

## Presentación

Retomamos el pulso del mercado tras un periodo de descanso por el periodo estival. El mercado no descansa y sigue atento a las mismas cuestiones, inflación, recesión y, en menor medida la guerra de Ucrania. Repasamos las últimas noticias relativas a estos catalizadores, en donde vemos que el precio de la energía reaviva el temor a un periodo inflacionista más elevado, mientras que a la par vemos datos todavía contradictorios en base a la temida recesión, más próxima en Europa pero todavía lejana en Estados Unidos.

## Evolución de mercado



La inflación y el crecimiento siguen siendo los principales focos de atención de los inversores. Un "shock" temporal como iba a ser la subida de precios tras la salida de la pandemia, unido a la incapacidad de atender la demanda por los "cuellos de botella" en la producción de muchos productos, se fue agravando por el inicio de la guerra de Ucrania y su repercusión sobre las materias primas energéticas y alimenticias.

Desde marzo de 2021, momento en que la inflación americana rebaso el objetivo del 2%, han pasado más de dos años y, aunque ya estamos lejos del pico máximo del 10%, vemos como la inflación ha filtrado en todas las capas de actividad y, la subyacente, tasa que elimina los activos más volátiles pero que supone la parte más importante del consumo de los hogares, es incapaz de bajar con determinación de la zona del 4% en Estados Unidos y del 5% en la Zona Euro. En estos niveles, es difícil conseguir rebajas significativas si no vemos la "temida" recesión que, aunque mil veces anunciada en los últimos meses (desde que se invirtió la curva de tipos en abril de 2022) apenas empieza a ofrecer algún dato contradictorio en determinados sectores, como el inmobiliario o bienes cuyo consumo necesita, por lo general, de cierta financiación.

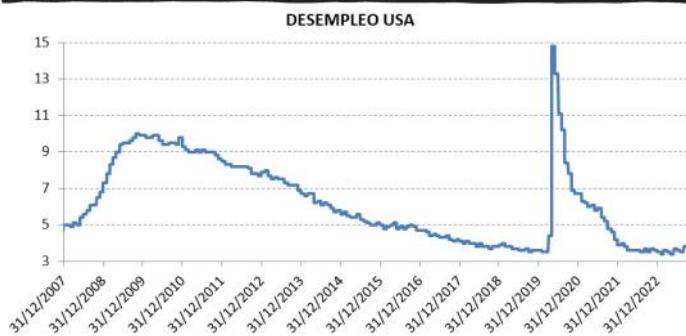


Chart 3 Debt carrying costs at typical pre-recession peaks

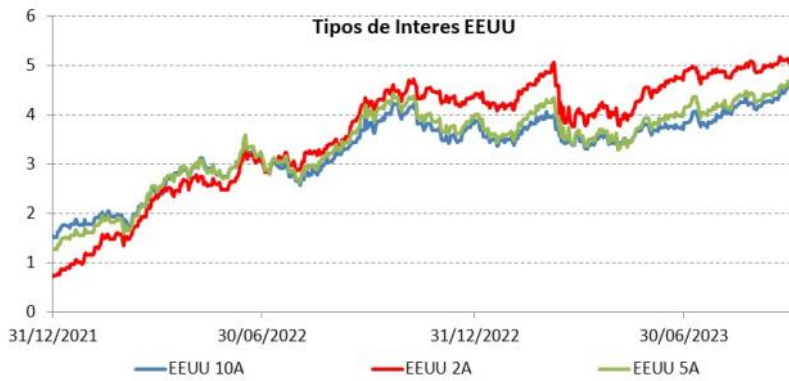


Source: BEA, GlobalData, TS Lombard

Por el contrario, vemos indicadores importantes como el empleo que se mantienen fuertes. Estados Unidos sigue por debajo del 4% y en Europa, con la tradicional disparidad entre países, también sitúan sus tasas en zona de mínimos de los últimos años. Los expertos indican que, mientras el empleo siga fuerte, no acabaremos por ver la recesión, aunque por el camino veamos que algunas cosas se empiezan a "romper". Eso es debido a que, a pesar del aumento de precios de los artículos, los consumidores siguen teniendo sus ingresos que, aunque se han incrementado por debajo de la inflación, siguen generando un flujo positivo. Además, aunque muy reducido, todavía mantienen en muchos casos ahorros generados durante la pandemia y, en otros casos, se está impulsando el gasto a crédito, cuyo importe está en niveles máximos de los últimos años y es otro potencial factor de desequilibrios.

Esta situación está generando un caldo de cultivo muy peligroso con la subida de tipos y, cuanto más tiempo pase, el nivel de deuda con la subida de tipos será más insostenible. En el lado positivo, los tipos reales siguen siendo muy bajos o incluso negativos, como en el caso alemán, lo que está permitiendo que el temido default de empresas y/o familias se siga retrasando.





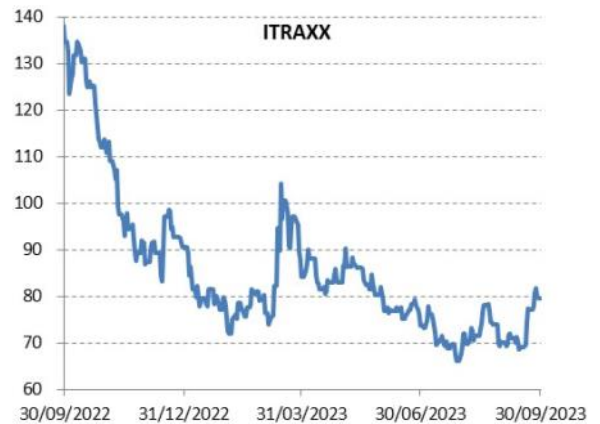
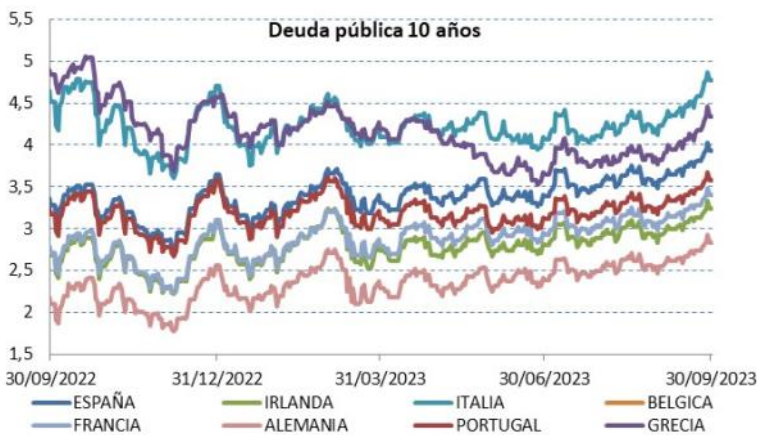
Los bancos centrales, por su parte, vienen retrasando el inicio de la bajada de tipos de interés, ya que como decíamos, la inflación sigue lejos de controlarse, siendo este el principal objetivo del BCE y, además, la actividad económica no se resiente de forma alarmante, que es el segundo de los objetivos a vigilar por parte de la FED. En esta situación, la bajada de tipos sigue retrasándose, para finales de 2024 y cada vez es más probable que podamos tener una subida de tipos adicional a finales de este 2023.

La frase de Powell "higher for longer", más altos por más tiempo, ha hecho mucho daño en los activos financieros, con los activos de renta fija que siguen repuntando en TIR (bajando en precio), y con una renta variable que vuelve a sufrir de un ajuste en valoraciones que se adaptan a la nueva expectativa de tipos. El esperanzador arranque del año se empieza a diluir en carteras mixtas, con la renta fija de medio/largo plazo perdiendo valor aunque aumenta la rentabilidad esperada (TIR) y con la renta variable muy lateral desde marzo, soportada en gran medida por el impulso de las grandes tecnológicas americanas que han tirado de los índices mientras valores de la economía "tradicional" llevan tiempo bajista.

## 2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Tras unos meses de julio y agosto relativamente tranquilos, después de que los bancos centrales anunciaran una pausa para ver como evolucionaba la economía, septiembre registra un fuerte aumento de las TIR's de los bonos tras las conclusiones de Jackson Hole y las posteriores reuniones de los bancos centrales. El bono español repunta 55 pb en el trimestre para acabar en el 3,93%, mientras que el alemán aumenta 45 pb, al 2,84%, con las primas de riesgo muy estables, a excepción de Italia, que aumenta diferenciales tras decir que incumplirá previsiones de déficit.

Por el lado corporativo, variaciones de escasa relevancia que pone de manifiesto el mejor comportamiento relativo de las emisiones corporativas en el año. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, se sitúa en 80 pb, 6 pb por encima de junio, marcando nuevos mínimos del último año durante el trimestre.



Mercado	Índice	Rent. 3 Trimestre	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,92%	2,27%
Gobierno	Deposito 1 año	0,93%	1,92%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,56%	1,08%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-0,05%	0,94%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-1,07%	0,97%
Gobierno	Español 1-3 años	0,56%	0,99%
Gobierno	Español 3-5 años	0,00%	0,76%
Gobierno	Español 5-7 años	-0,87%	0,73%
Gobierno	Americano 3-5 años	-0,81%	0,28%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	1,16%	2,19%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,91%	2,43%
Corporativo	ML Europeo	0,30%	2,34%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,96%	1,35%
Corporativo	High Yield Europeo	1,88%	6,76%
-	Emergentes	-2,31%	0,91%

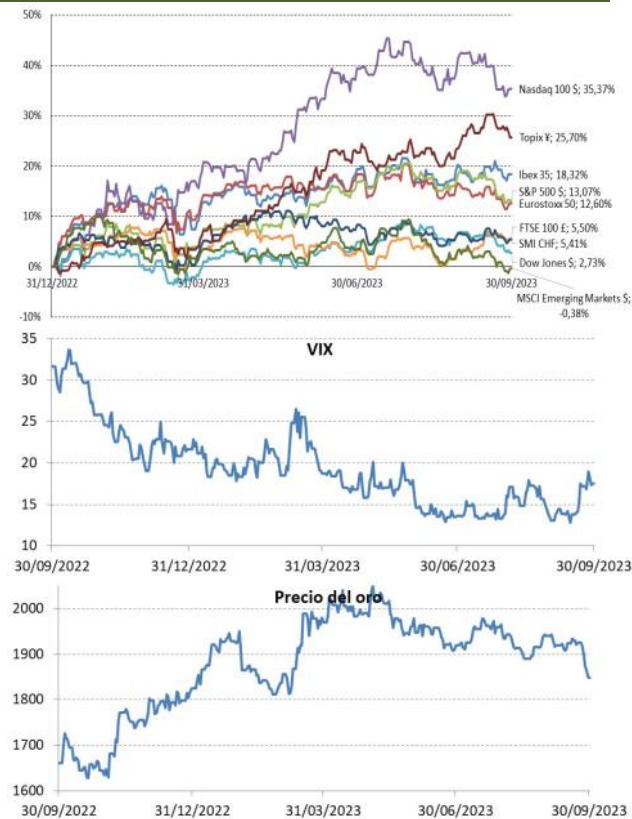
En esta situación, diferencias significativas entre los índices de renta fija, funcionando bien en el corto plazo pero con correcciones en el largo, americanos y emergentes.

La deuda pública europea en el trimestre registra rentabilidades similares a la española los plazos cortos, con subidas del 0,56% en ambos en el 1/3 años, aunque descendiendo un 1,07% vs. 0,87% en el 5/7 años respectivamente. En el lado corporativo, todos los plazos en positivo aunque se diluye a mayor duración, aunque en los tres casos superando el 2% en el acumulado del año. Los segmentos de más riesgo, como el high yield obtiene un 1,88% en el trimestre, siendo el mejor activo en el año con un 6,76%, mientras que los emergentes se dejan un 2,31% y borran el diferencial positivo frente a la deuda pública en el año. Por último, los índices americanos registran caídas cercanas al 1% en el trimestre, dejando al índice de gobiernos plano en el año y al corporativo con subidas del 1,35%.

## 3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. 3 Trimestre	Rent. 2023
España	Ibex 35	-0,83%	18,32%
Europa	Eurostoxx 50	-4,89%	12,60%
EE.UU.	S&P 500	-3,27%	13,07%
EE.UU.	Nasdaq 100	-2,86%	35,37%
EE.UU.	Dow Jones	-2,10%	2,73%
Reino Unido	FTSE 100	2,19%	5,50%
Suiza	SMI	-2,68%	5,41%
Japón	Topix	2,45%	25,70%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-3,71%	-0,38%

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



Mercados correctivos en el trimestre, debido principalmente a la mala evolución del mes de septiembre tras mantenerse en un estrecho margen durante los meses anteriores. Aunque las caídas han sido generalizadas, siempre hay sectores que tienen un comportamiento diferencialmente positivo, y en este caso hay que hacer referencia a los sectores de materias primas, principalmente petroleras, sector financiero y asegurador y, como viene siendo habitual, las denominadas 7 magníficas, que son las grandes tecnológicas americanas.

En este entorno, el Topix japonés es la gran estrella del trimestre, con una subida del 2,45%, seguido del FTSE 100, que se revaloriza un 2,19%. El resto de índices, todos en negativo, aunque no excesivamente amplios, donde cabe destacar el índice español con un retroceso menor, del 0,83%, debido a la mayor ponderación de los índices comentados anteriormente.

En el acumulado del año, el mercado emergente es el primero que pasa a negativo por la mala evolución de la bolsa de China. El resto mantienen importantes subidas, destacando, al tecnológico Nasdaq subiendo un 35,37% o el Topix un 25,70% por la política monetaria expansiva del BoJ. La bolsa española, Ibex 35, con subidas superiores al 18% supera ampliamente al resto de bolsas europeas.

Tras un inicio de año muy alcista, hemos visto cierta recogida de beneficios en el mercado. La volatilidad repunta ligeramente, con el índice VIX por próximo a los 20 puntos y el oro sigue cediendo tras el repunte del dólar. Los inversores muestran cierto temor ante la política restrictiva de los bancos centrales y ya vemos a gran parte de los índices sectoriales en tendencia bajista. La renta fija de corto plazo empieza a ser una buena alternativa en rentabilidad/riesgo tras un acumulado anual muy positivo, pero nos adentramos en un periodo de estacionalidad positiva para la renta variable, lo que hace pensar a muchos inversores que todavía tendrán algún tipo de rebote antes de acabar el año. Difícil de predecir, por lo que en momentos como el actual, la gestión del riesgo se hace más fundamental si cabe para evitar otro año negativo tras el mal dato de 2022.

## 4. MERCADOS DE DIVISAS

Mucha fortaleza en la divisa americana que, en momentos volátiles actúa de refugio y, además, con la inflación todavía elevada pero mostrando todavía datos macroeconómicos mejores que los de otras zonas del mundo, hacen que la divisa americana se aprecie frente al resto. Destacar el impacto sobre el euro o sobre el yen, que supera los 150¥/\$.



Div / Eur	Rent. 3 Trimestre	Rent. 2023
DÓLAR	3,17%	1,25%
LIBRA	-0,85%	2,15%
YEN	-0,28%	-11,09%
FRANCO SUIZO	0,97%	2,33%
YUAN	2,49%	-4,65%

Con ello, vemos al dólar apreciándose un 3,17% frente al euro en el trimestre, volviendo a niveles de 1,05\$/€ y frente al yuan, que se aprecia un 2,49% por su correlación con el dólar.

En el acumulado del año, vemos que el yen se aprecia más de un 11% y el yuan por debajo del 5%. En el lado contrario, las divisas europeas como la libra o el franco suizo y el dólar americano se sitúan en el rango del 1%/2% respecto del inicio del año.

## 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*	3 Trimestre	2023	
<b>Defensivo</b>	1,09%	-0,15%	2,41%	3,85%
<b>Moderado</b>	2,35%	-0,49%	4,43%	4,33%
<b>Agresivo</b>	3,81%	-0,40%	5,82%	4,88%

\*Desde el 31 de diciembre de 2013

Trimestre bajista en el mercado para prácticamente todos los activos especialmente para la renta variable, lo que permite mejor rendimiento relativo a los perfiles más defensivos.

En este escenario, en el trimestre, el perfil defensivo es el que menos recorta, un -0,15%, seguido por el agresivo, con un -0,40% por la exposición a Japón y el moderado, algo menos diversificado, obtiene una pérdida del 0,49%.

En el acumulado del año, los tres perfiles mantienen un tono muy positivo, con un perfil agresivo apreciándose un 5,82%, el moderado un 4,43% y el defensivo un 2,41%, favorecido por el fuerte tirón en el año de los activos de riesgo.

La volatilidad interanual continua su retroceso una vez eliminado el efecto del inicio de la invasión de Ucrania, situándose en la horquilla del 3,85% para el perfil defensivo y el 4,88% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 1,09% y 3,81%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,7% anual. Estas rentabilidades, con los elevados niveles de inflación, dejan muy bajas las rentabilidades reales en las carteras de los tres perfiles, situándose incluso en negativo para el perfil más defensivo.

\*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. Diagonal, 361—1ª. 1ªA
28003 Madrid	48008 Bilbao	08037 Barcelona
Tel.: 91 451 67 00	Tel.: 94 415 90 68	Tel.: 93 272 06 17
<a href="mailto:cpps.mad@consultoradepensiones.com">cpps.mad@consultoradepensiones.com</a>	<a href="mailto:cpps.bio@consultoradepensiones.com">cpps.bio@consultoradepensiones.com</a>	<a href="mailto:cpps.bcn@consultoradepensiones.com">cpps.bcn@consultoradepensiones.com</a>

### 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.