



FONDOS IBERCAJA

# Tipos de interés altos durante más tiempo

Nº 40. OCTUBRE 2023



## Evolución de los activos financieros

Si en fútbol se dice que las estadísticas están para romperse, en los mercados financieros tenemos el dicho de que la historia no se repite, pero rima. **Septiembre es estadísticamente el peor mes del año para la renta variable americana y uno de los peores para la europea; y en esta ocasión la historia sí que se ha repetido** y en el mes se aceleran las caídas de agosto en prácticamente todos los mercados. La atención de los inversores ha estado centrada en la rentabilidad del bono americano a 10 años que parece irremediablemente acercarse al psicológicamente importante nivel del 5%. En la zona euro, el bono alemán al mismo vencimiento también repunta y prácticamente toca el 3%. El dólar sigue su marcha ascendente y minorra las pérdidas de las carteras globales.

**En conjunto, destacaríamos:**

- ✓ **La renta variable ahora sí que cae;** el S&P-500 se deja cerca de un 5%, el *Nasdaq* casi un 6% y el *Eurostoxx-50* algo menos de un 3%. El dólar se aprecia contra el euro un 2,6% en el mes y un 3,2% en el trimestre. Con su ayuda, el *MSCI World* calculado en euros minora las pérdidas hasta un -2% y un -0,8% en los mismos periodos respectivamente.

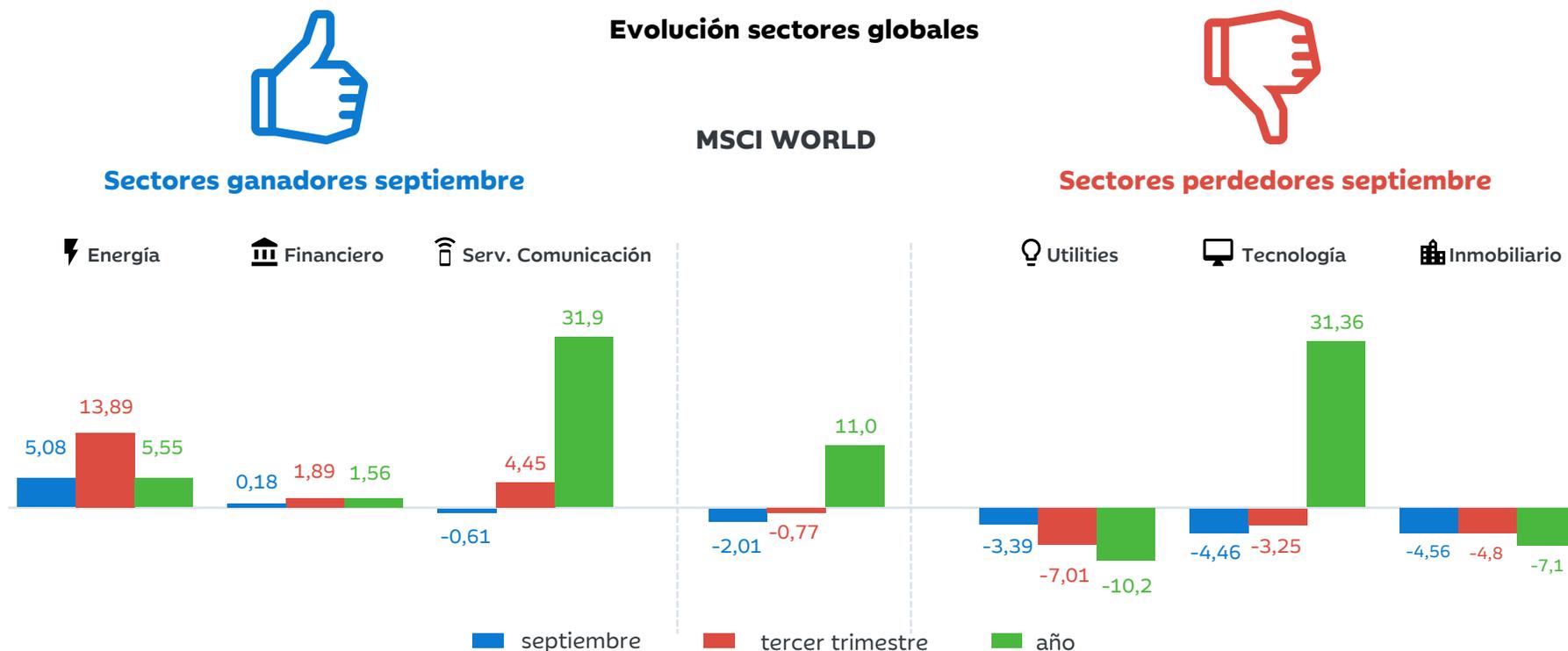
**Comportamiento de las principales Bolsas**

Septiembre 2023 | Trimestre | Año



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

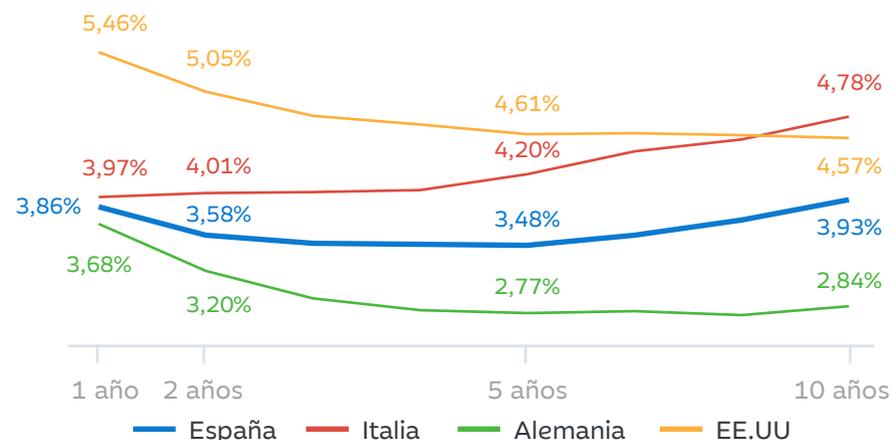
- ✓ Por **sectores**, en septiembre **energía** repite claramente como **mejor sector**, mientras que **tecnología y el sector inmobiliario son los que presionan al mercado hacia abajo**. En el conjunto del trimestre, energía, pero también servicios de comunicaciones y financieras presentan resultados positivos; utilities e inmobiliarias son los sectores con mayor corrección, aunque la caída de tecnología es la que más impacta al comportamiento general.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

- ✓ En cuanto a **deuda pública**, el repunte de las curvas ha sido la constante durante todo el mes, tanto en EE.UU como en la zona euro. Los tramos largos son los que más han sufrido, aunque el movimiento es al alza en prácticamente todos los vencimientos. Las curvas se aplanan, aunque siguen con pendiente claramente negativa en EE.UU y Alemania, con algo de “tripa” en España y solamente con pendiente positiva en el caso de Italia.

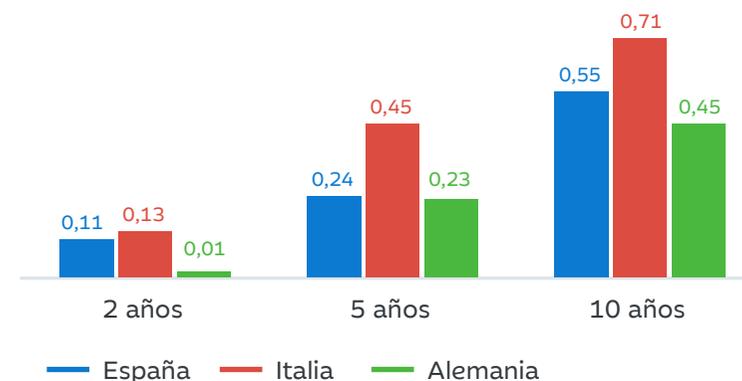
**Niveles deuda pública septiembre 2023**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

En el trimestre, el desplazamiento ha sido todavía de mayor magnitud; en general, superior en los tramos largos.

**Ampliaciones tipos tercer trimestre**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

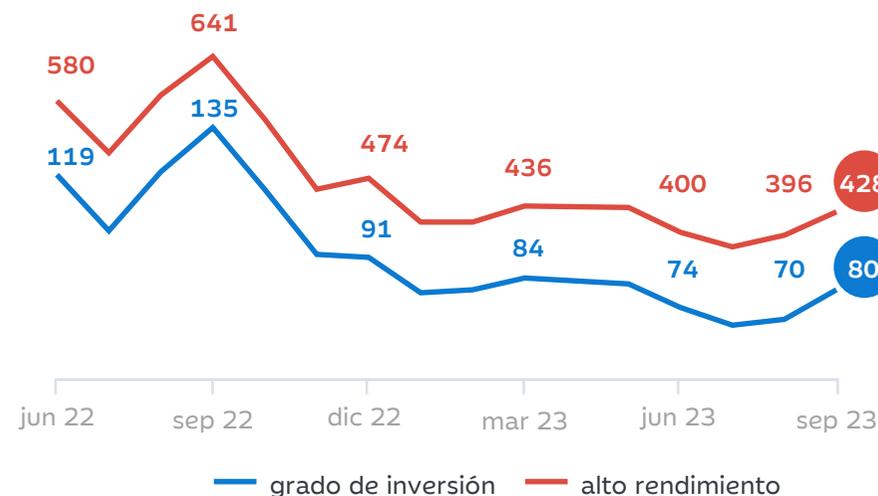
A pesar de la forma de la curva, **la rentabilidad del bono americano a 10 años se sitúa en máximos de los últimos 21 años; y el alemán en máximos de los últimos 12.**

**Evolución tipo 10 años Alemania (%)** 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

**Diferenciales de crédito Euro** 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

- ✓ En cuanto a **riesgo de crédito**, los **diferenciales se amplían en el mes** tanto para las de grado de inversión como para las de más riesgo, y se colocan en los niveles de mayo.
- ✓ En los mercados de **materias primas, todos los ojos están puestos en los precios del crudo y sus derivados**. Tras una caída del 39% desde los máximos del verano pasado, el precio de referencia del petróleo *Brent* sube un 29% desde mayo. Los márgenes de refino

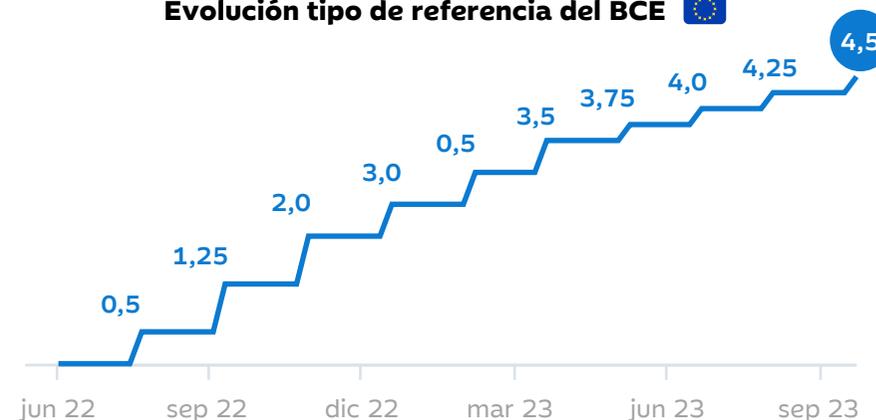
también se han ampliado durante el verano. La fortaleza de la demanda y la reducción de oferta por parte de Arabia Saudí y Rusia están detrás de este repunte, que está metiendo presión a la evolución de la inflación general a ambos lados del Atlántico. No obstante, el movimiento en precios no es extensible a otras materias primas y el índice *CRB All commodities* cae un 0,8% en septiembre y sube un ligero 0,13% en el trimestre.

## El mes ha venido marcado por las actuaciones de los Bancos Centrales:

### 1 Al final llegó la décima subida de tipos en Europa

En su reunión de mitad de mes, **el BCE sorprendió al mercado subiendo tipos por décima vez consecutiva**. Una subida que podía haber sido una pausa, ya que los datos así lo justificaban, pero que le hubiese dejado mal en caso de un mayor repunte de la inflación en los próximos meses. Los inversores interpretaron que esta podía ser la última subida y las bajadas previstas para el año que viene podían incluso adelantarse. A veces, el mercado lee los datos buenos como malos y viceversa, pero para la sostenibilidad de las subidas de bolsa, lo bueno es bueno y lo malo es malo. Y una subida de tipos que nos podíamos haber ahorrado es mala noticia.

Evolución tipo de referencia del BCE 

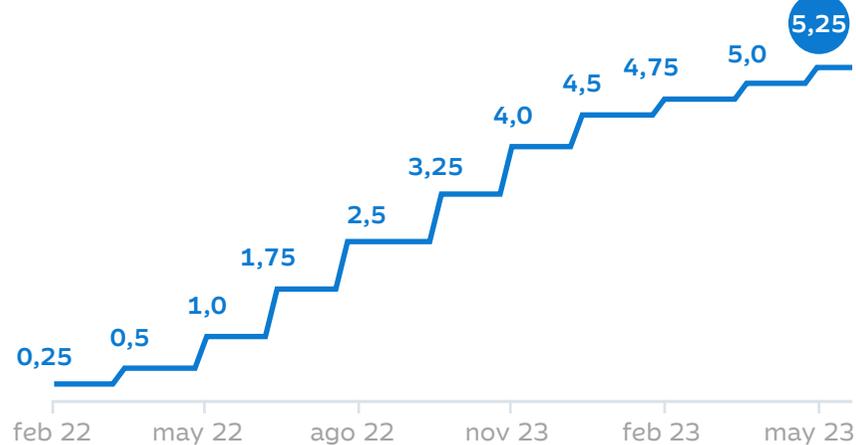


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

### 2 La Fed cumplió con la pausa

**La Reserva Federal** dejó sus tipos sin cambios en su última reunión, pero **siguió “amenazando” con más subidas antes de final de año** y, sobre todo, reiteró su mensaje de que los **tipos altos van a estar vigentes bastante más tiempo de lo esperado por el mercado**. El mercado era demasiado optimista: en renta fija había puesto en precio recortes de tipos acordes con una economía muy débil; y en cambio, en renta variable, el escenario implícito de las acciones era de una actividad económica mucho más resiliente. Nos habíamos quedado con lo mejor de ambos mundos y al final, el mercado ha cedido por los dos lados a la vez.

**Evolución tipo de referencia del FED** 

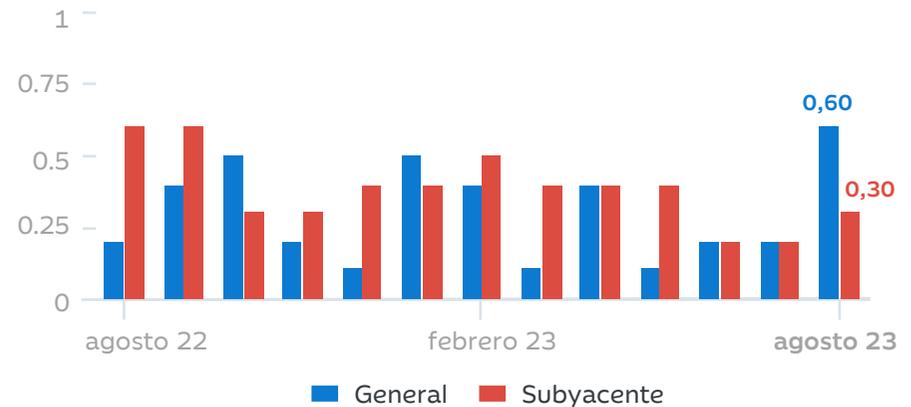


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

### 3 La inflación, sin sorpresas negativas

El debate sobre si tenemos que analizar la evolución de la inflación subyacente o el de la general se reavivó el mes pasado con el repunte del precio de los combustibles. El dato de EE.UU. de agosto volvió a mostrar el mismo patrón que el dato de la zona euro, con una subyacente en línea con meses anteriores, pero una **inflación general repuntando**. El dato del deflactor del consumo personal, indicador al que la Reserva Federal da bastante importancia en sus decisiones pero que se publica más tarde que el IPC, resultó ligeramente menor que el previsto, incidiendo en la tendencia de relajación en el crecimiento de los precios.

**Inflación EE.UU 12 meses**   
(Mensual desestacionalizada)



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

En el caso de la zona euro, el dato de inflación de septiembre, publicado 15 días después de la reunión del BCE, nos reafirma en la opinión de que la autoridad monetaria podía haber esperado al menos un mes tras 9 reuniones seguidas subiendo tipos. Por efectos técnicos de cálculo y efectos de base se esperaba un dato bueno que podía ser suficiente excusa para mantener los tipos en estos niveles e ir analizando su efecto sobre los precios y la economía. El dato ha incluso superado las

previsiones y baja a una tasa del 0,1% en el crecimiento mensual de la tasa desestacionalizada. Es difícil que la cifra se repita en los próximos meses, pero aun así la senda de relajación también parece clara.

**En nuestra gama de fondos destacamos:**

En conjunto, de nuevo **en septiembre se han cumplido nuestras tesis conservadoras.**

Los fondos de **renta fija** a corto plazo completan otro mes en positivo y con poca volatilidad; la gama de los fondos de renta fija de largo plazo sufre las caídas son pequeñas en casi todos los casos.

En **renta variable**, los fondos de perfil defensivo, Ibercaja Dividendo Global e Ibercaja Sanidad son los fondos que mejor aguantan.

# Perspectivas económicas a tener en cuenta

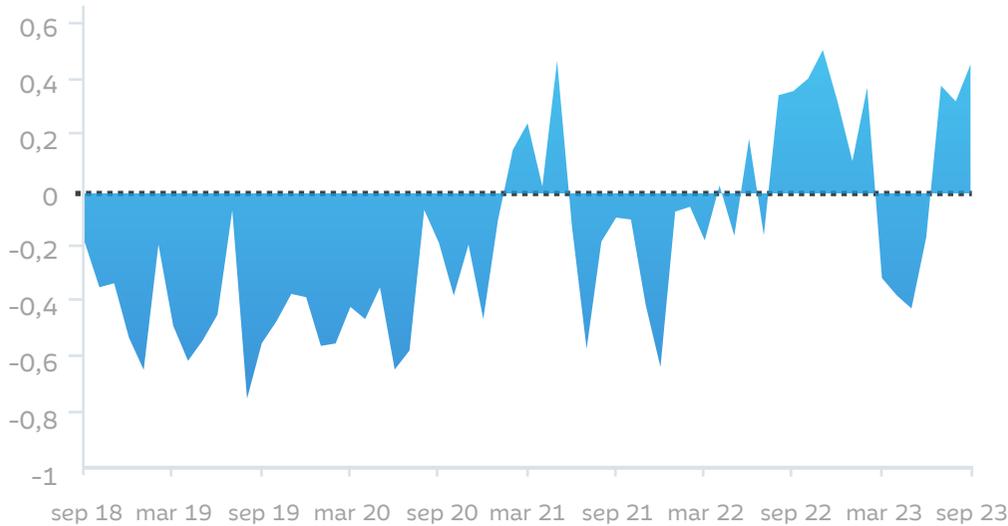
De cara al mes de octubre tendremos que tener en cuenta:

## 1 Correlación positiva entre Bonos y Bolsa

Una de las cosas que más preocupa a los gestores de carteras multiactivos es encontrar clases de activos que presenten un comportamiento descorrelacionado que amortigüe la posible volatilidad en cada uno de ellos por separado.

Durante muchos periodos de tiempo, la renta fija pública y los mercados bursátiles funcionan así: cuando uno sube, el otro baja; y viceversa. Pero cuando la razón por la que cae el precio de los bonos es por una política monetaria más restrictiva por miedo a una mayor inflación, la señal de crecimiento económico es negativa y se traduce en un mal comportamiento de las bolsas. Ya estuvimos en esta situación el año pasado y llevamos en ella de nuevo desde junio. Es difícil buscar refugio en las caídas en estos periodos y de aquí **nuestra recomendación de no mantener duraciones muy elevadas en la parte de renta fija que nos protejan de estos movimientos a la baja en esta parte de la cartera.**

**Correlación Bonos-Bolsa EE.UU últimos 5 años** 



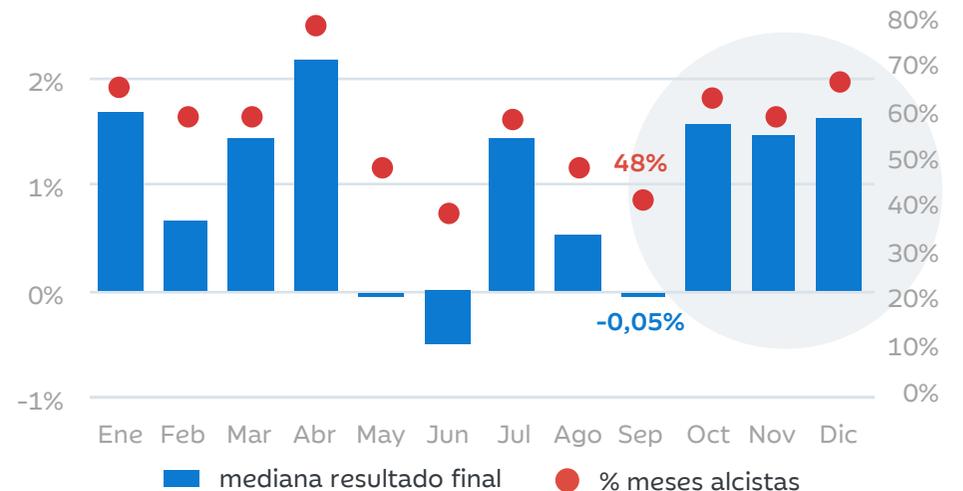
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

**2 El rally de fin de año**

Septiembre suele ser un mal mes de bolsa. Los inversores vuelven de vacaciones y se dan cuenta de que la realidad es más dura de lo inicialmente previsto; los analistas ven que las compañías no van a llegar a sus presupuestos anuales y bajan estimaciones; los que van bien en el año intentan reducir riesgo para asegurarse un buen ejercicio; los que van mal hacen limpiezas de carteras (en

EE.UU el cierre fiscal para las minusvalías es octubre); etc. Sea por lo que sea, septiembre es estadísticamente el peor mes para la bolsa de EE.UU y uno de los peores para Europa. Sin embargo, el cuarto trimestre suele ser un periodo alcista, más incluso cuando el inicio de año ha sido bueno. Las entradas de dinero a fondos de inversión y de pensiones suelen ser superiores en este periodo y los operadores de corto plazo también suelen abrir posiciones para aprovecharse de esta estacionalidad.

**Estacionalidad del comportamiento del mercado europeo**   
(desde 1970)

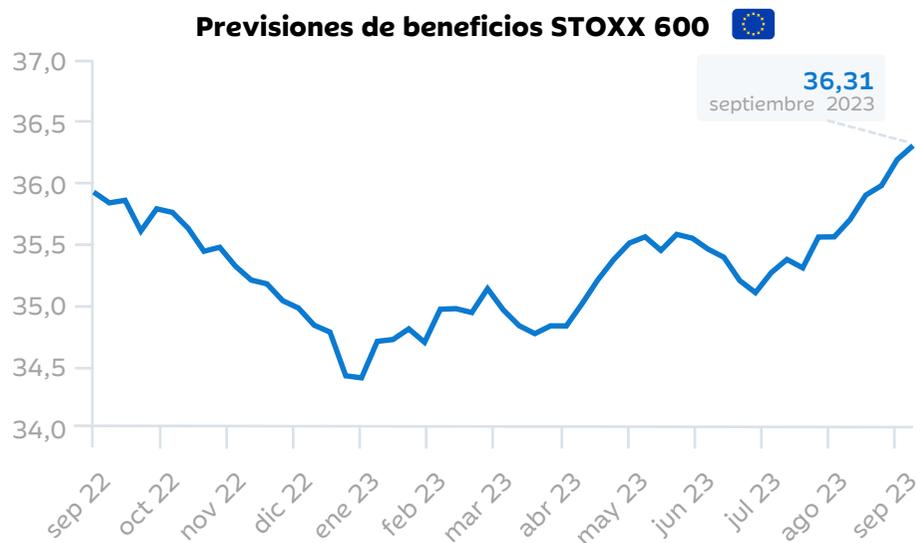


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

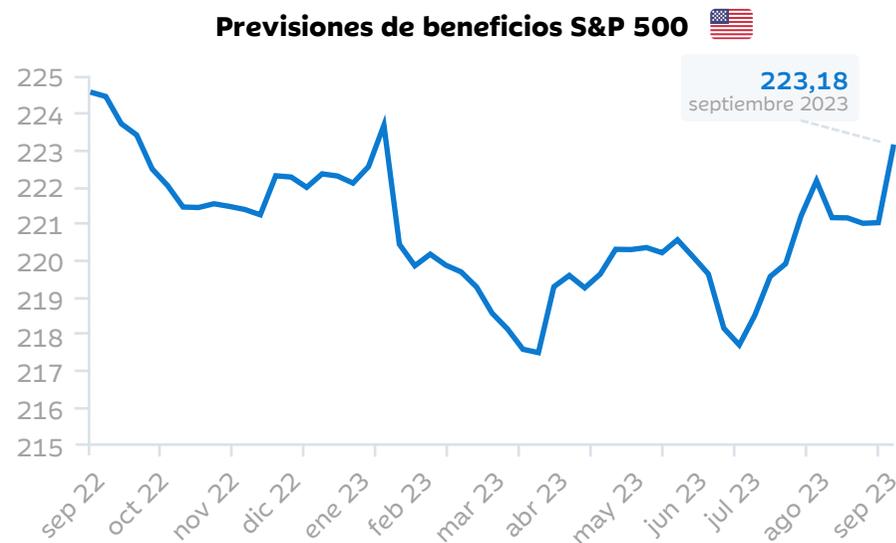
### 3 Los beneficios marcarán el camino

Hasta ahora los beneficios están aguantando relativamente bien. Sigue habiendo más revisiones al alza que a la baja en Japón; prácticamente las mismas en EE.UU y Europa; y sólo son débiles en Emergentes arrastradas por los datos de China. Por sectores, las mejores ratios se encuentran en energía y bancos, aunque también hay más retoques positivos que negativos en seguros y en software.

En el último mes, el beneficio por acción estimado para la bolsa europea en 2023 se ha modificado al alza en un 1,5% y en la bolsa americana en un 1%. Viendo la evolución de los últimos meses, creemos que el soporte de beneficios es bastante importante y que el debate se centra en qué multiplicador aplicamos a esos beneficios es un entorno de tipos más altos.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

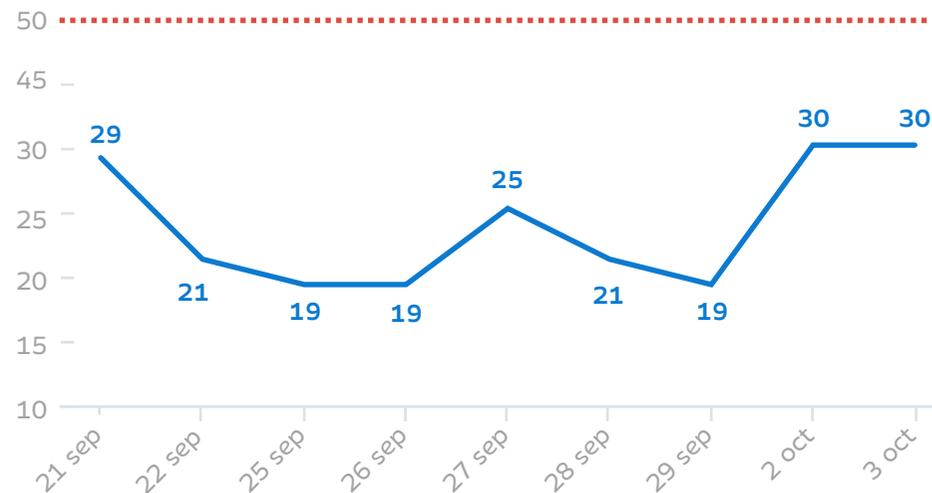
**La temporada de presentación de resultados que empieza en las próximas semanas marcará el camino de las estimaciones y posiblemente el de la bolsa.** Con tres trimestres publicados, será complicado para las compañías esconder las dificultades para cumplir con las previsiones para el conjunto del año, si las existen; aunque como bien decimos, la economía sigue sin mostrar la debilidad que tantas veces en los últimos 12 meses se ha pronosticado.

#### 4 ¿Mes sin Bancos Centrales?

Tanto la Reserva Federal como el BCE se reúnen la última semana de octubre (la Fed hará pública su decisión el día 1 de noviembre). Hasta entonces, seguro que seguiremos con atención los discursos de los distintos miembros de los comités, que nos darán pistas de lo que van a hacer. El mercado apuesta por mantenimiento en ambos casos, aunque con un mayor riesgo de una última subida en el caso de la Fed. Si la volatilidad del mercado

sigue como la última semana, nuestra estimación es que ya no hará falta ninguna subida más: una caída de bolsa como la actual con los tipos a largo disparados equivale a varias subidas de los tipos de interés de referencia de corto plazo, en nuestra opinión.

**Evolución previsiones subida de tipos de la FED en noviembre (%) **



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

### En nuestra gama de fondos

Con todo en conjunto, **nuestras perspectivas siguen siendo cautas**. El efecto de la volatilidad del mercado y de los repuntes de los tipos largos en la economía hacen que posiblemente los datos macro flojeen en el cuarto trimestre, sobre todo en EE.UU.

Creemos que **los bancos centrales han sido demasiado agresivos (u optimistas)** en sus decisiones de septiembre y que cambiarán de opinión en sus próximas reuniones y eso puede dar un respiro a los mercados, que entran en meses de mejor estacionalidad.

**Trataremos de aprovechar esas oportunidades en nuestras carteras perfiladas**, pero **seguimos recomendando prudencia** en las nuevas aportaciones tanto a fondos de renta fija, donde preferimos los que no tienen mucha duración ni riesgo, como de renta variable, donde seguimos prefiriendo los de corte más defensivo.

# Conoce nuestro posicionamiento

## Perspectivas Variación A tener en cuenta

Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
<b>Renta Fija</b>	++	↑
<b>Deuda Pública</b>	++	→
<b>Renta Fija Privada</b>		
Grado de inversión	++	↑
Baja calidad crediticia	N	→
<b>Renta Variable</b>	N	→
<b>EE.UU</b> 	N	→
<b>Europa</b> 	-	→
<b>Emergentes</b> 	N	→

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

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

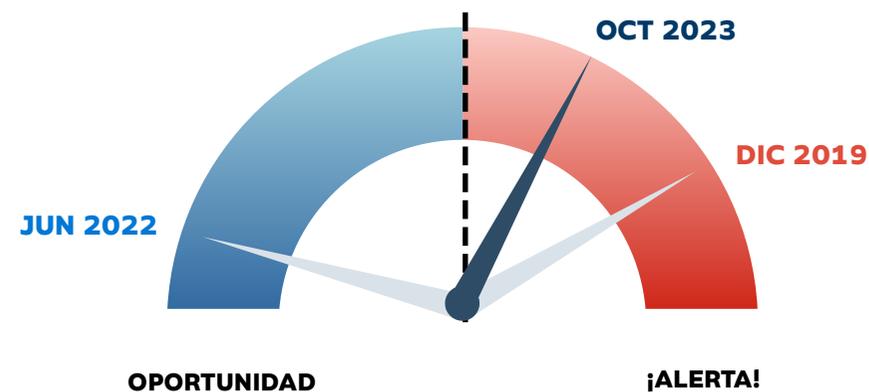
Y cerramos septiembre con caída en los principales activos de riesgo, en un momento en el que el repunte de las curvas de tipos de interés vuelve a pasar factura sobre el ánimo de los inversores, así como las dudas y preocupaciones sobre la situación de crecimiento económico e inflación.

#### En nuestro indicador:

- ✓ El **sentimiento** se ha tornado bastante negativo, aumentando de forma considerable el sentimiento bajista en mercado.
- ✓ Los **flujos de inversión** claramente se han dirigido hacia posiciones más defensivas.

En cuanto a **posicionamiento**, sí se ha producido un aumento considerable en la exposición en las carteras, lo que es un cambio importante en el indicador, lo que tiene una implicación de cara a que los inversores cada vez tienen menos margen para incrementar posiciones.

Todo ello, nos sigue aconsejando seguir manteniendo una posición más cautelosa.



*Elaboración propia IberCaja Gestión*

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.



**Ibercaja Dividendo Global  
Mejor Fondo de Inversión  
de 2022**



**Finalista Mejor Gestora de  
Fondos de Pensiones**

EL BANCO DEL *vamos*