



FONDOS IBERCAJA

Los Bancos Centrales suavizan su discurso

Nº 35. MAYO 2023

Evolución de los activos financieros

Abril ha sido un **mes de transición** en el que **hemos consolidado los niveles alcanzados** tras el buen comportamiento de los mercados en el primer trimestre. La calma relativa ha vuelto al sistema financiero internacional, al menos hasta **la última semana** del mes con las caídas y la posterior **intervención y venta de First Republican Bank**, lo que **ha permitido** que el mercado dirija su mirada de nuevo hacia los datos de **inflación** y hacia las **reuniones** de los **bancos centrales** en este **inicio del mes de mayo**.

La **correlación bonos-bolsa ha continuado siendo positiva** a nivel global, es decir, *los mercados siguen pensando que las buenas noticias macro van a provocar más subidas de tipos, que afectan a la cotización de la renta fija, pero que también son percibidas como negativas para la renta variable.*

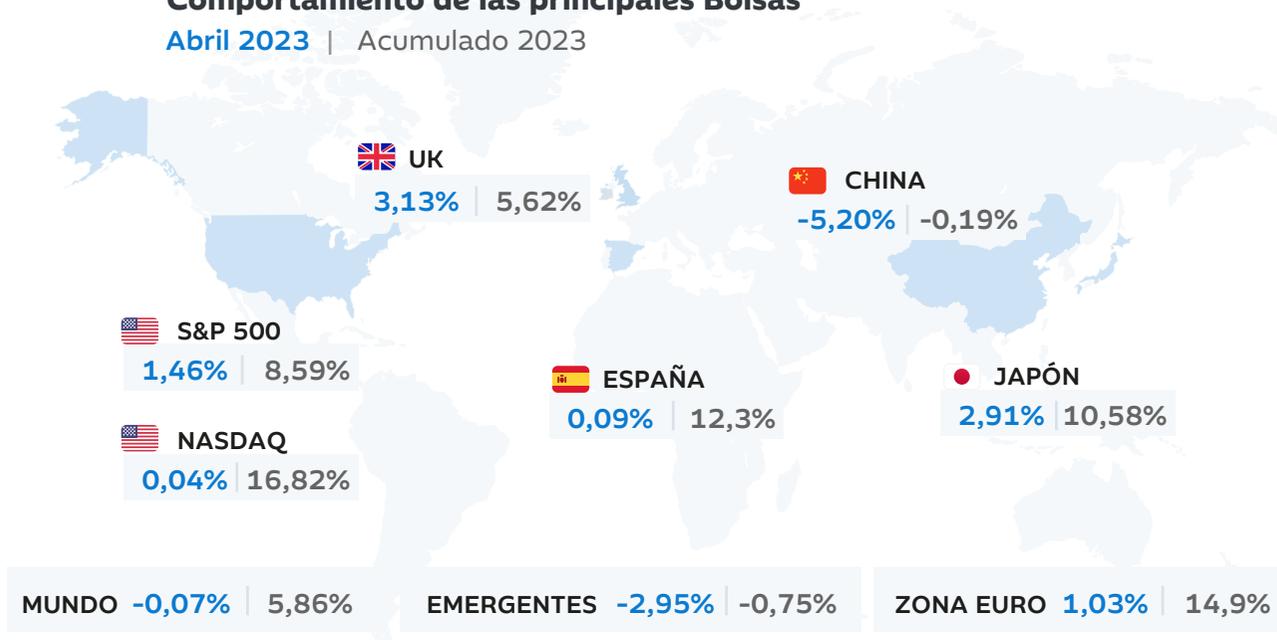
En conjunto, destacaríamos:

- ✓ La **renta variable** ha tenido un **comportamiento mixto**, mejor en Europa y Japón; con avances al final también en EE. UU.; y con retrocesos en Emergentes. Dentro de esta última área, destacan las caídas en los valores chinos (cotizados en China y Hong Kong), a pesar de que los datos macro del gigante asiático han sido una de las sorpresas positivas del mes.

Por sectores, el sesgo ha girado claramente hacia defensivo: energía, sanidad, consumo no cíclico y utilities se salvan de las pérdidas, mientras que tecnología, materias primas y consumo discrecional son los que lideran el mercado a la baja. En este entorno destaca en el mes el comportamiento de Ibercaja Sanidad e Ibercaja Global Brands, donde destaca la aportación del sector de consumo estable.

Comportamiento de las principales Bolsas

Abril 2023 | Acumulado 2023



Sectores

Abril 2023 | Acumulado 2023

CON MEJOR DESEMPEÑO

 Comunicaciones	1,24%	17,73%
 Tecnología	-1,81%	17,22%
 Consumo	-1,62%	12,82%
 Industriales	-1,17%	4,04%

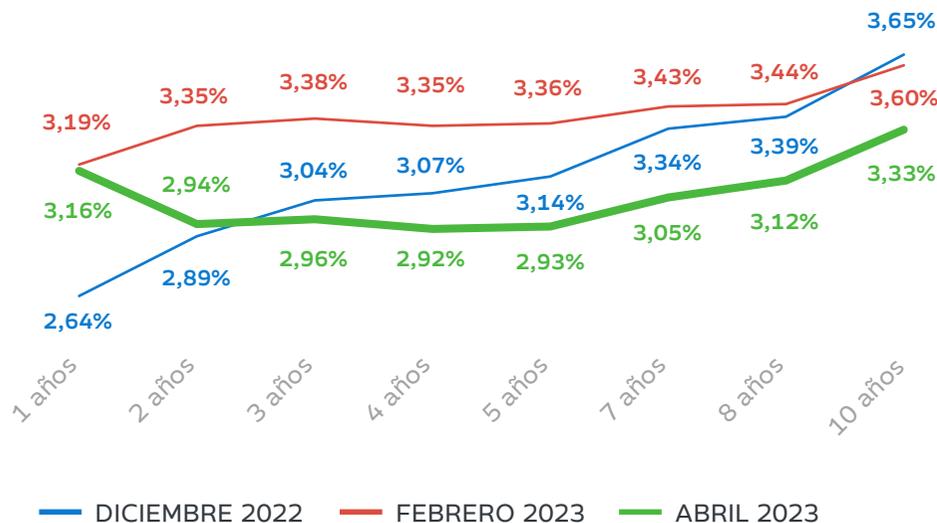
CON PEOR DESEMPEÑO

 Energía	2,08%	-3,55%
 Financiero	1,00%	-2,45%
 Sanidad	1,75%	-1,59%
 Inmobiliario	-0,05%	-1,33%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

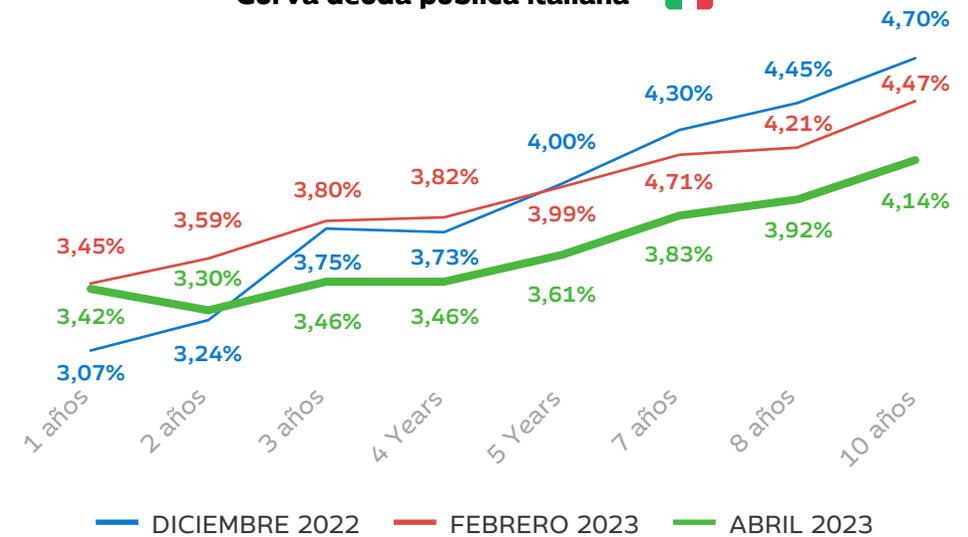
- ✓ Las **curvas de deuda pública europeas** se han desplazado **al alza** prácticamente de forma paralela **alrededor de 10 puntos básicos de las carteras**. La aportación interna de la cartera compensa este movimiento y hace que los fondos con carteras de deuda pública registren ligeras ganancias en general en el mes.

Curva deuda pública española 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Curva deuda pública italiana 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

- ✓ La **recuperación de los diferenciales de crédito** en los **sectores financiero e inmobiliario** permite a los fondos con cartera de renta fija privada obtener una rentabilidad adicional.
- ✓ El euro se fortalece contra la mayoría de las monedas internacionales. Los flujos de inversión hacia el área favorecen este comportamiento.

- ✓ Los precios de las **materias primas siguen relajándose**; no solo los precios de los productos en bruto, sino también los de los productos elaborados. Los márgenes de refinado de gasoil y keroseno se han ido a la mitad de los registrados en el primer trimestre del año.

¿Cómo ha evolucionado la crisis bancaria?

Cuando parecía que la cadena negativa de noticias se había detenido con las intervenciones públicas tanto en EE.UU. como en Europa, la publicación de resultados de **First Republic Bank**, en la que se daba cuenta de la **fuga de depósitos**, ha provocado un **fuerte castigo en bolsa** que ha desembocado en su **intervención por parte del fondo de garantía de depósitos americano** y su posterior **venta a J.P. Morgan**. Se convierte en la segunda quiebra bancaria más importante de la historia del sistema financiero estadounidense, tras la de Washington Mutual en 2008.

La evolución de la entidad en los últimos meses replica punto a punto la de *Silicon Valley Bank*: negocio desequilibrado entre depósitos y préstamos, clientes con importes elevados (altos patrimonios y empresas) en sus cuentas, pequeñas salidas que de repente se aceleran, etc. Los problemas de *First Republic Bank* parecían salvables al tratarse de una entidad más grande con exposición a otros negocios, pero al final, a pesar del apoyo del resto de bancos, no ha podido superar la crisis de confianza entre sus clientes. La pregunta desde aquí es ver si con esto se acaba la sangría o se reproducen los mismos problemas en otras partes del sistema.

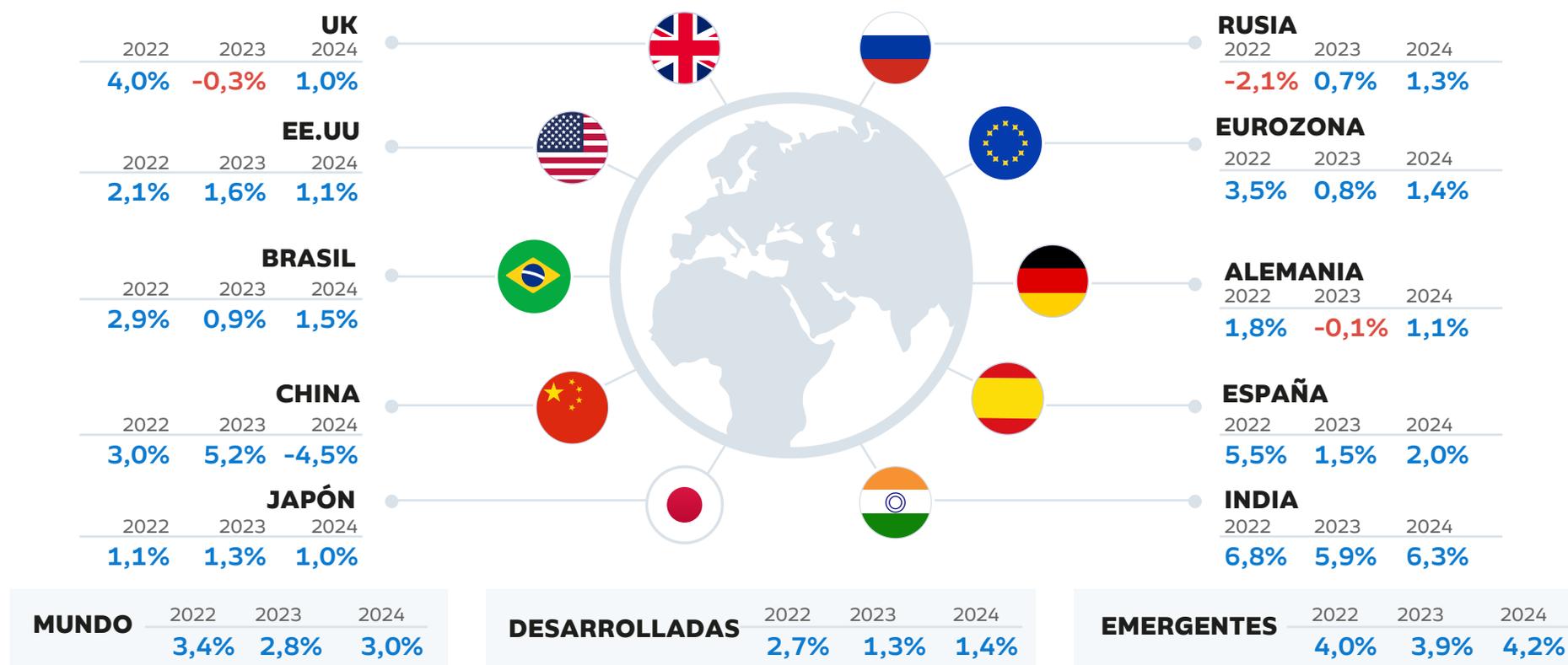
Si hacemos caso a **Jamie Dimon**, el famoso **consejero delegado de J.P. Morgan**, *deberíamos estar ya cerca del final de la crisis bancaria, pero, no obstante, es indispensable seguir monitorizando la situación diariamente.*

AMPLIAR INFORMACIÓN 

¿Cómo evolucionan las perspectivas macro?

Este mes hemos tenido la revisión de las perspectivas macro oficiales del **Fondo Monetario Internacional**. El resultado es el de pequeños retoques a la baja en las estimaciones de los países emergentes, destacando las bajadas en India y Brasil, y ligeras subidas en los países desarrollados, salvo en Japón. En conjunto, la institución sigue pintando un **escenario de desaceleración, pero evitando la recesión tanto en EE.UU. como en Europa**.

FMI, nuevas previsiones crecimiento PIB



Fuente: FMI, Ibercaja Gestión

Adicionalmente, durante el mes se han publicado las primeras estimaciones de crecimiento para el primer trimestre en las tres principales áreas económicas:

- ✓ En el **área euro**, el **dato ha sido menor que el anticipado**. El crecimiento trimestral anualizado ha sido del 0,3%, aunque hubiese sido del 0,8% si excluimos la caída en Irlanda.
- ✓ En **EE.UU**, el **PIB** crece un 1,1%, **lastrado por la reducción de inventarios**. Las cifras de consumo privado y público crecen a ritmos del 3,7% y 4,8% respectivamente, lo que hace pensar que parte del crecimiento de producción se trasladará al 2º trimestre.
- ✓ En **China**, la economía creció a **ritmos de casi el 12% anualizado**, apoyándose en la **reapertura del sector servicios**.

¿Cómo han evolucionado los datos de inflación y las políticas monetarias?

La inflación de la Zona Euro repunta una décima hasta el 7% interanual. La subyacente se reduce en una décima hasta el 5,6%. En España, el IPC sube hasta el 4,1% (3,3% anterior) y la subyacente cae 9 décimas hasta el 6,6%.

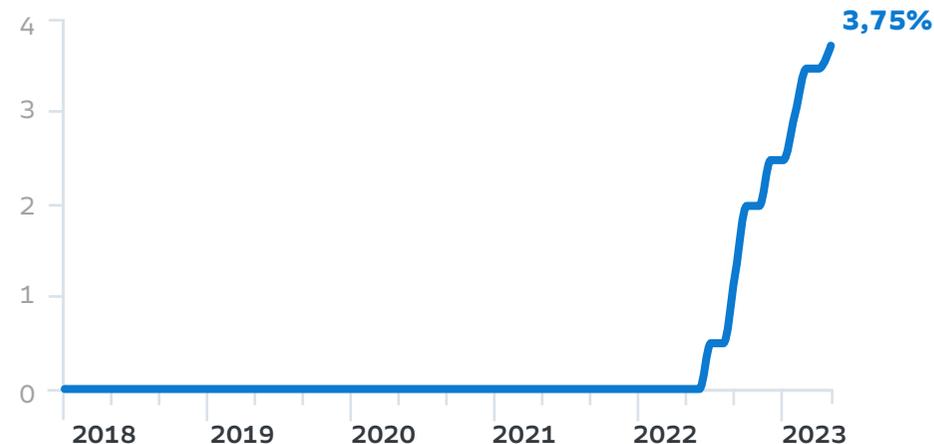
Dejamos atrás los meses estadísticamente más inflacionistas del año (muchas empresas revisan precios a principio de año), pero por el mismo motivo, las comparativas contra el año pasado se endurecen, sobre todo en el caso del conjunto de la Zona Euro. La buena noticia es que el dato de **inflación subyacente**, que era en el que más atención estaba poniendo el mercado, **se modera en abril**, ayudado por la caída de los precios industriales. Adicionalmente, la **inflación de alimentos**, elaborados y no elaborados, también **se relaja en términos interanuales**, aunque todavía en niveles elevados.

En este contexto, el **BCE ha vuelto a subir sus tipos** de interés de referencia en 0,25% en su reunión de principios de mayo. Significa una reducción en el

ritmo de subidas tras tres seguidas de 0,5% y las dos anteriores de 0,75%. No obstante, el BCE ha reiterado su intención de seguir subiendo tipos en sus próximas reuniones.

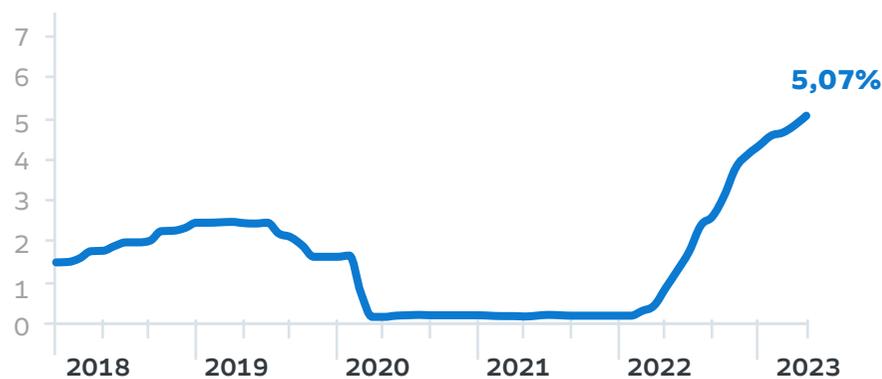
La **Reserva Federal**, por su parte, **también ha subido los tipos** en 0,25% esta misma semana. Aunque ha advertido de la posibilidad de nuevos movimientos dependiendo de la evolución de los precios y de la crisis bancaria, los inversores apuestan por que esta sea la última subida de tipos de este ciclo.

Tipos BCE 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Tipos FED 



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

¿Cómo va la temporada de presentación de resultados empresariales del primer trimestre?

Acercándonos al ecuador en EE.UU. y con algo más de un tercio de los resultados publicados en Europa, podemos decir que hasta ahora **la temporada está siendo buena**. De momento, el crecimiento año contra año es plano en el mercado norteamericano y +4% en Europa, cuando las previsiones eran de caídas del 6-7% en ambas áreas. En términos de ventas, los crecimientos son

del 5% y del 7% respectivamente, con sorpresas del +2% y +3%. Es decir, en **el primer trimestre también estaríamos esquivando la “recesión” de beneficios**, al igual que lo hemos hecho con el crecimiento del PIB, aunque no hay que olvidar que los resultados empresariales se publican en términos nominales (el PIB nominal ha crecido más de un 5% anualizado en EE.UU y se espera que crezca un 7% en Europa).

Resumen publicación resultados 1 trimestre 2023

		
% Compañías Publicadas	43%	36%
% Sorpresas positivas en Beneficios	81%	74%
Crecimiento en Beneficios	0%	4%
% Sorpresas positivas en Ventas	68%	66%
Crecimiento en Ventas	5%	7%

Fuente: Boomborg, J.P Morgan

Perspectivas económicas a tener en cuenta

La atención de los inversores en esta primera parte del año ha estado centrada en la reapertura de China tras abandonar sus políticas de Covid 0; la normalización de los costes energéticos; y los cambios de sesgo de las políticas monetarias de los principales bancos centrales entre la indicación de una posible pausa y la visión más agresiva según iban evolucionando los datos de inflación. Los cambios de humor han sido constantes, pero, en general, se cierra un periodo de recuperación de las valoraciones tanto en renta fija como en renta variable. En este periodo, podemos destacar los siguientes cambios en el escenario macro:

- ✓ **Los datos de actividad han sido superiores a lo estimado;** la recesión invernal en Europa, que se daba por inevitable, no se ha producido gracias a las medidas de apoyo fiscal, pero también por las mejores condiciones climatológicas que han reducido la demanda de energía.
- ✓ Los efectos sanitarios en **China** del abandono de las políticas de Covid 0 han sido menores de los temidos y la **vuelta a la normalidad** del país es uno de los factores de más **soporte para la economía mundial**.

- ✓ Los **problemas logísticos** de los últimos años, por lo tanto, **se van solucionando**, lo que permitirá un ciclo de manufacturas sin tantos altibajos.
- ✓ **Las cifras de inflación se han relajado**, pero menos de lo previsto, lo que ha forzado a los Bancos Centrales a reforzar su mensaje de endurecimiento de las políticas monetarias. Ahora se esperan unos tipos de corto plazo superiores a los previstos a finales de 2022 y son los tramos hasta 2-3 años los que peor comportamiento han tenido en mercado.
- ✓ Finalmente, **el dicho de “la Reserva Federal sube los tipos hasta que algo se rompe” ha vuelto a cumplirse**: 3 quiebras en EE. UU y una megafusión en Europa son los primeros “cadáveres en el armario”. Nadie pensaba que el sistema bancario fuese a ser el “canario en la mina”, pero en este mundo globalizado y digital todo sucede a alta velocidad. Aunque la crisis no vaya a más, los estándares en la concesión de crédito van a seguir endureciéndose, algo que ya se veía reflejado en las encuestas a ambos lados del Atlántico

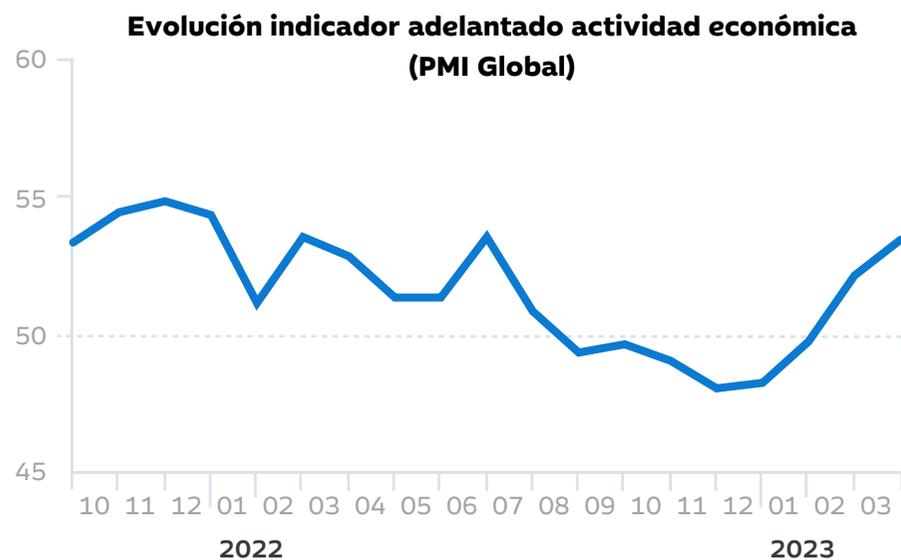
en el cuarto trimestre, con el consiguiente efecto negativo sobre la generación de nueva financiación.

Como consecuencia de todo esto, los ciclos de las grandes economías se han realineado, lo que, sumado a las condiciones monetarias más restrictivas (en parte, por los mayores tipos de interés y, en otra, por la inestabilidad del sistema financiero), puede provocar mayores problemas en un futuro cercano. Del mismo modo, las **previsiones de beneficios de las compañías siguen siendo demasiado optimistas**, ya que todos los efectos del endurecimiento de las condiciones de financiación están todavía pendientes de verse reflejados en las cuentas.

En este contexto, nuestra visión es cauta; seguimos apoyándonos en la deuda pública y la renta fija privada de alta calidad con duraciones no muy elevadas; y en renta variable, seguimos apostando por estrategias de dividendo y sectores defensivos.

¿Qué nos indican las encuestas empresariales?

Los PMIs vienen recuperando a nivel mundial apoyados en la reapertura de China y en la buena evolución del sector servicios. Los mercados parecen poner en precio una continuación de la serie alcista, pero la evolución de las magnitudes monetarias nos hace ser más cautos.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

¿Qué nos indica la pendiente de la curva?

La inversión de la pendiente de la curva, es decir, que la rentabilidad de la renta fija a corto plazo sea superior a la del largo plazo, suele ser una señal casi inequívoca de problemas económicos en el medio plazo. Las **últimas 10 recesiones en EE.UU** desde 1957 han venido **siempre precedidas de un endurecimiento de las políticas monetarias y una inversión de la pendiente de la curva** (o bien de la 3 meses-10 años, o de la de 2 años-10 años).

En media, la recesión ha empezado 6 meses después de invertirse la primera y 11 meses después de que lo hiciera la segunda. De cumplirse estrictamente esta relación, la economía americana estaría entrando en recesión en estos mismos momentos.

La inversión de la curva 3 meses -10 años es especialmente extrema. Tan solo ha sido superior a los niveles actuales en el 0,5% de los días de los últimos 10 años.

Diferencia bonos USA vencimiento 3 meses frente al 10 años



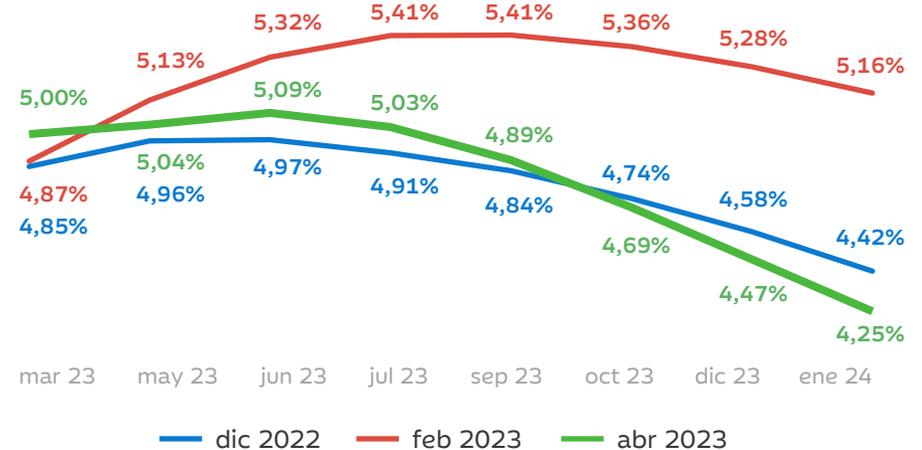
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Dicho de otra manera, **el mercado ya ha puesto en precio importantes recortes en los tipos de interés americanos** para los próximos meses-años. Aunque en la **zona euro, los inversores no son tan optimistas**, esto es una de las **razones principales para no ser más agresivos en duraciones en nuestras carteras de renta fija**.

La curva española, sin estar tan invertida, tampoco nos compensa por el riesgo de una mayor duración en el caso de una ampliación de la prima de riesgo periférica.

Es decir, creemos que en los próximos meses tendremos momentos en los que el mercado será más pesimista en cuanto a los datos de inflación y pondrá en precio una política monetaria más restrictiva por parte del BCE para los próximos trimestres.

Tipo implícito Reserva Federal 



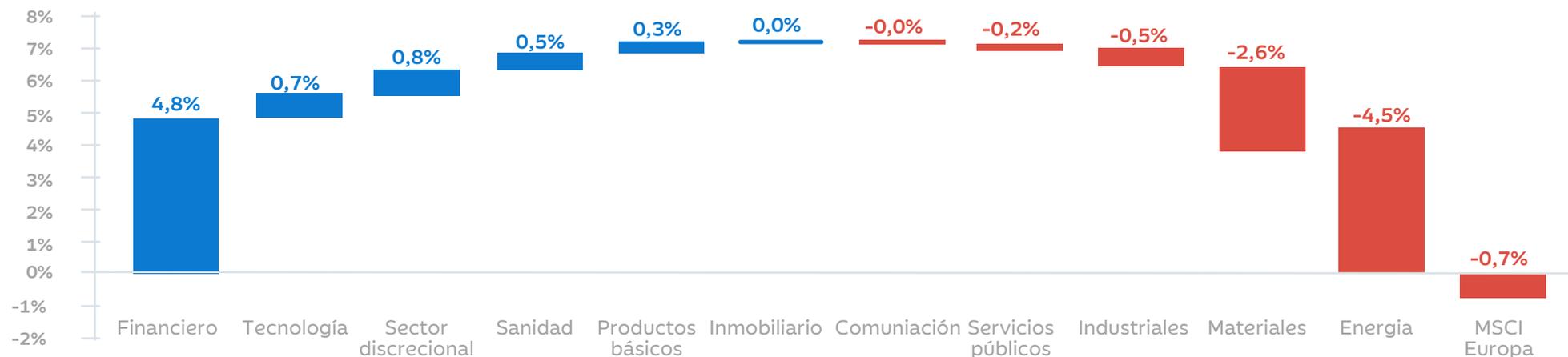
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

¿Cuáles son las previsiones de beneficios?

El crecimiento esperado para los beneficios empresariales en 2023 es cercano a cero. No obstante, la distribución sectorial de este crecimiento esconde sectores donde todavía el mercado es demasiado optimista y sectores donde la caída de beneficios está más relacionada con el efecto base del año pasado que por poner en precio una ralentización de la actividad.

En conjunto, creemos que las estimaciones siguen siendo bastante optimistas y que conforme la tendencia de reactivación de la economía no se confirme durante el verano, **veremos revisiones a la baja de cara a la segunda parte del año.** Estacionalmente, septiembre y octubre suelen ser los peores meses en cuanto a revisiones de beneficios.

Contribución por sectores al crecimiento de beneficios del MSCI Europe en 2023



Fuente: IBES, Ibercaja Gestión

¿Cómo han evolucionado las previsiones de beneficios?

La ratio de revisión de beneficios cae de 0,79x a 0,66x. Es decir, por cada dos revisiones positivas se registran 3 negativas. La media de los últimos 3 meses permanece estable en 0,74x. El cociente más alto se registra en Europa (0,85x) y el más bajo en Asia ex Japón (0,57x).

Por sectores, la ratio baja en 15 de los 16 sectores globales. El dato más alto se registra en industriales (0,82x) y el más bajo en energía (0,42x).

Con estos datos y el comportamiento de los mercados, la valoración de la bolsa se coloca en 16,5 veces los beneficios de los próximos 12 meses la Bolsa desarrollada; 18,8x, la estadounidense; 12,7x, la zona euro; 13,3x, la japonesa; 10,7x, la británica; y 12,1x, la emergente. Sigue siendo la bolsa norteamericana la que presenta una valoración más exigente, pero su distribución sectorial le puede favorecer en un entorno de desaceleración económica como el que prevemos.

Estimación crecimiento de beneficios

	2023	Variación mes
PAÍSES DESARROLLADOS	0,10%	-0,50%
 EEUU	-0,30%	-0,70%
 EUROZONA	1,70%	-0,20%
 JAPÓN	5,30%	-1,30%
 REINO UNIDO	-8,20%	-1,20%
EMERGENTES	-2,10%	-0,30%

Fuente: Ibecaja Gestión

Conoce nuestro posicionamiento

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Renta Fija		+	→	Las oportunidades siguen estando en deuda pública y crédito grado de inversión ante el repunte.
Deuda Pública		++	→	Positivos en la parte corta de la curva de países europeos.
Renta Fija Privada				
Grado de inversión		+	→	Preferencia por compañías de calidad con buenos balances y resilientes.
Baja calidad crediticia		N	→	Cautos en compañías más endeudadas y sectores más vulnerables.
Renta Variable		N	→	Las incertidumbres macroeconómicas, el tensionamiento de condiciones financieras y desaceleración en el crecimiento de beneficios esperados para el año que viene nos hacen ser cautos.
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 		N	→	Mercado más atractivo por valoración y por momentum de revisión de estimaciones de beneficios. Su perfil más cíclico le puede perjudicar en los próximos meses.
Emergentes 		+	↑	China se recupera antes de lo esperado y de manera mas fuerte. Los riesgos dependen del ciclo económico de países desarrollados.

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

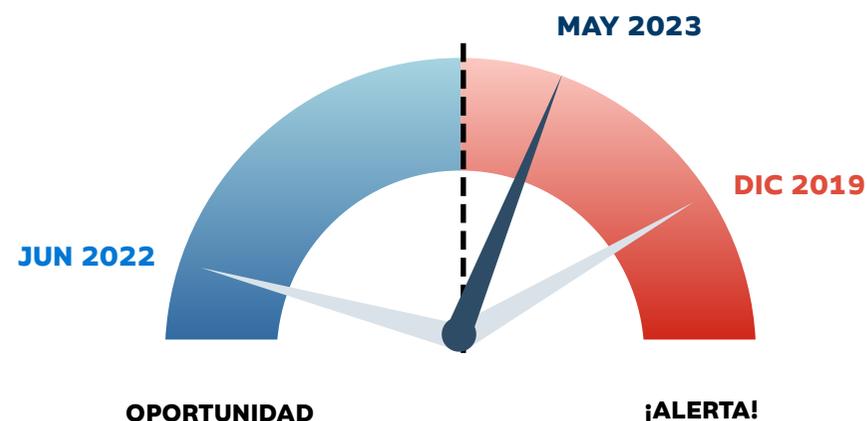
Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Durante el mes de abril se ha vuelto a poner de manifiesto que para los mercados cada vez es más difícil mantener una tendencia clara, fruto de las elevadas dudas sobre el entorno económico que vamos a afrontar en los próximos meses. Asimismo, los Bancos Centrales son el centro de atención y, por ende, los tipos de interés están dirigiendo todas las cotizaciones tanto de los mercados de renta fija como variable.

No obstante, la volatilidad sí se ha reducido de forma considerable, lo que nos puede alertar de cierta complacencia en los mercados. Destacamos los siguientes puntos:

- ✓ En cuanto a **sentimiento de mercado**, no observamos grandes diferencias respecto al mes anterior y es cierto que, en general, es cauteloso.
- ✓ Los **flujos de inversión** siguen siendo bastante escasos.
- ✓ En cuanto a **posicionamiento**: la exposición es más elevada, ya que la baja volatilidad hace que los inversores eleven sus posiciones; no obstante, predominan flujos hacia sectores o activos con perfil más defensivo. En este sentido, destaca el fuerte posicionamiento en oro.

- ✓ Por último, los **indicadores de mercado** se encuentran ya en niveles técnicos de mayor estrés financiero, especialmente en las plazas europeas.



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.



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*