



FONDOS IBERCAJA

LA BOLSA DESPIDE EL MEJOR OCTUBRE EN CINCO AÑOS

Nº 17. NOVIEMBRE 2021

EL BANCO
DEL
vamos

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Tras las correcciones del mes de septiembre, el mes de **octubre cierra con fuertes subidas** en los mercados de **renta variable** que los sitúan cerca de máximos históricos. El soporte de la que **se espera una muy buena presentación de resultados del tercer trimestre** es la “excusa” más usada para estas revalorizaciones. Otros factores que también han afectado positivamente al sentimiento inversor son la reducción de las preocupaciones sobre China, donde parece que la crisis de deuda del sector inmobiliario está siendo controlada por parte de las autoridades; una mejora de la pandemia en los países de Europa occidental y Estados Unidos, que ha permitido una recuperación del consumo; el exceso de efectivo que hay en el mercado; y las elevadas lecturas de inflación, que empujan a los inversores hacia la renta variable como uno de los pocos activos que todavía ofrece rentabilidades reales positivas (rentabilidad nominal menos inflación), confirmando la dinámica de “no hay otra alternativa”.

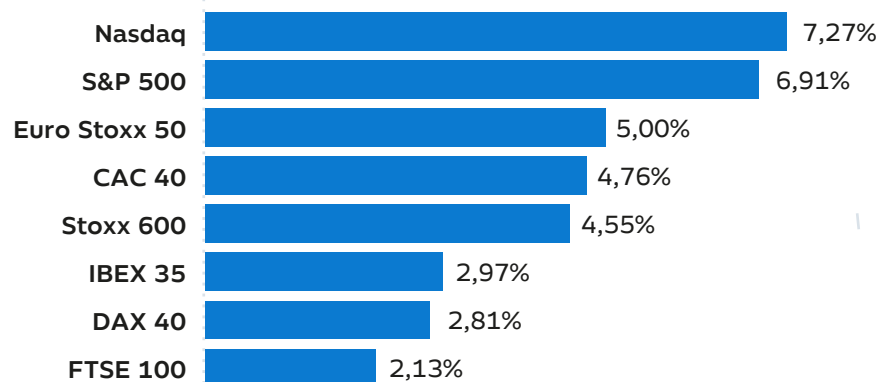
Tomando como referencia los datos de EPFR, la renta variable ha vuelto a recibir flujos netos positivos a un ritmo superior al mercado de renta

fija en octubre y en niveles similares a los observados en septiembre. La entrada de flujos en fondos de renta fija se ha reducido fuertemente en comparación con el mes de septiembre, siendo un indicio de que el mercado espera una inflación más persistente de la esperada por los bancos centrales. Los fondos monetarios han vuelto a tener salidas, aunque a un ritmo menor que el de septiembre. A la dinámica de “no hay otra alternativa” a la renta variable, se le suma la de “miedo a perderse” las ganancias, tras un año en el que los principales índices suben cerca de un 20%; lo que sigue dando soporte a la entrada de flujos.

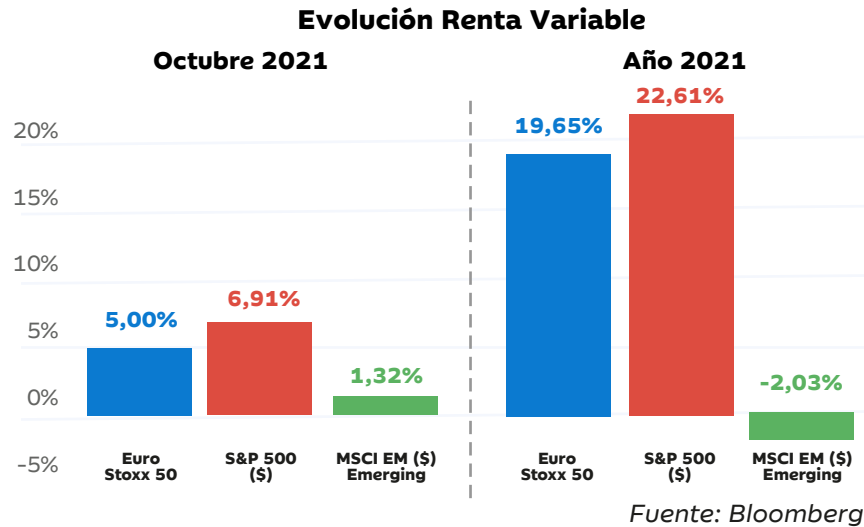
En EE. UU., los principales índices subieron con fuerza, borrando las pérdidas del mes anterior. El Nasdaq subió un 7,3% (frente a un -4,3% de septiembre), el S&P500 subió un 6,9% (-4,8%) y el Dow Jones subió un 5,8% (-4,3%). A nivel sectorial y tomando como referencia el S&P500, ningún sector ha cerrado el mes en negativo. Los sectores que mejor lo han hecho son consumo discrecional (+10,9%), energía (+11%) y tecnología (+8,1%). Los que han tenido un peor comportamiento son utilities (+4,7%), consumo básico (+3,7%) y telecomunicaciones (+2,6%).

En Europa, también hemos observado un fuerte repunte de los principales índices; el más destacado ha sido el CAC 40 francés con una subida del 4,8%, mientras que el Dax alemán avanzó un 2,8% y el Ibex 35, un 3%. El Stoxx 600 subió un 4,6%, su mayor subida mensual desde marzo y volviendo a marcar máximos históricos; acumula una rentabilidad desde principio de año del 13,98%. Los sectores con un mejor desempeño fueron utilities (+8,2%), consumo discrecional (8%) y servicios financieros (+7,7%). Los sectores con un peor comportamiento fueron ocio (-0,1%) y productos básicos (+0,3%).

Rentabilidad octubre principales índices



Fuente: Factset



Durante las **próximas semanas** seguiremos **atentos a la presentación de resultados del 3^{er} trimestre**. Muchas compañías han aprovechado esta ocasión para remarcar que: i) se van a ver obligadas a subir los precios entre un 5 y 10% en los próximos meses para intentar mitigar el impacto que tiene en sus cuentas el incremento de las materias primas y los costes logísticos; y ii) los problemas en las cadenas de suministros están afectando al volumen de ventas, ya que no consiguen satisfacer la elevada demanda por problemas de abastecimiento de componentes.

Por tanto, las **grandes ganadoras** serán aquellas **empresas con poder de fijación de precios** que sean **capaces de repercutir el incremento de los costes a sus clientes**.

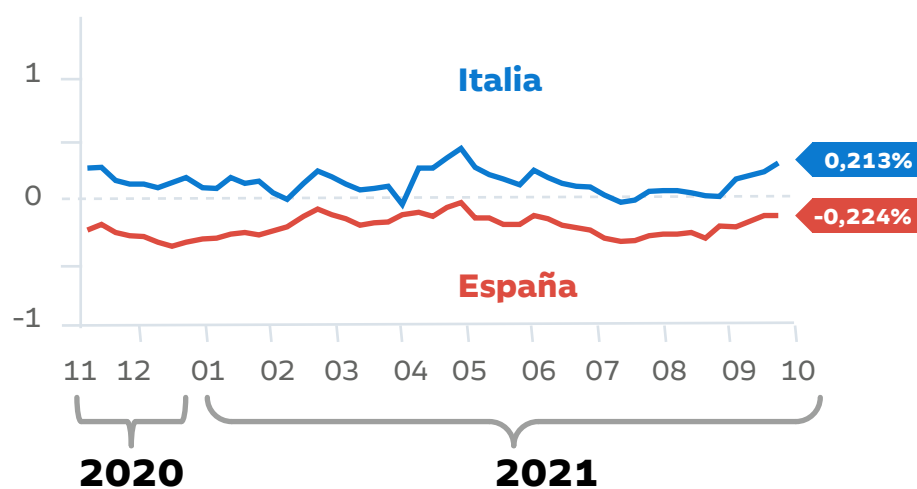
Las ratios de valoración de la renta variable en términos absolutos siguen siendo exigentes. No obstante, si comparamos en términos relativos con las rentabilidades ofrecidas por los bonos o el crédito, vemos que la renta variable sigue ofreciendo oportunidades al ser uno de los pocos activos con rentabilidades reales positivas. Es posible, sin embargo, que observemos alguna corrección en los mercados en el corto plazo, especialmente si siguen revisándose a la baja las expectativas de crecimiento de algunas economías. Por lo tanto, seguimos apostando por una gestión en la que cobra especial importancia la selección de valores individuales, para evitar compañías sobrevaloradas y consolidar en el último trimestre los buenos resultados acumulados durante el año.

En cuanto a la **deuda pública**, los mercados están muy **atentos a las expectativas de inflación** y a las **guías** que dan la **Reserva Federal** y el **Banco Central Europeo**. El discurso de las autoridades

monetarias ha cambiado ligeramente durante los últimos meses de un “la inflación es transitoria” a un “la inflación es transitoria, pero esperamos lecturas elevadas durante más tiempo del inicialmente previsto”. En su última reunión, el BCE remarcó el carácter transitorio de la inflación y descartó una potencial subida de tipos en 2022, que el mercado parecía descontar. Por su parte, se espera que la Reserva Federal confirme que comienza a reducir el volumen de compras de activos a partir de mediados de noviembre.

En este sentido, las **curvas de tipos han ido dibujando dientes de sierra** al son de las noticias de inflación y bancos centrales. La TIR del bono americano a 10 años cerró el mes de septiembre en niveles de 1,54%, tras tocar el 1,7% a mediados de mes. En Europa, el movimiento ha sido similar, impulsado por las elevadas lecturas de inflación en la zona euro. Los bonos españoles e italianos han repuntado con fuerza y en su referencia a 10 años cerraron el mes con rentabilidades del 0,62% y 1,19%, respectivamente, frente a las 0,46% y 0,86% de principio de mes.

Rentabilidad Bono 5 años Deuda Pública

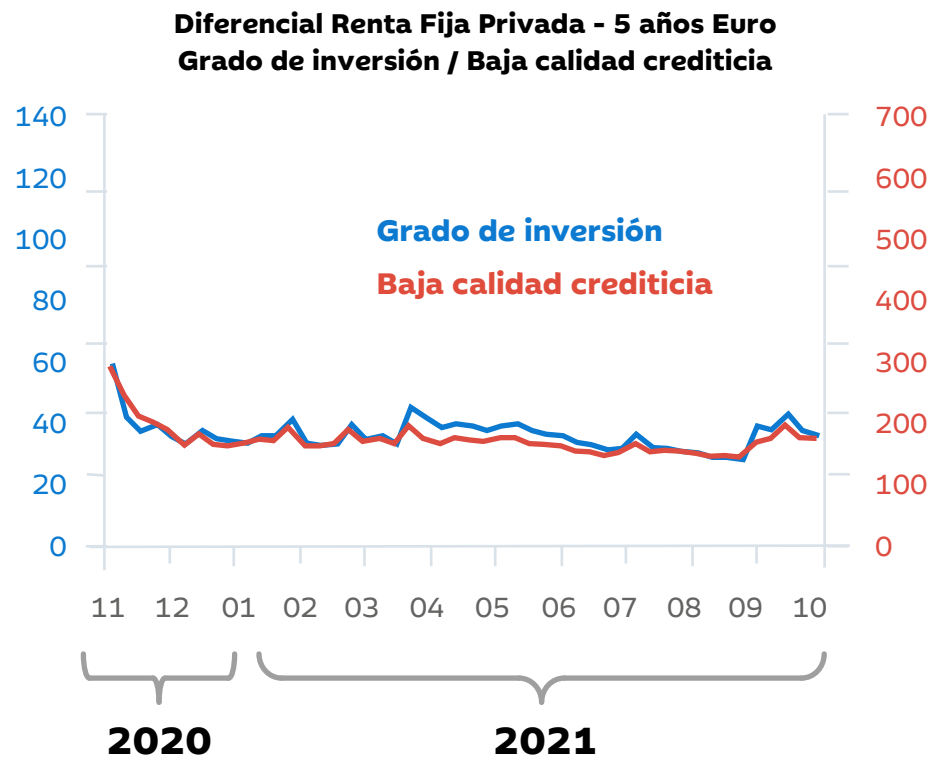


Fuente: Bloomberg

En **crédito**, hemos visto un **movimiento de ida y vuelta en el mes**. Los diferenciales repuntaron con fuerza al principio de periodo al conocerse algunas noticias negativas en cuanto a la evolución de la crisis de deuda en el mercado inmobiliario chino. Sin embargo, a partir de mediados de mes las noticias tomaron un tono más positivo, especialmente cuando se anunció que Evergrande finalmente atendería al pago de los cupones vencidos antes de que finalizara el periodo de gracia, lo que ha ayudado a una relajación de los diferenciales.

En la categoría de grado de inversión, atendiendo al ITraxx a cinco años en divisa euro, el spread se sitúa en los 50 puntos. Mientras que para la deuda high yield o bonos basura, el spread comenzó el mes en 253 puntos y lo acaba en 261.

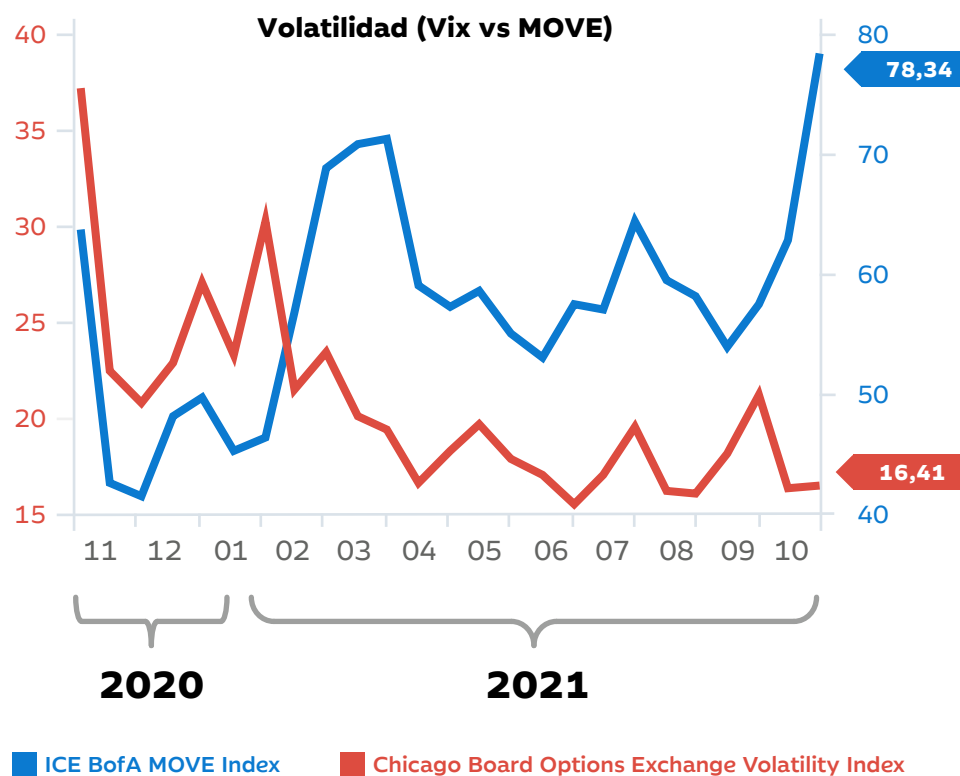
Los precios de la energía continúan su tendencia alcista. El precio del petróleo, tomando como referencia el barril de Brent, ha subido un 7% en octubre, llegando a tocar los 86\$/barril durante el mes (máximo de 7 años) y cerrando en 84,7\$/barril. Esta nueva subida ha fomentado un incremento en las expectativas de inflación. Sin embargo, las materias primas han tenido un comportamiento divergente. El cobre subió un 16% durante las tres primeras semanas de octubre para terminar corrigiendo y cerrar el mes un 7% arriba. Mientras, el precio del mineral de hierro siguió corrigiendo durante el mes y acumula una caída del 44% desde los máximos observados durante el mes de julio. Por su parte, los costes de transporte marítimo, tomando como referencia el Baltic Dry Index, se han abaratado más de un 30% desde máximos, lo que puede indicar un relajamiento en los problemas logísticos.



Fuente: Bloomberg

El repunte en las expectativas de inflación está obligando a los bancos centrales a adelantar sus decisiones de endurecimiento de sus políticas monetarias. Esto ha ocasionado que se genere algo de inestabilidad en la cotización de la deuda pública. Si tomamos como referencia el índice

MOVE, que mide la volatilidad implícita de las letras del Tesoro de EE. UU., vemos que ha habido un considerable incremento de esta. Por el contrario, la volatilidad de la renta variable, tomando como referencia el índice VIX, que mide la volatilidad implícita del S&P500, se ha reducido durante el mes



Fuente: Bloomberg

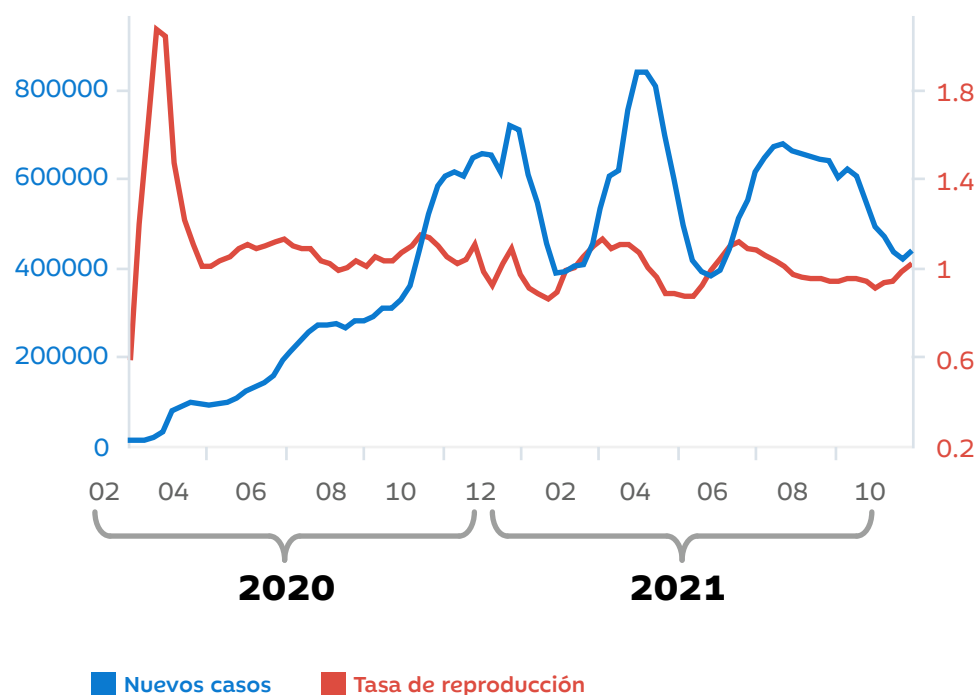
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A TENER EN CUENTA

Durante el mes de octubre, hemos visto un nuevo repunte en el número medio de nuevos casos diarios de contagiados de Covid-19 y la tasa de reproducción se ha vuelto a situar por encima de 1, lo que implica que el virus sigue expandiéndose. En el lado positivo, se sigue observando una ruptura en la relación entre contagios y hospitalizaciones / defunciones, especialmente en aquellos países donde el proceso de vacunación está más avanzado.

Adicionalmente, la evolución de la pandemia está siendo desigual: mientras que en Europa occidental y Estados Unidos los contagios tienen una clara tendencia a la baja, en algunos países de Europa del este como Estonia se sitúan en máximos desde el comienzo de la crisis. La república báltica tiene un porcentaje de la población vacunada con al menos una dosis del 60% (57% con la pauta completa), si bien es cierto que es uno de los países de Europa con menos limitaciones a la movilidad. Por tanto, debemos concluir que el Covid-19 va a seguir existiendo y que el número de nuevos casos vendrá determinado en función del número de

contactos. No obstante, porcentajes elevados de población vacunada garantizan que el número de hospitalizaciones/defunciones se mantenga en niveles bajos.

Casos mundiales diarios vs tasa de reproducción



Fuente: Our World in Data

La economía china sigue con problemas

Por otro lado, durante el 2021, los mercados emergentes han tenido un peor comportamiento que el de los países desarrollados. En especial, las bolsas chinas se han visto muy penalizadas por varios factores, entre los que destaca: una mayor presión regulatoria a algunos sectores por parte del gobierno chino; la crisis en determinados sectores como el inmobiliario; la desaceleración del conjunto de la economía; y el incremento de las tensiones entre China y EEUU. El flujo de noticias sigue teniendo tintes negativos; por ejemplo, esta misma semana hemos conocido que algunos medios locales aseguran que más empresas del sector inmobiliario podrían cometer impagos; y EEUU ha revocado la autorización de operar en EEUU a la compañía China Telecom, con el consiguiente riesgo de represalias. No obstante, las **grandes casas de análisis** consideran que los **principales riesgos ya están descontados** y vuelven a aparecer **oportunidades de inversión atractivas**. En este sentido, HSBC ha mejorado su recomendación de invertir en China de “neutral” a “sobreponderar”; Blackrock ha mejorado su recomendación de “neutral” a “sobreponderar moderadamente”.

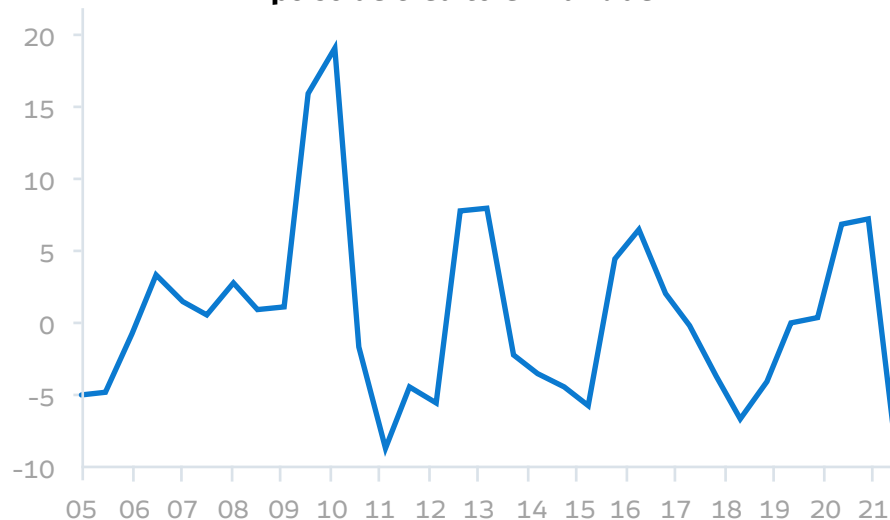
Siguiendo con el análisis de China, el impulso del crédito como porcentaje del PIB está cerca de mínimos históricos, la economía se ha desacelerado durante el último trimestre y se sigue manteniendo una política de tolerancia cero con el Covid-19. En este escenario, el mercado espera que durante los próximos meses el **gobierno chino** comience a tomar **medidas para apoyar el crecimiento económico**, incluyendo la intervención de los tipos de interés, lo que podría **relanzar con fuerza a los mercados**.

Las tensiones inflacionistas presionan al mercado.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación está siendo una preocupación recurrente para los inversores. Los cuellos de botella en las cadenas de suministros, el incremento de los precios de las materias primas y los precios de la energía han disparado al swap de inflación a 10 años americano a máximos de 15 años, situándose en el 2,7%. Esto está obligando a los bancos centrales a cambiar su retórica hacia un discurso más conservador. Hasta ahora su objetivo era asegurar unas condiciones de financiación favorables para impulsar la economía.

Esto es relevante especialmente en Europa, para permitir que las economías de la periferia se financien a tipos bajos. Sin embargo, el repunte en las expectativas de inflación ha hecho que las autoridades monetarias deban hacer un equilibrio entre seguir manteniendo unas condiciones de financiación favorables y mandar señales claras al mercado de que actuarán con contundencia en el caso de que la inflación se dispare.

Impulso de crédito China % del PIB



Fuente: Bloomberg

Este doble objetivo es “contradictorio”: en el caso de que se dispare la inflación, el arma que tienen los bancos centrales es subir tipos de interés, empeorando las condiciones de financiación y poniendo un freno a la economía.

El **discurso** de los bancos centrales en cuanto a la **inflación** se ha ido **modificando** y actualmente reconocen que **esperan lecturas de inflación elevadas** durante un **periodo** de tiempo **más largo** del inicialmente previsto.

Swap de inflación a 10 años

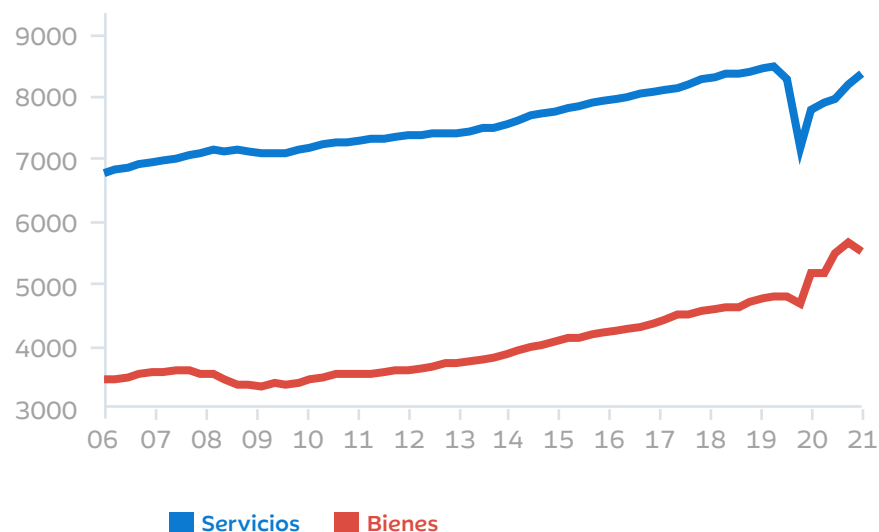


Fuente: Bloomberg

Este también es nuestro escenario base, ya que lo lógico sería que conforme se vaya controlando la pandemia en los países productores, se vayan solucionando los problemas en las cadenas de suministro y vaya reduciéndose la presión al alza de los precios. Este escenario puede mantenerse durante todo 2022.

Además, estamos observando un ligero cambio en los patrones de consumo como consecuencia de la pandemia: todavía no hemos recuperado los niveles de consumo de servicios previos a la pandemia, mientras que estamos muy por encima en el consumo de bienes. Esta situación puede presionar al alza los precios durante los próximos meses hasta que la situación se normalice.

Consumo personal real de bienes y servicios en EEUU



Fuente: Bloomberg

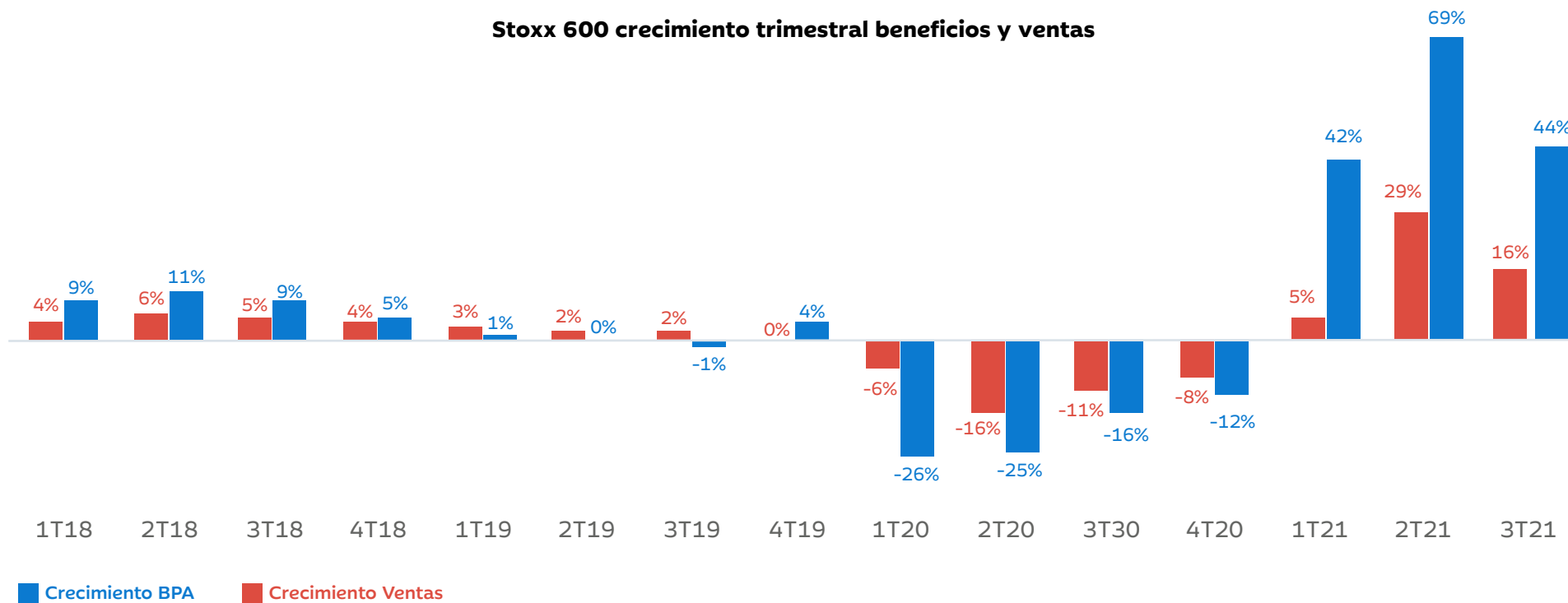
No obstante, existen algunos riesgos de cola. Si la pandemia sigue expandiéndose, puede afectar a la producción y a las cadenas de suministros, continuando la presión al alza. Adicionalmente, si los agentes incorporan unas elevadas expectativas de inflación en su cálculo económico, podría desembocar en una espiral alcista de los precios.

Este segundo escenario es el que los bancos centrales tratan de evitar con una comunicación clara y creíble. Por tanto, durante los próximos meses cobrarán todavía más importancia estas comunicaciones realizadas por parte de las autoridades monetarias.

Temporada de presentación de resultados.

Por el lado micro, la temporada presentación de resultados está siendo el principal catalizador del mercado. Hasta ahora podríamos calificarla como robusta; no tan espectacular como las anteriores, pero sobre unos comparables no tan fáciles. Con el 80% de las empresas habiendo publicado ya en EEUU y un 70% en Europa, el crecimiento de beneficios se sitúa en el 41% y 50% respectivamente sobre el mismo trimestre del año anterior. Hasta el momento, los resultados sorprenden al alza en un 10% en EEUU y en un 9% en Europa. No obstante, la reacción del mercado ante las empresas que no cumplen las previsiones está siendo más severa que en otras temporadas de presentación de resultados, muestra de la exigente valoración a la que el mercado cotiza tras las subidas de los últimos meses

Stoxx 600 crecimiento trimestral beneficios y ventas



Fuente: Bloomberg

En el lado positivo, el porcentaje de compañías americanas revisando al alza sus previsiones de beneficios para el conjunto del año se sitúa cerca de máximos de la última década, en el 70%.

CONOCE NUESTRO POSICIONAMIENTO

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Renta Fija

N

→

El escenario sigue siendo complejo, pero tras los últimos repuntes, surgen oportunidades que trataremos de aprovechar.

Deuda Pública

-

→

A pesar del ligero repunte, los tipos siguen en mínimos con escaso potencial.

Renta Fija Privada

Grado de inversión

N

→

Sectores más castigados, surgen como nuevas oportunidades.

Baja calidad crediticia

+

→

Oportunidades en compañías con buenos fundamentales pero más apalancadas.

Renta Variable

+

→

Repunte de inflación y el tapering. Rotación hacia sectores cíclicos.

EE.UU



+

→

Valoraciones en rango alto. Preferimos valores defensivos y de calidad.

Europa



+

→

Valoración relativa frente a EEUU y mayor peso de sectores cíclicos favorece a la región.

Emergentes



N

↑

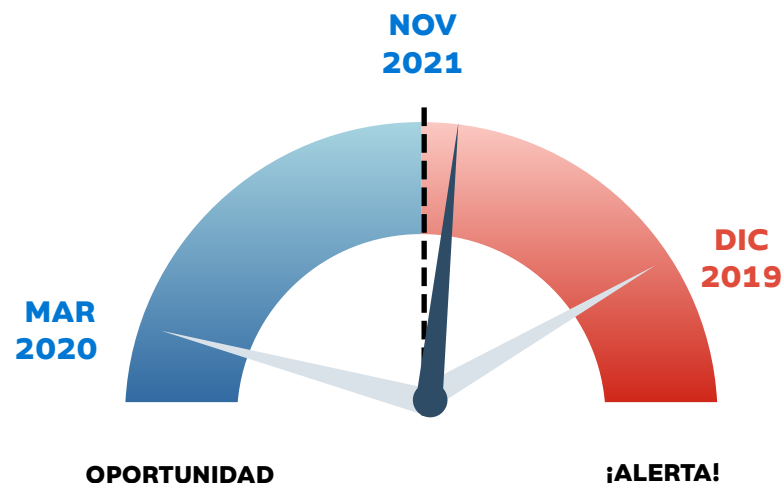
Buen momento para empezar a tomar posición en emergentes aunque podríamos ver volatilidad.

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

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Nuestro **indicador táctico de mercado se mantiene en territorio neutral en la antesala de la última parte de año que estacionalmente suele ser bastante positiva.**

- **Sentimiento** de los inversores ha mejorado a lo largo del último mes, los resultados del tercer trimestre están superando las expectativas de beneficios en ambas zonas, lo que está sirviendo de impulso a ese sentimiento.
- **Entrada de flujos:** continúa la moderación.
- **Posicionamiento inversores:** animados por resultados y la mejora de la tendencia de datos de Covid-19, vuelven a un posicionamiento más cíclico y pro riesgo, mientras los sectores más defensivos quedan rezagados.
- **Momentum de mercado:** en términos normalizados bastante cercano a sus medias históricas, en rango neutral.



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.



Premio Mejor Gestora Asset Allocation
Finalista Mejor Gestora Nacional
Finalista Mejor Gestora Renta Fija



Finalista Mejor Gestora Nacional de Fondos de Pensiones
Plan de Pensiones Sostenible y Solidario,
Finalista Mejor Fondo Solidario

EL BANCO DEL *vamos*