde los mínimos que marcó en junio. Sin

embargo, el repunte en las expectativas de subidas de tipos y la ralentización del crecimiento truncaron el momento alcista. **El S&P 500 se dejó en el mes de agosto un 4,2%**, cerrando en el entorno de los 4000 puntos.

### Renta variable

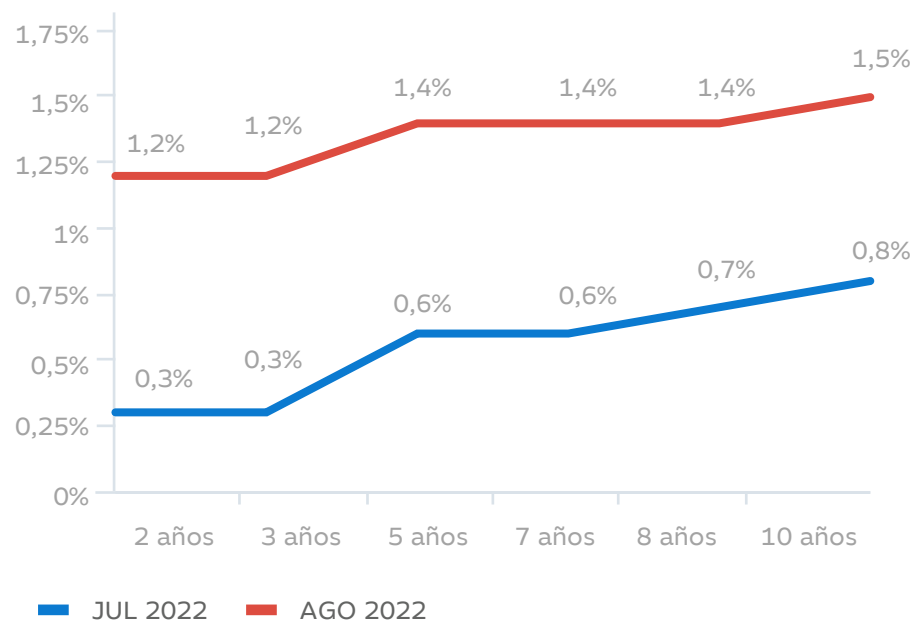


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Los principales índices en EE.UU. y Europa tuvieron un comportamiento similar, cerrando con pérdidas en el mes de agosto. Los mercados emergentes tuvieron un mejor comportamiento relativo al cerrar el mes sin pérdidas. Destaca especialmente

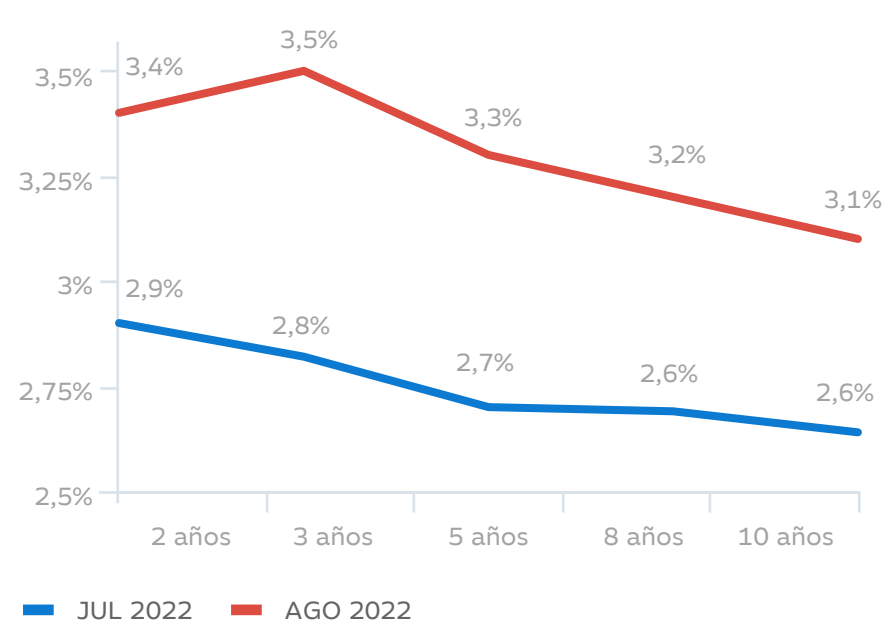
el buen comportamiento de la bolsa china durante la última semana del mes, tras el anuncio por parte del Banco Central Chino de una nueva rebaja de tipos de interés.

**Curva deuda pública Alemana** 



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

**Curva deuda pública EE.UU.** 



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

**La renta fija también ha tenido un mal comportamiento.** Durante la segunda mitad del mes se ha producido un **fuerte repunte en las curvas de deuda soberana**, tanto en Europa como en EE. UU., como consecuencia del incremento de

las expectativas de subida de tipos. En EE.UU., la curva sigue invertida (tipos a corto plazo > tipos a largo plazo), anticipando que la FED se verá obligada a bajar tipos en algún momento de 2023 para contrarrestar el efecto de una potencial recesión.

El crédito también se ha visto negativamente impactado por el incremento de los tipos de interés. De hecho, **el crédito europeo ha cerrado agosto como uno de los peores meses de su historia reciente.** Un ejemplo de ello es el Bloomberg Pan-European aggregate total return index (índice de renta fija privada de investment grade), que ha tenido su peor mes desde su creación en 1999, cediendo un 5,7%.

**Bloomberg Pan-Euro Aggregate**



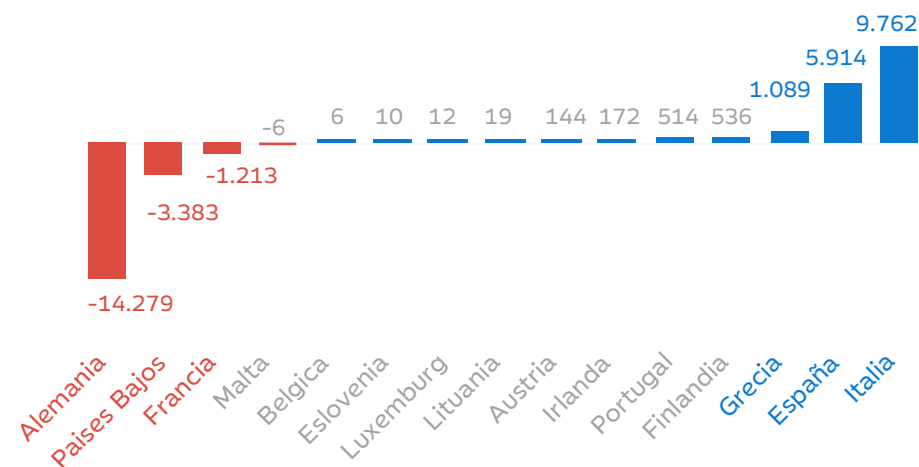
*Fuente: Factset, Ibercaja Gestión*



## Perspectivas económicas a tener en cuenta

El Banco Central Europeo publicó el primer informe en el que se detallan las reinversiones de los vencimientos del PEPP tras finalizar las compras netas. Tras la reunión del mes de junio, el BCE anuncio que sería flexible a la hora de reinvertir los vencimientos. En el informe se puede observar cómo durante los primeros dos meses las compras de países como Alemania, Países Bajos o Francia han caído por un importe de 18.900 M€, lo que ha ayudado a financiar a los gobiernos de la periferia europea, especialmente a Italia, España y Grecia.

Recompras PEPP Junio-Julio 2022



Fuente: BCE, Ibercaja Gestión

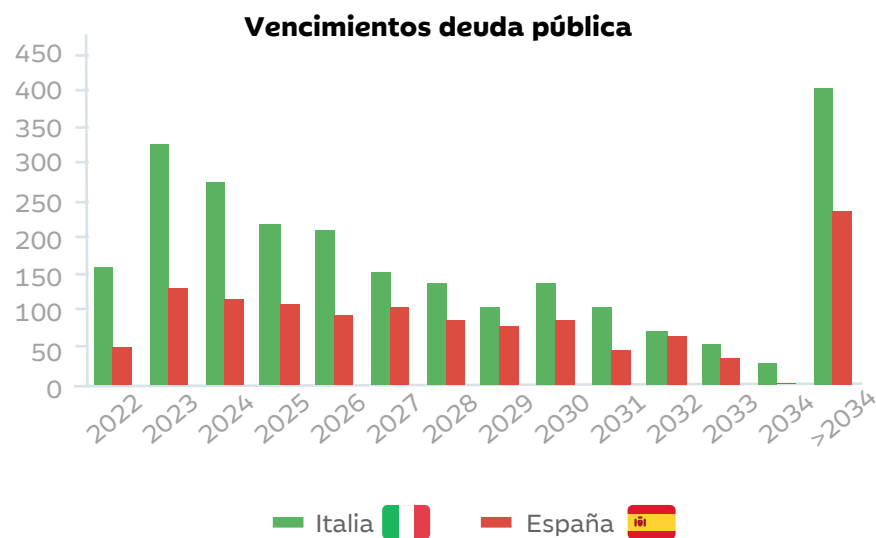


Durante los próximos meses el BCE dispondrá de unos 20.000 M€ en reinversiones bimensualmente. Sin embargo, entre noviembre y febrero ese importe caerá drásticamente. España e Italia tienen importantes vencimientos de deuda que tendrán que refinanciar de aquí a final de año y durante 2023. Dada los importantes desequilibrios financieros de ambas economías, es muy probable

que los mercados pongan a prueba al nuevo mecanismo elaborado por el BCE: “Transmission Protection Instrument (TPI) si las reinversiones del PEPP no son suficientes. Debemos recordar que la entrada en funcionamiento del TPI para cada país está sujeta a cierta condicionalidad: responsabilidad fiscal y reformas estructurales.

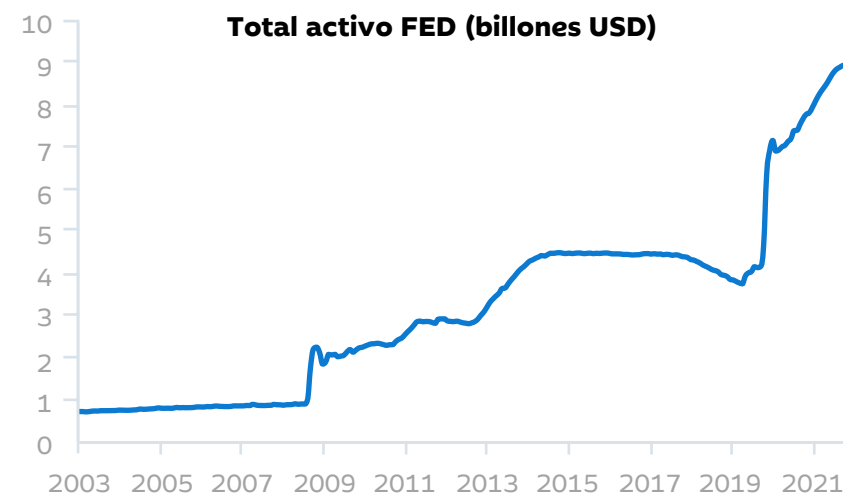
Por su lado, **Italia celebra elecciones el próximo 25 de septiembre**. Las encuestas dan una ventaja sustancial a los partidos de centroderecha y los partidos más radicales han moderado su mensaje antieuropeísta durante las últimas semanas, lo que ha ayudado a reducir ligeramente las tensiones durante las últimas semanas. No obstante, **es probable que sigamos observando volatilidad en la deuda italiana** hasta que no haya un gobierno sólido y comprometido con las reformas exigidas por Europa.

**En EE.UU., la Reserva Federal va a acelerar el ritmo al cual está reduciendo su balance.** Este proceso, conocido como “quantitative tightening”



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

(QT), consiste en no reinvertir los bonos que compró durante el proceso de expansión de balance (quantitative easing, QE) conforme vayan venciendo. El QT comenzó en junio, a un ritmo de 47,5 mil millones de dólares mensuales. Pero a partir de septiembre la FED prevé aumentarlo a 95 mil millones de dólares mensuales. Powell ha indicado que este proceso durará unos 2 años, lo que implica que la FED reducirá su balance de los 9 billones de USD a unos 2,5 billones. **Las implicaciones que este proceso puede tener son inciertas.** La FED solo ha llevado a cabo este proceso durante unos meses entre 2018 y 2019 y a mucha menor escala. En nuestra opinión, el hecho de que desaparezca el “comprador de último recurso” de bonos estadounidense y bonos respaldados por hipotecas, endurecerá las condiciones de financiación del conjunto de la economía, lo que tendrá un impacto negativo en los activos de riesgo.



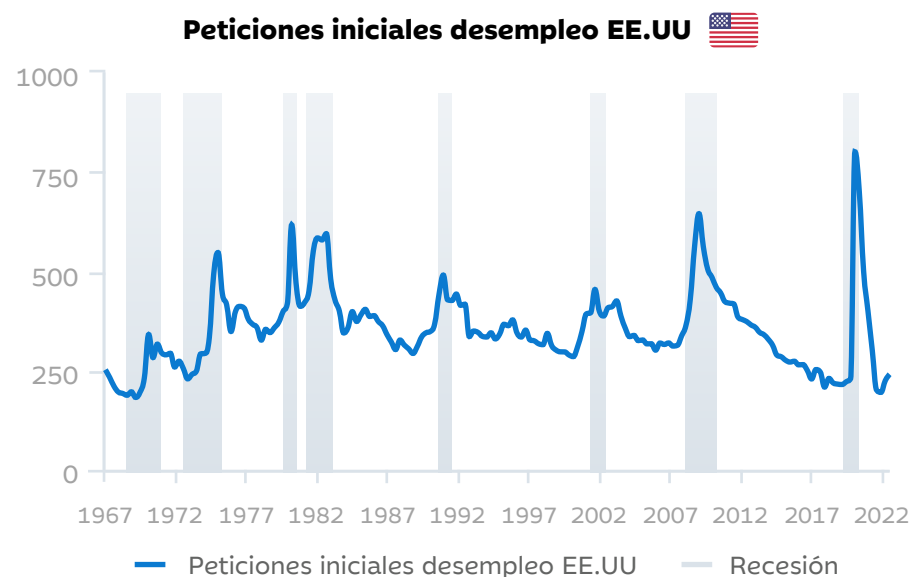
Fuente: FRED, Ibercaja Gestión

Para completar nuestra visión sobre la evolución de las políticas monetarias de los grandes bancos centrales hay que echar un vistazo a nuestras previsiones macro, ya que **tanto la Reserva Federal como el BCE han enfatizado que a partir de ahora sus decisiones de política monetaria se tomarán en función de como vayan evolucionando los datos económicos, sin un guion prefijado como en años anteriores.**

**La economía estadounidense ha concatenado dos trimestres de crecimiento negativo**, es decir, está en recesión. Sin embargo, muchos analistas afirman que a pesar de cumplirse los criterios para considerar que la economía norteamericana está en recesión, debemos considerarla como “técnica” (lo que quiera que signifique eso) ya que los datos de empleo, ahorro, vivienda, producción industrial y ventas minoristas siguen siendo resilientes.

En nuestra opinión, hay que analizar los datos teniendo en cuenta que estamos en un escenario de elevada inflación, algo que no ocurre desde principios de los 80. Creemos que el consenso de analistas no lo está haciendo. Muchos indicadores adelantados están dando síntomas de debilidad: PMI servicios en terreno de contracción, crecimiento negativo de la M1 real, crecimiento negativo de las ventas minoristas reales. Uno de los datos que va a cobrar más relevancia durante las próximas semanas son las peticiones iniciales de desempleo, que se observa como comienzan a repuntar, indicando que el mercado laboral no es tan robusto como algunos analistas afirman. Por otro lado, el sector inmobiliario comienza a dar muestras de una fuerte desaceleración económica, con las ventas de vivienda desplomándose.

Adicionalmente, debemos tener en cuenta que históricamente, un entorno de alta inflación, un dólar fuerte y precio del petróleo elevado han sido la antesala de unos malos resultados empresariales.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

**Por la parte europea, nuestra economía todavía no ha recuperado la tendencia de crecimiento previa a la pandemia**, por lo que teóricamente todavía tendría margen para crecer sin recalentarse. No obstante, la **falta de liderazgo político** a nivel europeo, el **conflicto de Ucrania**, la

**inestabilidad política interna** en algunos de los países y sobre todo los **problemas de suministro energético, hacen que el riesgo de que Europa entre en una recesión severa durante los próximos meses sea mucho más elevado que en EE.UU.**

**Rusia ha vuelto a cortar el suministro de gas natural a Europa** a través de gaseoducto Nord Stream 1, alegando nuevos problemas técnicos. Independientemente de si se reabre el flujo o no, seguiremos observando una alta volatilidad en los precios de la energía. Somos escépticos en cuanto a la capacidad de los políticos europeos para encontrar una fórmula que verdaderamente permita limitar los precios del gas y petróleo sin generar desabastecimiento. Recordemos que hace unos meses dijeron que las sanciones sólo afectarían a Rusia. Es indudable que la economía rusa se ha visto afectada por las sanciones, pero el Kremlin ha seguido llenando sus arcas vendiendo petróleo, gas y carbón más caros, mientras los ciudadanos europeos se han ido empobreciendo con una elevada inflación. Si Rusia retira su petróleo del mercado, los precios del barril de petróleo podrían superar lo 190\$ barril según un estudio de JP Morgan.

Algunos países, como Alemania, han planteado escenarios donde se reduciría el suministro de gas a algunas industrias. Actualmente este proceso se está produciendo de forma natural, ya que a algunas compañías no les sale rentable producir debido a los altos costes de la energía. Si se decretara un cierre de la industria de manera forzada, Europa se enfrentaría a una rotura en las cadenas de suministro muy superior a la observada tras el Covid-19, lo que seguiría alimentando el monstruo de la inflación.

# Conoce nuestro posicionamiento

## Perspectivas Variación A tener en cuenta

Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
<b>Renta Fija</b>	+	→ Seguimos viendo valor en el crédito, especialmente en nombres solidos.
<b>Deuda Pública</b>	+	↑ Niveles atractivos de TIR, aunque la volatilidad continuará en el medio plazo.
<b>Renta Fija Privada</b>		
Grado de inversión	+	↓ Seguimos positivos pero bajamos exposición dado que la volatilidad continuará en el corto plazo.
Baja calidad crediticia	N	↓ Bajamos exposición dado que esperamos que estos activos sufran más con la volatilidad del mercado.
<b>Renta Variable</b>	N	→ Las políticas restrictivas de los Bancos Centrales ponen un freno a los mercados
<b>EE.UU</b> 	N	→ Los elevados niveles de inflación y las subidas de tipos la FED podrían enfriar más de lo deseado la economía americana
<b>Europa</b> 	N	→ La crisis energética y el entorno de elevada inflación impactan negativamente en la confianza del consumidor
<b>Emergentes</b> 	N	→ Las nuevas medias contra el Covid y la situación del inmobiliario chino pesan sobre la actividad de los mercados asiáticos.

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

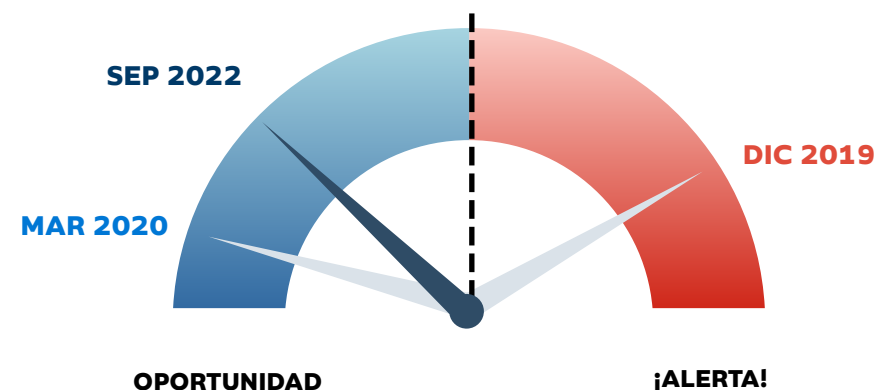
Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Tal y como anunciamos el mes anterior, la volatilidad se incrementó en agosto, especialmente ante un cambio de tono de los Bancos Centrales. Nuestro indicador a pesar de las caídas experimentadas a lo largo del mes no ha vuelto a zonas de excesivo pesimismo, por lo que necesitaríamos algo más de capitulación en mercado para de nuevo incrementar posiciones de forma más consistente.

- ✓ En cuanto a **flujos de inversión, salidas de nuevo en crédito especialmente high yield.**
- ✓ **La ratio de sentimiento vuelve a empeorar,** pero tampoco ha alcanzado niveles extremos.
- ✓ El factor más positivo es que el **posicionamiento inversor sigue bajo**, lo que está demostrado que en momentos de cambio de tendencia es muy consistente para propiciar recuperaciones de mercado.

Por tanto, necesitamos un catalizador claro para ese cambio de tono de mercados y serán los Bancos Centrales quienes tengan el protagonismo. Mientras tanto, el mercado seguirá en una fase bastante lateral, con recuperaciones y retrocesos, típicos de esta fase de mayor incertidumbre.

Mientras tanto seguiremos viviendo, rangos amplios, con múltiples recuperaciones y momentos de mayor aversión al riesgo.



*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**

XXXIII  
**Premios Fondos**  
2022  
Expansión  allfunds



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

EL BANCO DEL *vamos*