

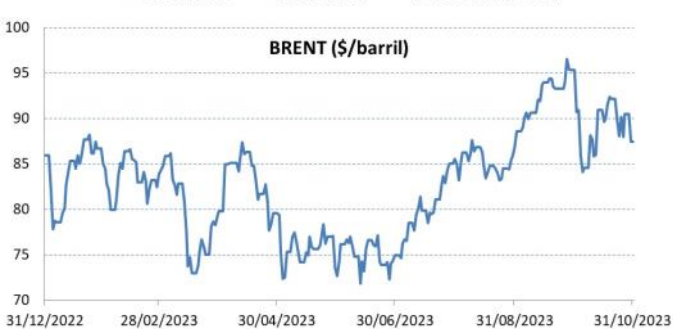
Presentación

Este mes tenemos otro foco de atención que eclipsa todo. El conflicto en Oriente Próximo agita las expectativas económicas que teníamos hasta ahora respecto a la inflación y crecimiento. ¿Qué pasará con el petróleo? ¿hasta donde escalará el conflicto y que “opinarán” las grandes potencias? Tratamos de clarificar estas cuestiones y volvemos a poner el foco en el Bitcoin, activo que en momentos de incertidumbre vuelve a ganar enteros como activo refugio junto al oro, ambos en máximos del año.

Además, analizamos la rentabilidad trimestral de los perfiles de inversión una vez publicadas las estadísticas de Inverco.

Evolución de mercado

El 8 de octubre, el grupo terrorista Hamas atentaba en Israel y en pocas horas Israel daba la respuesta desplegando su fuerza sobre la franja de Gaza. Manteniéndonos al margen del lo más importante, que es el gran número de vidas humanas que se han perdido, la situación en la zona genera múltiples interrogantes, ya que de escalar el conflicto a otros países del entorno, el suministro de petróleo mundial se puede ver comprometido. Además, la posición de otros países, Estados Unidos es aliado sin condiciones de Israel, pero todavía no sabemos hacia donde se posicionarían Rusia o China en caso de escalada, pudiendo aumentar más las diferencias tras el conflicto de Ucrania o la guerra comercial USA/China.



El mercado se ha tomado el inicio de las tensiones como el fin de la subida de tipos de interés. Los tipos a corto plazo han dejado de subir y se empiezan a descontar bajadas en ambos lados del Atlántico a mediados de 2024. Los tipos a largo, especialmente los americanos, se han tensionado, debido al mayor compromiso de gasto por parte de los americanos en defensa, no encontrando contrapartida por parte de algunos inversores tradicionales como China, que está reduciendo su exposición a la deuda americana en los últimos meses. Eso ha llevado al bono americano a las puertas del 5% y a muchos hipotecados americanos a tasas difícilmente asumibles. La curva de tipos se aproxima a positivo o cambio a pendiente positiva, descontando veremos si inicio de recesión.

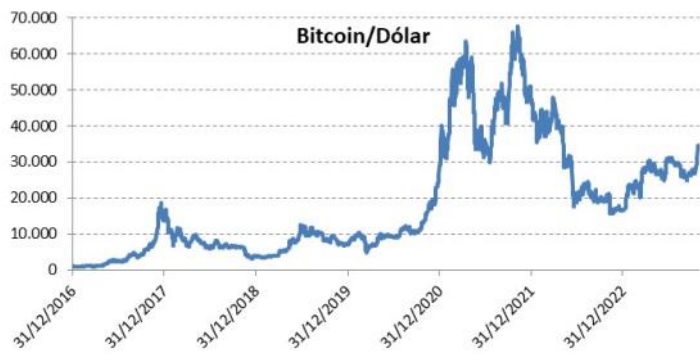
La incertidumbre está servida. El petróleo, tras un arranque fuertemente alcista que llevó al Brent por encima de 90\$/barril, ha vuelto a retroceder. Arabia Saudí sigue bombeando a gran escala, Rusia necesita vender para financiar su guerra con Ucrania y Estados Unidos ha rebajado las sanciones a Venezuela para asegurar el suministro. Todo en un difícil equilibrio para mantener una economía global que sigue debilitándose, con China reduciendo su crecimiento, algunos países de la Zona Euro al borde de la recesión y en el que solo Estados Unidos mantiene un crecimiento elevado, del 4,9% en el tercer trimestre de 2023, aunque las previsiones es que en el cuarto trimestre se reduzca a prácticamente la mitad.

Los mercados de renta variable han corregido un 10% en media y muestran muchas dudas. Tras varios meses de mercado bajista, desde julio, los inversores más conservadores han virado hacia la renta fija, que ofrece TIR'es del 3/5% en activos prácticamente sin riesgo, ya que solo las grandes tecnológicas americanas han sido capaces de mantener su cotización.

Los países desarrollados se empeñan en mantener el optimismo sobre el crecimiento, aunque gran parte de este se ha sustentado sobre el endeudamiento, generando grandes déficits que, al menos sobre el papel, toca reducir en los próximos años. Veremos si son capaces de hacerlo en entornos de crecimiento menor y en teoría, con escenarios de inflación más contenidos que los actuales.



1. ¡LA VUELTA DEL BITCOIN!



Los cryptoactivos vienen centrando la atención de los inversores en los últimos años. Al principio y por la dificultad a la hora de entender que eran, falta de regulación,... despertaban muchas reticencias, pero de un tiempo a esta parte, han ido cogiendo fuerza y la banca de inversión ya los considera como un activo invertible más.

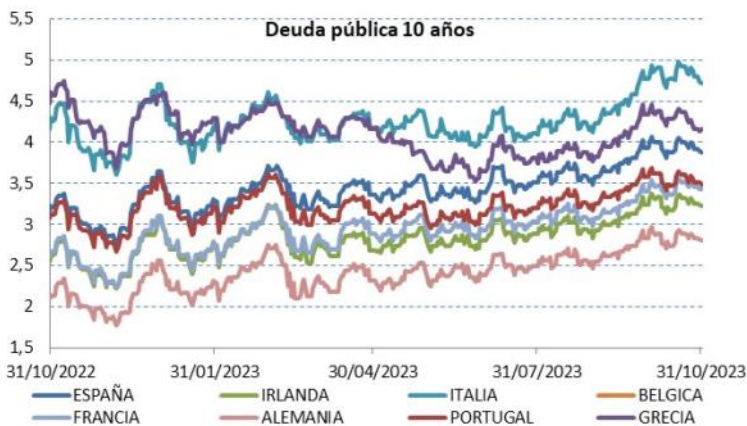
Por el camino, el paso del tiempo ha ido destapando fraudes, burbujas y demás filtros lógicos de los nuevos tiempos. Activos como el Bitcoin empiezan a ser considerados como divisa de reserva, medio de pago y, como en el caso de El Salvador, moneda de curso legal. Con el impulso de

las monedas digitales por parte de los gobiernos occidentales, muchas grandes fortunas miran al activo como forma de "ocultar" patrimonio, alejándose de los antiguos paraísos fiscales para mirar hacia este tipo de inversión. La volatilidad del activo sigue echando atrás a inversores más conservadores. Su valor se dividió entre cuatro desde los máximos de 2021, aunque tampoco debemos obviar que en el último año, su valoración se ha multiplicado por dos y que si la SEC acaba por aprobar los ETF sobre el activo, su cotización podría seguir viéndose favorecida.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Tras un primer impacto negativo del conflicto bélico sobre la renta fija, en la que vimos repuntar TIR'es de los bonos por encima del 5% en el italiano, estas se han ido deshinchando con el paso de los días para cerrar próximos a mínimos del mes, ya que el mercado descuenta que las subidas de tipos podrían haber finalizado ante el previsible deterioro global. El bono español retrocede 5 pb en el mes hasta el 3,88%, mientras que el alemán cierra en 2,8%, 4 pb por debajo del mes anterior, manteniéndose las primas de riesgo muy estables en torno a los 108 pb.

Por el lado corporativo, continua el rebote iniciado en el mes de septiembre descontando que el empeoramiento macro acabe afectando a la deuda empresarial. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas aumenta 5 pb hasta los 86 pb, manteniéndose en la parte central del rango visto en el último año.



Mercado	Índice	Rent. Octubre	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,34%	2,61%
Gobierno	Deposito 1 año	0,51%	2,44%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,54%	1,62%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,77%	1,72%
Gobierno	Europeo 5-7 años	0,81%	1,79%
Gobierno	Español 1-3 años	0,57%	1,57%
Gobierno	Español 3-5 años	0,83%	1,59%
Gobierno	Español 5-7 años	0,89%	1,63%
Gobierno	Americano 3-5 años	-0,34%	-0,07%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,43%	2,63%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,47%	2,92%
Corporativo	ML Europeo	0,41%	2,76%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,75%	0,59%
Corporativo	High Yield Europeo	-0,30%	6,44%
-	Emergentes	-1,48%	-0,58%

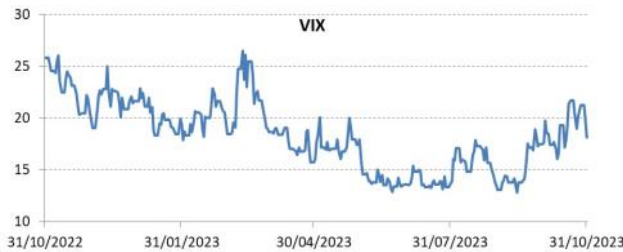
En esta situación, vemos una huida hacia la seguridad, con subidas en emisiones de gobiernos que se van diluyendo a media que aumenta el riesgo emisor hasta pasar a negativo en algún caso.

La deuda pública española y europea registra rentabilidades similares en el mes y mayores a medida que aumenta el vencimiento, aunque en el acumulado del año las rentabilidades son muy similares independientemente de la región y el plazo. En el lado corporativo, todos los plazos en torno al 0,45% en el mes y próximos al 3% en el acumulado del año. Los segmentos de más riesgo, como el high yield en negativo, -0,3% en el mes, aunque sigue siendo el mejor activo en el año con un 6,44%, Los emergentes se dejan un 1,48% y se sitúan en negativo en el año, -0,58%. Por último, los índices americanos registran caídas nuevamente, del 0,34% en gobiernos y del 0,75% en corporativo, llevando al índice de gobiernos a negativo en el año y al corporativo con ligeras subidas, del 0,59%.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Octubre	Rent. 2023
España	Ibex 35	-3,77%	13,86%
Europa	Eurostoxx 50	-2,65%	9,62%
EE.UU.	S&P 500	-2,10%	10,69%
EE.UU.	Nasdaq 100	-2,04%	32,62%
EE.UU.	Dow Jones	-1,26%	1,44%
Reino Unido	FTSE 100	-3,69%	1,60%
Suiza	SMI	-5,22%	-0,09%
Japón	Topix	-2,99%	21,94%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-3,94%	-4,31%

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



Mes de correcciones significativas en muchos índices que llevan a varios de ellos a retrocesos superiores al 10% desde máximos del año. ¿Es para alarmarse? Depende, aunque todo inversor debería saber que retrocesos de este tipo se producen con una periodicidad cercana al año. En el caso actual, las dudas provienen porque muchas acciones llevan meses retrocediendo, aunque sin ocupar titulares de prensa, ya que se han visto eclipsadas por la evolución de las Bigtech, sector financiero o valores ligados a la energía.

En este entorno, ningún índice cierra el mes en positivo e índices como el suizo se dejan más de un 5% u otros como el emergente, el español o el británico acumulan caídas cercanas al 4%.

En el acumulado del año, ya empezamos a ver algunos retornos negativos, con el mercado emergente perdiendo un 4,31% por la mala evolución de la bolsa de China o el SMI con un descenso del 0,09%. El resto se mantienen en positivo, destacando las subidas del tecnológico Nasdaq, del 32,62% o el Topix con un 21,94% por la política monetaria expansiva del BoJ. Por detrás aunque con rentabilidades interesantes, el índice S&P 500 o el Eurostoxx/Ibex 35 acumulan retornos próximos al 10%.

Tras un arranque de año muy positivo vemos que el mercado se toma un descanso. Como hemos comentado en otras ocasiones, los mercados no suben en línea recta y la incertidumbre geopolítica hace que el dinero miedos vaya a buscar refugio en activos como la renta fija. La volatilidad sigue en niveles de nerviosismo, con el índice VIX próximo a los 20 puntos y el oro muy cerca de los 2000\$/onza. Consolidar parte de la subida tras el mal dato de rentabilidad de 2022 puede acentuar las correcciones del mercado, aunque debemos valorar que nos adentramos en un periodo estacionalmente alcista. La evolución del conflicto israelí marcará todo y, aunque en un primer momento se está descontado de forma positiva, ya no habrá más subida de tipos, la eventual escalada bélica y restricciones en el suministro de petróleo podrían llevar a caídas mayores. Como siempre, la gestión del riesgo y la diversificación de fuentes de rentabilidad será clave en los próximos meses.

4. MERCADOS DE DIVISAS

Mes de ida y vuelta en los mercados de divisas, en los que vimos un primer posicionamiento defensivo en el que los inversores buscaron al dólar o franco suizo para posteriormente volver a la posición inicial. El único que sigue con su progresiva depreciación es el yen, fruto de la política monetaria expansiva seguida por el BoJ frente a otros bancos centrales.



Div / Eur	Rent. Octubre	Rent. 2023
DÓLAR	-0,02%	1,23%
LIBRA	-0,42%	1,73%
YEN	-1,56%	-12,48%
FRANCO SUIZO	0,50%	2,84%
YUAN	-0,25%	-4,90%

Con ello, excepto el yen que se deprecia un 1,56% frente al euro, vemos al resto de divisas que cierran con pequeñas variaciones respecto a septiembre, inferiores al 0,5%.

En el acumulado del año, vemos que el yen se deprecia más de un 12% o al yuan en niveles próximos al 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%/3% 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
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*	Octubre 2023	
Defensivo	1,09%	0,10%	3,61%
Moderado	2,27%	-0,51%	4,04%
Agresivo	3,65%	-1,14%	4,66%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Movimiento bajista en octubre para los activos de renta variable pero positivo en la renta fija, lo que provoca caídas en los perfiles más expuestos a riesgo mientras que los defensivos alcanzan retornos positivos.

En este escenario, en octubre, el perfil defensivo es el único en positivo, repuntando un 0,10%. El moderado y el agresivo en negativo, con un -0,51% y -1,14% respectivamente.

En el acumulado del año, los tres perfiles mantienen un tono muy positivo, con un perfil agresivo apreciándose un 4,62%, el moderado un 3,90% y el defensivo un 2,52%, favorecidos por el fuerte tirón en el año que todavía acumulan los activos de riesgo.

La volatilidad interanual continua su retroceso una vez eliminado el efecto del inicio de la invasión de Ucrania y a pesar del conflicto de Israel, situándose en la horquilla del 3,61% para el perfil defensivo y el 4,66% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 1,09% y 3,65%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,6% 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
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.