



FONDOS IBERCAJA

**¿Qué podemos
esperar ahora
de los mercados
tras un primer
semestre alcista?**

Nº 37. JULIO 2023



EL BANCO
DEL
Vamos



Evolución de los activos financieros

Junio completa un **semestre** de **recuperación** de los mercados financieros, curando parte de las heridas sufridas en 2022. En general, a más riesgo, tanto de renta fija como de renta variable, mayor ha sido la recuperación. La lectura positiva es que los productos más conservadores tienen todavía camino por recorrer, ya que las rentabilidades internas de las carteras de renta fija dan un soporte muy interesante, superior a los que tenían a principio de año en los de carteras con vencimientos más próximos.

A destacar:

- ✓ La **renta variable sigue en modo “risk on”**, liderada en el mes por el mercado americano y el japonés. Los mercados emergentes vuelven a quedarse atrás, a pesar del buen resultado de Latinoamérica. En el semestre, las rentabilidades son de **doble dígito en Japón, EE.UU, la Zona Euro y Latinoamérica**. China y Hong Kong son los mercados importantes en números rojos.

Comportamiento principales activos financieros

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
D. Pub L/P EUR 16,8%	Bitcoin 36,2%	Bitcoin 120,3%	Bitcoin 1375,1%	D. Pub C/P USA 1,6%	Bitcoin 94,8%	Bitcoin 305,1%	Bitcoin 59,8%	Brent 13,8%	Bitcoin 83,7%
Nasdaq 13,4%	Nasdaq 5,7%	Brent 11,4%	RV Emergentes 34,3%	D. Pub L/P EUR 1,4%	Nasdaq 35,2%	Nasdaq 43,6%	Brent 27,1%	D. Pub C/P USA -3,6%	Nasdaq 31,7%
RV USA 11,4%	RV Europa 3,8%	RV USA 9,5%	Nasdaq 28,2%	D. Pub L/P USA 0,9%	RV USA 28,9%	RV USA 16,3%	RV USA 26,9%	D. Pub C/P EUR -4,8%	RV Europa 16,0%
D. Pub L/P USA 8,6%	D. Pub L/P EUR 1,9%	RF HY Eur 9,1%	RV USA 19,4%	D. Pub C/P EUR -0,1%	RV Europa 24,8%	RV Emergentes 15,8%	Nasdaq 21,4%	EUR USD -5,8%	RV USA 15,9%
RF IG Eur 8,3%	D. Pub L/P USA 1,6%	RV Emergentes 8,6%	EUR USD 14,1%	RF IG Eur -1,1%	RV Emergentes 15,4%	D. Pub L/P USA 10,0%	RV Europa 21,0%	RF HY Eur -11,5%	RF HY Eur 4,4%
RF HY Eur 5,5%	RF HY Eur 0,8%	Nasdaq 7,5%	RF HY Eur 6,7%	RF HY Eur -3,6%	RF HY Eur 11,3%	EUR USD 8,9%	RF HY Eur 3,3%	RV Europa -11,7%	RV Emergentes 3,5%
D. Pub C/P EUR 1,7%	D. Pub C/P EUR 0,7%	RF IG Eur 4,8%	RV Europa 6,5%	Nasdaq -3,9%	D. Pub L/P USA 8,4%	D. Pub L/P EUR 4,5%	D. Pub C/P USA -0,6%	RF IG Eur -13,9%	D. Pub L/P EUR 3,0%
RV Europa 1,2%	D. Pub C/P USA 0,5%	D. Pub L/P EUR 3,8%	D. Pub L/P USA 2,5%	EUR USD -4,5%	D. Pub L/P EUR 6,7%	D. Pub C/P USA 3,1%	D. Pub C/P EUR -0,7%	D. Pub L/P USA -14,7%	RF IG Eur 2,0%
D. Pub C/P USA 0,6%	RF IG Eur -0,4%	D. Pub L/P USA 1,0%	RF IG Eur 2,4%	RV USA -6,2%	RF IG Eur 6,3%	RF HY Eur 2,8%	RF IG Eur -1,0%	D. Pub L/P EUR -19,1%	EUR USD 1,9%
RV Emergentes -4,6%	RV USA -0,7%	D. Pub C/P USA 0,9%	D. Pub L/P EUR 1,2%	Brent -13,0%	Brent 5,4%	RF IG Eur 2,6%	D. Pub L/P EUR -2,8%	RV USA -19,4%	D. Pub L/P USA 1,6%
EUR USD -12,0%	EUR USD -10,2%	RV Europa 0,7%	Brent 0,7%	RV Europa -14,3%	D. Pub C/P USA 3,6%	D. Pub C/P EUR 0,0%	D. Pub L/P USA -3,1%	RV Emergentes -22,4%	D. Pub C/P USA 1,0%
Brent -17,0%	RV Emergentes -17,0%	D. Pub C/P EUR 0,4%	D. Pub C/P USA 0,4%	RV Emergentes -16,6%	D. Pub C/P EUR 0,3%	Brent -3,5%	RV Emergentes -4,6%	Nasdaq -33,1%	D. Pub C/P EUR 0,5%
Bitcoin -57,5%	Brent -24,7%	EUR USD -3,2%	D. Pub C/P EUR -0,3%	Bitcoin -73,8%	EUR USD -2,2%	RV Europa -5,1%	EUR USD -6,9%	Bitcoin -64,3%	Brent -10,0%

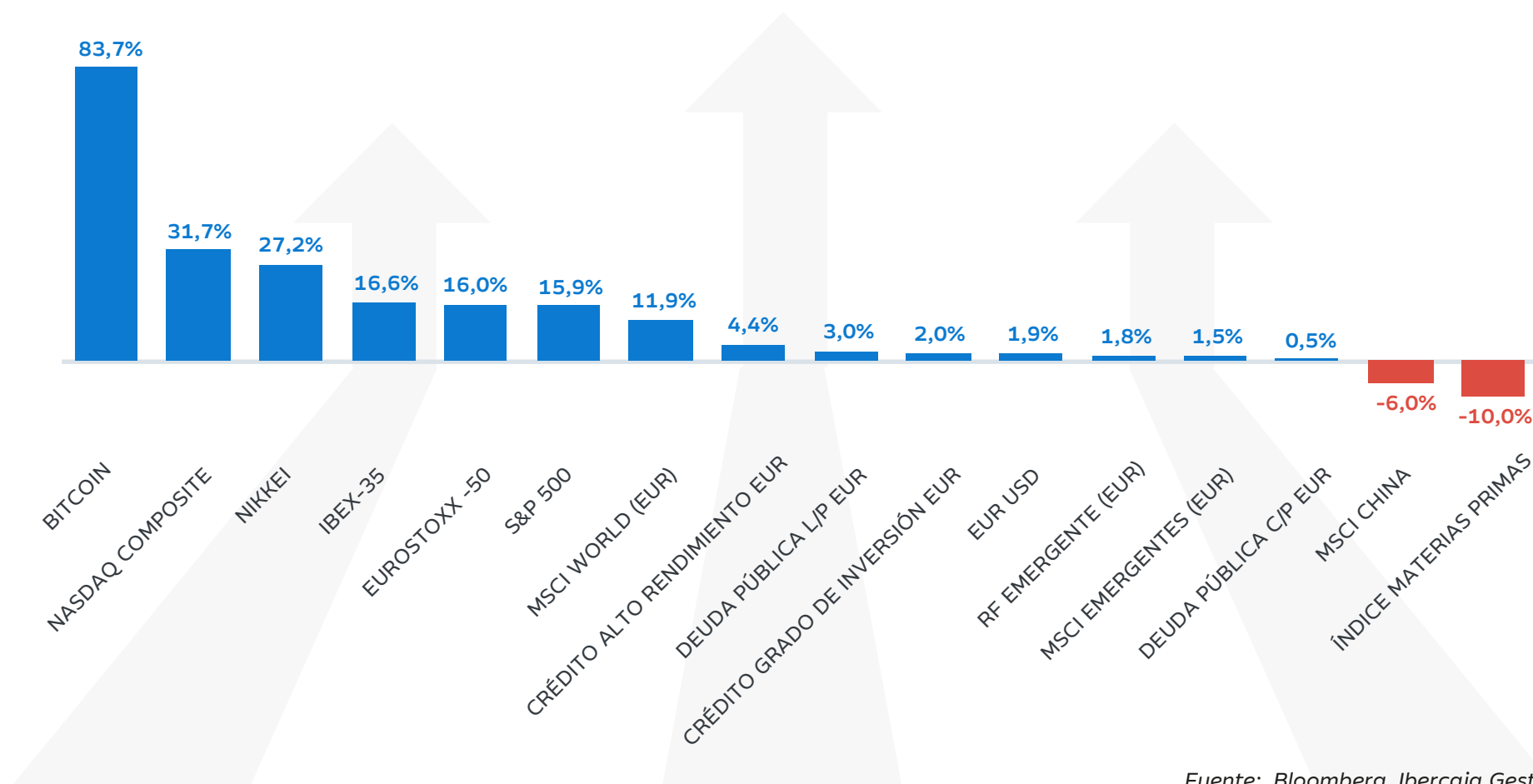
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

- ✓ Por **sectores**, en junio se ha ampliado el número de los que lideran el mercado y estos tienen un corte más cíclico: consumo discrecional, industriales y materias primas son los que más avanzan. En lo que va de **año, tecnología, servicios de comunicaciones y consumo discrecional tiran con fuerza** de los índices.
- ✓ **El euro se fortalece en junio**, para completar un primer semestre en el que se ha depreciado frente a la libra y al franco suizo, pero fortalecido frente al dólar, el yen y las monedas escandinavas.
- ✓ Los datos de **inflación** y los movimientos de los **bancos centrales siguen presionando** las curvas de **deuda pública** europeas en prácticamente **todos los tramos**. Aun así, en

el semestre, las rentabilidades de nuestros fondos son positivas y superiores cuanto mayor la duración del producto (en general).

- ✓ Los **diferenciales de crédito** de compañías se mantienen **estables** para las de **grado de inversión** y se estrechan para las de más riesgo. Desde diciembre, la aportación de este componente ha sido positiva en ambos casos.
- ✓ Los precios de las **materias primas recuperan en junio** aunque en el conjunto del año, el pesimismo cíclico ha pesado en el comportamiento de las materias primas; el índice CRB All commodities cae un 10%.

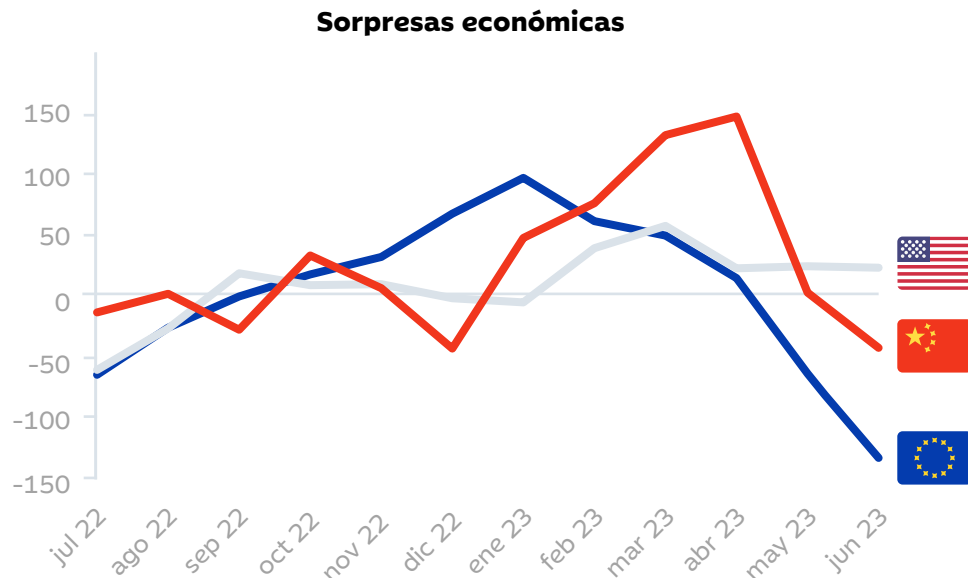
Comportamiento activos financieros - Primer semestre 2023



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

La recesión que no llega.

Este mes hemos visto claudicar a los economistas de Bank of America sobre sus estimaciones de crecimiento del PIB americano. Han pospuesto de nuevo la recesión para la primera mitad de 2024; y decimos de nuevo porque es lo mismo que hicieron hace 6 meses. Los datos oficiales también van incorporando el mejor inicio de año en sus cálculos.

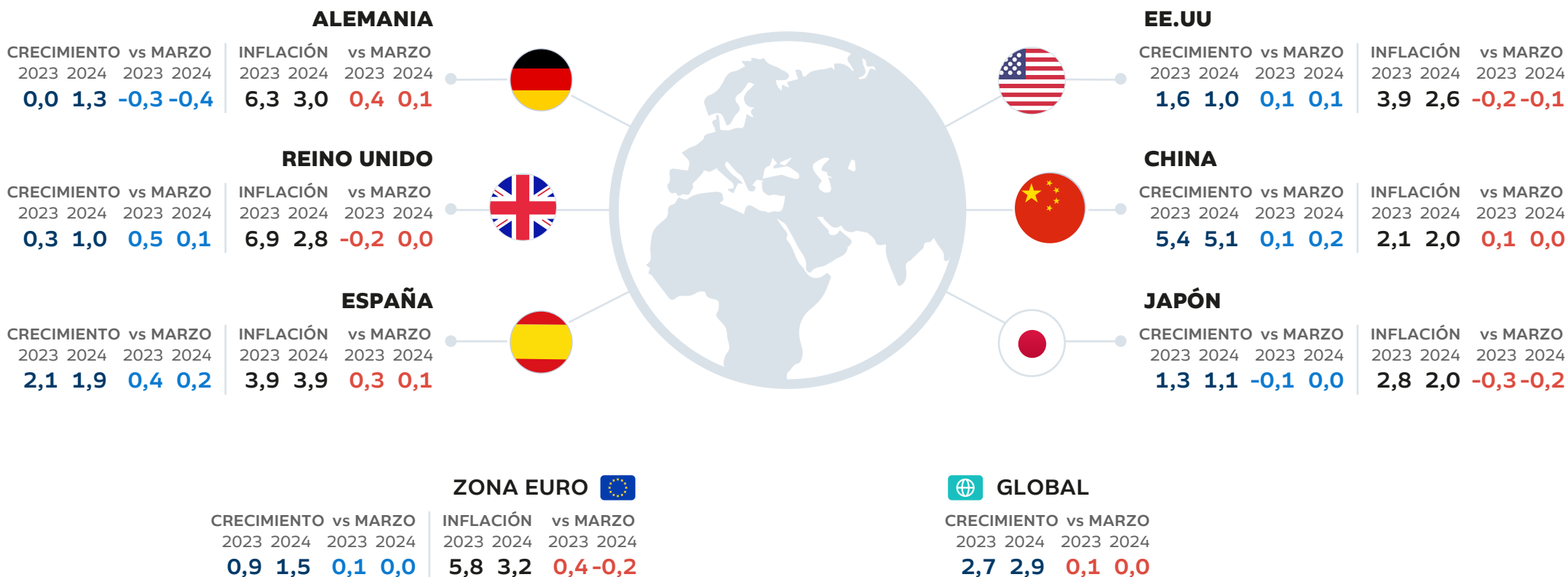


Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Esta vez ha sido la OCDE la que ha actualizado su cuadro macro. En conjunto, un poco más de crecimiento en 2023, aunque las alegrías van por barrios: las **revisiones de la economía alemana son a la baja**, lo que impacta en el momentum de la zona euro; las sorpresas en los **últimos datos de China tampoco confirman la buena evolución del primer trimestre; y solo en EE.UU. los datos mantienen la velocidad de crucero.**

Ante nosotros tenemos un ejemplo de libro de que en el **mercado financiero no sólo hay que acertar lo que va a pasar, sino que hay que acertar cuando va a pasar. Y, hasta ahora, fallar en 6 meses ha supuesto perderte todo el importante rally de los mercados bursátiles** desde octubre. Adicionalmente, no es lo mismo que se produzca un aterrizaje suave (una desaceleración del crecimiento), una recesión corta o una recesión prolongada, porque los mercados han reaccionado en el pasado de distinta forma en cada una de las situaciones.

Estimaciones OCDE Crecimiento PIB e Inflación General (% , media anual)



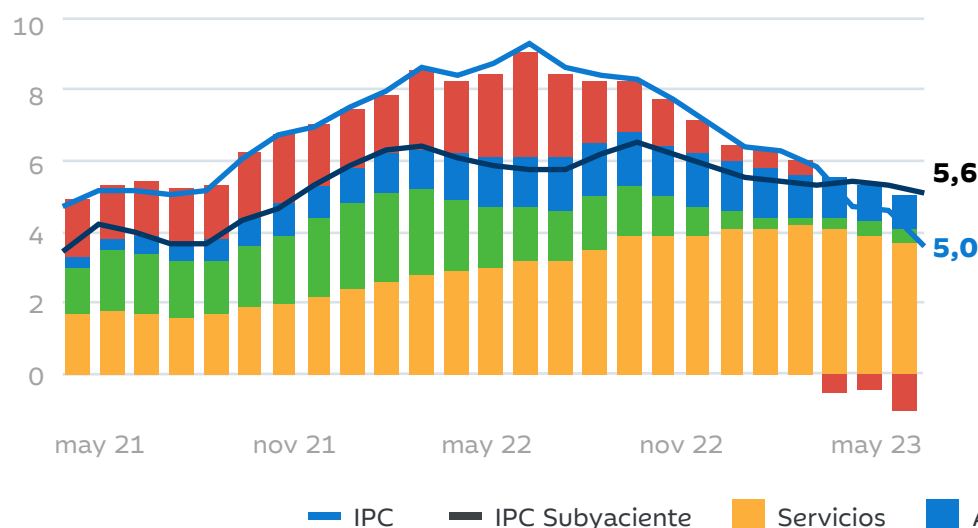
■ Crecimiento ■ Variaciones respecto previsiones Marzo 2023 ■ Inflación ■ Variaciones respecto previsiones Marzo 2023

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

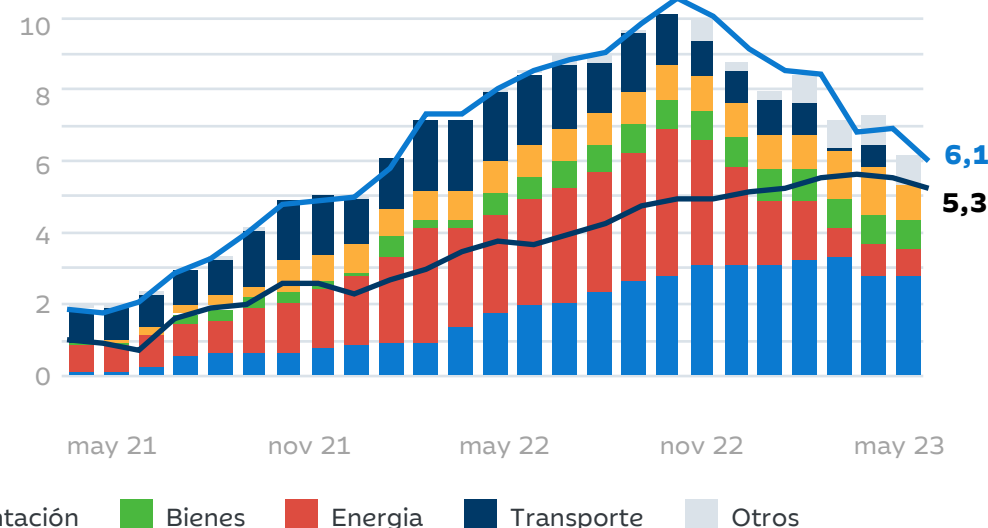
A riesgo de simplificar, **la principal diferencia entre un aterrizaje suave y una recesión es el comportamiento del empleo**. Si se destruyen puestos de trabajo a una determinada velocidad, se producen efectos en cadena que aceleran la caída de actividad y provocan las recesiones. Si **la destrucción es moderada, podemos seguir retrasando la gran temida recesión y seguir apostando por un buen comportamiento de los**

mercados. Cuanto más tiempo aguante la economía, más se habrán relajado los datos de inflación (salvo sorpresa) permitiendo **mayor capacidad de maniobra a la reserva federal** para que la recesión no sea prolongada. Aunque en este caso, los mercados seguro que se ponen nerviosos inicialmente, el famoso “pivot” de la Fed podrá producirse y dará el pistoletazo a un nuevo ciclo alcista.

IPC EE.UU por componentes 



IPC Zona Euro por componentes 



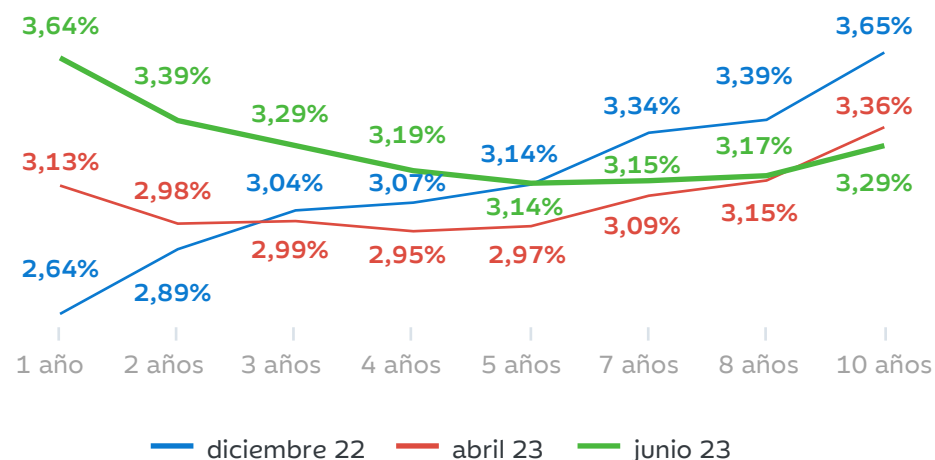
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

470 subidas de tipos en los últimos dos años.

No las hemos contado. Lo hace Michael Hartnett, estratega global de Bank of America, por nosotros. En **2023**, el tanteo es de **88 subidas Vs 17 recortes**, algo más igualado. En junio, han subido tipos el BCE, el Banco de Inglaterra, el de Noruega, el de Suecia y el de Suiza; el mensaje de la Fed fue restrictivo, a pesar de no mover sus referencias; y solamente, Japón, que no ha realizado cambios, y China, que ha recortado en 0,1% sus referencias a 1 día, 1 año y 5 años, han sido “suaves” en sus discursos.

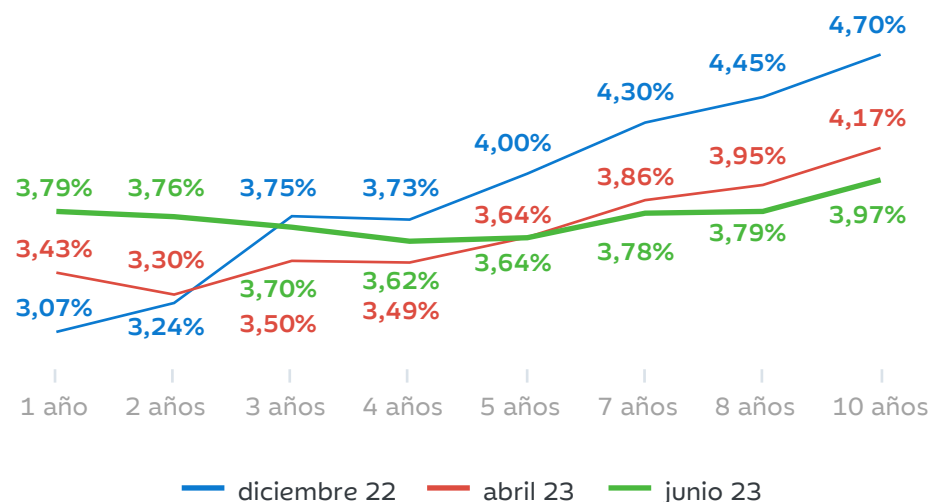
En este contexto, las **curvas de rentabilidad de la Deuda Pública se mueven al alza en los principales mercados.**

Curva deuda pública española



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Curva deuda pública italiana



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

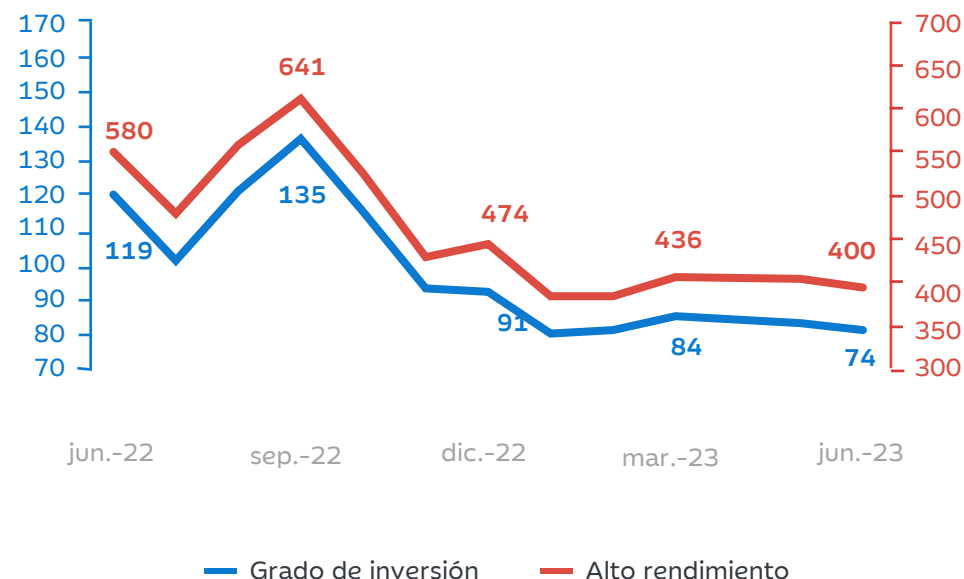
En el conjunto del año, tenemos que hablar de un **aplanamiento-inversión de las curvas**, que ha provocado un mejor comportamiento de los tramos largos que de los vencimientos a corto y medio plazo. La curva italiana es la que mejor rendimiento da en este primer semestre, ya que la prima de riesgo del país se ha estrechado ante el comportamiento ortodoxo del gobierno italiano en materias económicas.

El crédito corporativo tampoco anticipa la recesión.

Los diferenciales que ofrece la **renta fija privada** respecto a las curvas del mercado interbancario **siguen sin mostrar signos de estrés**. Desde los máximos de septiembre pasado la senda es claramente bajista, a pesar de los efectos que todas las subidas de tipos de interés puedan tener en los costes de refinanciación de las empresas. Destaca, sobre todo, el buen comportamiento de las compañías más apalancadas donde las reducciones de diferenciales han sido más significativas.

No obstante, la dispersión de comportamientos dentro del sector es importante, con casos de empresas que ya encuentran graves problemas de refinanciación. **La buena selección y la gestión activa de las posiciones se vuelve esencial en estas situaciones de empeoramiento del cuadro macro como el que creemos que tenemos por delante.**

Diferenciales de crédito Euro 





Perspectivas económicas a tener en cuenta

Hace 3 meses, EE.UU. estaba inmerso en una crisis bancaria con visos de acelerarse, mientras Europa estaba disfrutando del alivio de un invierno mejor de lo temido y China estaba en su luna de miel post reapertura tras las políticas de Covid 0. Un trimestre más tarde, tan solo la economía americana ha aguantado el tipo, pero es suficiente para que **las previsiones de crecimiento global no se hayan modificado en exceso.**

En términos de precios, el buen comportamiento de los precios energéticos ha permitido que se relajen las expectativas de inflación general en Europa para final de año, pero permanecen en niveles similares a las previstas hace 3 meses en EE.UU. y han empeorado en Reino Unido, Australia o Japón.

En conjunto, a pesar del buen comportamiento reciente en EE.UU. y la Zona Euro, **los bancos centrales no han dado por concluida su guerra contra la inflación y han sorprendido al alza,** en general, en sus decisiones de **política monetaria.**

Escenario Macro



Escenario macro

El escenario en el que nos vamos a mover en el segundo semestre no difiere mucho del que preveíamos en marzo, por lo que nuestra posición de cautela no cambia. Si acaso, el camino de subidas de tipos está todavía más avanzado y el soporte de las carteras de renta fija de corto plazo es aún más interesante de lo que era a principios de año.

Posicionamiento de inversión



Renta Fija

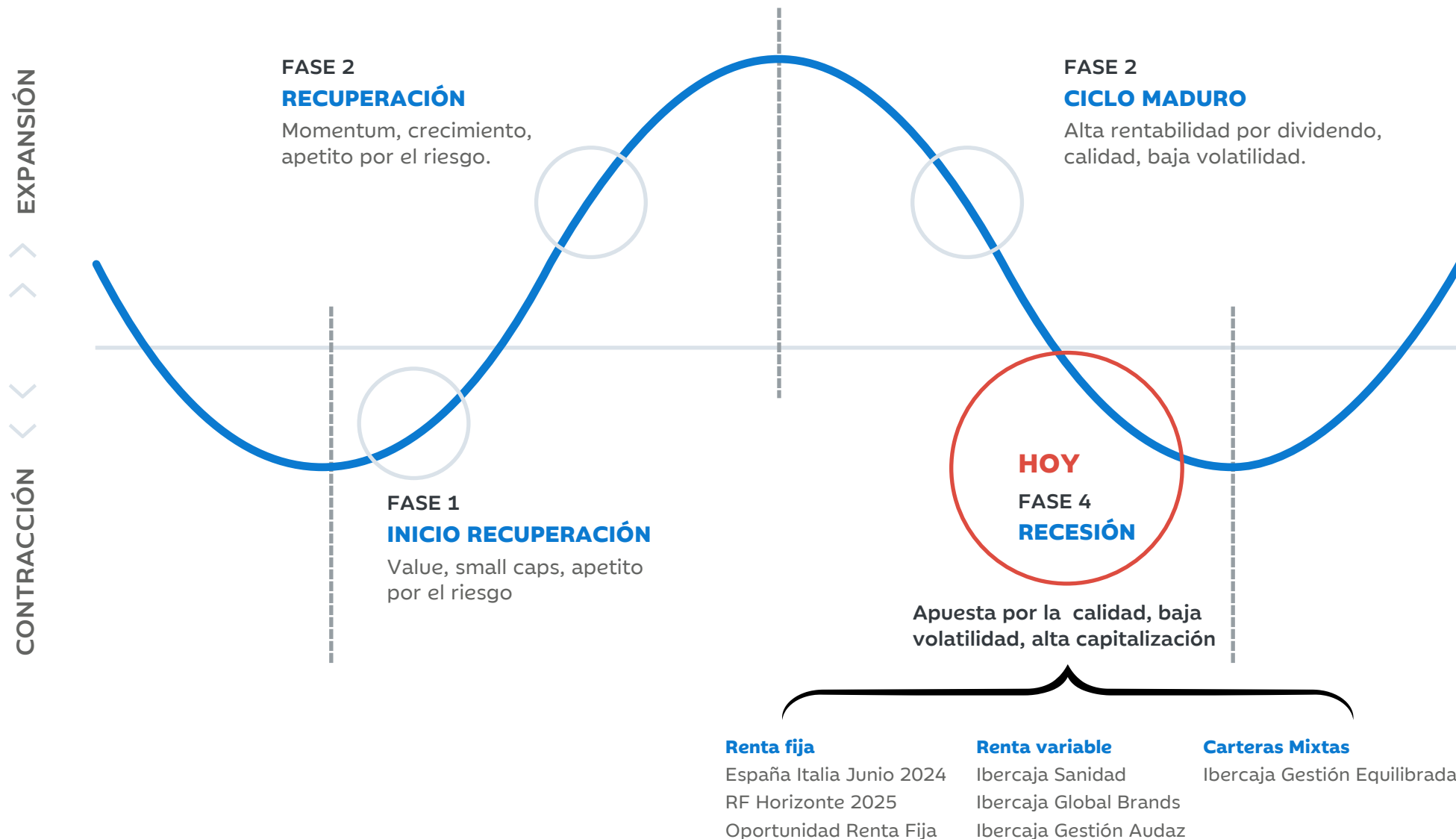
Creemos que estamos ante un **gran momento para tomar posiciones en renta fija**, tanto pública como privada. **Los tramos hasta dos años son especialmente interesantes** para clientes que quieran obtener rentabilidad para sus ahorros sin tener mucha volatilidad.



Renta Variable

En renta variable nos mantenemos cautos porque creemos que todo el endurecimiento monetario de los últimos trimestres se debería manifestar en los datos de actividad de la segunda mitad de año. Además, **la subida de este año viene explicada al 100% por un encarecimiento del mercado en términos de ratio de precios sobre beneficios esperados pagado**. Las estimaciones de beneficios para 2024 también son demasiado optimistas, difíciles de cumplir en un escenario de menor crecimiento nominal y presión en salarios. Los **indicadores de sentimiento muestran una complacencia en máximos de los últimos meses**, que hacen que una corrección a corto plazo sea bastante probable.

¿Cómo posicionarnos en este momento del ciclo?



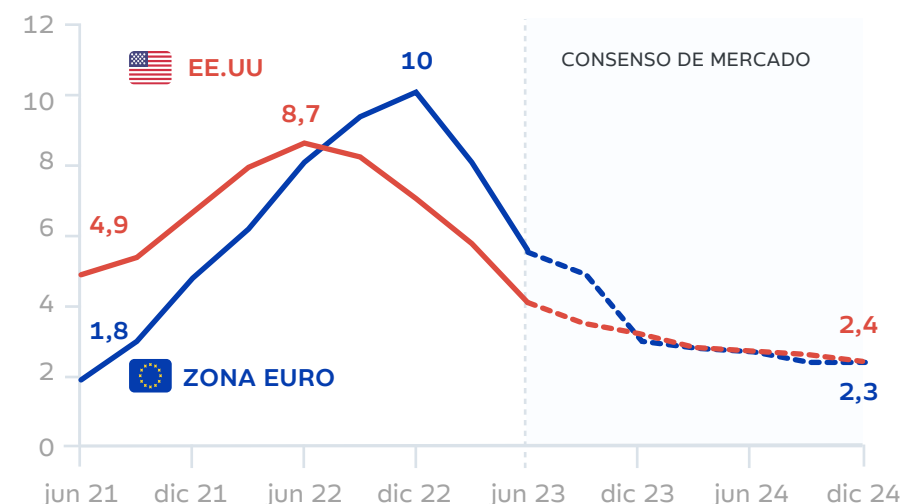
Fuente: Ibercaja Gestión

La inflación se relajará, pero ¿será suficiente para los Bancos Centrales?

En sus últimas reuniones tanto la Fed como el BCE han revisado sus estimaciones de inflación para finales de año al alza: **en EE.UU. esperan una subyacente al 3,9% interanual y en la Zona Euro, un 5%.** Implícitamente, nos están diciendo que el ritmo mensual de inflación debería estar en el 0,3% en el caso americano y en el 0,4% en el caso europeo.

Las últimas medias trimestrales se sitúan en una décima por encima aproximadamente en ambas zonas, utilizando datos desestacionalizados. Es decir, **las autoridades monetarias prevén una caída moderada en el ritmo de subidas de precios y han dejado entrever que necesitan un escalón de desaceleración adicional para cambiar su sesgo alcista de política monetaria.** Si se produce, podríamos tener menor presión de los bancos centrales, lo que darían soporte al mercado.

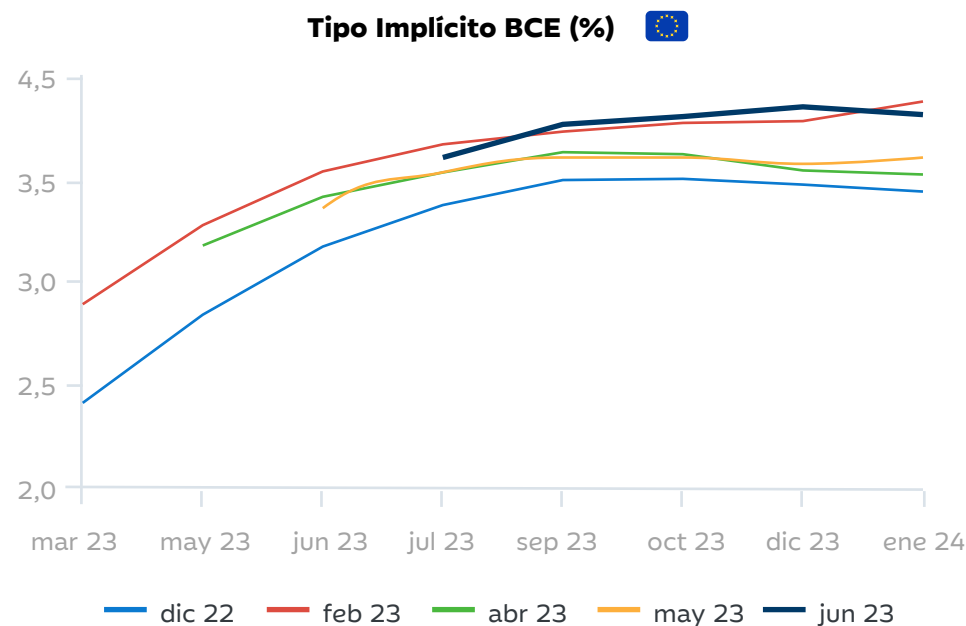
IPC EE.UU vs Zona Euro y Previsiones



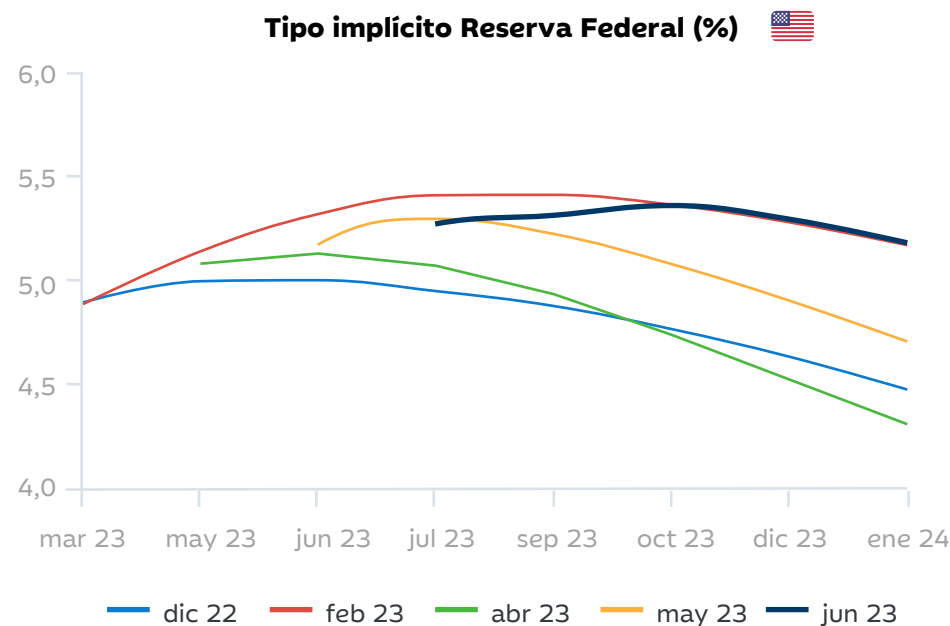
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

De momento, indicadores adelantados como la previsión de inflación de la Reserva Federal de Cleveland no marcan esa desaceleración, lo que nos reitera en nuestra visión cautelosa.

Por su lado, en el mercado, tanto las **previsiones de tipos en la Zona Euro como en EE.UU han vuelto a los niveles de febrero**, antes de los problemas del sistema bancario americano. Según el modelo de Bloomberg, el **mercado anticipa una subida de 0,25% en la próxima reunión del BCE del 27 de julio (89% de probabilidades) y otra más en su reunión del 14 de septiembre (68%)**. Del mismo modo, el mercado anticipa una subida de tipos en la reunión de **la FED del 26 de julio (85% de probabilidades) y mantenimiento en la reunión del 20 de septiembre (74%)**.



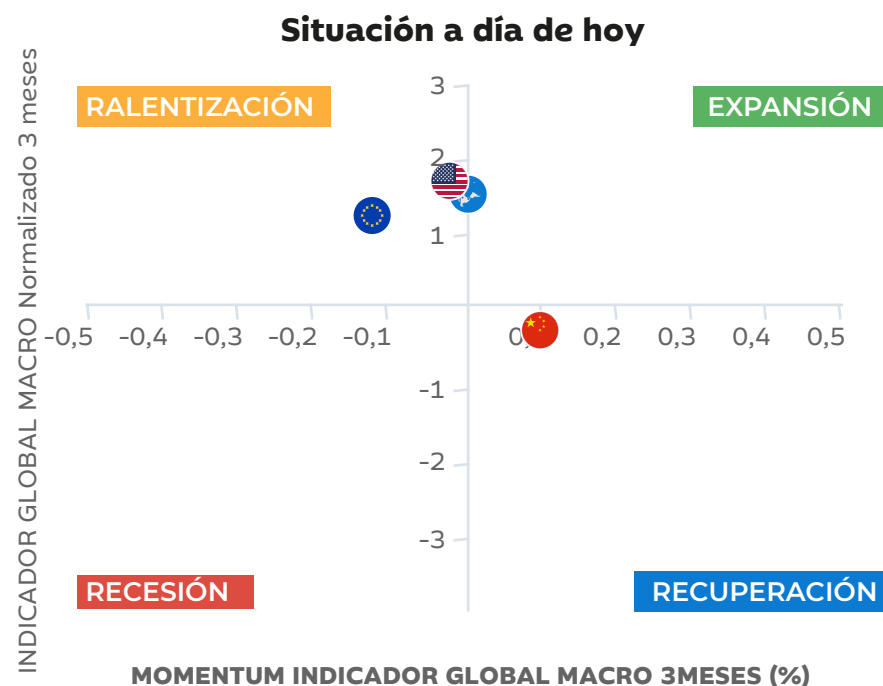
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.



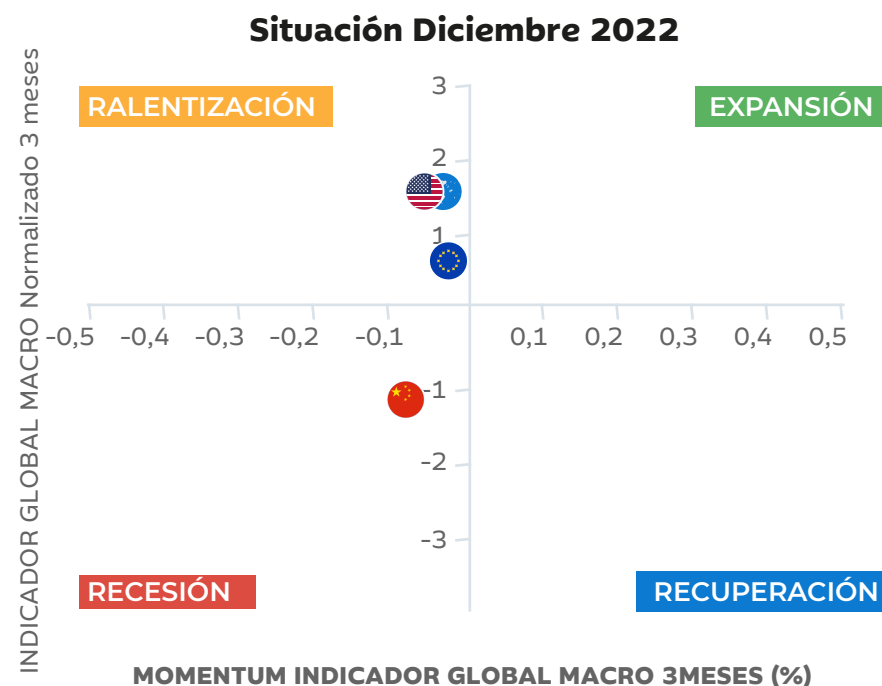
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Ralentización, pero no recesión

La **fortaleza de los mercados laborales** nos hace pensar en una **desaceleración de la actividad sin llegar a entrar en una recesión severa**. El efecto de todas las subidas de tipos de los últimos 18 meses está todavía por verse en toda su magnitud, pero mientras la masa salarial siga creciendo, el consumo puede aguantar sin que se produzca el círculo vicioso que provoca las recesiones. Tendremos que seguir muy de cerca los datos de **peticiones de desempleo en EE.UU.** como indicador adelantado de esa destrucción de empleo. En las **últimas semanas**, se han desplazado hacia **niveles de 260.000**, pero no son para nada niveles alarmantes desde un punto de vista de medio plazo. Denis Jose, estratega de BNP Exane, establece los **320.000 como la cifra a partir de la cual deberíamos empezar a preocuparnos**.



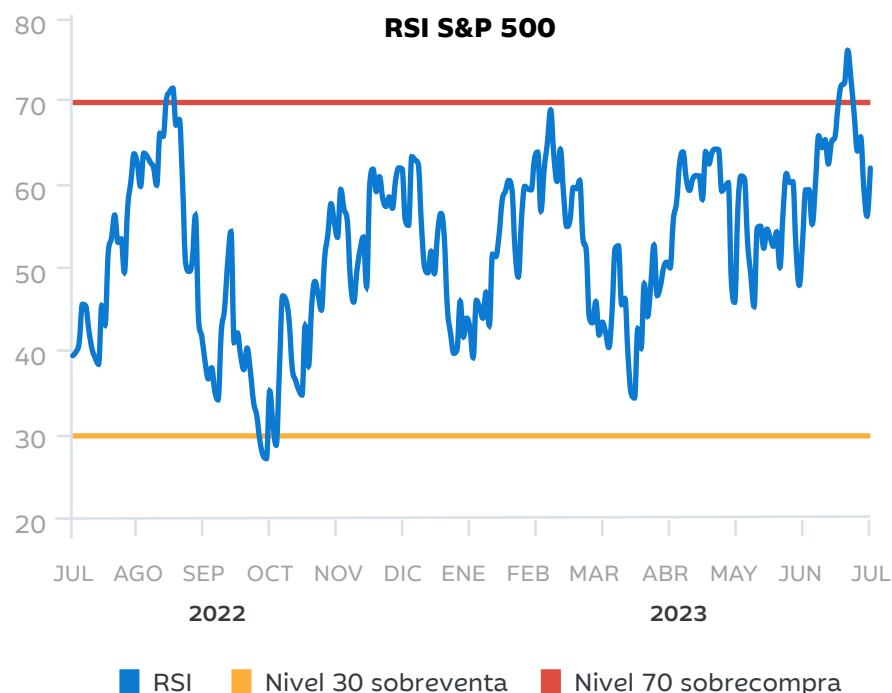
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.



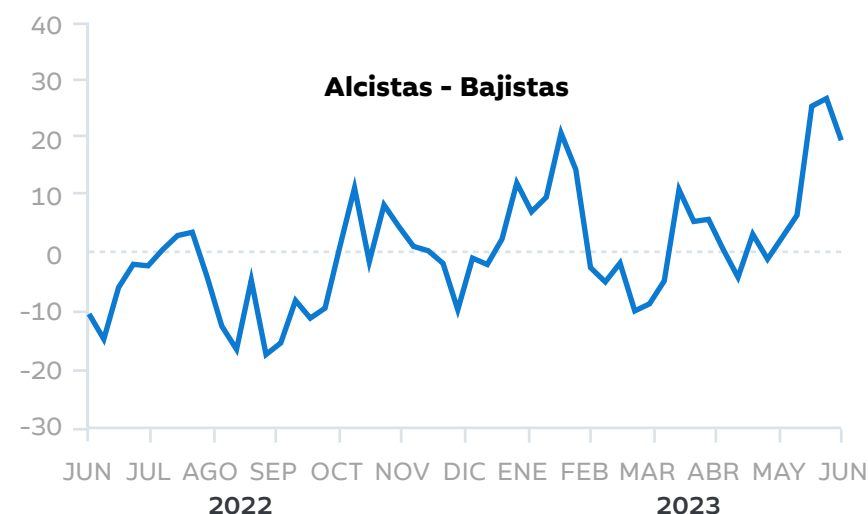
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

“Recession fatigue”

Como siempre estamos en un juego de expectativas, no es lo mismo enfrentarse a datos malos cuando todo el mercado está posicionado de manera cauta que cuando el grado de complacencia es elevado. El comportamiento de mayo, con la fuerte subida de las compañías relacionadas con la inteligencia artificial, y el de junio, en el que los sectores cíclicos han tenido un buen comportamiento, muestra una cierta fatiga en el mercado hacia la retórica de la recesión inminente e inevitable, que queda reflejada en varios indicadores de sentimiento que se colocan claramente en **zona de sobrecompra**.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.



Fuente: AAll, Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Conoce nuestro posicionamiento

		Perspectivas	Variación	A tener en cuenta
Renta Fija		+	→	Oportunidades después de los repuntes en deuda pública desarrollada y crédito grado de inversión de estos países.
Deuda Pública		++	→	La parte corta de la curva de países europeos continúa siendo atractiva.
Renta Fija Privada				
Grado de inversión		+	→	Las compañías menos apalancadas y con balances sólidos son las ganadoras en momentos de incertidumbre.
Baja calidad crediticia		N	→	Los datos macroeconómicos pueden afectar a aquellas compañías más dependientes del ciclo económico y con mayor nivel de deuda.
Renta Variable		N	→	El deterioro macroeconómico que anticipamos, junto a un sentimiento con signos de mayor euforia nos hace ser cautos de cara a los próximos meses.
EE.UU		N	→	La bolsa norteamericana sigue siendo la que presenta una valoración más exigente, pero su distribución sectorial le puede favorecer en relativo en un entorno de desaceleración económica como el que prevemos.
Europa		-	↓	Su perfil más cíclico le puede perjudicar ante una desaceleración económica, que preveemos más intensa, junto a unas condiciones financieras más restrictivas.
Emergentes		N	↓	China se recupera mas lento de lo esperado. A medio plazo sigue siendo el área con mayores perspectivas de crecimiento. India continua con su fuerte crecimiento.

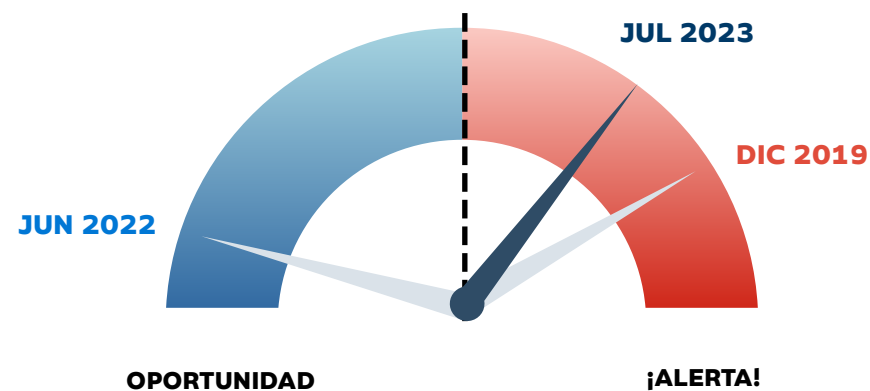
Perspectivas: Más negativa -- - N + ++ Más positiva

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

La presión de los tipos de interés sigue sin deteriorar el sentimiento en bolsas y crédito, que cuentan con el apoyo de la resiliencia cíclica en EE.UU. Así, nuestro indicador cada vez va acercándose hacia una zona de mayor complacencia.

Destacamos los siguientes puntos:

- ✓ En cuanto a **sentimiento de mercado**, el ratio se está volviendo muy alcista, lo que muestra ciertos signos de euforia en sentimiento.
- ✓ Los **flujos de inversión** de forma paralela se han incrementado a lo largo del mes.
- ✓ En cuanto a **posicionamiento**: ahora ya de una forma más clara se ha incrementado, tanto por parte de los inversores en fondos de control de la volatilidad, que ya han aumentado sus posiciones hasta niveles medios históricos, como a través de exposición directa.
- ✓ Por último, los **indicadores de mercado** siguen en niveles de cierto stress especialmente cuando comparamos el mercado de renta variable frente a la renta fija.



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.



**Ibercaja Dividendo Global
Mejor Fondo de Inversión
de 2022**



**Finalista Mejor Gestora de
Fondos de Pensiones**

EL BANCO DEL *vamos*