



FONDOS IBERCAJA

EL VERANO HA SENTADO BIEN A LOS MERCADOS POSICIONÁNDOLOS PARA LA RECTA FINAL DEL AÑO

Nº 15. SEPTIEMBRE 2021



EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

La **renta variable** despide el verano con un buen mes de agosto en términos generales, en donde la dinámica de “no hay otra alternativa” soportada por una muy buena presentación de resultados ha acabado por imponerse a las noticias negativas relativas a la evolución de la pandemia y su impacto en el crecimiento económico, la presión regulatoria en China y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

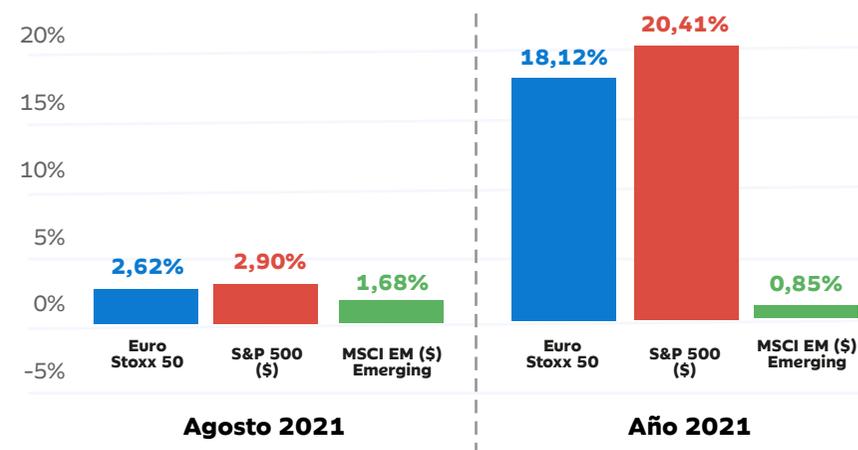
Durante el mes de agosto y tomando como referencia los datos de EPFR, la renta variable ha seguido recibiendo **flujos netos positivos** a un ritmo superior al mercado de renta fija, a pesar de que el tamaño del segundo es muy superior. Esto pone de manifiesto la realidad en la que llevamos inmersos los últimos años: unos tipos de interés artificialmente bajos derivada de las políticas monetarias expansivas en la que cada vez es más complicado encontrar oportunidades atractivas de inversión en la renta fija, empujando a muchos inversores en búsqueda de rentabilidades hacia la renta variable.

Durante el mes de agosto, el **Euro Stoxx 600** subió un 1,98%, acumulando un 18,01% desde comienzo del año. A nivel sectorial, los sectores con un mejor comportamiento han sido tecnología (6,22%), utilities (4,23%) y media (4,22%); en el lado negativo están los de recursos básicos (-4,18%), retail (-2,74%) y autos (-1,9%). Los sectores más industriales se siguen viendo afectados por las roturas en las cadenas de suministro, especialmente el sector de autos, que ha anunciado recortes adicionales a la producción por falta de materiales, especialmente de semiconductores.

En EEUU, el **S&P500** ha marcado varios máximos históricos durante el mes de agosto con una rentabilidad del 2,9% y acumulando una rentabilidad del 20,18% desde principio del año. Analizando los sectores con mejor comportamiento aparecen materiales (18,6%), alimentación (13,1%) y acero (13%). Las compañías de materiales y acereras están registrando unos fuertes beneficios debido al incremento en los precios del hierro y otros materiales, aunque durante el último mes el precio de estos ha corregido ligeramente.

El sector con un peor comportamiento ha sido autos (-9,6%). Las principales compañías de autos de EEUU también han anunciado recortes adicionales en la producción.

Evolución Renta Variable



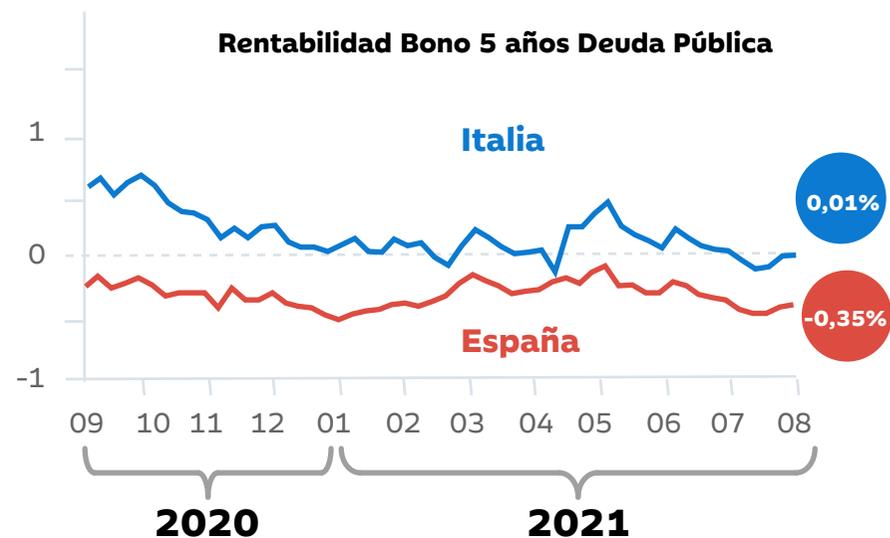
Fuente: Bloomberg

La buena presentación de resultados del 2T y la entrada del flujos han impulsado al mercado durante el mes de agosto y han dado soporte a unas valoraciones que se encuentran en un rango históricamente alto.

Las revisiones de crecimiento de beneficio, tomando como base los datos de Citi, han vuelto a revisarse al alza: esperando un crecimiento de los beneficios del 54,7% en Europa y del 42,2% en EEUU para el ejercicio 2021. Tras una rentabilidad desde comienzo del año que roza el 20%, muy superior a la media histórica, y la evolución de la pandemia que puede tener un impacto en el crecimiento de algunas economías nos lleva a pensar que durante los próximos meses es necesario reposicionar nuestras carteras hacia valores más defensivos, donde cobra especial importancia una buena selección de valores.

La rentabilidad de la **deuda pública** ha repuntado ligeramente durante el mes de agosto, aunque se mantiene alejada de los niveles observados en marzo y abril, cuando la TIR del bono americano a 10 años superó los 1,75% y la del bono español, para la misma referencia, los 0,62%. En el lado americano, las lecturas de inflación cercanas al 5% y la presión por parte de algunos miembros de la FED para comenzar el tapering antes de final de año están presionando al alza las rentabilidades.

La TIR del bono americano a 10 años comenzó el mes de agosto en niveles de 1,23%, para cerrarlo rozando una rentabilidad del 1,3%. Los bonos europeos también han repuntado a final de mes tras un incremento en las expectativas de inflación de la zona euro y las declaraciones de algunos miembros del BCE sobre la necesidad de rebajar el volumen de compra de activos en la reunión de septiembre. En este sentido, los bonos españoles e italianos en su referencia a 10 años comenzaron el mes con rentabilidades del 0,27% y 0,63%, respectivamente, que se han ido aumentando hasta cerrar en 0,32% y 0,67%.

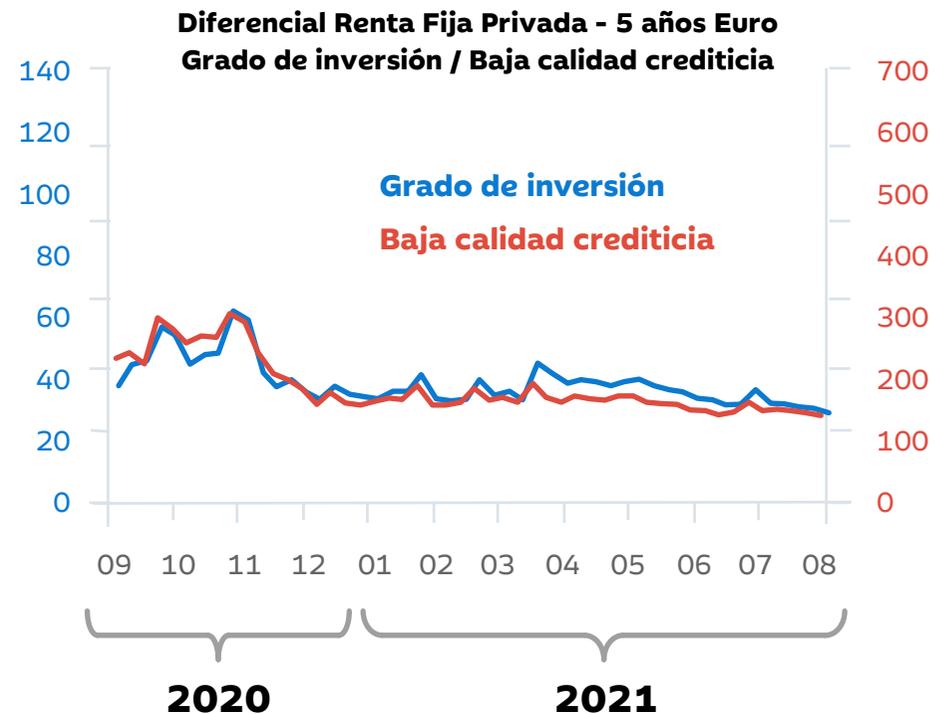


Fuente: Bloomberg

La deuda privada ha visto como sus diferenciales se reducían debido a un rebote en los resultados empresariales del 2T y la gran liquidez que existe en el mercado; y a pesar de que todavía existen sectores muy penalizados por el impacto de la pandemia, cuya calidad crediticia no se ha recuperado. En la categoría de grado de inversión, atendiendo al spread ITraxx a cinco años en divisa euro, el spread comenzó el mes en 46,5, reduciéndose hasta cerrar en 44. Para la deuda high yield o bonos basura, el spread comenzó el mes en 229 puntos, reduciéndose hasta los 226.

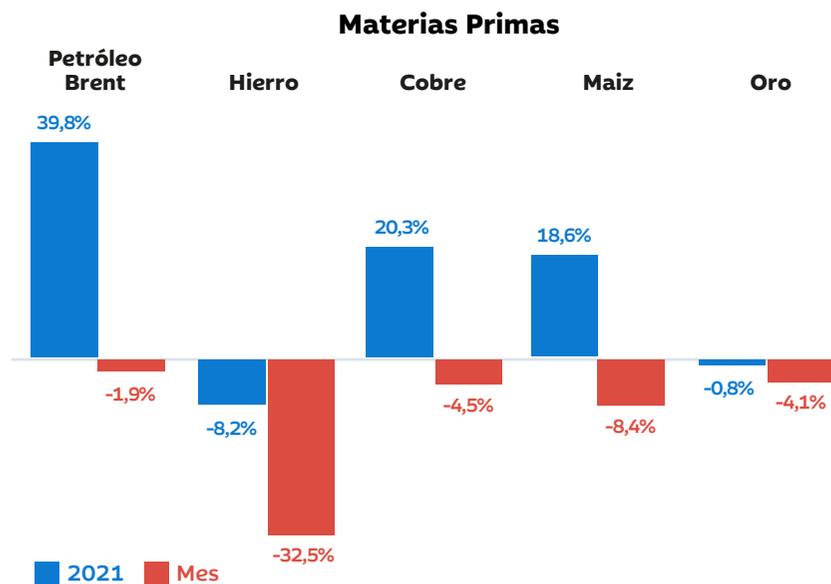
En Estados Unidos, el tapering ya casi puede considerarse como una realidad, por lo que el debate a futuro se centrará en cuando comenzará la subida de tipos de interés, la cual podría comenzar a producirse en algún momento de 2023. En Europa, tras confirmarse que los tipos seguirán bajos durante más tiempo, las discusiones se centrarán en el nivel de compras de activos por parte del BCE, especialmente una vez se termine el PEPP en marzo de 2022. El elevado endeudamiento de muchos de los países de la zona euro y los importantes vencimientos de deuda nos llevan a

pensar que el BCE seguirá mantenido un elevado nivel de compras incluso tras el PEPP para permitir que los países se financien a unos tipos artificialmente bajos. Por lo que seguiremos atentos para poder tomar posiciones cuando aparezcan repuntes injustificados en los diferenciales de deuda, especialmente en países de la periferia.



Fuente: Bloomberg

Durante los primeros meses del año, los precios de las **materias primas** subieron derivado de un aumento de la demanda para la producción de manufacturas. Uno de los incrementos más fuertes fue el del mineral de hierro, que subía más de un 40%. Sin embargo, las medidas tomadas por el gobierno chino para controlar los precios parece que están dando resultados y ya se encuentra en niveles por debajo de principios de año.



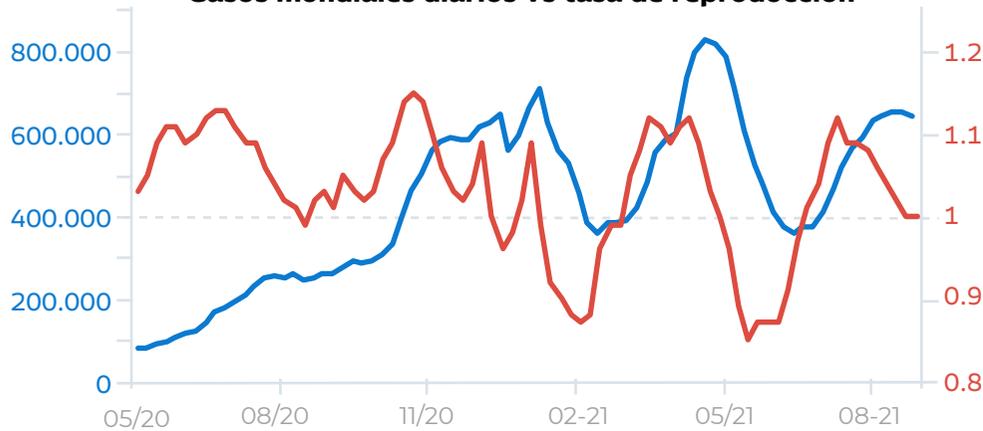
Fuente: Facset

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS A TENER EN CUENTA

La evolución de la pandemia a nivel global va a seguir definiendo las perspectivas económicas mundiales en el corto y medio plazo. Durante el mes de agosto hemos visto como el número de contagios de la variante Delta se incrementaba por todo el mundo, incluso en aquellos países con un porcentaje de su población vacunada muy elevado. Esto ha puesto de manifiesto el hecho de que la eficacia de la vacuna para prevenir infecciones disminuye rápidamente. En el lado positivo, se observa que las hospitalizaciones y defunciones no aumentan en la misma proporción que en olas anteriores, por lo que la eficacia de la vacuna frente a cuadros graves se mantiene en el tiempo.

La tasa de reproducción de la pandemia sea ha estabilizado ligeramente por encima de 1 durante las últimas semanas; lo que implica que a pesar de un incremento de la movilidad a nivel mundial como consecuencia de las vacaciones de verano, los nuevos casos diarios se han estabilizado en torno a los 660.000, muy por encima de los 360.000 de principio de junio, pero alejados de los máximos de abril y mayo.

Casos mundiales diarios vs tasa de reproducción



■ Nuevos casos

■ Tasa de reproducción

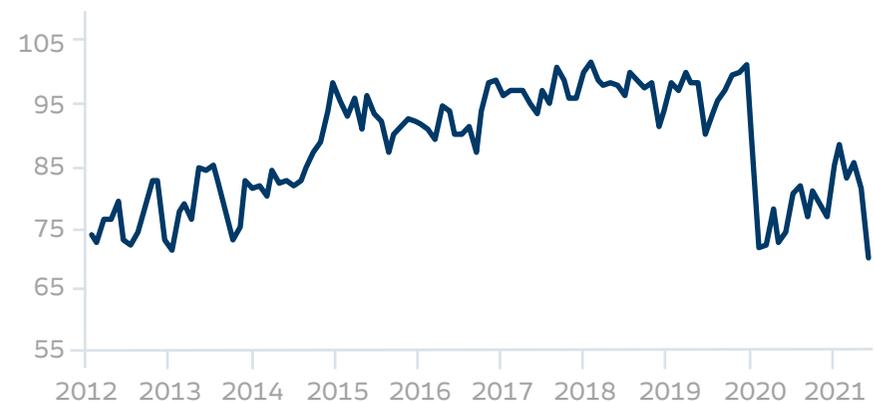
Fuente: Our World in Data

El incremento en el número de contagios ha llevado a que algunos países hayan vuelto a adoptar medidas restringiendo la movilidad para contener la expansión, sobre todo aquellas con un menor porcentaje de vacunados, como algunas economías del sudeste asiático y en EEUU. Esto puede ocasionar que se revisen a la baja las estimaciones de crecimiento para el último trimestre.

Uno de los indicadores adelantados más importantes para determinar el crecimiento de los próximos trimestres es la **confianza del consumidor**, ya que nos da pistas sobre cuanto espera consumir durante los próximos meses.

En este sentido, la confianza del consumidor en EEUU de la Universidad de Michigan ha sufrido un fuerte retroceso en el mes de agosto, situándose en mínimos de 10 años. Adicionalmente, el dato de creación de empleo de agosto se situó por debajo de las expectativas (374.000 vs 625.000 estimado) y las ventas de coches también cayeron más de los esperado, aunque el ISM manufacturero sorprendió al alza. Por todo ello, algunas casas de análisis ya adelantan un recorte en sus proyecciones de crecimiento de la economía estadounidense del 6,4% al 6%.

Confianza Consumidor Universidad de Michigan



Fuente: Factset

En Europa, lo más relevante ha sido el repunte en la lectura preliminar del dato de inflación del mes de agosto, que se ha situado en el 3% frente al 2,7% estimado, muy por encima de los niveles observados en julio del 2,2%. La inflación subyacente también ha repuntado con fuerza hasta el 1,6%, desde el 0,7% de julio. El BCE ha vuelto a remarcar su visión de que la inflación es temporal y que veremos como durante 2022 las lecturas vuelven hacia los niveles anteriores a la pandemia. Aunque ha reconocido que es posible que las lecturas elevadas persistan más de lo inicialmente esperado.

En nuestra opinión, si tomamos el IPC como referencia para medir la inflación, para que se produzcan lecturas elevadas sostenidas en el tiempo, deberíamos observar aumentos de la renta disponible de los agentes sostenidos en el tiempo. Es decir, deberíamos observar subidas sostenidas en los sueldos y salarios. Sin embargo, las tendencias establecidas con la **globalización**, que permite la deslocalización de la producción en países con salarios más bajos, y la **digitalización y automatización**, que permiten producir más con

menos mano de obra, seguirán presionando a la baja los salarios, especialmente de aquellos trabajos con un menor valor añadido. Por lo que no creemos que exista un riesgo elevado de inflación (en términos de IPC).

IPC Zona Euro

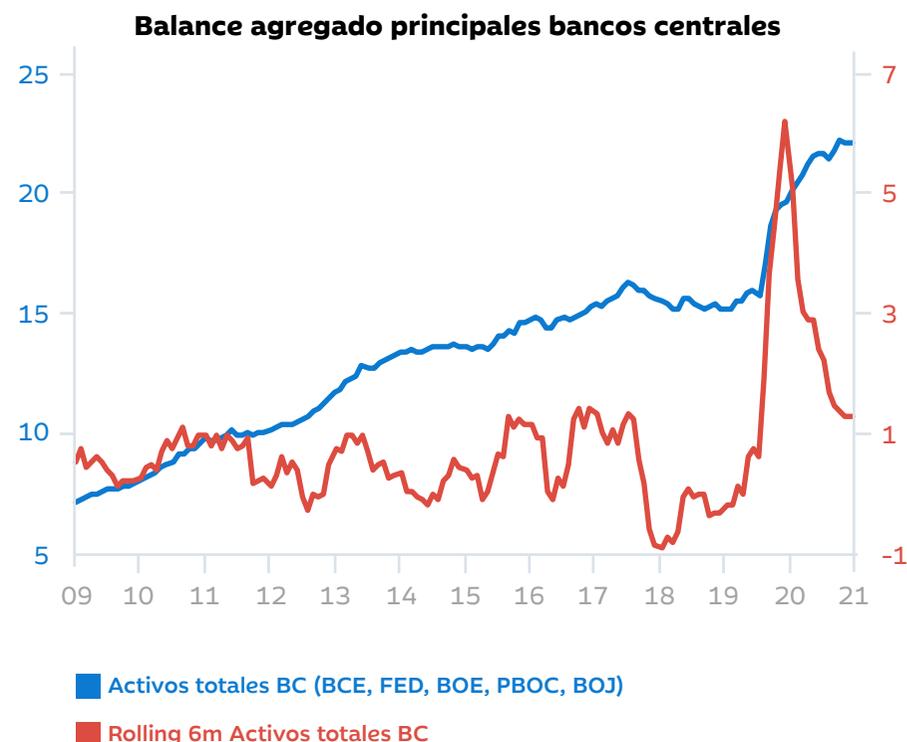


Fuente: Facset

La política monetaria expansiva de los principales bancos centrales no ha conseguido generar la inflación que muchos habían previsto. Esto se debe a que los esfuerzos de los bancos centrales se han concentrado en programas masivos de compras de activos, lo que los ha convertido en uno de los principales tenedores de bonos a nivel mundial. Pero no ha conseguido su objetivo de que esos flujos lleguen a la economía real, mientras la velocidad de circulación del dinero se ha ido reduciendo paulatinamente. Los fondos se “quedan atrapados” en la economía financiera, reduciendo artificialmente las rentabilidades de la deuda y presionando a los inversores para buscar activos con mayor rentabilidad. Lo que explica parte del aumento continuado de los precios de los activos financieros durante los últimos años.

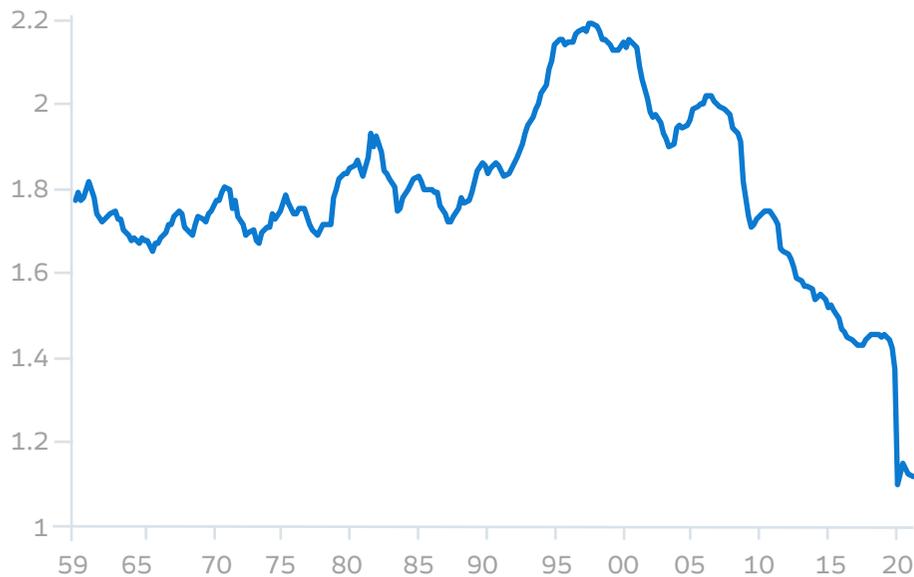
Las elevadas lecturas de inflación sí que están presionando al BCE y a la FED para que comiencen a reducir el volumen de estímulos monetarios inyectados en la economía. Durante el simposio anual de Jackson Hole, dedicado a analizar las políticas monetarias, la FED dejó clara su postura

de que hay que diferenciar entre tapering (reducir las compras de activos) y subida de tipos de interés. Todavía no se ha anunciado exactamente cuando comenzará el tapering, pero el mercado espera que se anuncie para finales de 2021. En cuanto a los tipos de interés, no se espera que comiencen a subir antes de 2023.



Fuente: Bloomberg

Velocidad circulación M2 de EEUU



Fuente: FRED de St. Louis

En el lado europeo, los miembros más conservadores del BCE abogan por comenzar con una reducción paulatina de los estímulos. Sin embargo, creemos que el BCE se verá obligado a mantener programas elevadas de compras de activos para que el coste de la deuda de los países periféricos no se dispare una vez terminado el PEPP en marzo de 2022.

A este respecto, serán especialmente importantes las elecciones federales alemanas que se celebran el próximo 26 de septiembre y que marcarán el futuro de Europa. Angela Merkel, canciller de Alemania desde 2005, no concurrirá a las elecciones. Las últimas encuestas reflejan que el SPD (socialistas) obtendría un 25% de los votos mientras que el partido de Merkel, CDU/CSU (conservadores) obtendría un 20% y los Verdes obtendrían el 16,5%, situándose como tercera fuerza política. Actualmente, el gobierno está conformado por “la gran coalición” entre el CDU/CSU y el SPD, liderada por los primeros. En el caso de que el SPD fuera primera fuerza política, es muy probable que la coalición se mantenga, pero con una recalibración de poderes que haría virar ligeramente a la izquierda al timón de Europa. Si el resultado es ajustado, especialmente si los Verdes obtienen un resultado mejor del esperado, es posible que aparezca un riesgo de cola que tenga impacto en los mercados de renta fija.

CONOCE NUESTRO POSICIONAMIENTO

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Renta Fija

N

→

En crédito seguimos encontrando oportunidades siendo muy selectivos.

Deuda Pública

N

→

Continuamos en niveles mínimos de la deuda pública.

Renta Fija Privada

Grado de inversión

N

→

Comportamiento positivo en el mes que limita su potencial alcista.

Baja calidad crediticia

+

→

Búsqueda de rentabilidad en compañías con mayor nivel de endeudamiento.

Renta Variable

+

→

Continúa la mejora de los datos económicos y de actividad, con gobiernos y bancos centrales soportando los mercados.

EE.UU



+

→

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

Europa



+

→

Valoración relativa frente a EEUU favorece a la región. Atentos a las elecciones en Alemania.

Emergentes



N

→

Preferencia por Asia. La menor aceleración del crédito en China ralentiza el crecimiento de la región.

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

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Nuestro indicador táctico de mercado vuelve a relajarse y hay varios hitos importantes a destacar:

- **Sentimiento de los inversores:** llama la atención cómo el sentimiento se tornó incluso negativo durante el mes por vez primera en lo que va de año.
- **Entrada de flujos:** las entradas a activos de riesgo han continuado durante el mes, aunque algo más moderadas.
- **Posicionamiento inversores:** ese sentimiento más cauteloso se ha traducido en una entrada de flujos pero hacia activos de mayor calidad/crecimiento. Es notable la fuerte reducción en las posiciones largas de crudo, indicador claro de un posicionamiento más cauto.
- **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.

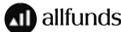
El presente documento se ha elaborado a través de fuentes externas de información, cuyo origen, veracidad y exactitud no han sido verificados por Ibercaja. Asimismo, y por esa misma razón, las informaciones y opiniones aquí publicadas no deben considerarse como exactas y totalmente ciertas, estando sujetas 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.

iberCaja
Gestión



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

XXXII
**Premios
Fondos**
2021
Expansión 

iberCaja
Pensión



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

EL BANCO DEL **vamos**