iberCaja Gestión

FONDOS IBERCAJA

Tipos de interés: la ruta del viaje está clara

Nº 51, SEPTIEMBRE 2024

EL BANCO DE Vamos

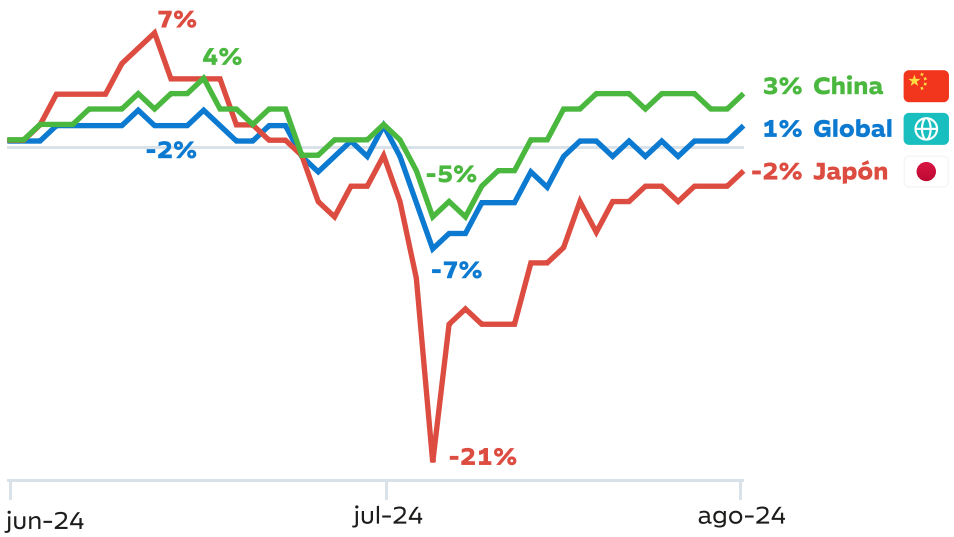
NRI: IBF0000295-240001

Evolución de los activos financieros

1. Si julio nos pareció volátil...

Si en el último informe escribíamos que julio había sido un mes volátil, agosto lo dejó en nada ya en la primera semana. **El día 5 se produjo uno de los repuntes de volatilidad cotizada más fuertes de la historia**, que se reflejó en una caída importante de los mercados bursátiles, liderada por el -12% del Nikkei-225 japonés. Desde entonces, las bolsas se han recuperado para acabar en positivo: el S&P-500 sube un 2,35% y el **MSCI Europe** un 1,4%. La debilidad del dólar hace que el **MSCI World** en euros suba menos, un 0,5%.

Evolución renta variable 2 últimos meses



Fuente: Ibercaja Gestión.

En renta fija, **los datos de empleo de EE.UU. de julio han hecho cambiar las perspectivas** de los inversores, que ya esperan 4 bajadas de la Fed antes de final de año.

Este cambio de sentimiento también se ha reflejado en las intervenciones de varios miembros del comité de política monetaria y del propio presidente, Jerome Powell, en su discurso de Jackson Hole: EE.UU. empezará su ciclo de recortes de tipos en septiembre, y la intensidad y la duración la marcarán los datos de empleo de los próximos meses. Todo este escenario se ha trasladado a las curvas europeas, donde los inversores consideran que el BCE podrá ser más laxo en su interpretación de los datos con una Fed de su lado.

2. El Yen-mageddon.

Tan solo hace 3 meses escribíamos un artículo sobre la moneda japonesa en el que exponíamos que la reducción entre el diferencial de tipos entre EE.UU. y Japón debería al menos limitar la debilidad de la divisa nipona. “Los suelos son difíciles de encontrar y los últimos movimientos suelen ser desordenados”, escribíamos; y así ha sido.

La vuelta del yen comenzó el 11 de julio propiciado por un dato suave del IPC americano (que abría la puerta a bajadas de tipos), pero en medio de fuertes rumores de intervención por parte del Banco de Japón. **El movimiento se aceleró el día 31, con la decisión de la autoridad monetaria** nipona de subir tipos desde el rango 0-0,1% **hasta el entorno del 0,25%**; y el día 2 de agosto de nuevo, con el informe de empleo de EE.UU. El cierre de cortos en yenes también se había dejado notar en la bolsa japonesa; por la correlación típica al ser un mercado con importante peso de compañías exportadoras y porque la causa última, la subida de tipos, casi nunca es buena noticia para la inversión en renta variable.

Fuente: Ibercaja Gestión.

El lunes 5 de agosto, tras un fin de semana de nervios, la bolsa de Tokio abría con una caída del 6%, que poco a poco se iba acelerando hasta el 12,4% final. **El miedo se trasladó a los mercados internacionales**; en concreto, el índice VIX de volatilidad cotizada del S&P-500 tocaba poco antes de la apertura americana niveles por encima de 65, cifras sólo vista durante los peores días del Covid-19 y la quiebra de Lehman.

Evolución VIX arranque agosto

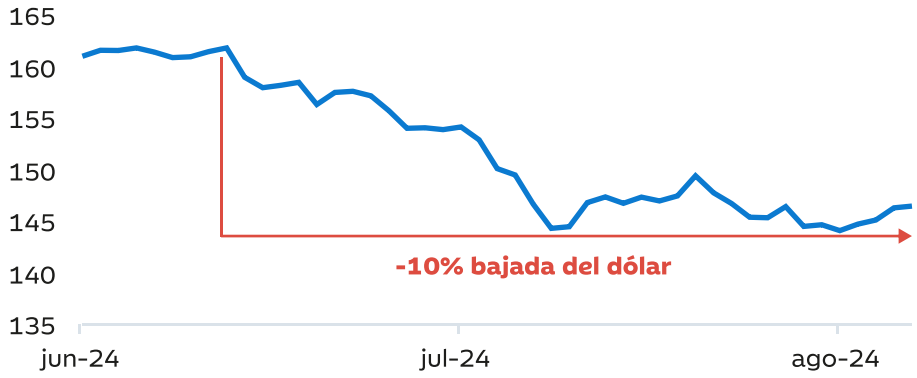
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Al final, la sangre no llego al río en el mercado americano que cayó "sólo" un 3%.

Desde entonces, los mercados bursátiles se han ido calmando y han recuperado niveles previos a ese "lunes negro". **En conclusión, parece que fue más un evento provocado por factores técnicos** (cierre de cortos y reducción de posiciones de los fondos de control de volatilidad) **que un evento de histeria colectiva**. No obstante, el mercado ha vuelto a mostrar su fragilidad, es decir, la falta de liquidez cuando la volatilidad aumenta.

El yen, por su parte, mantiene su fuerte rebote de más del 11% frente al dólar en menos de 2 meses, pero aun así se sitúa por debajo de los niveles en los que empezó el año.

Cruce dólar/yen desde junio



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

3. Renta variable: algo ha cambiado.

Aunque los mercados han recuperado desde mínimos, no han vuelto a los niveles máximos de julio. El Stoxx-600 europeo es el que más cerca se sitúa, pero en su caso son niveles de mayo. Además, los sectores líderes hasta junio, **tecnología y servicios de comunicaciones**, han vuelto a quedarse retrasados en agosto. Sanidad, consumo no cíclico y sector inmobiliario son los que mejor comportamiento presentan; energía y consumo discrecional, los que más caen.

Evolución sectores agosto 2024

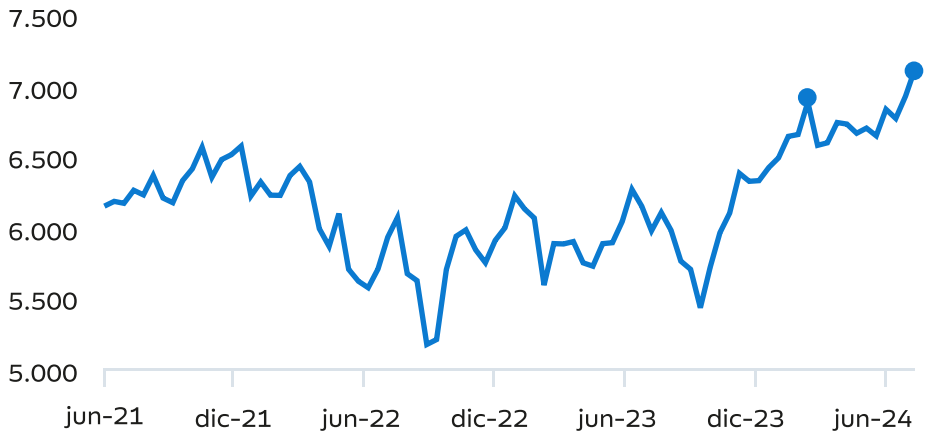
Sectores con mejor desempeño	
Sector inmobiliario	3,6%
Sanidad	3,3%
Consumo no cíclico	3,1%
Utilities	2,2%
Financieras	1,1%
Industriales	0,4%

Sectores con peor desempeño	
Servicios de comunicación	-0,3%
Materias primas	-0,5%
Tecnología	-0,7%
Consumo discreccional	-1,4%
Energía	-3,4%

Fuente: Ibercaja Gestión

El mejor ejemplo de que algo ha cambiado es que el S&P-500 Equal weight (índice construido con los mismos miembros del S&P-500 pero igualando sus ponderaciones) sí que ha alcanzado máximos en agosto, rompiendo el rango en el que se movía desde 2021.

S&P-500 pesos equiponderados desde 2021

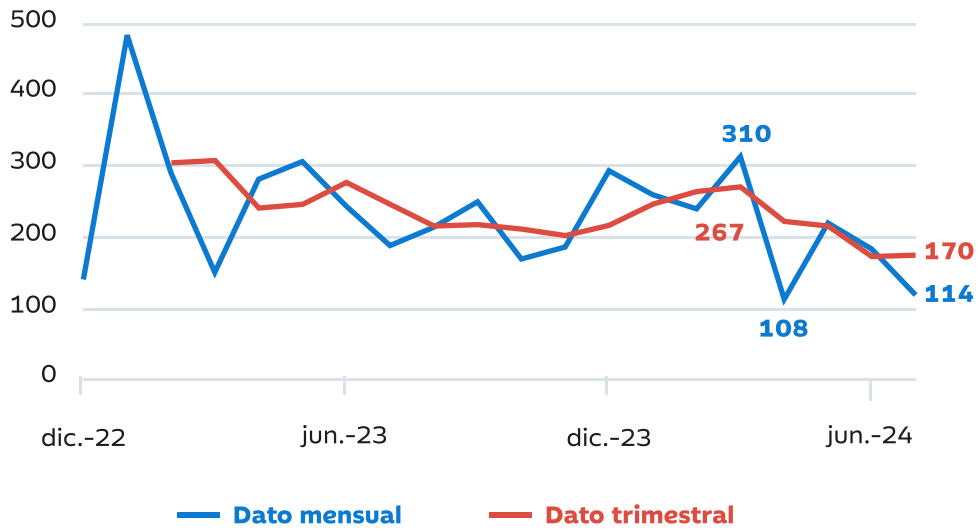


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

4. Jerome Powell: "La hora de ajustar la política monetaria ha llegado"

Celebrar una reunión del comité de política monetaria tres días antes de los datos de empleo no parece la mejor idea, pero en las actas del 30 de julio, publicadas la semana pasada varios miembros ya mostraron una postura favorable a recortar los tipos de interés. Tras analizar los datos de empleo de julio y con las revisiones de la serie efectuadas por la oficina de estadísticas durante agosto, **una bajada de tipos en EE.UU. en septiembre parece cantada.**

Evolución creación empleo USA

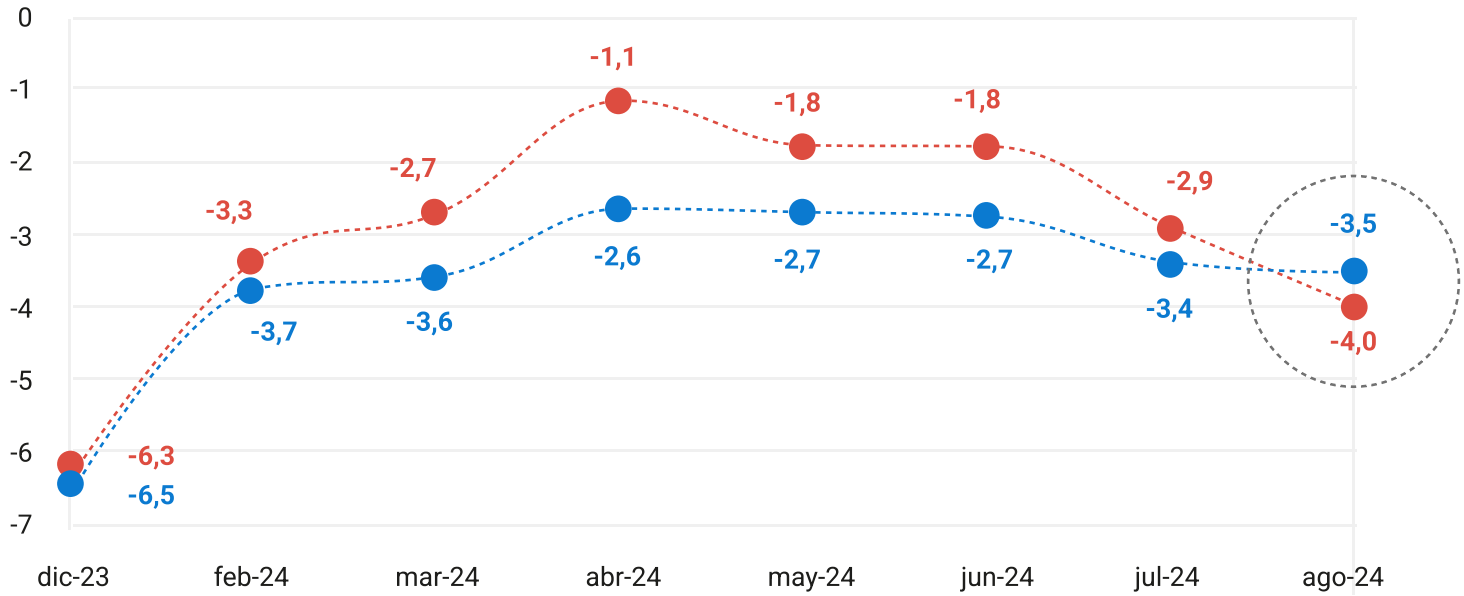


Fuente: Ibercaja Gestión, Bloomberg

Por lo tanto, el discurso de Jerome Powell en Jackson Hole no puede considerarse una sorpresa. Durante las últimas semanas, otros participantes del comité de política monetaria de la Fed ya habían anticipado un cambio en la posición de entidad, sugiriendo un "ritmo gradual y metódico" de recortes para preservar un mercado laboral saludable. Sin embargo, **Powell también indicó que "los riesgos a la baja en el mercado laboral han aumentado"** y que la Reserva Federal "no busca ni recibiría como buena noticia ningún dato adicional de enfriamiento en el mercado laboral"; es decir, se podría producir una reducción de tipos más agresiva si se deterioran los datos de empleo.

Con todo, el mercado ha aumentado su previsión de bajadas de tipos tanto en en EE.UU. como en Europa.

Bajadas esperadas de tipos

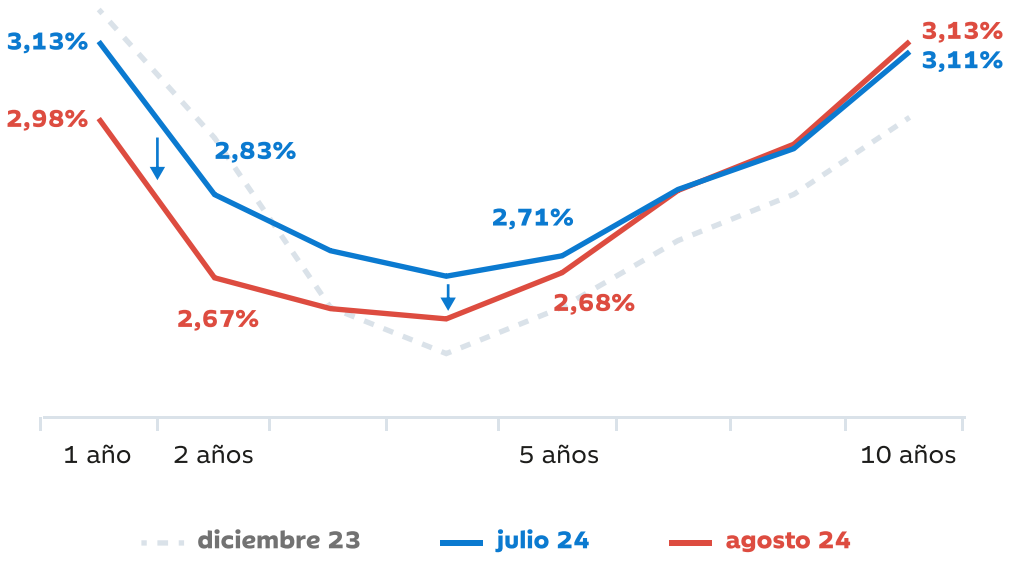


Fuente: Ibercaja Gestión

5. Renta Fija: a lo suyo.

En un mes de nervios, la renta fija ha tenido un **comportamiento relativamente estable**. Las curvas de deuda pública se han beneficiado del incremento en las expectativas de bajadas de tipos. De hecho, la curva de española se sitúa en niveles similares a los de principios de años, sobre todo en los vencimientos entre 3 y 4 años.

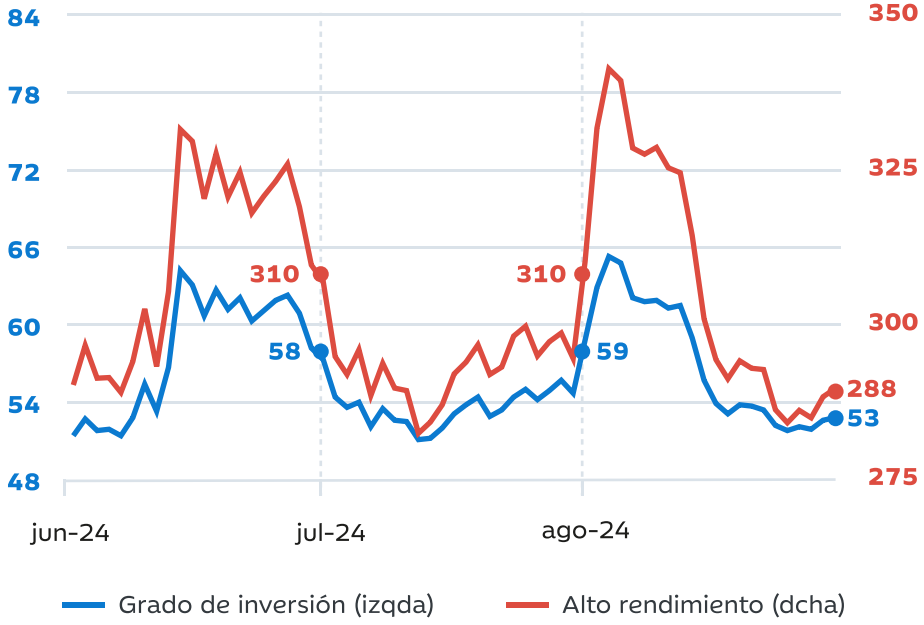
Curva deuda pública española



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

En renta fija privada, a pesar de la volatilidad de principios de mes, los diferenciales acaban por debajo de finales de julio.

Evolución diferenciales de crédito últimos 3 meses
(puntos básicos)

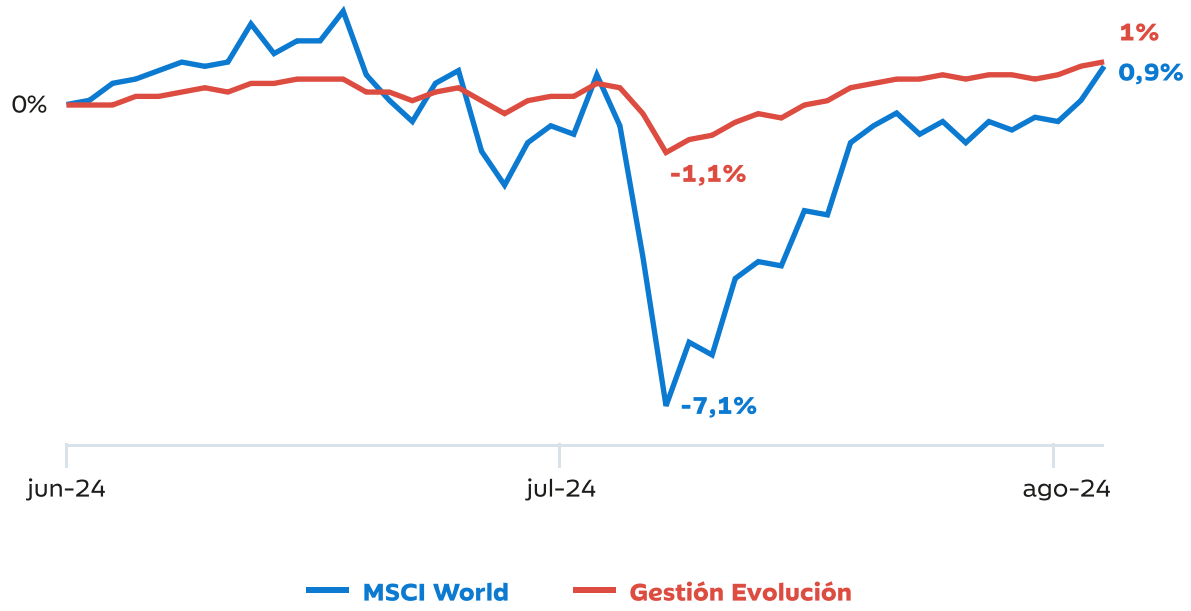


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

6. En nuestra gama de fondos: la descorrelación sigue siendo nuestra amiga.

La correlación negativa entre bonos y bolsa ha permitido de nuevo a los fondos multiactivos capear el temporal minimizando la volatilidad, lo que siempre reduce los nervios y ayuda a tomar mejores decisiones. Ibercaja Gestión Evolución, por ejemplo, acaba el mes con una rentabilidad del 0,5%, con lo que acumula un 4,8% en lo que va de año. En los primeros días de agosto llegó a perder un 1,5%, muy lejos del 7% que llego a caer el MSCI World en euros y sin poner en peligro las ganancias del año.

Comparación rentabilidad últimos 2 meses perfilado vs renta variable



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Perspectivas económicas a tener en cuenta

1. Macro: EE.UU., el extraterrestre.

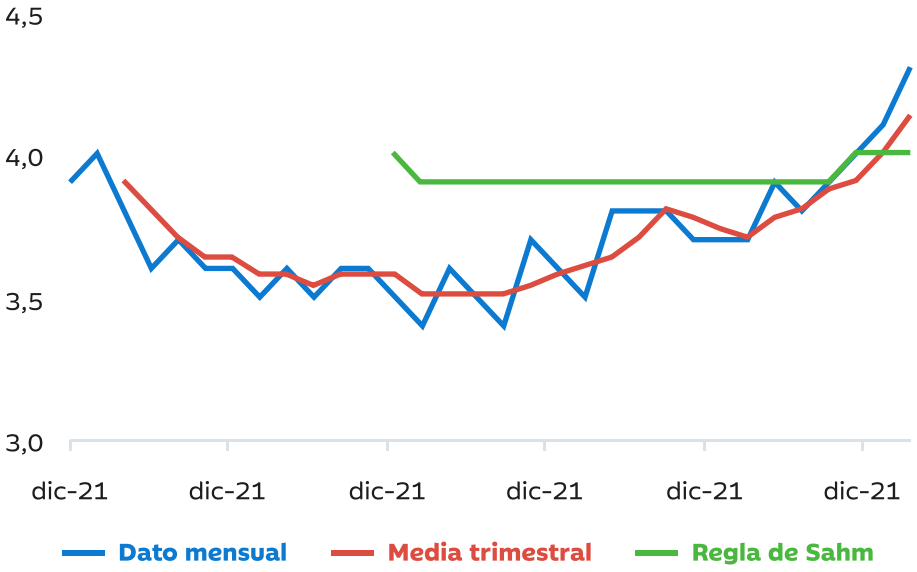
EE.UU. es la única economía que ha registrado una recuperación completa post pandemia, superando su senda de crecimiento potencial como si no hubiese pasado nada; y, además, en medio de un endurecimiento de su política monetaria sin precedentes. En los últimos 4 trimestres, **la economía americana ha crecido a un ritmo del 3,2%**, más de un punto por encima de su potencial. En el último mes, las revisiones del PIB del 2º trimestre y los datos de consumo privado hacen que las estimaciones del consenso para el crecimiento de 2024 vuelvan a subir, tras 4 meses estancadas. Se colocan a finales de agosto en el 2,5%, la cifra más alta de todo el año.

Estimación consenso evolución PIB 2024

	dic 23	mar 24	jun 24	ago 24
	0,6	0,5	0,7	= 0,7
	1,3	2,2	2,3	▲ 2,5
	4,5	4,6	5,0	▼ 4,8
	2,6	2,8	3,0	▲ 3,1

Últimamente, la excepcionalidad de EE.UU. ha estado marcada por otra característica: la tasa de paro ha repuntado un 0,8% desde mediados del año pasado, mientras que, en el resto de economías, se ha mantenido relativamente estable, en niveles muy inferiores a los anteriores al 2020. Factores de oferta y una fuerte productividad han permitido este relajamiento, que ha ayudado a la buena evolución de los precios en los últimos meses. Sin embargo, la regla de Sahm viene a decir que cuando se acelera la destrucción de empleo, una recesión es inevitable; y el repunte de la tasa de desempleo en julio daría una señal fuerte de recesión según esta regla. No obstante, otras estadísticas como las nóminas no agrícolas o las peticiones semanales de desempleo están lejos de ser tan alarmistas.

Tasa de desempleo EE.UU. (%)



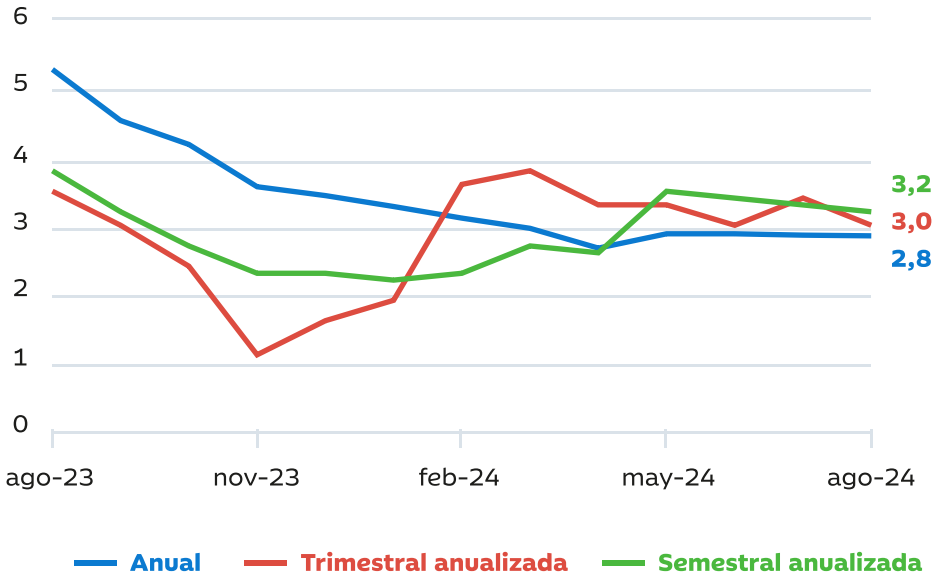
Fuente: Ibercaja Gestión.

Si la situación lo permite, **la Fed o el gobierno actuarán pro-cíclicamente e impedirán una recesión severa**. En resumen, el repunte de la tasa de paro y la revisión de los datos de empleo que la oficina de estadísticas ha llevado a cabo este mes reafirma las posiciones de los que ven signos de deterioro en el mercado laboral. Una bajada de tipos en septiembre parece cantada.

2. Fiesta en casa de los banqueros.

En septiembre, se reúne el BCE el día 12 y la Reserva Federal los días 17 y 18. El primero continuará con su senda de recortes de tipos que empezó en junio. Un 0,25% está en todas las quinielas y no quedan datos importantes por publicar hasta la reunión que puedan hacer cambiar de opinión a Lagarde y sus colegas.

Evolución inflación subyacente zona euro (%)

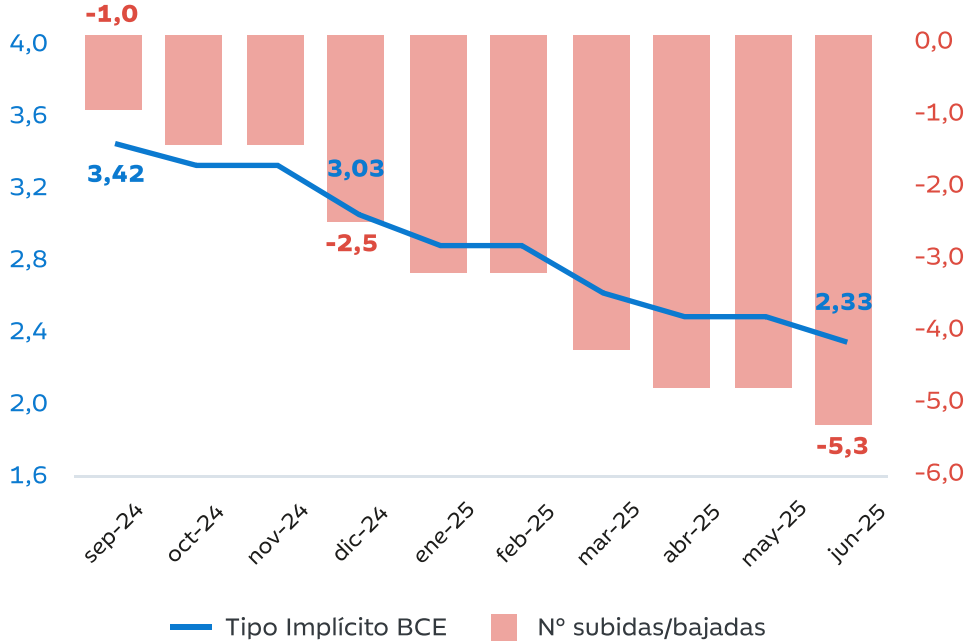


Fuente: ECB, Ibercaja Gestión.

En Europa, en agosto la inflación general baja un 0,4% situándose en el 2,2%; y la inflación subyacente, un 0,1% hasta 2,8%. Los datos no son buenos en términos absolutos: es el tercer mes consecutivo en el que el dato mensual de la inflación subyacente se coloca por encima del 0,2%, con lo que la tasa anualizada de estos tres meses sería del 3%.

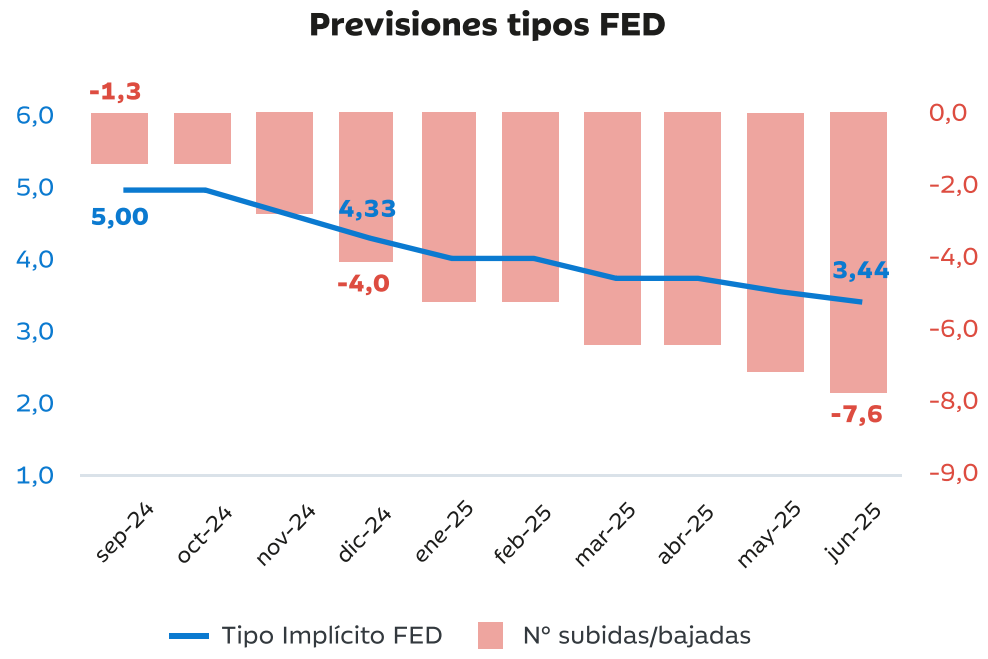
Tampoco son lo suficientemente malos para evitar la bajada de tipos que espera el mercado para septiembre. Nuestro escenario base de bajadas de tipos por parte del BCE sigue siendo de 25 básicos en septiembre y 25 en diciembre. Adicionalmente, la debilidad del dólar y la más que posible bajada de tipos de la Fed la semana siguiente, hace que no actuar sea demasiado negativo para la débil economía de la eurozona.

Previsiones tipos BCE



Fuente: Ibercaja Gestión.

Por su parte, la Reserva Federal parece claro que empezará su relajación de la política monetaria en su próxima reunión. Los datos de empleo de junio, unidos a la revisión semestral de los datos pasados, ha despejado las dudas sobre la capacidad de la política actual de frenar la economía; y Powell ya ha dicho que no quiere frenarla más. La cuantía de la bajada la marcará el informe de empleo del viernes: una cifra cercana al consenso (creación de 150.000 puestos de trabajo y tasa de para cayendo una décima a 4,2%) llevaría a una rebaja de 0,25%. Un dato peor podría aumentar las prisas dentro del comité. **Nuestro escenario base sigue siendo el de 2 bajadas** (septiembre y diciembre) hasta final de año, pero la posibilidad de una adicional en noviembre ha aumentado. Además, con la Fed preparada para reaccionar de manera más agresiva si los datos se deterioran, las 4 bajadas que espera el mercado nos parecen demasiadas, pero posibles.

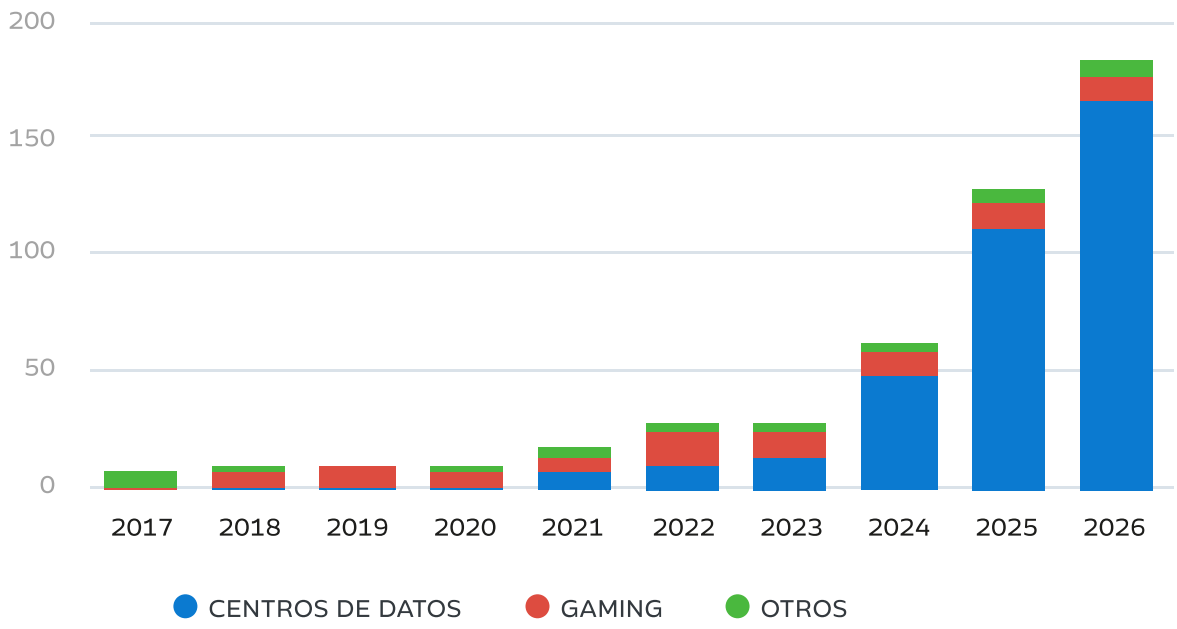


Fuente: Ibercaja Gestión.

3. Nvidia: "The last one".

La multinacional de tecnología estadounidense conocida principalmente por ser la mayor fabricante de tarjetas gráficas del mundo es la última dentro de las 7 magníficas en publicar resultados. El tipo de procesamiento de sus chips los hace perfectos para su uso en centros de datos e inteligencia artificial, y sus ventas para este segmento se triplicaron en su último ejercicio fiscal (que acabó en enero de 2024) y van camino de más que doblar en este. Su capitalización bursátil ha evolucionado prácticamente de la misma manera, multiplicando por más de 7 veces desde finales de 2022. **Al cerrar ejercicio en enero, cada trimestre publica prácticamente sola, lo que suma dramatismo al importante impacto sobre el mercado que representa ya por su tamaño (su peso en el S&P-500 es superior al 6%).**

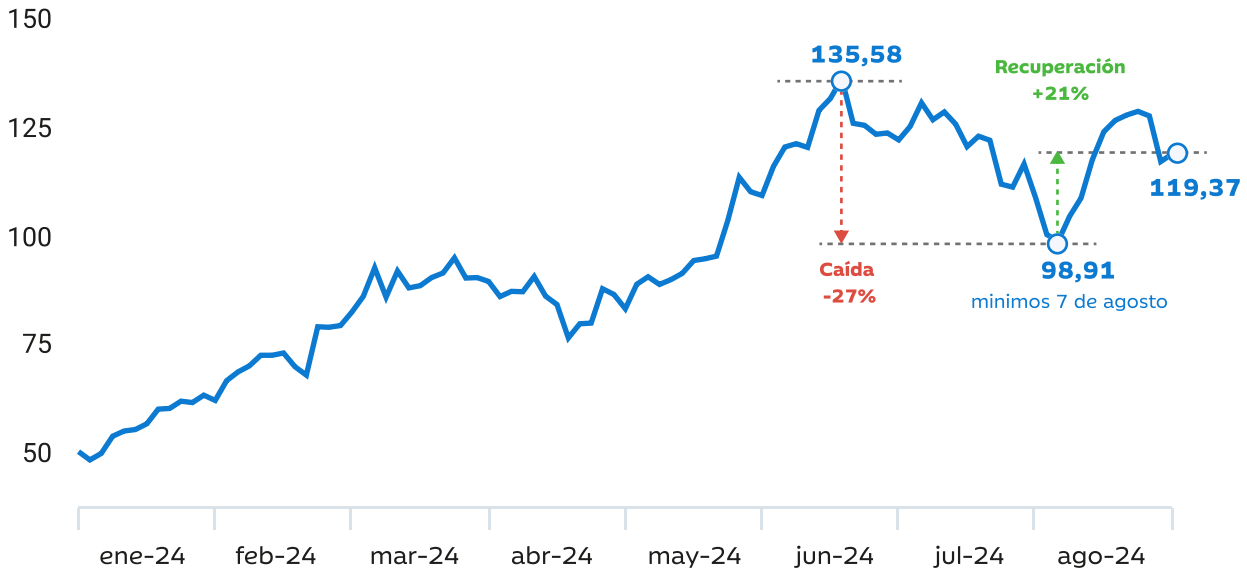
Evolución de ventas de Nvida



Fuente: Ibercaja Gestión.

La semana pasada presentó sus resultados del 2° trimestre y sus guías para el 3° y, a pesar de batir las expectativas oficiales, no fue capaz de sorprender positivamente al mercado. La empresa reportó un crecimiento de ventas del 15% frente al 1er trimestre anterior y del 122% con respecto al año anterior. Para el tercer trimestre, pronosticó ventas de 32,5 mil millones de dólares, lo que significaría un crecimiento del 8% de un trimestre a otro y un 80% interanual. Aun así, la acción perdió más de un 6% a cierre el día siguiente a la publicación. **Nvidia cotiza ahora aproximadamente un 12% por debajo de sus máximos de mediados de junio**, aunque todavía sube un 140% en el año. Un columnista de Bloomberg escribía "si márgenes de beneficios superiores al 50% no son suficientes, la moda de la inteligencia artificial podría haber empezado a descender".

Evolucion precio Nvidia en 2024



Fuente: Ibercaja Gestión.

	PERSPECTIVA	VARIACIÓN	A TENER EN CUENTA
Renta Fija	⊕ ⊕	→	Tras un buen comportamiento, seguimos viendo oportunidades que aprovecharíamos en los momentos de volatilidad siendo siempre selectivos.
Deuda Pública	⊕	→	Aprovecharíamos a tomar posiciones en los tramos cortos, y seríamos más cuatos en los tramos largos ante posibles repuntes tacticos.
Renta Fija Privada			
Grado de inversión	⊕ ⊕	→	Fuerte estrechamiento de algunos nombres que apoya los fundamentales, pero continuamos viendo oportunidades concretas en algunos nombres y sectores que se han quedado más rezagados.
Baja calidad crediticia	N	→	Existen oportunidades en compañías más apalancadas que se beneficiaran de la bajada de tipos, pero seguimos cautos en la clase de activo.
Renta Variable	N	→	Los indicadores de sentimiento y posicionamiento distan mucho de ser atractivos, la incertidumbre política y geopolítica es elevada, y la estacionalidad del mes de septimbre nos hacen seguir neutrales.
EE.UU	N	→	EE.UU. Crece más en PIB y beneficios, pero con riesgo de concentración extremo. PER y BPA en máximos relativos podrían limitar la rentabilidad.
Europa	N	→	Mercado más barato que EEUU, con una rentabilidad para el accionista superior (dividendos + recompras)
Emergentes	N	→	Región influenciada por China, mercado muy barato pero con un mercado inmobiliario y consumo débil. Riesgos de guerra comercial.

Perspectivas: Más Negativa ⊖ ⊖ | ⊖ | N | ⊕ | ⊕ ⊕ Más Positiva

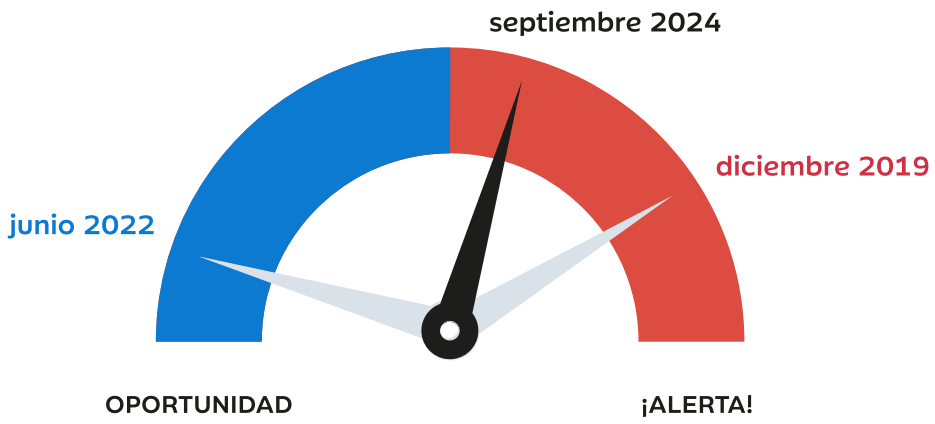
Variación: ↗ Mejora → Se mantiene ↘ Empeora

Después de las fuertes caídas de los primeros días de agosto, donde nuestro indicador retrocedió de forma brusca a una zona de mayor oportunidad, el mercado ha recuperado prácticamente los niveles anteriores. Sin embargo, existen diferencias importantes.

Dentro de los distintos componentes de nuestro indicador destacamos:

- **Ratio sentimiento:** a pesar de las subidas efectuadas las últimas semanas, el sentimiento se muestra en niveles menos estresados.
- **Ratio flujos:** sí se han producido entradas durante el mes.
- **Ratio posicionamiento:** sin embargo, el posicionamiento se ha saneado totalmente, se ha producido una disminución importante respecto a meses anteriores, lo que puede dar pie a que el impulso de mercado continúe durante unos meses.
- **Ratio mercado:** a pesar de la recuperación de mercado, los indicadores técnicos no se encuentran tan estresados como en otras ocasiones, aunque sí bastante cercanos a una zona de sobrecompra.

En este sentido, volvemos de nuevo a una zona algo más complicada, por lo que quizás sería interesante aplicar ciertas coberturas, ante unos mercados excesivamente dependientes de los datos macroeconómicos, y con una expectativa quizás algo elevada de bajada de tipos en EE.UU.



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.

NRI: IBF0000295-240001

iberCaja
Gestión

Mejor Gestora Nacional de Fondos 2023

Finalista Mejor Gestora Renta Fija

Finalista Mejor Gestora Renta Variable

XXXV
Premios Fondos
2024
Expansión | allfunds

iberCaja
Pensión

Finalista Mejor Gestora Nacional de Fondos de Pensiones 2023

Premios Inversión a fondo ElEconomista.es

Mejor Plan de Pensiones de Empleo

Mejor Plan de Pensiones de Renta Fija

EL BANCO DEL vamos

NRI: IBF0000295-240001