

Presentación

El miedo al Covid ha vuelto a centrar las miradas en noviembre, tras la aparición de una nueva variante, Ómicron, que en teoría haría a las vacunas menos efectivas, provocando de nuevo limitaciones a la movilidad en gran parte del mundo. Esto ha cambiado la visión global del mercado, generando de nuevo incertidumbre sobre el crecimiento del PIB y la evolución de la inflación en los próximos meses.

Además, este mes ponemos el foco en la Cop 26, analizando las conclusiones más importantes de la misma.

Evolución de mercado

La variante Ómicron del coronavirus ha aparecido y ha generado un nuevo terremoto en los mercados. Aunque como comentábamos hace unos meses, era un riesgo valorado por el mercado, parece que la probabilidad asignada no era muy elevada. Mientras en los países desarrollados estamos con la tercera dosis, otras áreas del mundo como África, India o Latinoamérica no se han inoculado ni la primera dosis, generando un “vivero” ideal para la proliferación de nuevas variantes que, como parece en este caso, pueden reducir la inmunidad aportada por las vacunas.

El pasado 26 de noviembre, día que se dio a conocer la noticia, los mercados de renta variable, principalmente europeos, se desplomaron un 5% y volvió el interés por la renta fija, al menos como refugio a corto plazo. Muchos países limitaron movilidad internacional que, en el caso europeo se une a restricciones establecidas al ocio y exigencias de Pasaporte Covid para incentivar una vacunación que parece estancada. Esta serie de limitaciones, a falta de conocer si esta nueva cepa será más contagiosa o si presentará una clínica más severa, seguro afectarán al crecimiento, que ya se había ralentizado de forma significativa según las sucesivas revisiones de analistas y aumentan el temor a la estanflación, es decir, alta inflación y bajo crecimiento.

OECD area, unless noted otherwise

	Average 2013-2019	2020	2021	2022	2023	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3.3	-3.4	5.6	4.5	3.2	3.8	3.9	3.2
G20 ²	3.5	-3.1	5.9	4.7	3.3	4.1	3.8	3.3
OECD ²	2.2	-4.7	5.3	3.9	2.5	4.4	3.3	2.2
United States	2.4	-3.4	5.6	3.7	2.4	5.1	3.0	2.3
Euro area	1.9	-6.5	5.2	4.3	2.5	4.9	3.3	2.1
Japan	0.8	-4.6	1.8	3.4	1.1	0.0	3.1	0.9

Todavía es pronto para cuantificar los daños que pueda provocar esta variante. Los expertos de Citi Bank cifran el coste semanal entre un 0,2% y 0,5% del PIB trimestral de la Eurozona. Por ello, es importante descifrar las incógnitas sobre esta nueva variante, ya que permitirá adoptar medidas más ajustadas entre economía y sanidad. Como señalan los datos de la OCDE (tabla adjunta), muchos países ya han recuperado niveles de PIB anteriores a la pandemia, aunque muchos

otros siguen muy por debajo y, en la práctica totalidad de ellos, los niveles de deuda se han disparado y, en algún momento futuro, habrá que pagarla. Mientras los bancos centrales comprenden esta deuda, el problema estará controlado, aunque en este aspecto entra en juego la inflación, que había centrado la atención hasta el pasado 26 de noviembre.



La inflación está desbocada. Los datos conocidos mes tras mes son cada vez más elevados y el termino temporal parece alargarse más de lo deseado. La Reserva Federal, una vez renovado el mandato de Powell, ha anunciado en su última reunión la retirada de estímulos en diciembre, a razón de 15.000 millones de dólares al mes, hasta consumir los 120.000 millones mensuales de la actualidad, que le podría llevar a subir tipos en el ultimo trimestre de 2022. Con la noticia, el dólar ha registrado una fuerte apreciación frente al euro ya que, en el caso europeo, la economía está algo más deprimida. Tras darse a conocer la nueva variante, el mercado de renta fija, como decíamos, también ha entrado en “shock”, especulando con que el “nuevo virus” haga cambiar los planes de los bancos centrales, retrasando la retirada de estímulos para ayudar a la economía y devolviendo cierto atractivo tanto a la renta fija como a la divisa europea. En esta posible vuelta atrás en la recuperación, podría contenerse algo la inflación con la bajada de precios de las materias primas, el precio del Brent ha caído más de 10 \$/barril en la última semana, aunque los “cuellos de botella”, producidos por menor producción, volverían a aumentar tras unos meses de mejora.

1. UNA COP MÁS Y NOS VAMOS...



Posiblemente los acuerdos logrados en la COP26 en la lucha contra el cambio climático han sido de menor importancia de los que muchos creían necesarios. Aunque el documento final lo firmaron casi 200 países y se espera que sirva de agenda global contra el cambio climático, éste no es legalmente vinculante. Los acuerdos más destacados señalaron al carbón como la principal fuente del calentamiento global y se acordó un compromiso para reducir su uso, si bien, India y China impidieron que se firmara el término de eliminación gradual de su uso como fuente de energía.

Se propuso, aunque sin compromiso formal, duplicar la financiación para ayudar a las naciones en vías de desarrollo a adaptarse al cambio climático en 2025. Se anunció un programa para reducir un 30% de las actuales emisiones de metano para 2030 acordado por más de 100 países y se logró un acuerdo para frenar la deforestación en 2030.

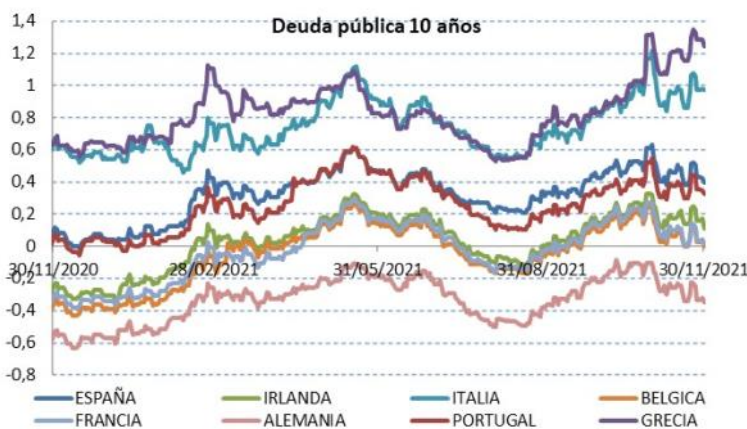
Por otra parte, Estados Unidos y China firmaron una declaración conjunta comprometiéndose a impulsar la cooperación climática en la próxima década, incluyendo emisiones de metano, transición hacia energía limpia y descarbonización.

En cualquier caso, los acuerdos de la COP dependen en gran medida de compromisos de países, ya que pocos los hacen legalmente vinculantes, siendo vital la participación tanto del sector privado como de los inversores, especialmente los institucionales, que tendrán que vigilar sus riesgos climáticos, pudiendo surgir oportunidades de inversión.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Noviembre ha sido muy bueno para la renta fija como decíamos anteriormente, ya que la caída de tipos como respuesta a la incertidumbre generada por la nueva variante ha hecho subir de precio a los activos, actuando una vez más como activo refugio a pesar de el escaso margen de rentabilidad ofrecido por la misma. Con ello, el bono español reduce en el mes 21 pb hasta el 0,40%, mientras que el alemán también reduce, 24 pb hasta el -0,35%, implicando un subida de la prima de riesgo española de 3 pb hasta los 75 pb, niveles que se mantienen en máximos de todo el ejercicio.

Por el lado corporativo, se también observa un repunte en el índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, que cierra el mes subiendo 7 pb hasta los 58 pb, asumiendo además la volatilidad generada por las emisiones de deuda pública.



Mercado	Índice	Rent. Noviembre	Rent. 2021
Gobierno	Deposito 1 día	-0,05%	-0,53%
Gobierno	Deposito 1 año	0,01%	-0,45%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,33%	-0,42%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,91%	-0,54%
Gobierno	Europeo 5-7 años	1,45%	-0,89%
Gobierno	Español 1-3 años	0,32%	-0,32%
Gobierno	Español 3-5 años	0,85%	-0,41%
Gobierno	Español 5-7 años	1,29%	-0,81%
Gobierno	Americano 3-5 años	0,26%	-1,46%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,04%	0,00%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,09%	-0,16%
Corporativo	ML Europeo	0,18%	-0,88%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,15%	-1,14%
Corporativo	High Yield Europeo	-0,57%	3,18%
-	Emergentes	-1,07%	-2,60%

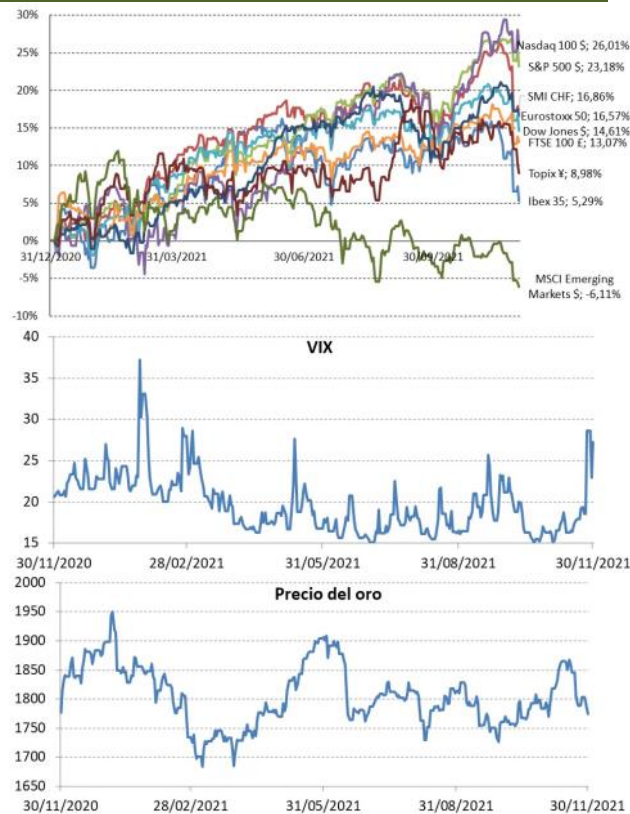
Con estos recortes de TIR'es, gran parte de los índices de renta fija se sitúan en positivo, siendo los números rojos más abultados en los índices de más largo plazo.

La deuda pública europea registra rentabilidades algo mejores a la española en todos los plazos, con el 5 - 7 años en un 1,45% frente al 1,29% respectivamente, y el 3 - 5 en un 0,91% frente al 0,85% europeo. A pesar de esta recuperación, en el año se mantienen ligeros descensos, inferiores al 1% en todos los casos, siendo superiores en función del plazo. En el lado corporativo, ligero tono positivo en el mes aunque también sigue en rojo en el año. El mercado emergente es de lo poco negativo, un -1,07% en el mes, acumulando un -2,60% en el año y el high yield, a pesar de recortar un 0,57% en el mes, sigue siendo el único índice en positivo del año con un 3,18%. Los índices americanos, con poca variación en el mes, se mantienen en negativo en el año, un 1,46% en gobiernos y 1,14% respectivamente.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Noviembre	Rent. 2021
España	Ibex 35	-8,21%	5,29%
Europa	Eurostoxx 50	-4,33%	16,57%
EE.UU.	S&P 500	-0,69%	23,18%
EE.UU.	Nasdaq 100	1,88%	26,01%
EE.UU.	Dow Jones	-3,50%	14,61%
Reino Unido	FTSE 100	-2,17%	13,07%
Suiza	SMI	0,43%	16,86%
Japón	Topix	-3,61%	8,98%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-4,14%	-6,11%

*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.



Tras un magnífico arranque de mes, en el que algunos índices recuperaron máximos del año y los americanos volvieron a marcar máximos históricos, el temor a la nueva cepa del coronavirus que vuelva a limitar la movilidad de las personas ha provocado fuertes recortes de los mismos, viéndose más penalizados una vez más los índices vinculados a economías con un mayor peso del sector servicios y turismo.

En este entorno, solo dos de los índices considerados se mantienen en positivo, el tecnológico americano Nasdaq con subidas del 1,88% y el SMI suizo con un 0,43%. El resto de índices en negativo, destacando una vez más al Ibex 35 con una caída del 8,21%, seguido aunque de lejos por el Eurostoxx y el índice emergente con caídas superiores al 4%.

En el acumulado del año, aunque gran parte de los índices se mantienen con subidas de doble dígito, se empieza a ver cierto agotamiento en el MSCI Emergente que se sitúa todavía en negativo, -6,11%, o en el Ibex y Topix, que aunque siguen en positivo se ven muy penalizados por el dato de noviembre. En el resto de índices, se vuelve a ver diferencia entre Estados Unidos y Europa, registrando un mejor comportamiento un año más el primero, muy influenciado por el gran rendimiento de la tecnología, que repunta un 26% en el año.

Si el mes pasado decíamos que se esperaba un plácido final de año, con la inflación como único actor del mercado preocupante, la nueva variante del Covid ha desatado los nervios. La volatilidad se ha disparado de nuevo y el índice VIX está cerca de los 30 puntos, cerca de los niveles de principio de año cuando se empezaba a ver riesgos de inflación. El precio del oro sigue estancado próximo a los 1.800\$ la onza aunque se ha visto afectado por la apreciación del dólar. Aunque los fundamentales siguen siendo sólidos, especialmente en Estados Unidos, la variante Ómicron ha generado gran nerviosismo. El mercado está muy pendiente de la evolución de la misma y, hasta que no se conozcan datos de contagios y gravedad de los mismos, no se considerarán otras variables, por lo que diciembre puede que sea un mes algo más volátil a lo que estamos acostumbrados.

4. MERCADOS DE DIVISAS

El mercado de divisas sigue muy volátil, observando tanto a la inflación como al Covid y cómo estos pueden influir en las políticas monetarias de los bancos centrales. El euro está mostrando una gran debilidad, pues con unas economías que no acaban de recuperar los niveles previos a la pandemia todo apunta a que será una de las regiones que más trate de dilatar la subida de tipos.



Div / Eur	Rent. Noviembre	Rent. 2021
DÓLAR	1,97%	7,73%
LIBRA	-0,95%	4,85%
YEN	2,75%	-1,63%
FRANCO SUIZO	1,63%	3,79%
YUAN	2,62%	10,48%

El euro se deprecia frente a todas las monedas en torno a un 2% en el mes excepto frente a la libra, que frente a los problemas globales, arrastra la problemática del Brexit y desabastecimientos.

En el año, solo el yen se deprecia frente al euro, un 1,63%. El resto se aprecian significativamente, como el yuan y el dólar, que se aprecian frente al euro un 10,48% y 7,73% respectivamente, mostrando un ejercicio algo más volátil de los vistos en los últimos años.

Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

		Defensivo	Moderado	Agresivo
Tesorería	Liquidez	5,0%	5,0%	5,0%
Renta fija	Gobierno Europeo 3-5Y	14,0%	12,0%	8,0%
	Gobierno Español 3-5Y	35,0%	20,0%	10,0%
	Gobierno Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	7,0%
	Corp. Euro 3-5Y	20,0%	18,0%	15,0%
	Corp. Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	5,0%
	High Yield Europeo	3,0%	5,0%	5,0%
	Emergentes	3,0%	5,0%	5,0%
Renta variable	España	1,5%	5,0%	5,0%
	Zona Euro	4,0%	10,0%	10,0%
	América	3,0%	7,0%	12,5%
	Japón	0,0%	0,0%	5,0%
	Emergentes	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Rentabilidad		Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Noviembre 2021	
Defensivo	2,35%	0,08%	1,51%
Moderado	3,52%	-0,62%	3,04%
Agresivo	5,12%	-0,80%	4,18%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

La huida de los inversores de la renta variable hacia la renta fija ha favorecido al perfil defensivo frente a los perfiles más arriesgados, viéndose paliadas las caídas de estos últimos por la fortaleza del dólar.

En este escenario, el perfil agresivo se deja un 0,80% en el mes, seguido por el perfil moderado, que pierde un 0,62%. En positivo únicamente el defensivo, con una subida del 0,08% en el mes.

A pesar de los recortes, en el acumulado del año los tres perfiles siguen ampliamente en positivo, destacando el agresivo con un 5,94%, seguido del moderado con un 3,58% y del defensivo con una rentabilidad más discreta, del 1,02%.

La volatilidad interanual sigue reduciéndose lentamente a pesar de este último mes y se sitúa en la horquilla del 1,51% para el perfil defensivo y del 4,18% para el agresivo, muy próximo de niveles prepandemia.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles queda entre el 2,35% y 5,12%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,8% anual. Estas rentabilidades que son más positivas si cabe con los bajos niveles de inflación en todo este periodo analizado, aunque de mantenerse el repunte actual de la misma, estas se diluirán considerablemente, ofreciendo rentabilidades reales más modestas.

*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa sin cubrir y unos gastos por comisión del 0,3%.



MADRID	BILBAO	BARCELONA
Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta 28003 Madrid Tel.: 91 451 67 00 cpps.mad@consultoradepensiones.com	Lutxana, 6—4º dcha. D 48008 Bilbao Tel.: 94 415 90 68 cpps.bio@consultoradepensiones.com	Av. República Argentina, 6—Principal 3ª 08023 Barcelona Tel.: 93 272 06 17 cpps.bcn@consultoradepensiones.com

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.