



FONDOS IBERCAJA

**Qué podemos
esperar tras el
rebote de los
mercados
financieros en
octubre**

Nº 29. NOVIEMBRE 2022

EL BANCO
DEL

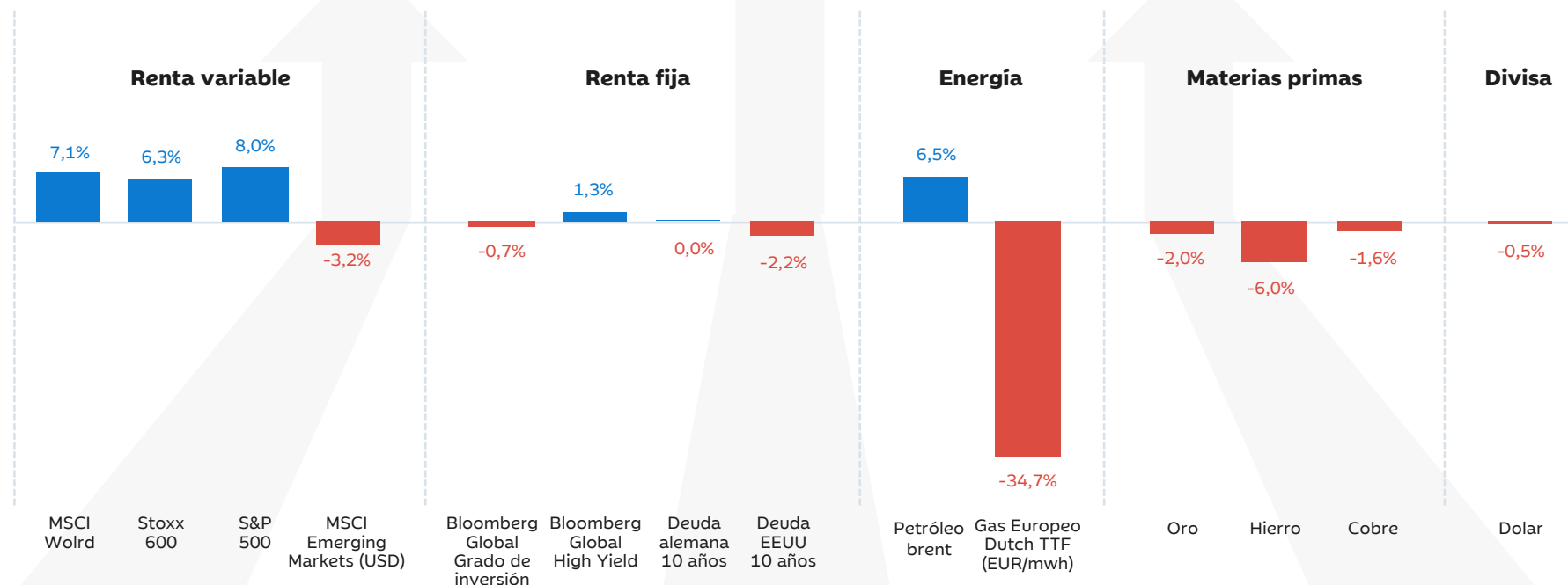
vamos

Evolución de los activos financieros

Octubre ha sido un mes positivo en los mercados de renta variable global tras las fuertes caídas del mes de septiembre, la excepción han sido los mercados emergentes, que se han visto penalizados por la evolución de la bolsa china. En renta fija, destaca el buen comportamiento de la deuda corporativa high yield. El precio del petróleo ha repuntado un 6,5%, mientras que el precio del gas europeo ha caído un 35% al estar la capacidad de almacenaje completa. Las materias primas industriales han seguido su tendencia bajista, afectadas por la desaceleración económica mundial y especialmente la china. Mientras el dólar ha dado un respiro al resto de divisas corrigiendo ligeramente.

Las bolsas, comenzaron el mes de octubre con tendencia bajista, el S&P 500 marcó su mínimo del año el día 12. A partir de allí, el mercado comenzó a rebotar como consecuencia de unos elevados niveles de sobreventa. **El rebote se ha ido prolongando** durante el mes impulsado por varios

Rentabilidad activos octubre



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

factores, entre los que destacamos tres: en primer lugar, **se ha ido extendiendo la narrativa de que la Reserva Federal podría comenzar a pivotar hacia una política monetaria menos restrictiva**; esto nos lleva al segundo factor, el miedo a perderse el rally ha fomentado flujos de entrada en renta variable;

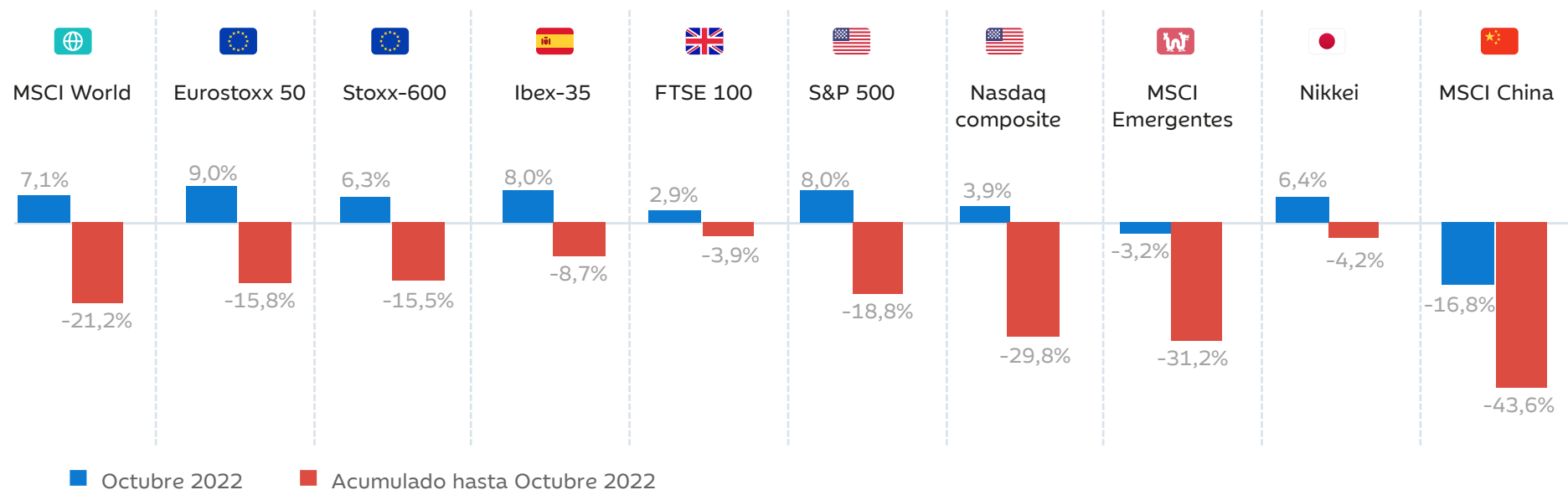
por último, una **presentación de resultados del 3T mejor de lo esperado** ha dado soporte a las bolsas.

En Europa, el 55% de las compañías del Stoxx 600 ha presentado resultados, el 55% ha batido las expectativas en términos de beneficios por acción.

En EE.UU, el 84% de las compañías del S&P 500 han presentado resultados, el 71% ha batido las expectativas del consenso en término de BPA. El mercado ha premiado los buenos resultados, lo que nos indica que una gran cantidad de pesimismo ya estaba puesta en precio. Una de las dinámicas más interesantes del mes ha sido la **divergencia en el**

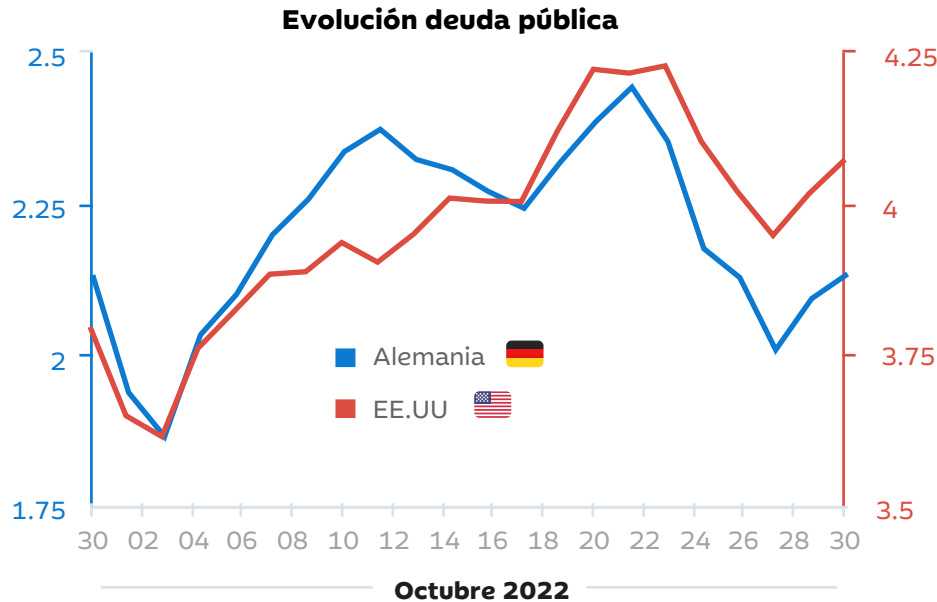
rendimiento de las grandes compañías norteamericanas (Google, Facebook, Amazon, Microsoft) y el resto del mercado. De media, estas grandes compañías han perdido cerca de un 10% de su capitalización, mientras que el S&P 500 ha subido un 8%, subrayando el mejor comportamiento relativo del resto del mercado.

Renta variable

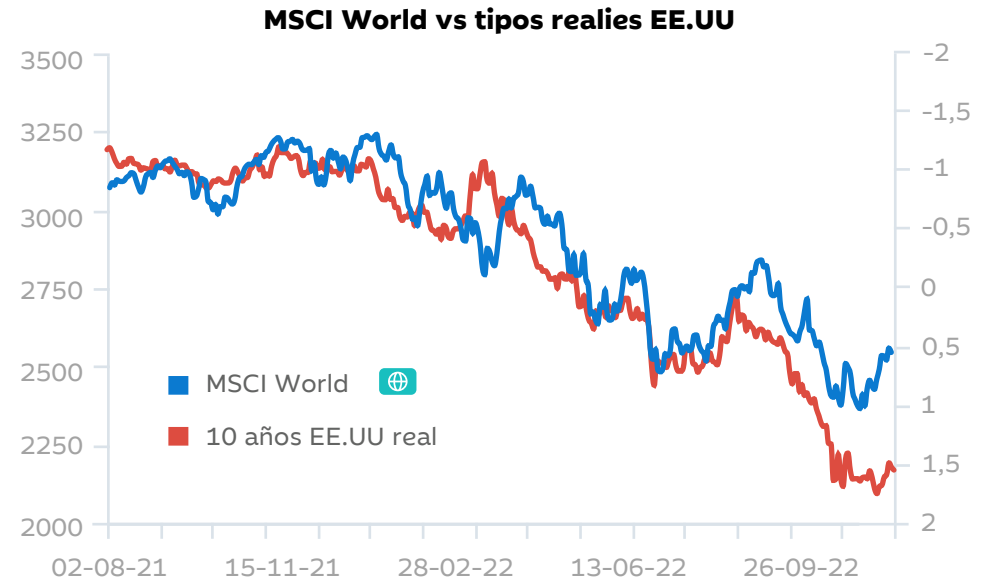


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Si analizamos el comportamiento de la **renta fija**, también podemos diferenciar dos fases. Durante **la primera parte del mes los rendimientos de los bonos soberanos fueron repuntando**: el bono a 10 años alemán rozó los 2,4%, mientras que el bono estadounidense a 10 años superó el 4,2%. **Posteriormente**, hemos visto un **proceso de moderación de las rentabilidades** que se ha visto parcialmente amortiguado los últimos días del mes.



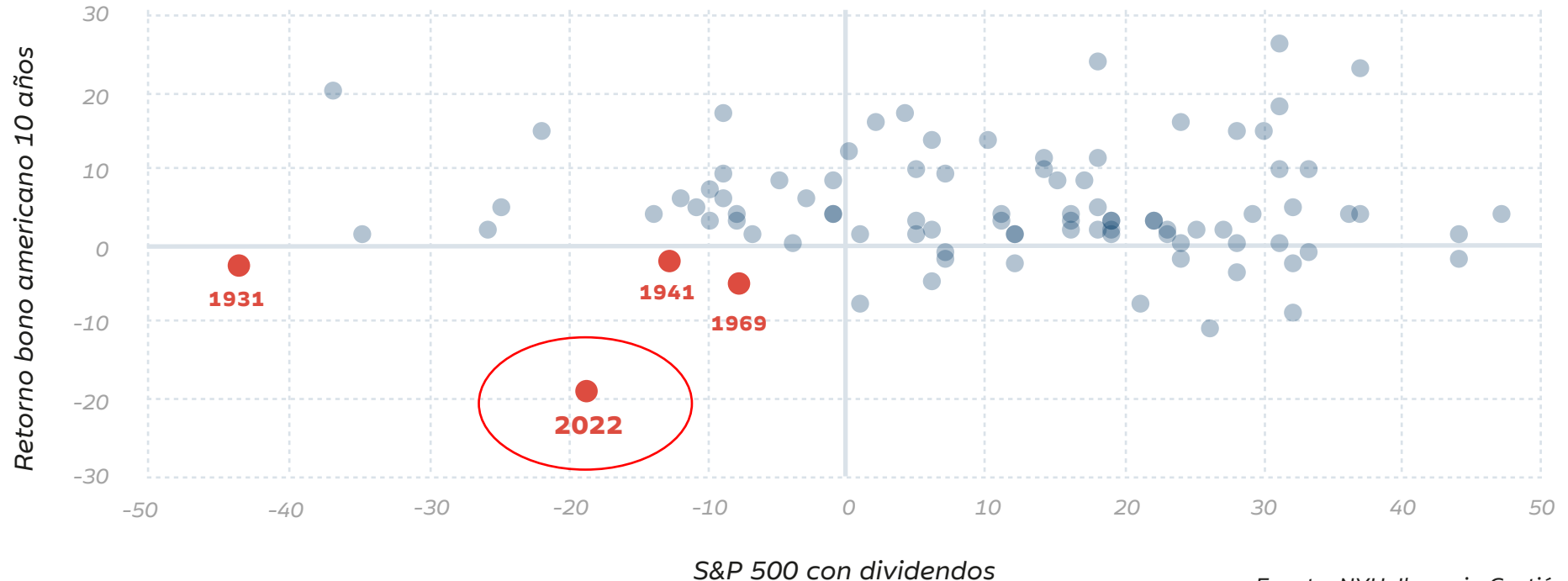
Fuente: Factset, Ibercaja Gestión



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Esto ha provocado un **desacoplamiento entre la evolución de los tipos reales en EE.UU. y las bolsas**, en el sentido de que **las bolsas han rebotado más de lo implícito por los tipos reales**. Lo que sustenta nuestra visión de que nos encontramos en un rebote dentro de un mercado que sigue con predisposición bajista, por lo que mantenemos un posicionamiento neutral en renta variable.

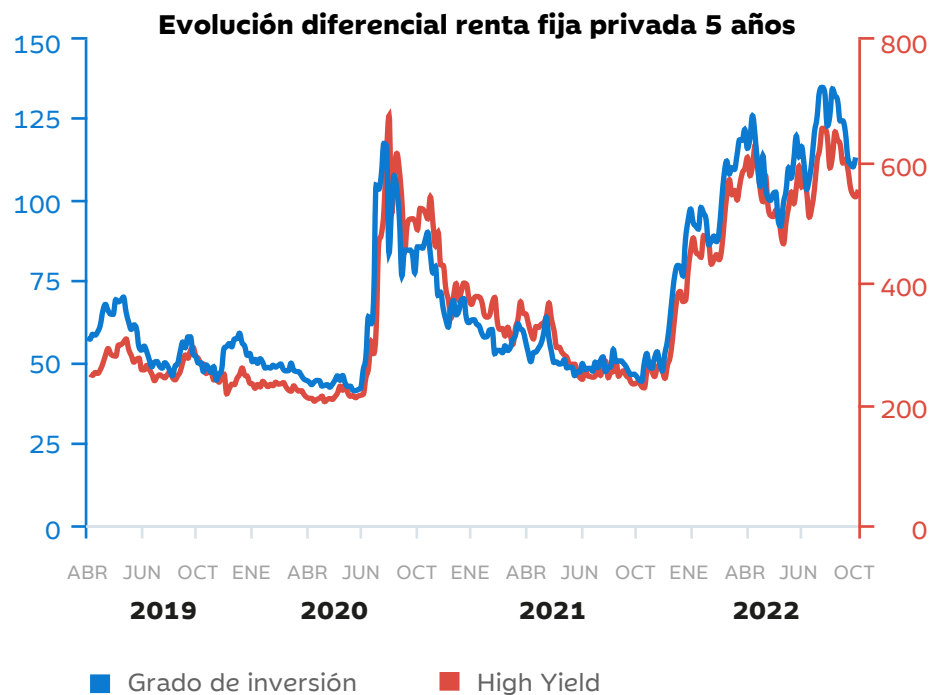
 **Comportamiento mercado americano últimos 100 años**



Fuente: NYU, Ibercaja Gestión

Desde hace unos meses venimos destacando el inusual comportamiento de los mercados durante 2022. Desde 1928, solo en otras tres ocasiones se han producido caídas simultaneas en renta variable y en renta fija, y nunca se habían

correcciones en la renta fija de la magnitud de este año. Esto ha provocado que actualmente la renta variable esté en su nivel más elevado de valoración en términos relativos frente a los bonos y el crédito en más de una década.



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

condiciones de financiación y un menor crecimiento esperado. De este modo, seguimos sobreponderando las emisiones con calidad crediticia elevada.

En cuanto al crédito, **destaca el buen comportamiento de los bonos “high yield” frente a los bonos con grado de inversión.** En nuestra opinión esta anomalía debería corregirse paulatinamente, especialmente en un escenario de subida de tipos, con un empeoramiento de las

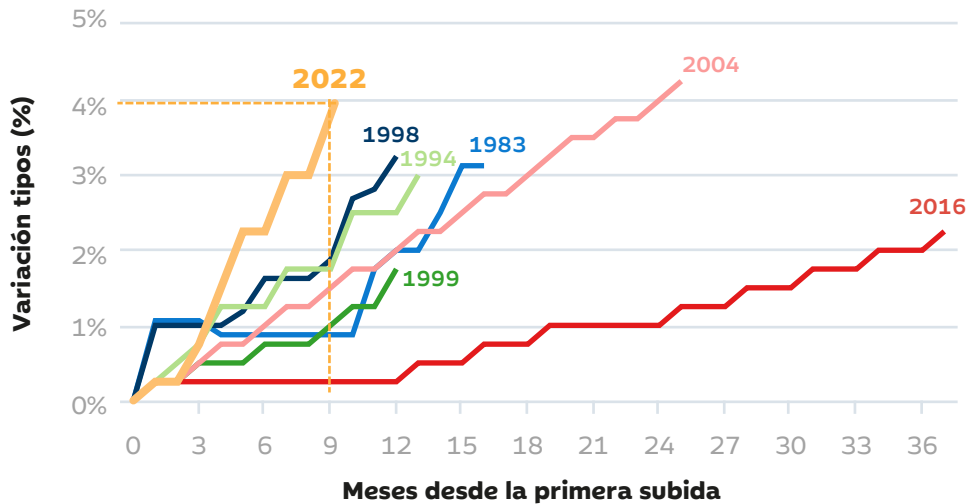
Perspectivas económicas a tener en cuenta

Bancos centrales

Desde mediados del mes de octubre los mercados interpretaron que la Reserva Federal de EE. UU. podría estar cerca de comenzar a pivotar hacia una política monetaria menos agresiva, reduciendo el ritmo de subida de tipos. Esto ha impulsado los mercados durante el mes, particularmente los de renta variable.

Sin embargo, tras la reunión de la Reserva Federal celebrada el día 2 de noviembre parece que esta posibilidad queda en suspenso. De hecho, si tuviéramos que hablar de que la Reserva Federal ha pivotado, diríamos que lo ha hecho hacia posiciones todavía más agresivas. **La Reserva Federal volvió a subir los tipos de interés** en 75 pb hasta situarlos en el 4%, algo que el mercado ya descontaba. De esta forma, **la subida de tipos de 2022 se convierte en la subida de tipos más acelerada de la historia moderna.**

Cambio tipos de interés 

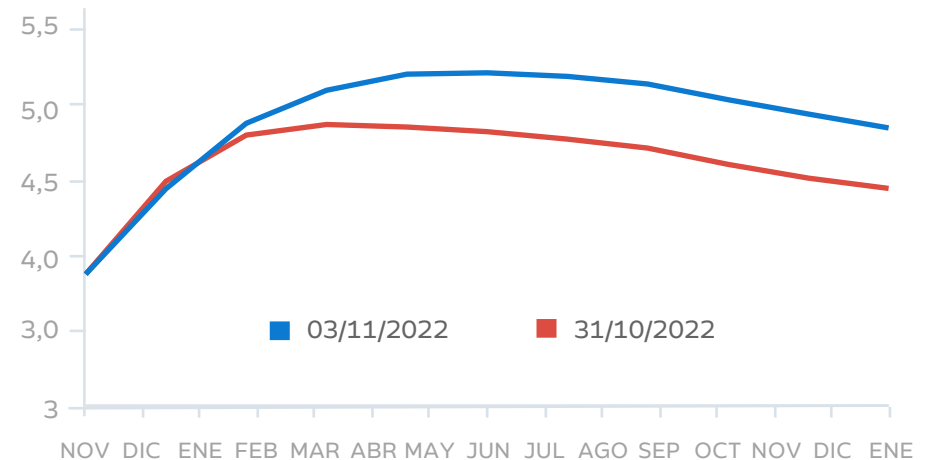


Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

No obstante, lo relevante lo encontramos en los mensajes que traslado Jerome Powell en la rueda de prensa posterior. **Powell destacó que todavía es prematuro para pensar en realizar una pausa en el ciclo de subidas de tipos de interés;** que los datos sugieren que el tipo terminal del tipo de referencia de la Reserva Federal (Fed Funds Rate) se situará por encima de lo esperado previamente por la

Reserva Federal (4,63%); que la Reserva Federal mantendrá el rumbo hasta que el trabajo esté hecho; y que una gestión de riesgos prudente indica que los riesgos de hacer muy poco son superiores a hacer demasiado. Esto provocó un fuerte repunte en el tipo terminal de la Reserva Federal.

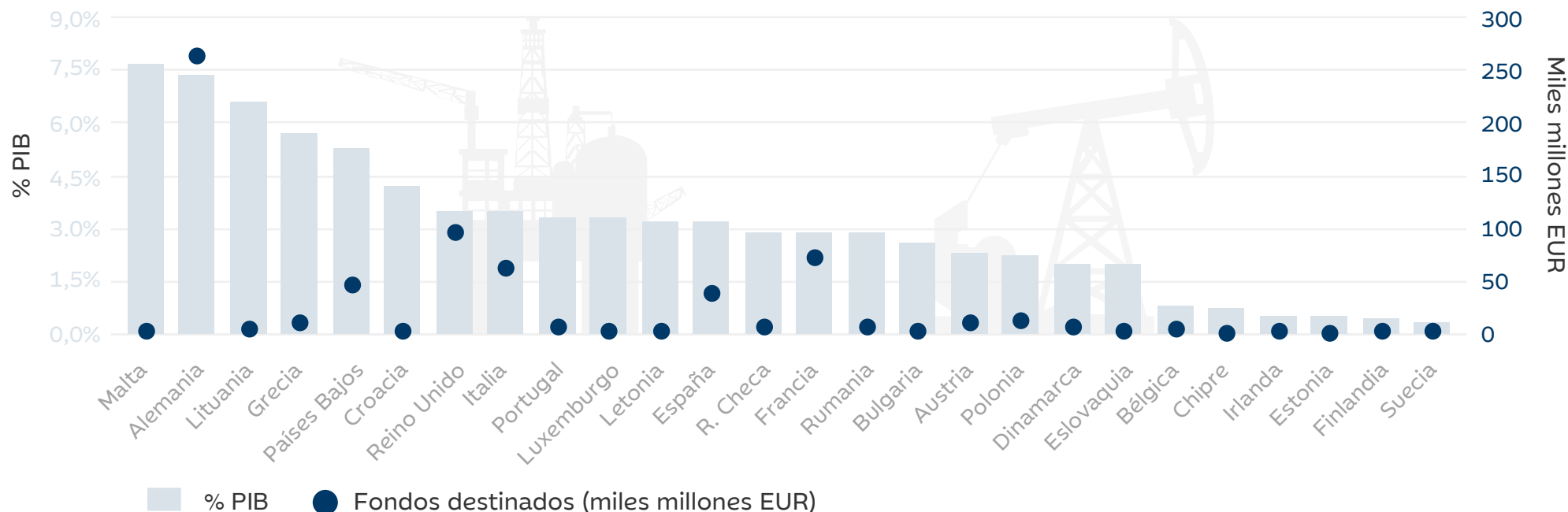
 **Tasa implícita FED**



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Fondos para combatir la crisis energética

Setiembre 2021 - octubre 2022



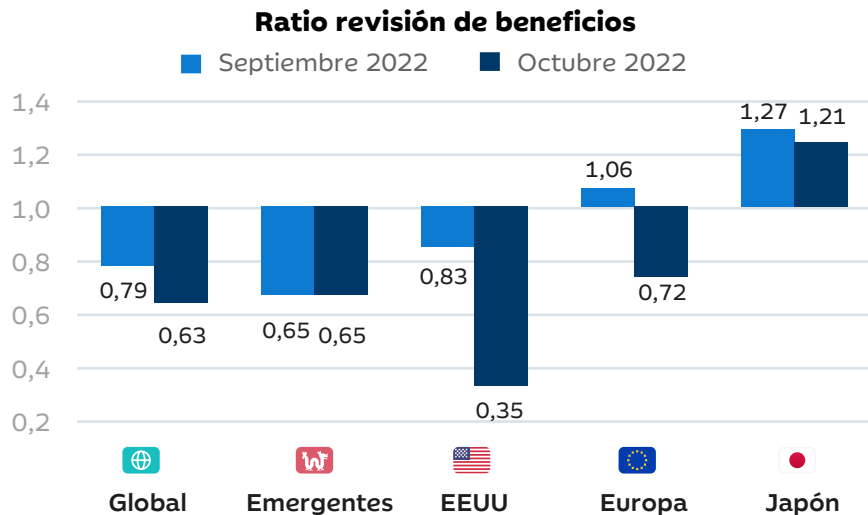
Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

Los mensajes de la Reserva Federal también apoyan nuestra tesis de mantener un posicionamiento neutral en renta variable. Por tanto, **durante los próximos meses seguiremos prestando atención a la evolución de la inflación, el mercado laboral estadounidense y el mercado inmobiliario.**

Algo que preocupa a los bancos centrales son las **decisiones de política fiscal** que están tomando los diferentes gobiernos, especialmente en Europa, **para intentar paliar la crisis energética a través de diferentes subsidios, lo que puede minimizar su intento de bajar la inflación mediante subidas de tipos.** En este sentido, destacan los importantes paquetes anunciados por los gobiernos de Alemania, Reino Unido y Francia.

Revisión y estimación de beneficios

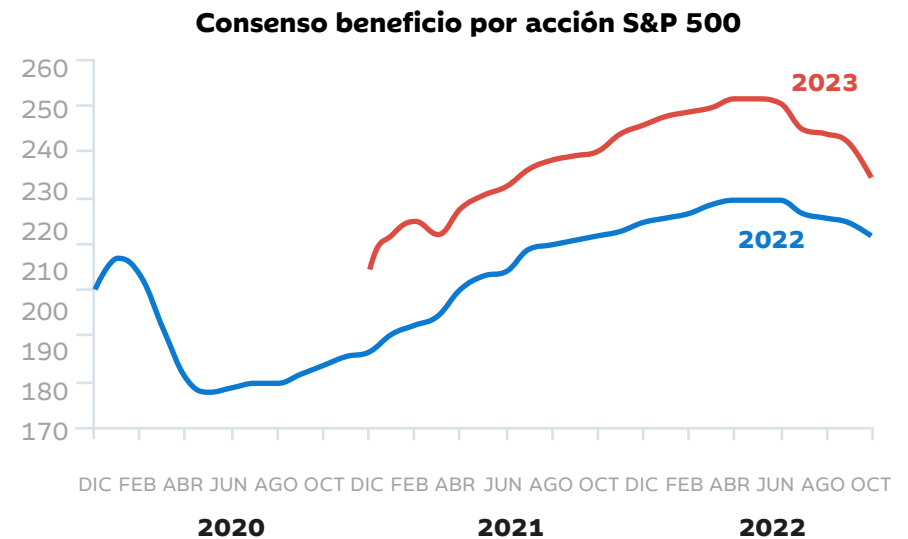
Ya hemos comentado que la presentación de resultados del 3T está siendo más positiva de lo esperado en un clima de pesimismo generalizado, lo que ha ayudado a dar soporte a los mercados.



Fuente: BofA, Ibercaja Gestión

Sin embargo, **si analizamos la ratio de revisiones de beneficios vemos que se está deteriorando**. La ratio de revisión de beneficios mide el número de compañías donde el consenso ha revisado sus estimaciones de beneficios al alza frente al número

de compañías que visto revisadas sus estimaciones a la baja, de tal forma que una ratio de 1 nos indica que se revisan el mismo número de compañías al alza que a la baja. Como podemos observar, **el cociente empeora en todas las geografías, especialmente en EE.UU. y Europa**. La única geografía que se mantiene por encima de 1 es Japón. Esto nos indica que **muy probablemente la presentación de resultados del 4T será peor que la actual**.



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

Esto se confirma con la evolución de los beneficios por acción (BPA) esperados por el consenso para el S&P 500, que lleva desde mitad de año a la baja. Durante las últimas semanas esta tendencia se ha acelerado sobre todo para los BPA del año 2023, lo que pone de manifiesto que a **nivel microeconómico el mercado comienza a descontar un escenario de desaceleración/recesión.**

Lo cierto es que en la actual coyuntura tenemos varias variables que penalizan los resultados de las compañías estadounidenses, ya que tradicionalmente siempre se ha cumplido la siguiente igualdad:

Dólar fuerte + Petróleo caro + Inflación elevada = malos resultados empresariales en EE.UU

Elecciones de medio mandato en EEUU

El próximo 8 de noviembre se celebran las elecciones de medio mandato en EE. UU., que coinciden con la mitad del mandato del presidente Biden. En estas elecciones se eligen la totalidad de los 435 miembros de la Cámara de Representantes

de EE. UU. y 35 de los 100 miembros del Senado. Adicionalmente también se celebran elecciones para gobernador en 35 estados y 3 territorios.

Actualmente Biden tiene la mayoría en ambas cámaras, lo que ha facilitado una primera mitad de su mandato relativamente placida. Sin embargo, según las encuestas puede perder la mayoría hasta en las dos cámaras (Representantes y Senado), lo que limitaría mucho su capacidad legislativa en la segunda parte de su mandato. Entre otras cosas, esto podría afectar a la ayuda militar, logística y de inteligencia que EE. UU. está prestando a Ucrania en la guerra contra Rusia. Además de limitar la capacidad de gasto de la administración Biden en nuevos planes de estímulo fiscal.

Por otro lado, estas elecciones también serán relevante para perfilar al potencial candidato para las elecciones presidenciales de dentro de dos años, especialmente en el Partido Republicano. Si en un gran número de estados son elegidos como gobernador candidatos promocionados por Donald Trump, es posible que este vuelva a reunir los apoyos necesarios para presentarse como candidato a presidente.

XX Congreso del Partido Comunista Chino

Xi Jinping ha sido reelegido como secretario del PCCh para un tercer mandato en el XX Congreso del Partido Comunista Chino, convirtiéndose en el líder chino con más poder desde la época de Mao Zedong. Es probable que durante los próximos meses vayamos conociendo más información sobre en qué hitos quiere Xi Jinping concentrarse durante este mandato. Pero podemos destacar varias conclusiones:

- ✓ Xi Jinping ha conseguido que todos los miembros del comité permanente del Politburó sean leales a él. Excluyendo a aquellos que provienen de facciones más más aperturistas. Lo que sugiere que la prosperidad económica ya no es tan prioritaria frente al poder del partido.
- ✓ Las políticas de COVID-cero van a continuar, aunque con cierta flexibilización. Esto reduce la probabilidad de que la economía china sirva como motor de crecimiento global durante los próximos meses.

Con sus alusiones a la reunificación con Taiwan, parece que Xi Jinping quiere adelantar ese

objetivo para que forme parte de su legado. China nunca ha renunciado al uso de la fuerza. Unas mayores hostilidades darán lugar a mayores tensiones con EE. UU. y, por tanto, un menor comercio internacional.

El índice Hang Seng ha vuelto a los niveles no vistos desde la crisis financiera de 2008, lo que pone de manifiesto que los mercados desconfían de la centralización del poder en la figura de Xi Jinping y consideran que China ha perdido cierto grado de “invertibilidad”



Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

Conoce nuestro posicionamiento

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Renta Fija

+

→

Niveles atractivos de rentabilidad que nos mantienen positivos en el medio plazo.

Deuda Pública

++

→

Oportunidades de compra en periféricos a niveles atractivos.

Renta Fija Privada

Grado de inversión

+

→

Niveles atractivos en compañías de buena calidad crediticia.

Baja calidad crediticia

N

→

Buenos resultados, pero seguimos cautos en compañías apalancadas.

Renta Variable

N

→

Las incertidumbres macroeconómicas y desaceleración en el crecimiento de beneficios esperados para el año que viene nos hacen ser cautos.

EE.UU



N

→

Si bien el momento del pivote está mas cerca, seguimos viendo a la Fed aplicando políticas restrictivas que ponen un tope al mercado.

Europa



N

→

La crisis energética y una inflación que no da tregua siguen impactando negativamente en la confianza del consumidor europeo.

Emergentes



N

→

Los rumores sobre la relajación de las políticas Cero-Covid en China favorecen a la región asiática, pero aún no hay un comunicado oficial al respecto.

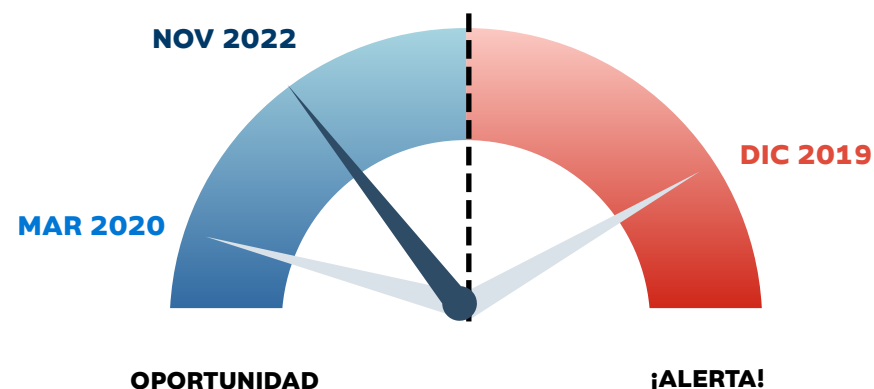
Perspectivas: Más negativa -- - N + ++ Más positiva

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Durante el mes de **octubre**, hemos vivido una **recuperación de los mercados alentada principalmente por la expectativa de que pudiéramos ver ya un techo cercano en el ritmo de subida de tipos por parte de los Bancos Centrales**, en un contexto donde el sentimiento de mercado estaba bastante deprimido.

Nuestro indicador se sitúa en una zona más neutral: a lo largo del mes, la ratio de sentimiento ha mejorado ampliamente; asimismo, los inversores han deshecho coberturas de cartera, lo que ha llevado a un aumento en los flujos de inversión hacia activos de mayor riesgo, especialmente high yield y renta variable.

Ya alertábamos de que todavía no veíamos un catalizador claro para ese cambio de tono de mercados, y hemos visto como la Reserva Federal en su reunión de principios de noviembre volvía a truncar esa expectativa. Mientras tanto, el mercado seguirá en una fase bastante lateral, con recuperaciones y retrocesos, típicos de esta fase de mayor incertidumbre, por lo que nuestra recomendación sigue siendo la de **cautela y el mantenimiento de una posición más defensiva de carteras**.



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



Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Global, Ibercaja Bolsa USA
Finalista Mejor Gestora de Fondos de Pensiones

EL BANCO DEL *vamos*