



FONDOS IBERCAJA

Atentos a las novedades de los Bancos Centrales

Nº 25. JULIO 2022



EL BANCO
DEL

Vamos

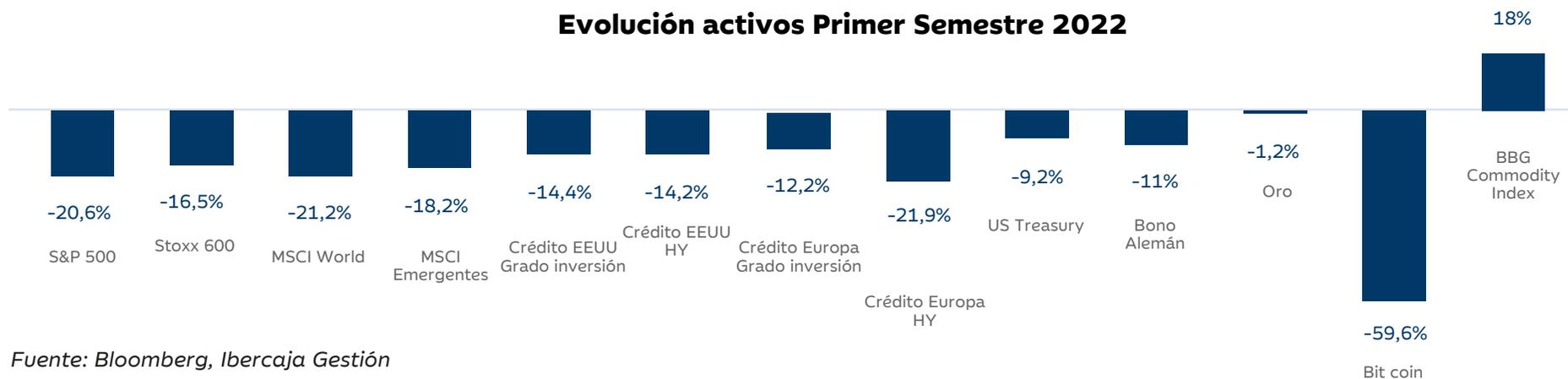
Evolución de los activos financieros

Cerramos el primer semestre y es hora de hacer balance. **El 2022 debería haber sido el año de la recuperación económica tras dos turbulentos años de pandemia.** Al menos eso parecían descontar los mercados nada más empezar el año cuando el S&P 500 marcaba máximos históricos, tras tres años consecutivos con rentabilidades extraordinarias.

Sin embargo, hemos sido testigos de uno de los peores inicios que se recuerdan en los mercados como consecuencia de una continuación de eventos adversos, entre los que destacan: la expansión de la variante *Ómicron*, que obligó a decretar nuevos confinamientos, especialmente en Asia, tensionando aún más las cadenas de suministro; la guerra en Ucrania y las tensiones en el mercado de materias primas; y el fuerte repunte de la inflación, marcando máximos históricos de los últimos 40 años, y la respuesta de los bancos centrales para intentar contenerla.

Este inicio de año ha sido especialmente malo porque casi todas las clases de activo han corregido con fuerza.

Evolución activos Primer Semestre 2022



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

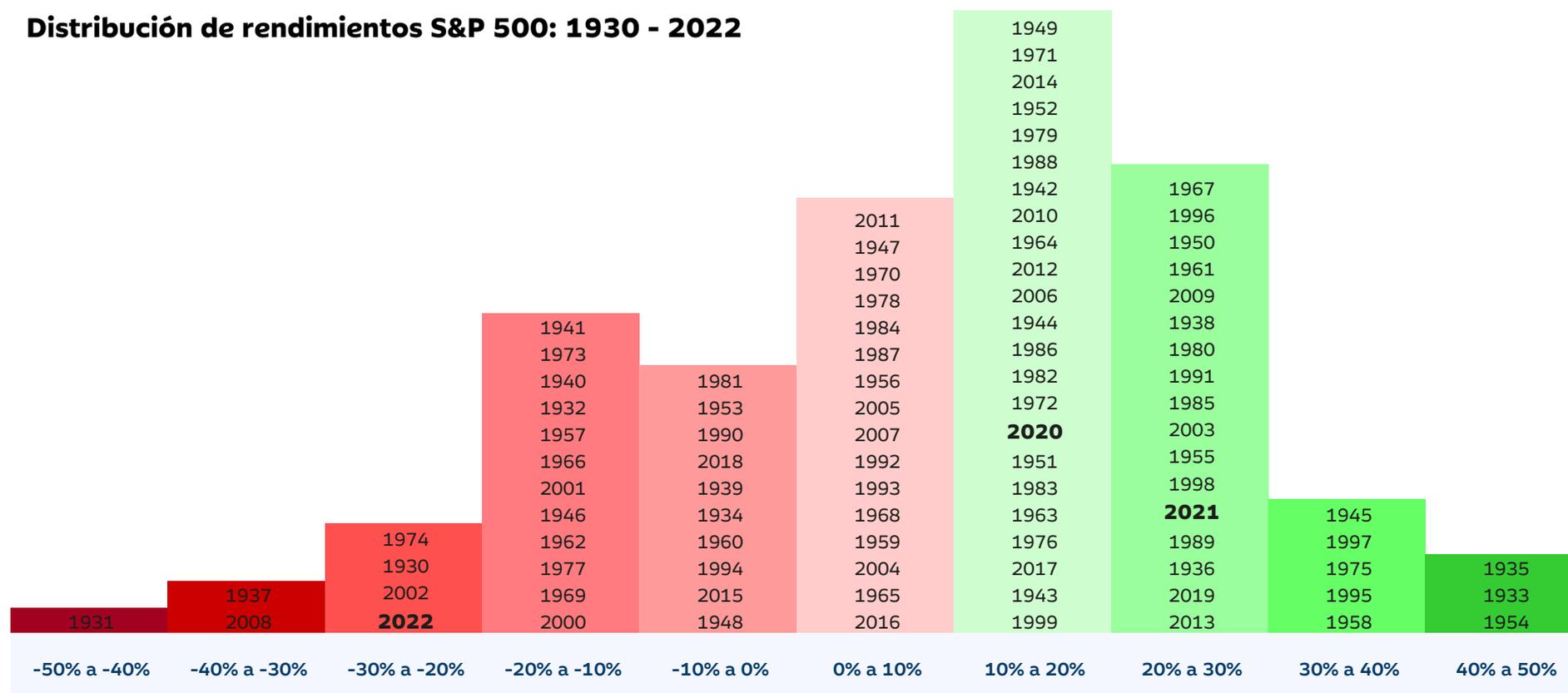
Normalmente, cuando la renta variable tiene fuertes pérdidas, los inversores se refugian en activos de menor riesgo como la renta fija. Sin embargo, **tanto la renta variable como la renta fija han tenido uno de los peores inicios de año de la historia.** El activo que mejor comportamiento ha tenido han sido las materias primas. Tomando como referencia el índice *Bloomberg Commodity index*, ha subido un 22% durante la primera mitad del año.

El mes de junio, junto con el mes de abril, ha sido el peor mes para la renta variable desde que comenzó el año. El S&P 500 ha cedido un -8,4%, el

Nasdaq un -8,7%, el Stoxx 600 un -8,2% y el MSCI EM un -7,1%.

¿Qué ha pasado? **Durante el mes de junio las elevadas lecturas de inflación, las decisiones por parte de los bancos centrales para intentar controlarla y el miedo a una potencial recesión como consecuencia de un error de política monetaria han sido los principales focos de debate en los mercados.** Adicionalmente, en Europa, se ha elevado el riesgo geopolítico por la posibilidad de una crisis energética derivada de una falta de suministro de gas por parte de Rusia.

Distribución de rendimientos S&P 500: 1930 - 2022

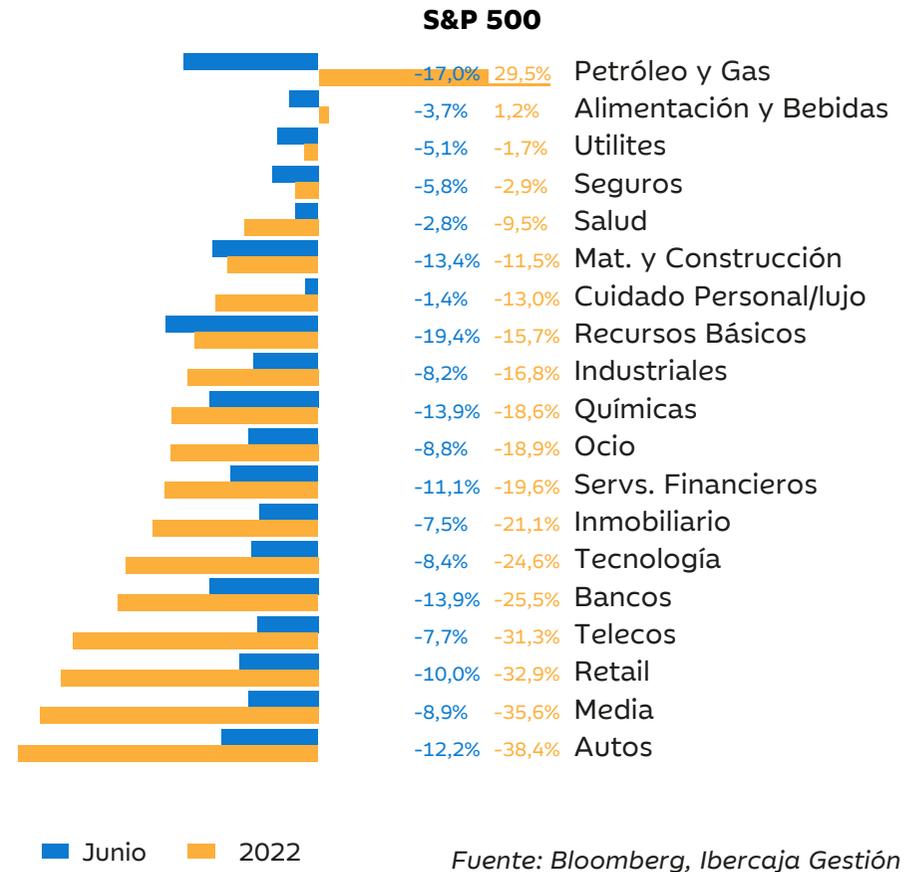
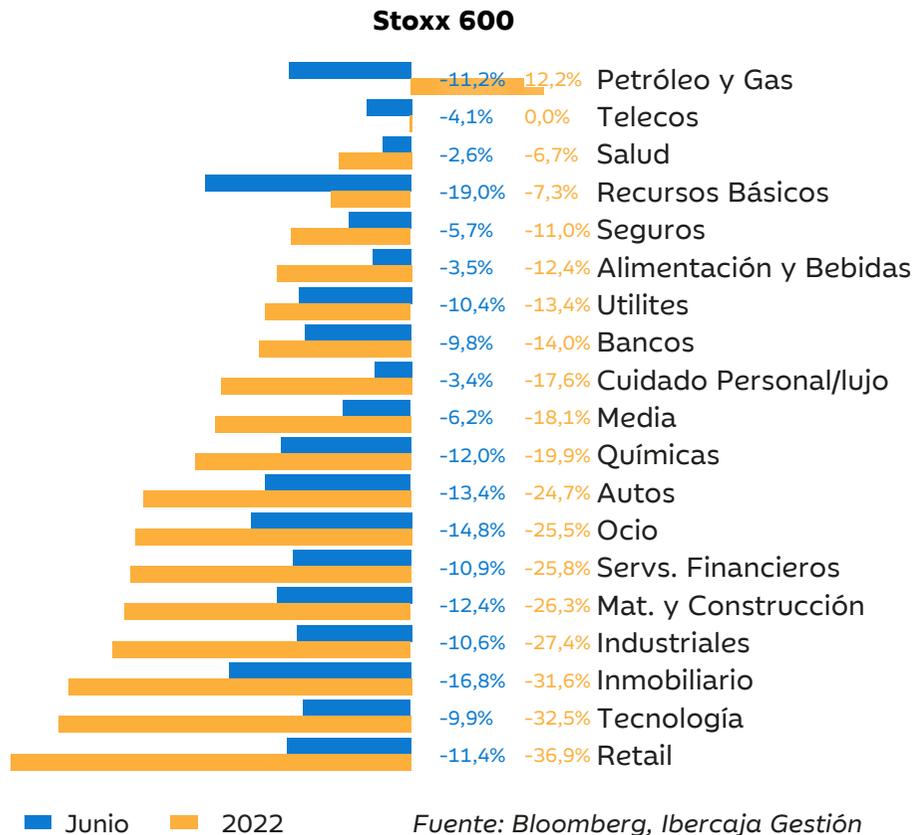


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Analizando la serie de rendimientos anuales del S&P500 desde 1930 observamos como, con la rentabilidad acumulada que llevamos en el año, **2022 es el 7º peor año de la historia en términos de rentabilidad anual, muy similar a la fuerte crisis financiera del 2008.**

Existen muchos indicadores de sentimiento que nos están llevando a la zona de excesivo pesimismo: el VIX, el indicador bull-bear, indicadores técnicos como el RSI, la gran mayoría de compañías cotizan por debajo de sus medias de 200 sesiones, etc.;

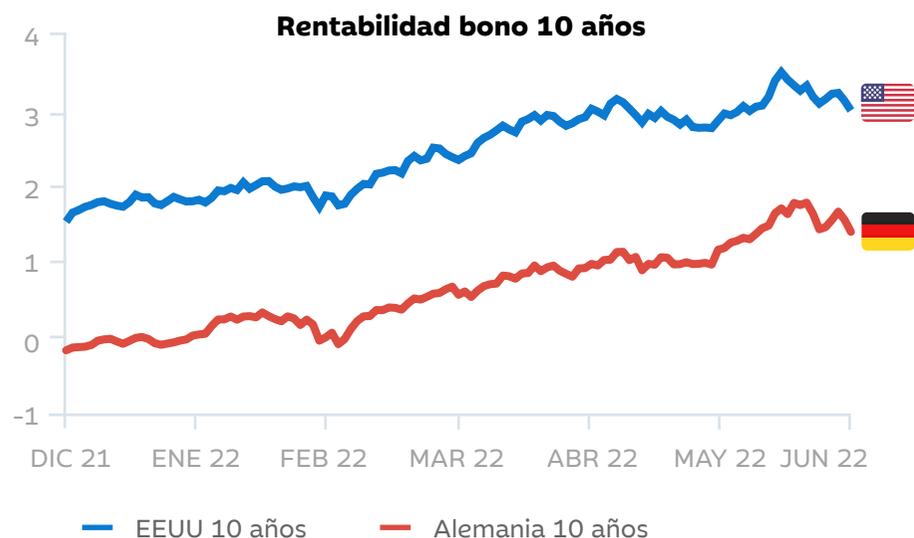
indicadores que suelen ser coincidentes con momentos de sobreventa extrema de mercado. Por tanto, **en estos momentos no hay que tomar decisiones precipitadas, ya que de nuevo nos encontramos en niveles de excesivo pesimismo.**



Si analizamos la evolución sectorial, tanto en Europa como en EE.UU. destaca el buen comportamiento del sector del petróleo y gas durante el año, aunque durante el último mes ha corregido con fuerza. También destaca la fuerte

corrección durante el mes del sector de **recursos básicos**. Ambos sectores se han visto muy penalizados por un incremento del riesgo de recesión.

acomodaticia, y el banco central chino, que ha intentado estimular la economía para intentar compensar el impacto de los confinamientos derivados de la política de “cero-covid”.

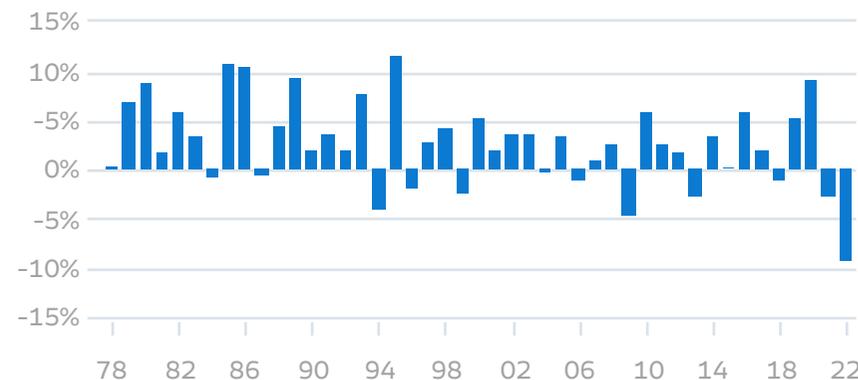


Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

La renta fija también se ha visto muy penalizada durante los seis primeros meses del año por las expectativas de fuertes subidas de tipos en casi todo el mundo para intentar contener la inflación.

Las dos únicas excepciones relevantes han sido el Banco de Japón, que ha mantenido su política

Comportamiento deuda pública EEUU - Primer semestre

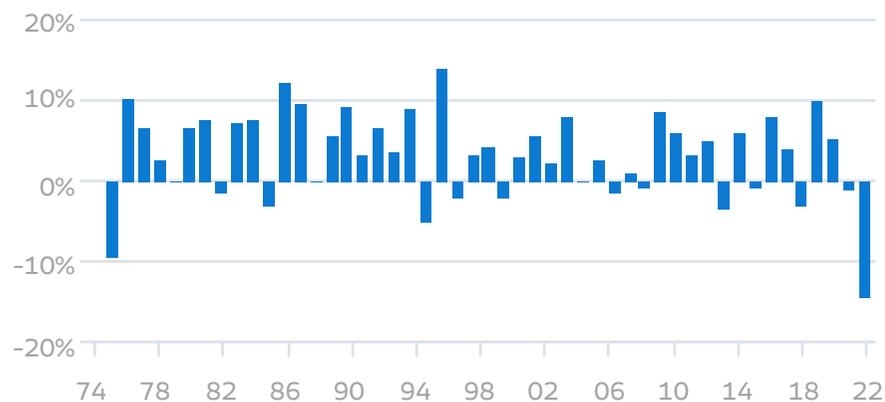


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Las rentabilidades de los bonos han subido de forma generalizada a ambos lados del Atlántico. Debemos recordar que el bono alemán a 10 años ha pasado de terreno negativo a principios de año a rozar el 1,8% a mediados del mes de junio cuando hizo pico. El bono estadounidense ha tenido un comportamiento similar, haciendo pico en el entorno del 3,5%. La **relajación en las rentabilidades durante la segunda quincena de**

junio se debe a que el mercado considera que la desaceleración de la economía y potencial entrada en recesión impedirá que los bancos centrales sigan subiendo tipos de manera tan agresiva.

Comportamiento RF Privada EEUU - Primer semestre



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

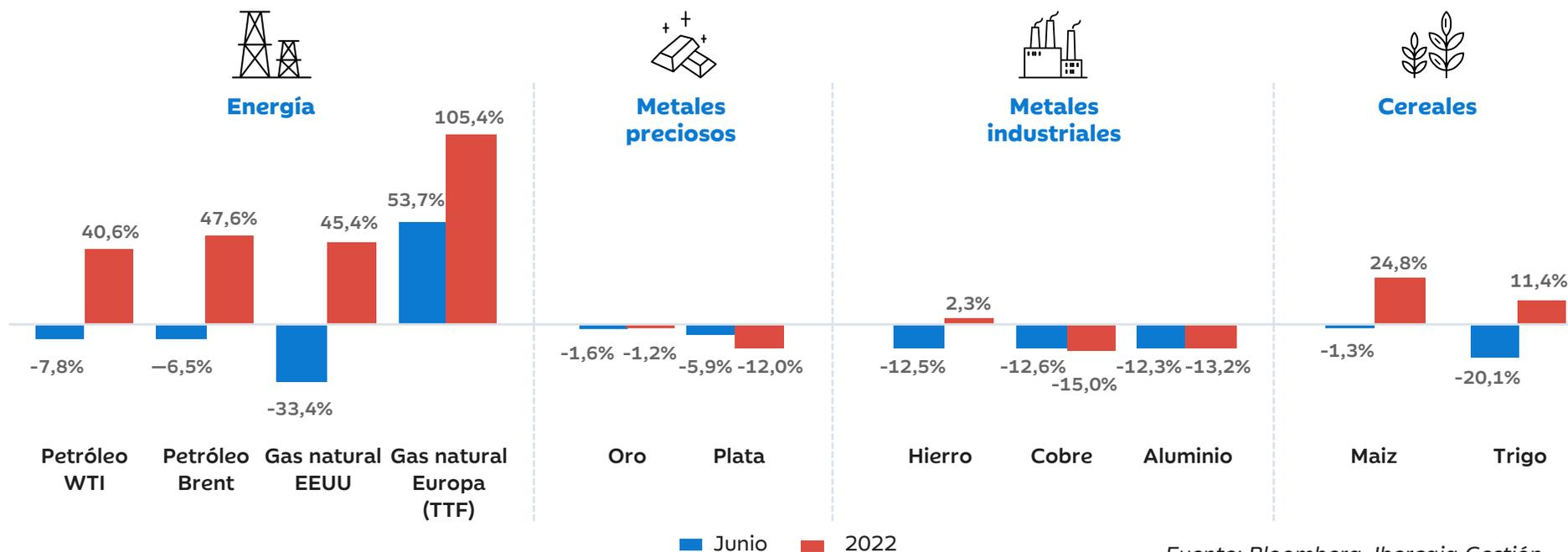
En este contexto, tomando como referencia **el mercado de bonos estadounidenses, que es el más líquido del mundo, hemos visto el peor arranque del año de los últimos 40 años.** Los bonos han corregido de media un -9,2%. No obstante, debemos recordar que esto **no tiene impacto para aquellos inversores que mantengan su inversión a vencimiento.**

El crédito corporativo, ha tenido un comportamiento similar al de la deuda pública, de nuevo marcando niveles históricos de pérdidas. Es importante destacar que, hasta finales del mes de junio, el mal comportamiento se explicaba principalmente por un incremento en las expectativas de subidas de tipos y los mercados no habían diferenciado demasiado entre la calidad crediticia de los emisores.

Diferencial de crédito - 5 años EUR



Materias Primas



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Sin embargo, durante los últimos días del mes de junio hemos observado un fuerte repunte en los diferenciales, con niveles cada vez más cercanos a los observados durante los peores momentos de la pandemia.

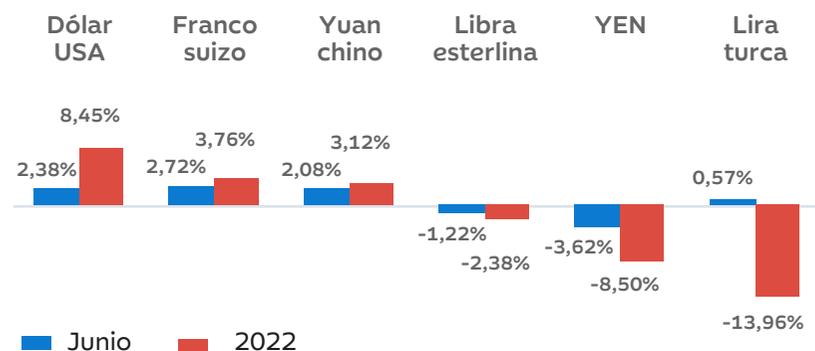
Las **materias primas** en su conjunto han sido de las pocas clases de activos que han tenido un buen comportamiento desde principio de año, ya que se han visto muy beneficiadas por el fuerte incremento de las materias primas energéticas.

Éstas suben más de un 40% desde principio de año, aunque han corregido durante el mes de junio con carácter general. La excepción este mes ha sido el gas natural negociado en Europa, que sigue muy tensionado como consecuencia de los riesgos geopolíticos y un posible corte del suministro por parte de Rusia. Los **metales industriales** también han corregido con fuerza durante junio, lo que podría estar anticipando una relajación de la demanda ante un escenario de desaceleración económica. La alta volatilidad en los precios de los

cereales, especialmente del trigo, se explica en parte por la elevada especulación en torno a la cosecha en Ucrania.

En cuanto a las divisas, **destaca la revalorización del dólar frente al euro en lo que va de año**, poniendo de manifiesto que la Reserva Federal va un paso por delante en su proceso de normalización monetaria frente al BCE. También destaca la **fuerte depreciación del yen japonés**, ya que el Banco de Japón ha apostado por mantener una política monetaria acomodaticia. El yen se deprecia un 8,5% frente al euro y un 15% frente al dólar estadounidense.

Divisas vs EUR



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Perspectivas económicas a tener en cuenta

En este contexto, debemos preguntarnos qué factores determinarán la evolución de los mercados financieros durante la segunda mitad del año. Creemos que los principales seguirán siendo:

- ✓ Desaceleración económica.
- ✓ La inflación y bancos centrales.
- ✓ Riesgos geopolíticos.
- ✓ Revisiones de beneficios de las compañías.

Desaceleración económica:

Las elevadas tasas de inflación están obligando a revisar las tasas de crecimiento real de la economía a la baja. En este sentido, tanto el Banco Central Europeo como la Reserva Federal Estadunidense han publicado sus proyecciones para sus respectivas economías bajando la estimación de PIB y subiendo las de inflación.

El BCE espera un crecimiento real del PIB del 2,8% en 2022, frente al 3,7% que esperaba en marzo. Proyecta que la inflación media del año 2022 será del 6,8%, muy superior a la del 5,1% esperada hace tres meses.

Proyecciones BCE

		2021	2022	2023	2024
PIB Real	Junio 22	5,4%	2,8%	2,1%	2,1%
	Marzo 22	5,4%	3,7%	2,8%	1,6%
IPC	Junio 22	2,6%	6,8%	3,5%	2,1%
	Marzo 22	2,6%	5,1%	2,1%	1,9%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

La Reserva Federal ha recortado las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense del 2,8% al 1,7%. Un hecho curioso en materia de tipos de interés es que para 2022 el mercado y las indicaciones que ha ido dando la Reserva Federal están alineados. Sin embargo, **para 2023, la Reserva Federal espera que los tipos se sitúen en el 3,8%, muy por encima del 3,1% descontado por el mercado.**

Proyecciones Reserva Federal

		2022	2023	2024	Largo plazo
PIB	Junio 22	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%
	Marzo 22	2,8%	2,2%	2%	1,8%
PCE	Junio 22	5,2%	2,6%	2,2%	2%
	Marzo 22	4,3%	2,7%	2,3%	2%
FedFunds	Junio 22	3,4%	3,8%	3,4%	2,5%
	Marzo 22	1,9%	2,8%	2,8%	2,4%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Tras la publicación de los flojos datos de actividad del mes de junio y la baja confianza del consumidor a ambos lados del Atlántico, el mercado ha comenzado a descontar un mayor riesgo de recesión.

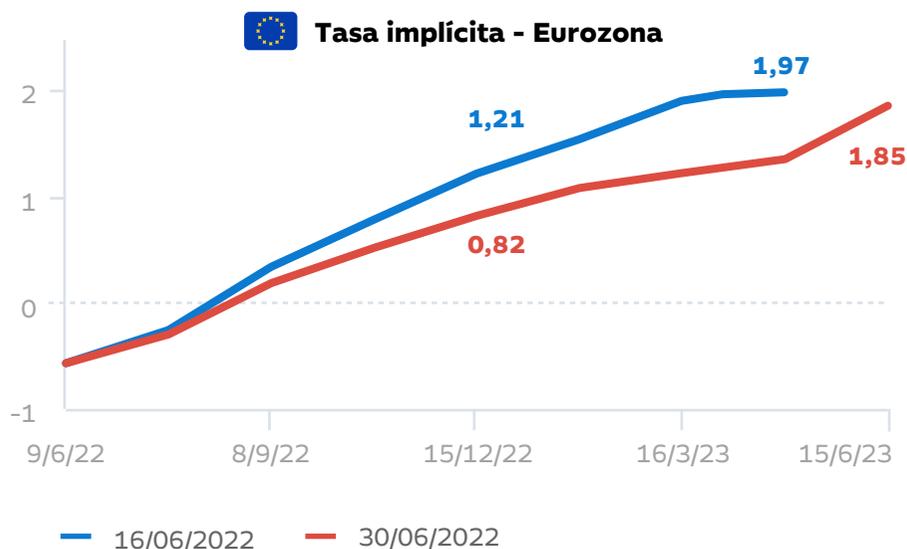
El debate gira en torno a si los bancos centrales subirán los tipos tanto y tan rápido para intentar contener la inflación que no conseguirán realizar el famoso “aterrizaje suave” de la economía. Por tanto, el mercado teme un error de política monetaria, especialmente en EE.UU.

Inflación y bancos centrales:

La inflación sigue estando en máximos históricos de los últimos 40 años tanto en EE.UU. como en Europa. Mientras no observemos una moderación en las lecturas los bancos centrales van a estar obligados a lanzar mensajes cada vez más contundentes para intentar anclar las expectativas de inflación, lo que seguirá impulsando la tesis de un mercado bajista.

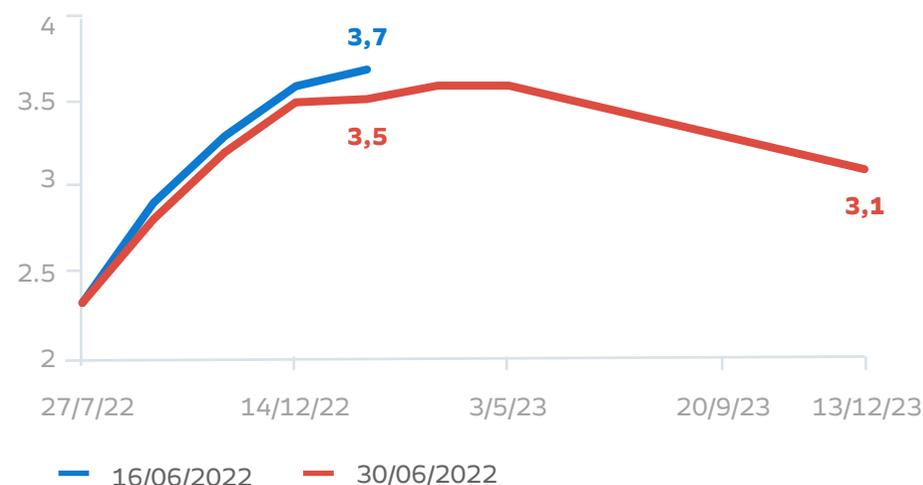
Durante los últimos días del mes de junio hemos observado una reducción en las expectativas de subidas de tipos tanto en EE.UU. como en Europa

como consecuencia de los flojos datos de actividad publicados y el incremento del riesgo de entrar en recesión. El mercado descuenta que en **EE.UU. los tipos cerrarán el año en el 3,5%, cuando hace solo dos semanas se esperaba que cerraran en el 3,7%, y a partir de allí la Reserva Federal irá bajando los tipos hasta situarse en el 3,1% en diciembre de 2023.** En la eurozona se espera que los tipos se sitúen en el 0,8% a finales de 2022, lejos del 1,2% esperado a mediados de mes.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

 **Tipos esperados Fed - EE.UU**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Debemos recordar que la situación entre EE.UU. y Europa es diferente: **la economía norteamericana ya ha recuperado los niveles pre-Covid, el desempleo está en mínimos históricos y los salarios están creciendo con fuerza de manera generalizada.** Algunos economistas hablan de que efectivamente se está produciendo una espiral precios-salarios. Por todo ello, esperamos que la respuesta de la Reserva Federal sea más contundente, por lo que esperamos una desaceleración de la economía, pero actualmente

no contemplamos una recesión severa. Es posible que la economía estadounidense entre en recesión técnica; recordemos que se considera recesión cuando la economía decrece dos semestres consecutivos en términos reales. Con unos altos niveles de inflación, una ligera desaceleración de la economía puede provocar un crecimiento real negativo de la economía, pero no esperamos una fuerte recesión con destrucción de empleo masiva y fuerte contracción de la demanda.

En Europa la situación es diferente. La economía todavía no ha alcanzado los niveles pre-Covid, el mercado laboral no se encuentra tan tensionado como en EE.UU. y los salarios no están creciendo en términos reales. La inflación europea se explica mejor por el shock en las cadenas de suministro y el incremento del precio de la energía. Por tanto, debería moderarse paulatinamente una vez entren en juego los efectos base o si se produce una relajación en los precios de la energía. Por lo que no esperamos una actuación tan contundente por parte del BCE para intentar contener la inflación. En nuestra opinión, **los mayores riesgos a los que se enfrenta la economía europea son derivados de cuestiones geopolíticas.**



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

Desde principio de año, hemos observado que conforme iban incrementándose las rentabilidades de los bonos soberanos, también lo hacían las primas de riesgo de los países de la periferia, lo que ha generado un debate sobre la potencial fragmentación del mercado europeo de deuda soberana. Estos rumores se acrecentaron tras la reunión de BCE a principio de junio, tras la cual Lagarde fue muy ambigua sobre cómo se defendería a la deuda periférica. Ante esta situación, el BCE tuvo que convocar una reunión

extraordinaria a mediados de junio, tras la cual anunció que aplicaría flexibilidad en la reinversión de los bonos del programa de Compras de Emergencia (PEPP) y anunció la creación de un nuevo instrumento anti-fragmentación. El anuncio ayudó a que las primas de riesgo se moderaran. Esperamos que el BCE aporte más información sobre este nuevo instrumento tras su reunión del mes de julio.

Prima de riesgo España e Italia vs Alemania



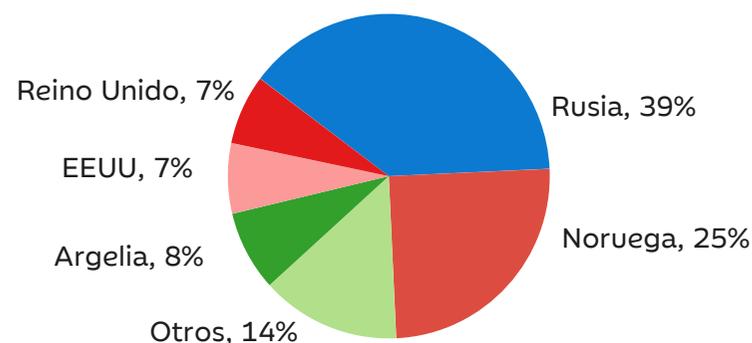
Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

Riesgos geopolíticos:

El principal riesgo geopolítico al que se enfrenta la Unión Europea es el potencial corte del suministro de gas natural por parte de Rusia como represalia al apoyo que la UE está brindando a Ucrania.

Actualmente, la Unión Europea no dispone de la infraestructura necesaria para abastecerse de gas natural sin Rusia, que en 2021 representó el 39,2% de las importaciones. En el caso de que se produzca un corte total o parcial del suministro los países más dependientes, como es el caso de Alemania, podrían verse obligados a decretar racionamientos del suministro a la industria, lo que conduciría a una recesión en la economía europea. Este riesgo es de carácter binomial y, por tanto, imposible de determinar qué sucederá.

Importaciones gas natural UE -2021



Fuente: Eurostat, Ibercaja Gestión

Revisiones de beneficios de las compañías:

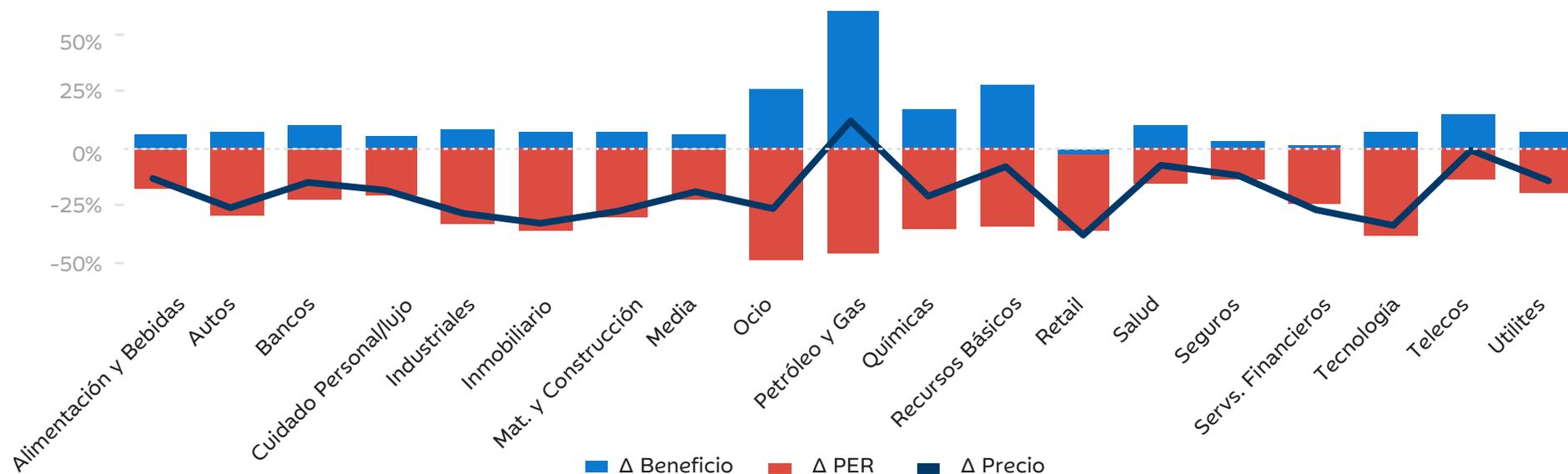
En el mes de julio comienza la presentación de resultados del segundo trimestre de 2022. Según los datos de Factset, **se espera que los beneficios por acción del S&P 500 crezcan un 5,7% con respecto al mismo trimestre del año pasado**, mientras que los del Stoxx 600 se espera que crezcan un 9,5%.

En este sentido observamos una clara divergencia entre la tendencia de las estimaciones macro, que ya hemos visto como se han revisado a la baja, y las estimaciones a nivel micro. Según los datos de Bank of America, la ratio global de revisiones de beneficios (positivas sobre negativas) mejora en junio de 0,78x a 0,87x, impulsada por el rebote en el dato de Asia Pacífico ex Japón (de 0,50x a 0,70x) y emergentes (de 0,55x a 0,75x) desde niveles muy deprimidos. La ratio también mejora en Japón (de 1,03x a 1,14x), que se coloca como el mercado con mejor flujo de noticias; pero empeora ligeramente en EE. UU. (de 1,18x a 0,95x) y en Europa (de 1,13x a 1,11x).

En este contexto, es posible que observemos una revisión a la baja de las estimaciones de beneficios en Europa y EE. UU. tras la publicación de resultados del 2T.

Tomando como referencia el Stoxx 600, si descomponemos la rentabilidad actual entre crecimiento de beneficios por acción y la variación del múltiplo PER; observamos que la caída en las bolsas durante 2022 se explica principalmente por una contracción del múltiplo. En un plano teórico esto está relacionado con un incremento en las tasas de descuento utilizadas para realizar las valoraciones de las compañías en un contexto de normalización monetaria y subida de tipos. Por lo que, **si se acaban produciendo revisiones a la baja, es posible que se mantenga la inestabilidad en los mercados.**

Rentabilidad sectores Stoxx 600



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Conclusión:

Las fuertes correcciones que hemos observado durante la primera mitad del año y el enorme pesimismo que se está extendiendo por el mercado está abriendo oportunidades de inversión extraordinarias. **Para los inversores en renta fija, el mercado no había ofrecido una rentabilidad tan atractiva en los últimos 10 años.** Para los inversores en renta variable, siempre que sean

capaces de soportar algo de volatilidad durante los próximos meses y tengan un horizonte temporal a largo plazo, el mercado está ofreciendo la oportunidad de entrar en compañías con modelos de negocio probados, buenas perspectivas de crecimiento, generación de flujos de caja y buenos equipos directivos con fuertes descuentos desde los máximos históricos.

Conoce nuestro posicionamiento

	Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
Renta Fija	+	→	Continuamos apostando por el crédito de calidad ante los niveles atractivos.
Deuda Pública	N	→	Cotiza en un rango que aprovecharíamos para tomar posiciones en la parte de arriba.
Renta Fija Privada			
Grado de inversión	++	→	Tomar posiciones en buenos rating y compañías de calidad ante la incertidumbre.
Baja calidad crediticia	+	→	Hay valor en compañías menos apalancadas y con balances menos estresados.
Renta Variable	N	↓	La agresividad de los bancos centrales en cuanto a la subida de tipos nos hace estar cautos.
EE.UU 	N	↓	Los elevados niveles de inflación y la agresividad por parte de la FED puede enfriar más de lo deseado la economía americana.
Europa 	N	→	La crisis energética supone un fuerte viento de cara para la economía europea, con inflaciones ya en niveles muy elevados.
Emergentes 	N	↓	Somos cautos en cuanto a la región latinoamericana, por los elevados niveles de tipos. Positivos en China, pronosticamos una mejora de sus datos económicos.

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

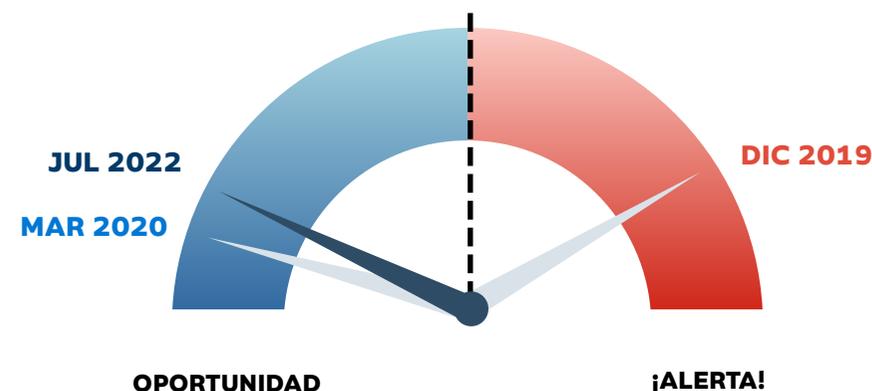
Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Fuerte volatilidad durante el mes, que ha provocado que nuestro indicador esté muy próximo a zona de oportunidad al cierre del semestre.

- ✓ La **señal es más potente, especialmente en el mercado de crédito:** dónde ya hemos visto cómo las fuertes caídas del mercado han ido acompañadas de una gran salida de flujos de fondos de crédito; por tanto, la capitulación parece estar más avanzada en esta parte del mercado.
- ✓ En **renta variable**, el posicionamiento es bajo, el sentimiento también es muy bajista y el momentum sigue muy deprimido, lo que ha llevado a que gran parte del mercado se encuentre cotizando por debajo de su media de 200 sesiones (señal de excesiva sobreventa). Sin embargo, no se han producido grandes salidas de flujos de inversión.

Nuestra previsión para próximos meses es de un mercado con comportamiento bastante lateral con volatilidad alta, hasta que se produzcan 2 hitos: el mercado perciba que el pico de inflación está próximo y se produzca una racionalización en la estimación de beneficios empresariales para los próximos trimestres, que creemos que es excesivamente optimista.

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*