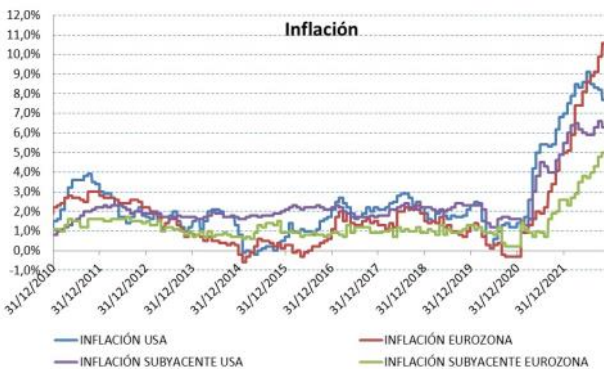


## Presentación

Los datos de inflación siguen siendo el principal catalizador de los mercados financieros y en noviembre, tras el buen dato americano, junto con los buenos resultados empresariales del tercer trimestre, han permitido a los mercados financieros tener una cierta recuperación en la práctica totalidad de los activos.

Además, la guerra de Ucrania continua y sigue afectando al precio de la energía, por ello, este mes, ponemos el foco en el petróleo, evolución y su papel como indicador adelantado de recesión.

## Evolución de mercado



El dato de inflación americano de octubre, conocido a mediados de noviembre, dio un nuevo impulso a los mercados de renta variable y llevó a muchos analistas a considerar que la subida de tipos de interés de los Bancos Centrales ya no iba a ser tan necesaria o se iba a llevar a cabo a un menor ritmo, por lo que también los mercados de renta fija festejaron el dato con un repunte de los precios.

El dato en si, no es especialmente positivo, 7,7% interanual la tasa general y 6,3% interanual la subyacente, pero la tendencia, que es donde se están fijando los mercados, es bajista en Estados Unidos. Esta tendencia es más clara en la tasa general, donde podría haber marcado techo en junio en el 9,1% mientras que la

subyacente todavía le está costando revertir. Tras un retroceso inicial, en verano volvió a repuntar y marcar nuevos máximos de la historia reciente, en el 6,6%. Además, esta cuestión esconde otro análisis más profundo, ya que es importante destacar lo próximas que están ambas tipologías de cálculo, lo que hace que la FED no pueda relajar excesivamente las tasas de interés, ya que la inflación se ha integrado en el sistema económico, de donde ya es muy difícil de extraer.

En el caso de la Zona Euro, la situación es más complicada en cuanto al dato, con la tasa interanual disparada por encima del 10% pero que por el lado contrario, la subyacente no ha subido tanto, en torno al 5%, lo que permite al BCE cierto margen de maniobra para subir tipos de forma más pausada y que, por otro lado, le permite no asfixiar más si cabe a los países europeos más endeudados. Se espera que debido a la forma de calculo de la inflación, año contra año, permita que los activos más volátiles como energía y materias primas, cuyo precio está en el mismo nivel de hace un año o inferior, permita que por arte de "magia matemática" la inflación en los próximos meses pueda verse reducida de forma significativa.

Estados Unidos		PIB real (%QoQ SAAR)							
		Q3 22 Efectivo				Q3 22 Pronóst			
		Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24
Mediana	2.6	0.5	-0.1	-0.1	0.6	1.0	1.6	1.1	1.1
Media	2.5	0.6	-0.3	-0.2	0.3	0.7	1.3	1.2	1.2
Promedio ponderado Bloomberg	2.5	0.7	-0.2	-0.2	0.2	0.7	1.3	1.1	1.1
Máx	3.0	2.6	3.6	3.0	3.2	3.3	3.2	3.1	3.1
Mín	1.8	-2.1	-3.9	-2.4	-3.2	-3.2	-1.5	-0.1	-0.1
Respuestas	6	52	52	52	52	52	39	3	3
Encuesta nov		0.5	0.0	0.0	0.6	1.0	1.6	1.1	1.1
Encuesta oct	1.9	0.7	0.1	0.3	0.8	1.2	1.5		

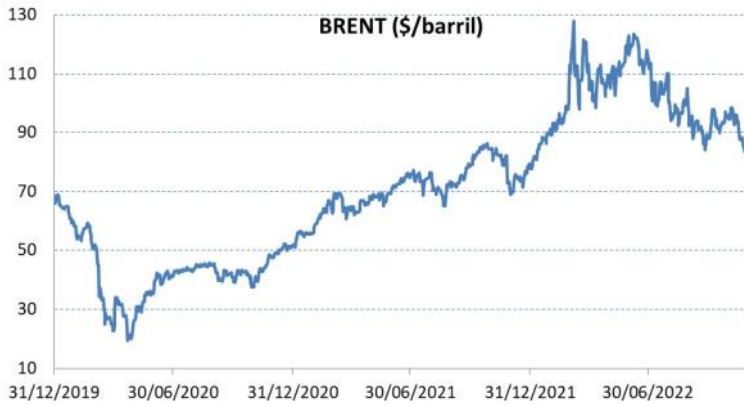
Eurozona		PIB real (% YoY)							
		Q3 22 Efectivo				Q3 22 Pronóst			
		Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24
Mediana	2.1	1.9	1.1	0.0	-0.6	-0.5	0.3	1.3	1.7
Media	1.9	1.1	0.1	-0.6	-0.4	0.3	1.3	1.6	1.6
Promedio ponderado Bloomberg	1.9	1.1	0.0	-0.6	-0.4	0.4	1.3	1.6	1.6
Máx	2.2	1.6	1.0	0.7	1.1	1.6	2.3	2.5	2.5
Mín	1.2	0.6	-1.2	-1.8	-2.2	-1.5	0.0	0.7	0.7
Respuestas	27	29	29	29	29	28	17	17	17
Encuesta nov		1.1	0.0	-0.6	-0.4	0.4	1.3	1.7	1.7
Encuesta oct	1.9	0.9	0.0	-0.7	-0.2	0.7	1.7		



El segundo temor de los mercados tras la inflación es la recesión, que si tenemos en cuenta los resultados empresariales publicados a cierre de septiembre, parece que se retrasa algún trimestre. Los analistas descuentan que Estados Unidos entrará en recesión en el primer semestre de 2023 y Europa algo más tarde, en el segundo y tercer trimestre del próximo año, fruto de la restrictiva política monetaria para reducir la inflación. Como decíamos antes, los resultados empresariales han sido mejor de lo esperado, ya que por el momento están pudiendo llevar a precio gran parte del aumento de costes. Este dato, si lo analizamos de forma objetiva no es bueno, ya que los consumidores podrían tener dos problemas, o bien no pueden comprar

los productos por el mayor precio, menor renta disponible en términos reales, o bien consiguen que los salarios se incrementen en igual medida que la inflación, lo que provocaría una mayor subida de tipos de interés por parte de los Bancos Centrales para controlarla, encareciendo más si cabe el coste de financiación. Sea como fuere, ambas opciones son malas, ya que implicaría una fuerte desaceleración del crecimiento económico y por ello, una probabilidad de recesión mayor.

## 1. PETRÓLEO, EL “ORO NEGRO” BRILLA ALGO MENOS.



Todo el mundo sabe que gran parte del problema de la inflación se debe a la energía, y junto al gas, el petróleo es uno de los principales causantes. El componente energético es muy volátil y, si recordamos los peores momentos de la pandemia, este llegó a situar el vencimiento del futuro de marzo en negativo. Desde entonces, la recuperación económica ha llevado a un ascenso meteórico del precio del barril, hasta rozar los 130\$.

Desde junio la situación es distinta, el Brent ha caído hasta los 86\$/barril, llegando al mismo nivel al que se encontraba hace apenas un año por lo que, en los próximos meses, de mantenerse el precio

en niveles similares, deberíamos ver un efecto de bajada de inflación por el componente energético. Esta caída de precio adelanta la recesión que comentábamos anteriormente, ya que a menor consumo y restricción de la facilidad de crédito, la producción se contrae y demanda menos energía. En anteriores recesiones, el petróleo ha sido uno de esos indicadores adelantados y, habrá que estar vigilantes ante la posibilidad de que en esta ocasión vuelva a serlo.

## 2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Los buenos datos de inflación comentados anteriormente, han tenido un efecto muy positivo en los bonos gubernamentales, observándose una fuerte corrección de las TIRes de todos los países de la Zona Euro y con un efecto positivo en los países que peor comportamiento estaban teniendo, tales como Italia o Grecia. Así, el bono español se sitúa por debajo del 3%, en el 2,94%, 28 pb por debajo del inicio del mes, mientras que el alemán también pierde el 2%, hasta el 1,93%, llevando la prima de riesgo española a 101 pb, 7 pb por debajo de donde se situaba el mes anterior.

Por el lado corporativo, la tensión en las emisiones también se ha reducido, observándose una mayor dispersión entre emisiones privadas dependiendo del riesgo. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, disminuye en 22 pb en el mes, alejándose de los máximos de septiembre en 138 pb.



Mercado	Índice	Rent. Noviembre	Rent. 2022
Gobierno	Deposito 1 día	0,11%	-0,15%
Gobierno	Deposito 1 año	0,04%	-2,43%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,11%	-4,00%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,52%	-8,06%
Gobierno	Europeo 5-7 años	1,17%	-11,49%
Gobierno	Español 1-3 años	0,07%	-4,40%
Gobierno	Español 3-5 años	0,50%	-7,93%
Gobierno	Español 5-7 años	1,19%	-11,45%
Gobierno	Americano 3-5 años	1,72%	-7,55%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,87%	-4,97%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	1,98%	-10,37%
Corporativo	ML Europeo	2,79%	-12,53%
Corporativo	Americano 3-5 años	3,22%	-9,34%
Corporativo	High Yield Europeo	3,52%	-10,34%
-	Emergentes	6,63%	-15,98%

En esta situación, los índices de renta fija se toman un respiro tras unos meses complicados, manteniendo un fuerte rebote en todos los segmentos, especialmente los más arriesgados.

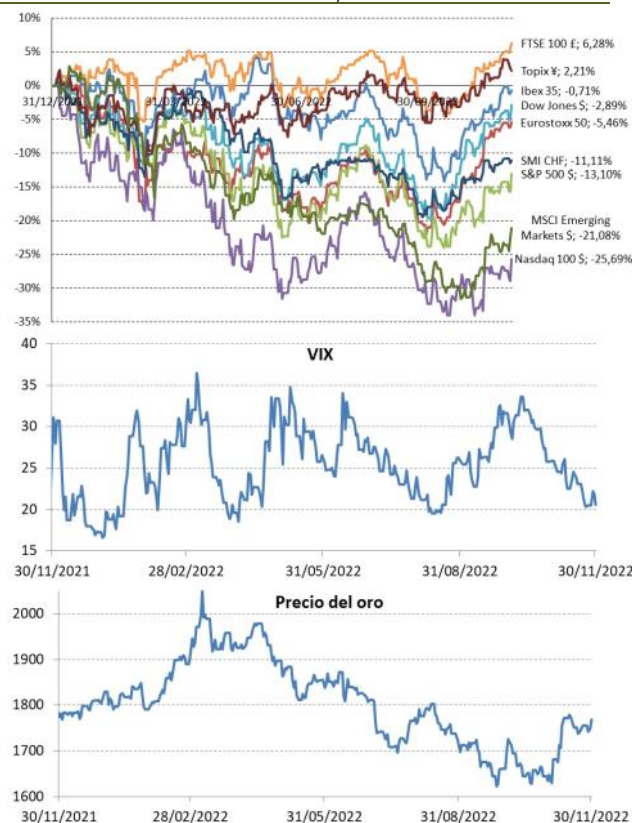
La deuda pública española registra rentabilidades similares a la europea en todos los plazos, con los más largos como el 5 - 7 años recuperando en torno al 1,2% en el mes aunque acumulan pérdidas en el año cercanas al 8%, respectivamente. En el lado corporativo, fuerte rebote en el mes, con el largo plazo recuperando un 2,79%, aunque dejándose más de un 12% en el año en el mismo plazo. El mercado emergente es el que más recupera, un 6,63%, aunque en el año es el peor, con minusvalías del 16%. Por su parte, el high yield recupera un 3,52% en el mes, dejándose en el año un 10,34%. Los índices americanos también en positivo, un 1,72% en el índice de gobiernos y un 3,22% en el corporativo, acumulando en el año pérdidas del 7,55% y 9,34% respectivamente.



## 3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Noviembre	Rent. 2022
España	Ibex 35	5,28%	-0,71%
Europa	Eurostoxx 50	9,70%	-5,46%
EE.UU.	S&P 500	5,59%	-13,10%
EE.UU.	Nasdaq 100	5,62%	-25,69%
EE.UU.	Dow Jones	6,04%	-2,89%
Reino Unido	FTSE 100	7,12%	6,28%
Suiza	SMI	2,77%	-11,11%
Japón	Topix	2,95%	2,21%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	14,64%	-21,08%

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



Los mercados de renta variable, tras un inicio de mes algo dubitativo, han continuado con el rebote iniciado en octubre, fundamentado como en anteriores meses en los sectores más tradicionales, como financiero, energía o telecomunicaciones, y penalizado nuevamente a los sectores de crecimiento, más endeudados, como la tecnología.

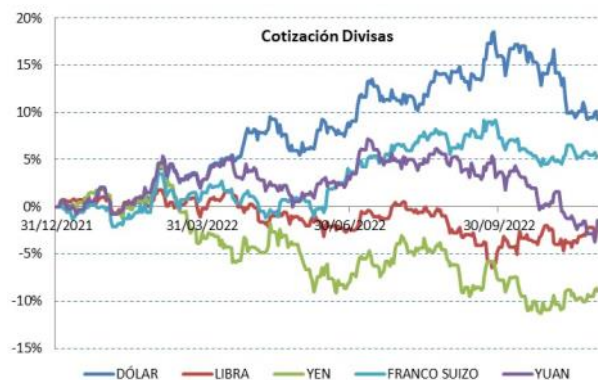
En esta situación, todos los índices claramente en positivo, destacando el emergente con una subida del 14,64% tras el fuerte castigo acumulado en el año, mientras que algo por detrás encontramos al Eurostoxx con un 9,7%.

En el acumulado del año, con las subidas de octubre y noviembre, algunos índices pasan a positivo, como el FTSE 100 y el Topix que suben un 6,28% y 2,21% respectivamente, o el Ibex 35 que está prácticamente plano. Sin embargo, el mercado tecnológico sigue muy tocado, con una caída del 25%, y el emergente, por el efecto de China y del tipo de cambio, también se deja más de un 21%.

La volatilidad, se ha reducido de forma significativa, con el índice VIX cerrando el mes próximo a los 20 puntos, muy lejos de la zona de 35, que ha alcanzado en los momentos de máximas caídas en varias ocasiones en el año. El oro rebota algo después de marcar mínimos del año en la zona de los 1.600\$ la onza, en consonancia con la menor fortaleza del dólar en el mes. El mercado ha llegado a zonas de resistencias importantes y la subida ha frenado el ritmo. Las dudas sobre la renta variable siguen muy activas y los datos de inflación y respuesta de los bancos centrales a la misma seguirán como centro de atención, más si cabe cuando la FED prefiere pasarse de frenada a quedarse corto limitando la inflación. Esa posible recesión económica mundial va ganando peso en las valoraciones de los inversores y seguro que traerán un nuevo foco de volatilidad a medida que se vaya avanzando en 2023, tanto en la posible sorpresa positiva como en la negativa. Además, es importante meter en la ecuación la menor liquidez en el mercado, con los recortes de los bancos centrales, como con la “competencia” de la renta fija, seguro restan interés a la renta variable.

## 4. MERCADOS DE DIVISAS

El mercado de divisas sigue recuperando cierta tranquilidad después de unos meses en el que el dólar ha sido el protagonista, después de la fuerte apreciación provocada tanto por la política monetaria restrictiva americana como por el alza en el precio de las materias primas, que le ha llevado a una revalorización anual pocas veces vista.



Div / Eur	Rent. Noviembre	Rent. 2022
DÓLAR	-5,05%	9,28%
LIBRA	-0,12%	-2,60%
YEN	2,29%	-8,90%
FRANCO SUIZO	0,58%	5,41%
YUAN	-1,46%	-1,40%

En noviembre, el yen se aprecia un 2,29% tras la subida de la inflación japonesa y el franco suizo también se aprecia un 0,58%, influido por la situación de Credit Suisse. El resto de divisas se deprecian frente al euro, con especial énfasis del dólar como decíamos, que se deja más de un 5%.

Aun así, en el año el dólar se aprecia un 9,28% aunque ya se aleja de la paridad, mientras que el yen se deprecia casi un 9%, debido a que como decíamos el BoJ ha mantenido políticas monetarias expansivas hasta que los últimos datos de IPC han empezado a dar síntomas de por fin podrían tener mayores tasas de inflación.

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

Índice	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Noviembre	2022	
<b>Defensivo</b>	1,14%	1,83%	-8,20%	4,43%
<b>Moderado</b>	2,33%	2,87%	-7,62%	5,85%
<b>Agresivo</b>	3,83%	3,57%	-7,21%	6,91%

\*Desde el 31 de diciembre de 2013

Los tres perfiles de inversión se toman un respiro en las caídas este mes, ya que todos los activos invertidos reportan rentabilidades positivas, especialmente los más arriesgados, aunque lejos todavía de cambiar uno de los peores ejercicios de los últimos años.

En este escenario, en el mes, el perfil agresivo recupera un 3,57%, seguido por el perfil moderado con un 2,87% y el defensivo, con la fuerte recuperación de la renta fija, subiendo un 1,83%.

A pesar de estas subidas, en el año los tres perfiles siguen con muy mala rentabilidad y pequeñas diferencias, todos dentro de una horquilla del 1%, con un perfil agresivo como el menos malo, con caídas del 7,21% y el defensivo retrocediendo un 8,20%, penalizados por el efecto de la cobertura del 100% del dólar.

La volatilidad interanual sigue en niveles muy elevados y se sitúa en la horquilla del 4,43% para el perfil defensivo y del 6,91% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles sigue baja, entre el 1,14% y 3,83%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,7% anual. Estas rentabilidades, tras las caídas del último año y los elevados niveles de inflación, dejan unas pírricas rentabilidades reales en las carteras de los tres perfiles, independientemente del nivel de riesgo asumido.

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



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