



FONDOS IBERCAJA

La inflación sigue marcando el ritmo de los bancos centrales

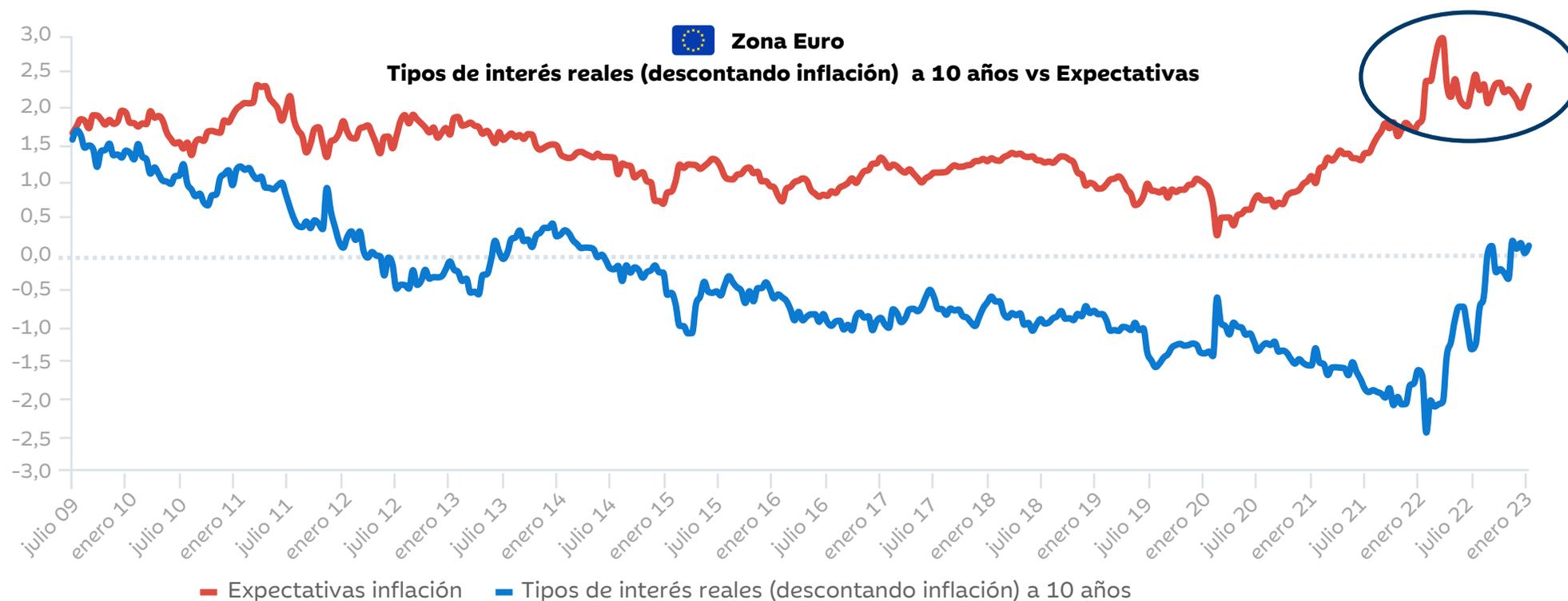
Nº 33. MARZO 2023

Evolución de los activos financieros

Después de un explosivo inicio de año en todos los activos financieros, en febrero el mercado se ha visto frenado por nuevas incertidumbres: las **cifras de actividad**, en general, **han sido ligeramente mejores** de las previstas, pero los datos de precios que vamos conociendo indican que es posible **que la inflación se quede aquí más tiempo de lo que se esperaba.**

Las expectativas de inflación a futuro han repuntado de nuevo hacia la zona del 2,5% (tanto en Zona Euro como en EE.UU.), lo que vuelve a incomodar a los Bancos Centrales. En este escenario, los inversores han vuelto a poner en precio escenarios de actuación algo más agresivos y restrictivos por parte de las autoridades monetarias.

En definitiva, la cautela ha vuelto a los mercados, tal como advertíamos que podía suceder el mes pasado; un comportamiento más racional, por otra parte, conforme al escenario macro y micro que estamos previendo para los próximos meses y que sirve para lograr una consolidación de los niveles de mercado.



Pese a que las expectativas de inflación se han moderado desde los máximos de 2022, todavía se encuentran en niveles históricamente altos. Por su parte, el tipo de interés a 10 años descontando la inflación, se sitúa en niveles próximos al 0%.

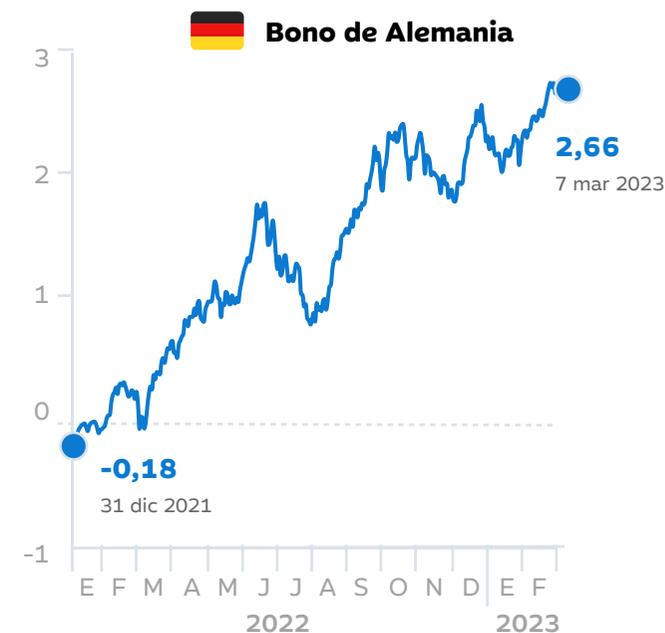
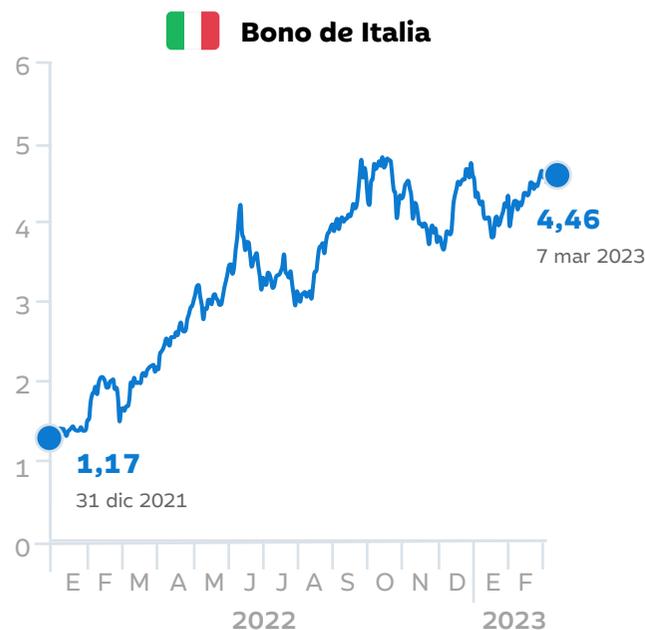
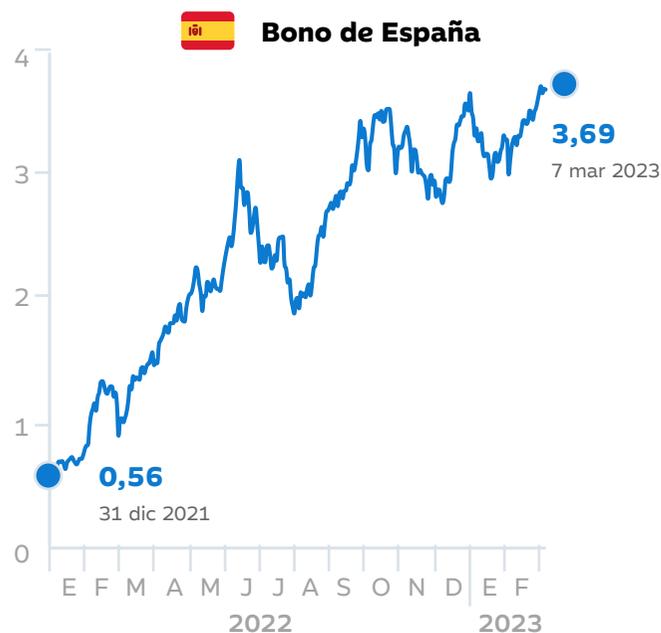
1. Mercados de Renta Fija

DEUDA PÚBLICA

La rentabilidad de las curvas vuelve a niveles máximos. La TIR del bono a 10 años se aproxima al 4% en EE.UU., al 2,65% en Alemania, mientras el bono español supera el 3,6% y el italiano el 4,5% de rentabilidad; es decir, a niveles muy similares a los que vivíamos a final de 2022.

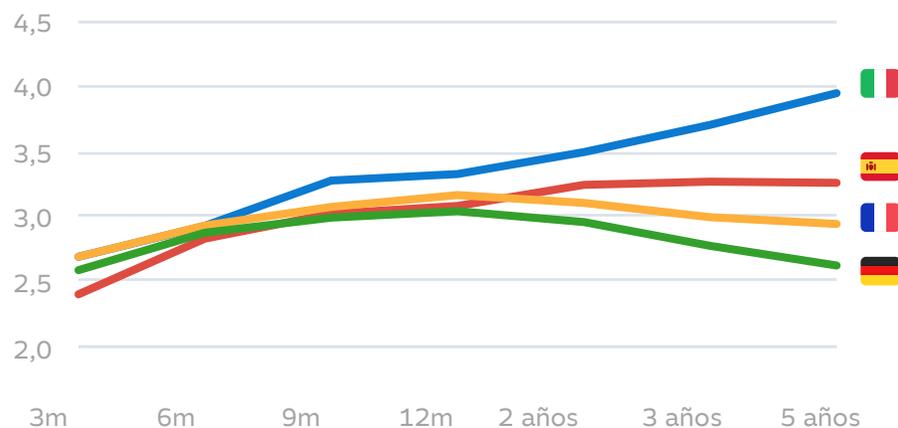
Sin embargo, **el repunte ha sido más acusado en los tramos más cortos de las curvas**, lo que ha agudizado la pendiente negativa especialmente en la curva estadounidense y alemana. La principal razón, tal como hemos comentado, es la intensificación de las expectativas de subidas de tipos, tanto de la FED como del BCE, **anticipando subidas hasta el 5,25% - 5,5% en julio para los Fed Funds de EE.UU. (hoy 4,75%) y 3,75% en septiembre para el tipo de depósito del BCE (hoy al 2,5%)**; y además, los inversores esperan que los tipos permanezcan elevados por más tiempo, por eso las tires a más corto plazo hasta 2 años se han visto más impactadas.

Rentabilidades en % de los bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

 **Evolución curvas europeas**



	Italia	España	Francia	Alemania
3m	2,693	2,382	2,671	2,575
6m	2,931	2,818	2,911	2,871
9m	3,280	3,013	3,054	2,990
12m	3,330	3,074	3,145	3,041
24m	3,499	3,239	3,085	2,955
36m (3y)	3,709	3,264	2,975	2,767
60m (5y)	3,953	3,255	2,923	2,612

Fuente: Factset, Ibercaja Gestión

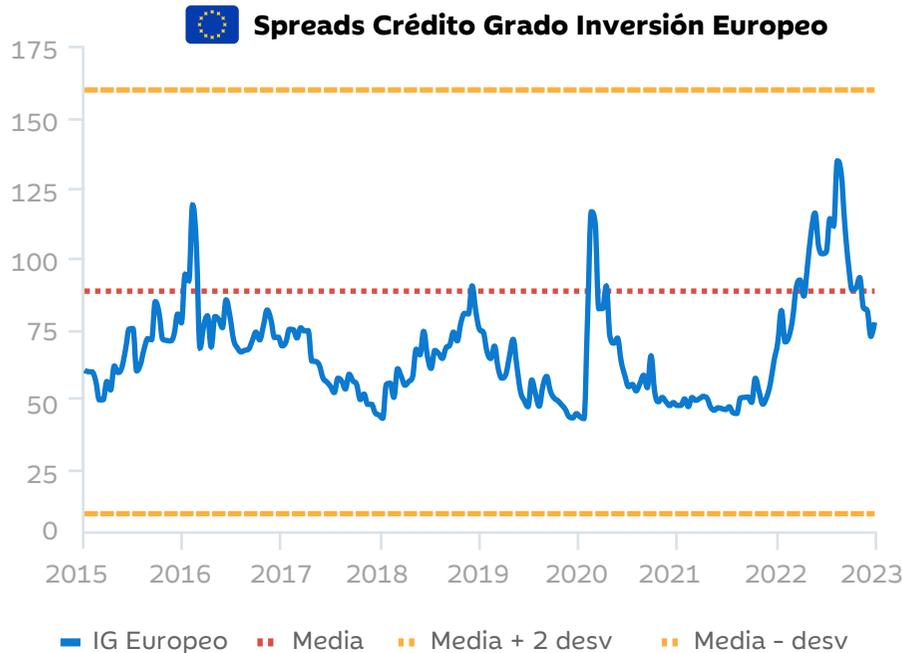
Asimismo, se está produciendo una distorsión importante en esos tramos más cortos de las curvas, que hace que incluso gobiernos de mayor calidad crediticia como Alemania o Francia ofrezcan más rentabilidad que el propio tesoro español, por lo que están **apareciendo oportunidades muy interesantes de inversión.**

RENTA FIJA PRIVADA

A lo largo del mes de febrero hemos asistido a una ligera corrección en los activos de renta fija privada, aunque arrastrado por el efecto del repunte de las curvas de tipos, ya que los diferenciales de crédito han continuado su tendencia a la baja hasta niveles cercanos a sus medias históricas. Desde un punto de vista fundamental, las cifras que presentan las compañías en cuanto al crédito son buenas, los ratios de deuda neta/ebitda siguen en niveles bajos y la cobertura de intereses alta, por lo que **la probabilidad de impago a 1-2 años es muy baja.**

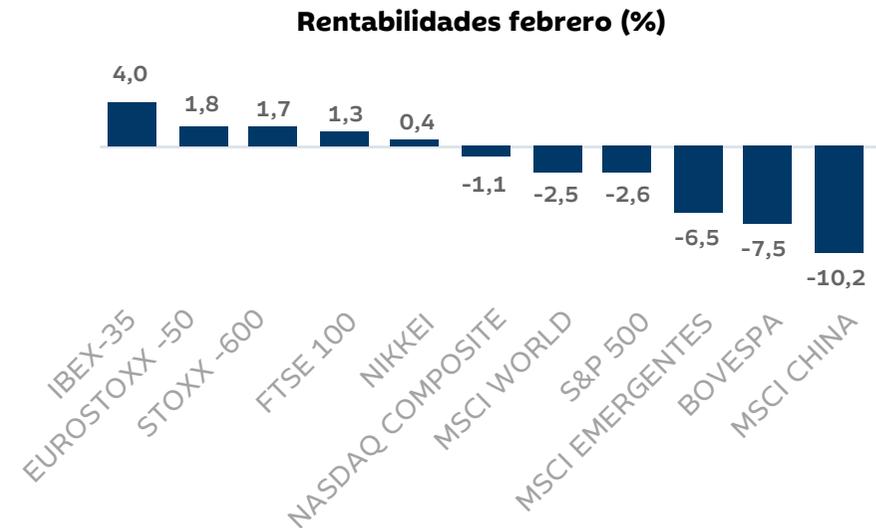
2. Mercados de Renta Variable

El comportamiento más cauto de los inversores se ha traducido en comportamientos más discretos en los mercados de renta variable. Los mercados asiáticos, encabezados por China, han sido los que más corrección han sufrido a lo largo del mes, aunque después de experimentar una revalorización superior al 30% en los meses previos.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Por ello, con unas tires muy atractivas en un contexto histórico seguimos muy positivos especialmente en el segmento de mayor calidad crediticia.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

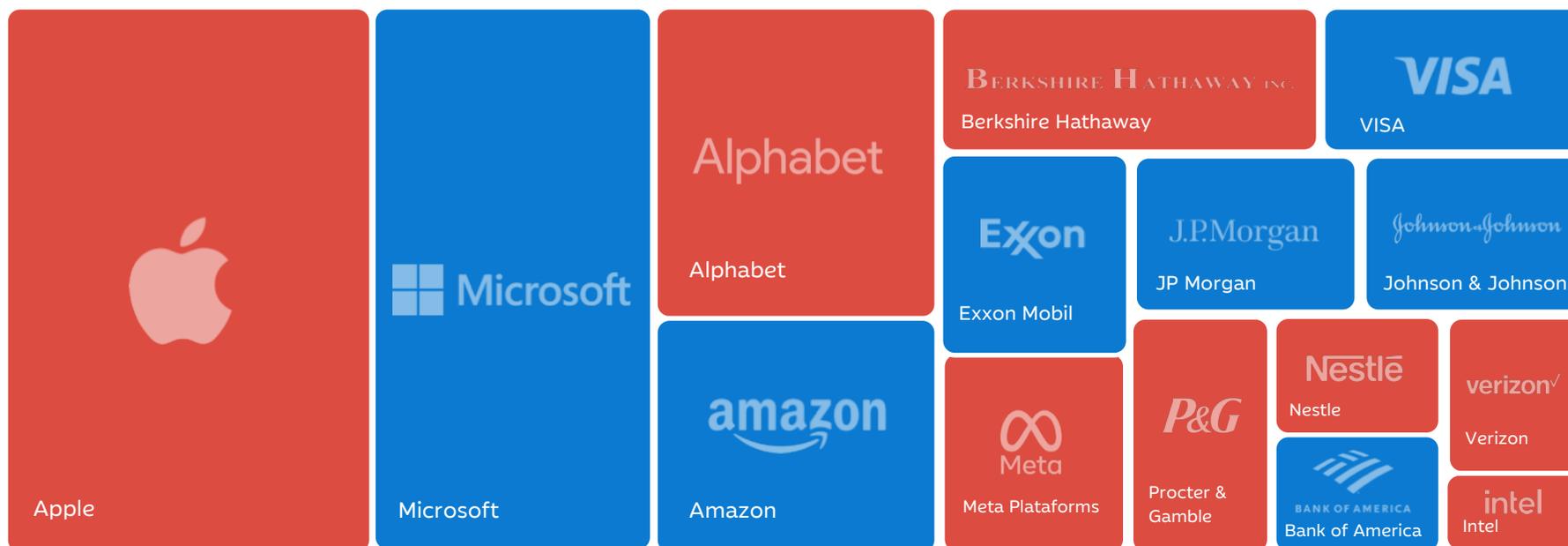
	 EUROPA		 EE.UU	
	Mes	Año	Mes	Año
Mercado	1,7%	8,5%	-2,6%	3,4%
Alimentación y Bebidas	0,8%	2,6%	-1,6%	-4,1%
Autos	6,4%	18,5%	14,0%	54,3%
Bancos	6,0%	20,9%	-1,4%	7,4%
Cuidado Personal/lujo	0,3%	10,0%	-3,7%	-7,1%
Industriales	3,1%	11,5%	-1,0%	2,4%
Inmobiliario	-2,1%	7,7%	-6,1%	3,2%
Mat. y Construcción	3,7%	16,4%	-3,5%	2,0%
Media	4,8%	11,5%	-4,3%	10,6%
Ocio	2,4%	17,6%	-7,0%	-9,8%
Petróleo y Gas	4,4%	4,7%	-7,6%	-5,1%
Químicas	1,3%	7,1%	-2,0%	4,5%
Recursos Básicos	-6,2%	0,3%	-7,2%	10,8%
Retail	2,4%	20,0%	-6,5%	4,7%
Salud	0,1%	0,2%	-4,7%	-6,6%
Seguros	0,4%	6,8%	-2,8%	0,6%
Servs. Financieros	3,2%	11,3%	-2,4%	4,1%
Tecnología	-0,7%	14,0%	1,4%	11,5%
Telecos	5,1%	12,7%	-4,7%	8,9%
Utilites	1,3%	3,0%	-6,4%	-8,3%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Por otra parte, en cuanto a **sectores**, sigue el **buen comportamiento del sector financiero** apoyado en los buenos resultados publicados, dónde hemos visto como el fuerte repunte de los tipos de interés está impactando muy positivamente en los márgenes financieros de la Banca, así como en un fuerte impulso en sus niveles de ROTE.

En el otro lado de la moneda, encontramos al sector de recursos básicos. En este sentido tiene especial relevancia los indicadores en China, los cuales siguen reflejando la reapertura económica, pero sobre todo en servicios y no focalizada en el sector industrial, lo que está teniendo su efecto sobre esta parte del mercado.

Por último, **este mes hemos avanzado ampliamente en la publicación de los resultados empresariales, que muestran una foto más débil en las empresas norteamericanas frente a las europeas** y, después de unas estimaciones de consenso algo débiles, las sorpresas en resultados han sido ligeramente positivas. En el siguiente cuadro mostramos dentro de las principales compañías del MSCI en color rojo aquellas cuyos resultados han sido peores que los del consenso y en color azul aquellas cuyos resultados han sido mejores que lo esperado.



■ Baten ■ No Baten Tamaño en función de capitalización bursátil

Fuente: Ibercaja Gestión

Perspectivas económicas a tener en cuenta

Para los próximos meses, los **Bancos Centrales** van a seguir dirigiendo el rumbo de los mercados. Para ello, los **datos de actividad y evolución de la inflación** van a ser claves.

1. Datos de Actividad Económica e inflación

Los **datos de actividad** que hemos conocido a lo largo del mes de febrero muestran una **cierta reactivación de la actividad empresarial**, especialmente focalizada en el sector de servicios, donde prácticamente en todas las zonas los **indicadores se encuentran en zona expansiva**.

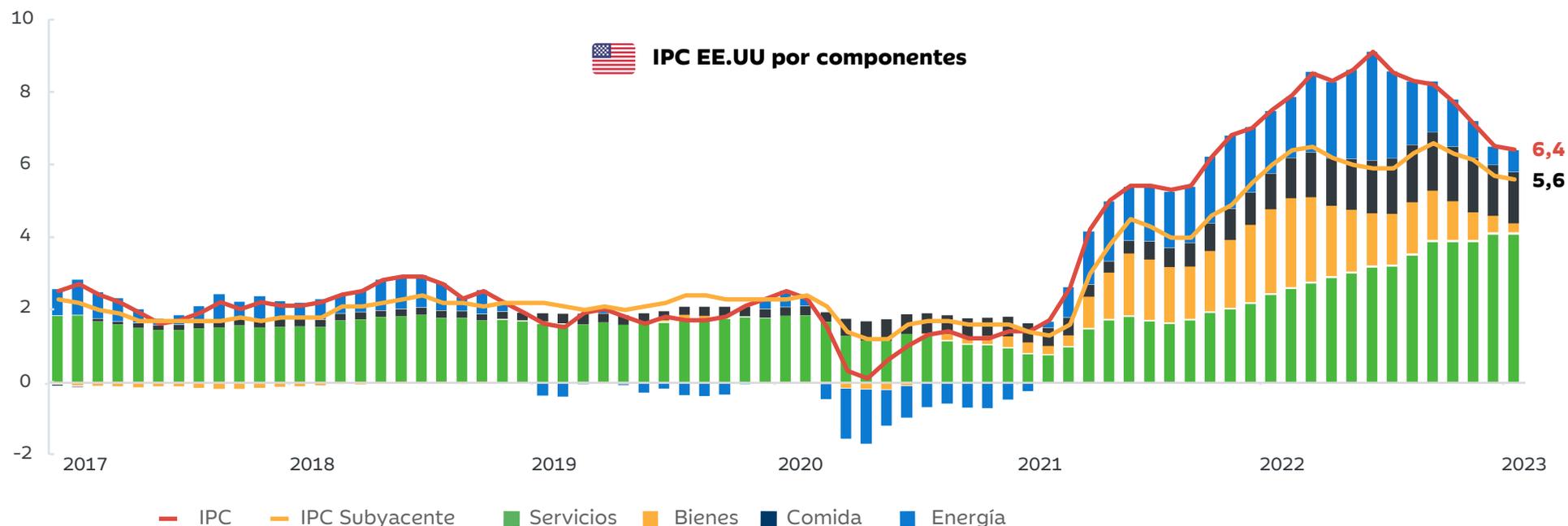
La implicación sobre la inflación de esta fortaleza del sector servicio es muy relevante, ya que indica la posibilidad de que las presiones inflacionistas sean más persistentes en el tiempo de lo inicialmente previsto.

Evolución indicadores adelantados de actividad

	PMI	2022												2023	
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB
 EE.UU	Compuesto	51,1	55,9	57,7	56,0	53,6	52,3	47,7	44,6	49,5	48,2	46,4	45,0	46,8	50,2
	Manufacturero	55,5	57,3	58,8	59,2	57,0	52,7	52,2	51,5	52,0	50,4	47,7	46,2	46,9	47,3
	Servicios	51,2	56,5	58,0	55,6	53,4	52,7	47,3	43,7	49,3	47,8	46,2	44,7	46,8	50,5
 Europa	Compuesto	52,3	55,5	54,9	55,8	54,8	52,0	49,9	48,9	48,1	47,3	47,8	49,3	50,3	52,3
	Manufacturero	58,7	58,2	56,5	55,5	54,6	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8	48,8	48,5
	Servicios	51,1	55,5	55,6	57,7	56,1	53,0	51,2	49,8	48,8	48,6	48,5	49,8	50,8	53,0
 China	Compuesto	50,1	50,1	43,9	37,2	42,2	55,3	54,0	53,0	48,5	48,3	47,0	48,3	51,1	54,2
	Manufacturero	49,1	50,4	48,1	46,0	48,1	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49,0	49,2	51,6
	Servicios	51,4	50,2	42,0	36,2	41,4	54,5	55,5	55,0	49,3	48,4	46,7	48,0	52,9	55,0

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Desde nuestro punto de vista es crucial analizar los distintos componentes de la **inflación** y, sobre todo, tratar de anticiparnos a su evolución futura. Lo que observamos es que la **fuerte aceleración de la inflación** fue apareciendo por fases: en primer lugar, fue el importante **repunte del componente energético** el que lideró su ascenso; en segundo lugar, la **fortaleza en la demanda de bienes** hizo que continuarán las presiones en precios; y, por último, está siendo el **componente de servicios** el que no permite una mayor relajación de las cifras de inflación.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

El primer eslabón, **el componente energético claramente se está corrigiendo**; la demanda de productos también se ha desacelerado mucho y, en la medida que esa demanda disminuya, también deberíamos esperar una aportación negativa de este factor. **El gran debate actual se centra en el**

sector de servicios. Tal y como hemos visto, es el componente de demanda con mayor fortaleza en la actualidad, alimentado todavía por el ahorro acumulado en estos últimos años y la demanda insatisfecha por las limitaciones de movilidad de los últimos años. El gap entre demanda y oferta

todavía es amplio, aunque puede tardar todavía algunos meses en corregirse y, por tanto, este es el componente que los propios Bancos Centrales están viendo como más persistente y “pegajoso”.

Pensamos que aquí un **factor** también **clave es el mercado laboral y el crecimiento de los salarios**, donde a pesar de la fortaleza experimentada durante el mes de enero, los datos de primavera deberían dar una foto ya más clara de desaceleración.

Por tanto, como conclusión, esperamos una inflación algo más persistente asociada al componente de servicios y que puede enquistarse algunos meses más, aunque la propia tendencia a medio plazo será de relajación.

2. Bancos Centrales

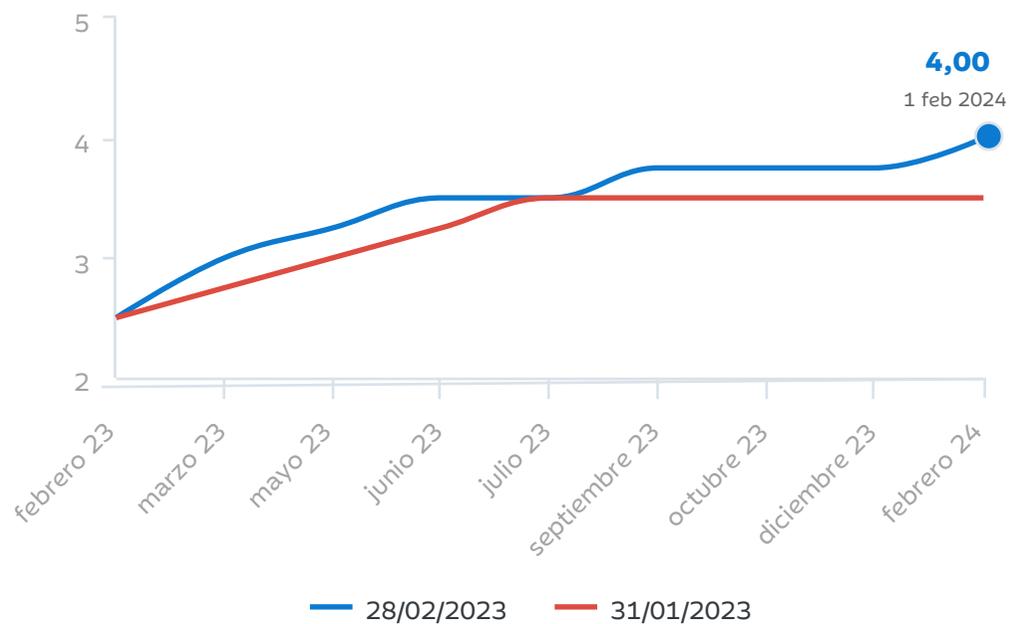
De nuevo, toda la atención del mercado se centrará en las reuniones de los Bancos Centrales de este mes: **el próximo 16 marzo la del Banco Central Europeo y el 22 de marzo la de la Reserva Federal.**

A lo largo de este mes han empeorado las previsiones de los inversores tanto sobre el tipo terminal de llegada (implicando una mayor “agresividad” de ambos Bancos Centrales) como sobre el momento en el que ambos bancos empiecen a relajar sus políticas monetarias; en definitiva, **se ha producido un retraso en el famoso “pivot” de los Bancos Centrales**, es decir, el punto de inflexión en el que las autoridades monetarias cambian el sesgo de sus políticas.

En este sentido, **pensamos que la volatilidad va a seguir estando muy presente en los mercados al son de los datos macroeconómicos** y, por tanto, iremos modulando nuestras carteras tratando de aprovechar los mejores puntos de entrada y de salida.



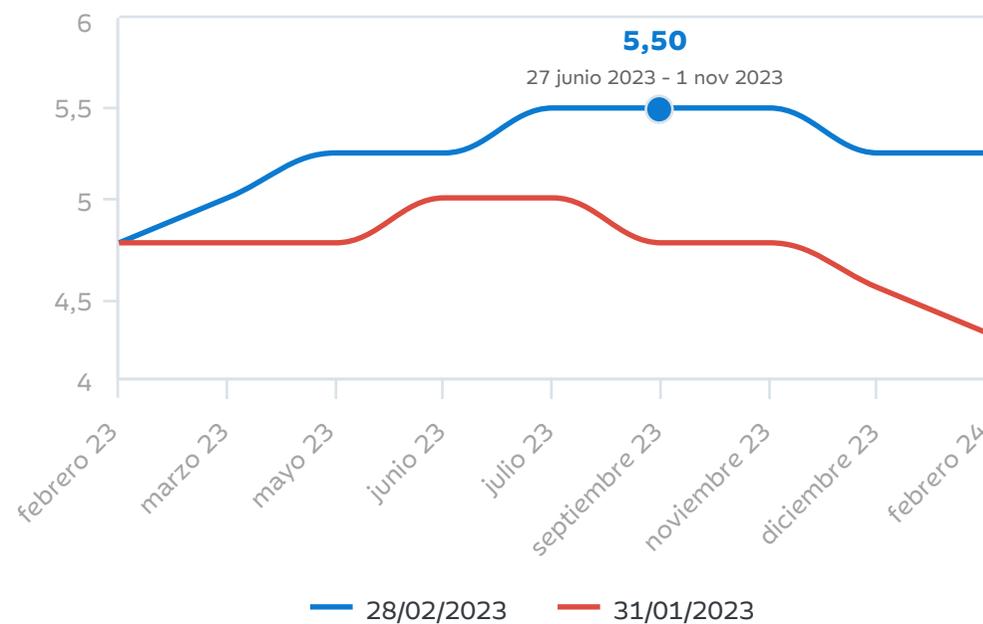
Tipos depósito descontados



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión



Tipos depósito descontados



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

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*