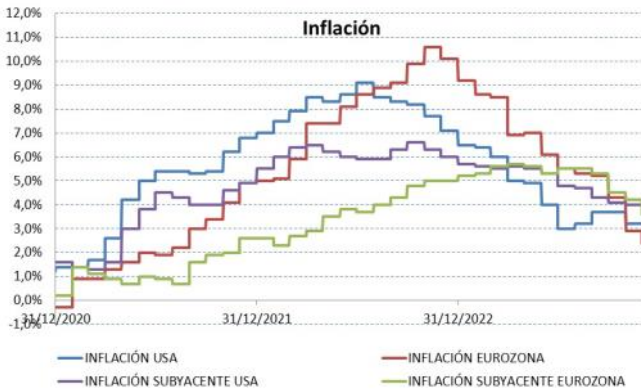


Presentación

Noviembre “festivo” en el mercado, en el que se ha relativizado el impacto de la guerra en Gaza y el mercado se ha centrado en los buenos datos de inflación. Analizamos como se han modificado las expectativas sobre ella y que consecuencias se pueden derivar, además del efecto que puedan tener sobre los activos invertibles. Por último, tendremos un breve recuerdo de Charlie Munger, uno de los máximos exponentes de la inversión “value” fallecido el 28 de noviembre.

Evolución de mercado

Mes de “locura” alcista en el mercado para la practica totalidad de los activos financieros. La guerra en Gaza parece haber quedado en un conflicto “local” y más allá del drama humano, parece que el conflicto no escalará más en la región, y se espera que no afecte al suministro de petróleo mundial. Esta percepción junto a los buenos datos de inflación, que un mes

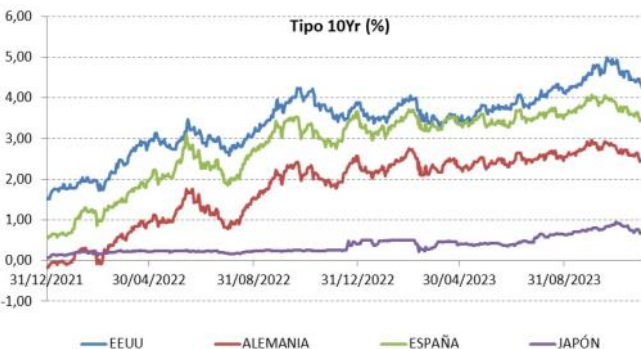
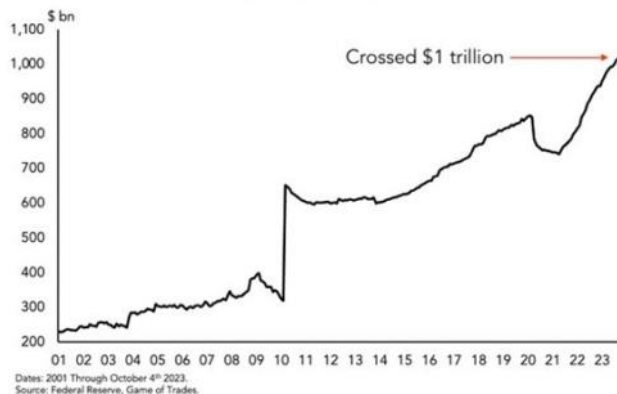


más se vuelven a reducir, Europa ya está por debajo del 3%, han llevado a los inversores a pensar que las subidas de tipos, en la Zona Euro y en Estados Unidos, podrían haber llegado a su fin y que en el primer semestre de 2024 podríamos ver alguna bajada. Valga como dato el cierre mensual del Euribor, que ha registrado en noviembre su mayor caída mensual en 11 años.

En este aspecto es donde empiezan a verse algunas diferencias entre los mercados americano y europeo. Mientras en Estados Unidos se sigue hablando de un aterrizaje suave o “no landing” (que no llegue a producirse la recesión económica), en Europa se empiezan a ver signos claros de que la recesión puede ser un hecho en algunas de las economías más importantes, como en el caso de Alemania. A pesar de ello, el BCE parece empeñado en mantenerse firme en su estrategia anti inflación y ya son muchos analistas macroeconómicos los que alzan la voz ante el daño que se podría provocar en la economía.

Credit Card Debt in the U.S.

Credit Card Debt Outstanding as Reported by All Commercial Banks



En el caso americano, como decíamos, la visión es algo distinta. El mercado laboral sigue fuerte y, ante la bajada efectiva de tipos, los consumidores aumentarán sus rentas disponibles al reducirse las cuotas de sus prestamos. Estos se han disparado tras la recuperación de la pandemia y han permitido que la economía no se haya deteriorado. De como evolucionen su tendencia y de como sea capaz de gestionarlo la FED, dependerá si USA entra o no en recesión, en lo que podría ser la primera inversión de la curva americana que no trae aparejada una recesión.

Estos datos y expectativas se han trasladado a todos los mercados de activos con alzas exuberantes y quizá, el tiempo dirá, si algo desmedidas. El renta fija ha registrado fuertes caídas en las TIR'es de los bonos de renta fija, especialmente en los bonos de largo plazo, y si hace un mes hablábamos del bono americano a 10 años en el 5%, ahora tenemos que decir que ha retrocedido al 4,3%, con el consiguiente impacto positivo en precio sobre el activo. En el resto de regiones, el impacto, aunque en menor proporción, también ha sido significativo, generando un fuerte impacto en las valoraciones de cartera y mostrando que los inversores, al menos por el

momento, piensan que las subidas de tipos han finalizado. Del mismo modo, aumentando en la escala de “riesgo” de la renta fija vemos como otros activos que empezaban a ofrecer alguna duda vuelven a tomar vigor, como es el caso de los bonos high yield o la renta fija emergente, favorecida en cierta medida por la debilidad del dólar que se suma a la caída de TIR'es. La renta variable también se ha disparado en líneas globales, que desarrollaremos posteriormente en el apartado de renta variable, potenciando a las carteras modelo 60/40, tan de moda en 2022, las cuales prácticamente han recuperado en términos nominales, que no reales, las caídas del año pasado.

1. BYE CHARLIE.



Charlie Munger, uno de los máximos exponentes del "value investing" y discípulo de Benjamin Graham falleció este mes, a los 99 años de edad. Mano derecha de Warren Buffett en Berkshire Hathaway, consiguió junto a este una rentabilidad media anual del 20,1% entre 1965/2021, dándole una visión más favorable hacia mejores negocios aunque su valoración sea algo más exigente.

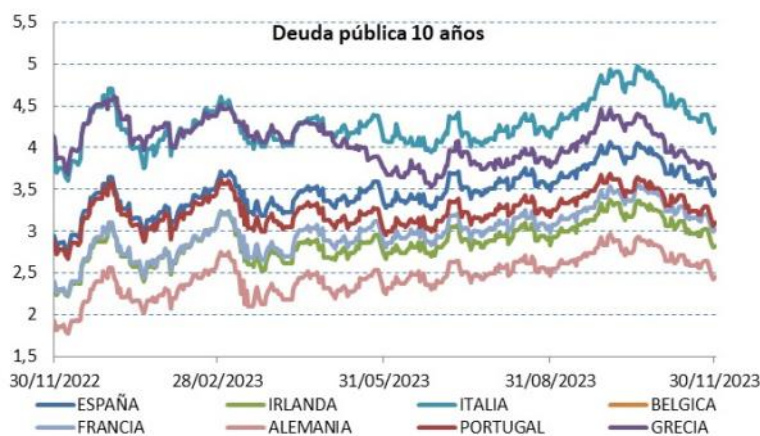
Entre sus múltiples enseñanzas en el campo de la valoración de empresas, extrapolables en muchos casos a la vida diaria, quedaran en la memoria algunas frases como: "Ser consciente de lo que no sabes es mucho más útil que ser brillante", "La gente intenta ser la más lista; yo solo intento no ser idiota, pero es mucho más difícil de lo que la gente

cree", "Es imposible vivir una vida plena sin cometer muchos errores. Uno de los trucos de esta vida es aprender a gestionar tus propios errores", "Debes recordar que las buenas ideas son poco frecuentes; cuando las probabilidades están claramente a tu favor, apuesta fuerte" o "los negocios buenos son negocios éticos".

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Como comentábamos anteriormente, la renta fija ha tenido un mes muy positivo por la expectativa de no subida de tipos de interés, viéndose reflejado en las TIR'es de los bonos, que se reducen en cuantías similares en todas las regiones. El bono español retrocede 41 pb en el mes hasta el 3,47%, mientras que el alemán cierra en 2,45%, 35 pb abajo, permitiendo una ligera corrección de la prima de riesgo hasta los 102 pb, fluctuando durante todo el año en torno a esa zona.

Por el lado corporativo también se observa una importante mejoría, que aleja los fantasmas de problemas de financiación de empresas con un rating más comprometido. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas se reduce 18 pb hasta los 68 pb, volviendo a la zona de mínimos del año.



Mercado	Índice	Rent. Noviembre	Rent. 2023
Gobierno	Deposito 1 día	0,33%	2,95%
Gobierno	Deposito 1 año	0,44%	2,89%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,73%	2,37%
Gobierno	Europeo 3-5 años	1,47%	3,21%
Gobierno	Europeo 5-7 años	2,24%	4,07%
Gobierno	Español 1-3 años	0,69%	2,27%
Gobierno	Español 3-5 años	1,46%	3,07%
Gobierno	Español 5-7 años	2,20%	3,87%
Gobierno	Americano 3-5 años	2,20%	2,14%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,95%	3,60%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	1,87%	4,84%
Corporativo	ML Europeo	2,30%	5,12%
Corporativo	Americano 3-5 años	3,72%	4,33%
Corporativo	High Yield Europeo	3,02%	9,66%
-	Emergentes	5,30%	4,69%

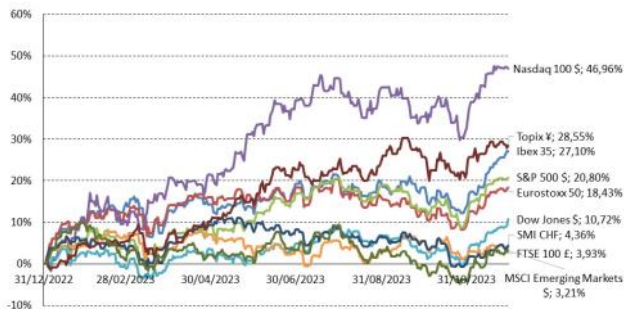
En esta situación, vemos una fuerte recuperación de todos los índices tras unos meses de corrección que en algunos segmentos de más riesgo habían llegado incluso a terreno negativo.

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 cercanas al 4% en los plazos más largos. En el lado corporativo, también signo positivo en todos los plazos en el mes, superando el 5% en el plazo más largo. Los segmentos de más riesgo, como el emergente o el high yield con subidas del 5% y 3% respectivamente en el mes, situándose en el año como los activos más rentables, con un diferencial superior para el high yield, que ya ronda el 10% en 2023. Por último, los índices americanos vuelven de nuevo al positivo, del 2,20% en gobiernos y del 3,72% en corporativo, devolviendo al índice de gobiernos a terreno positivo en el año y al corporativo con subidas del 4,33%.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Noviembre	Rent. 2023
España	Ibex 35	11,62%	27,10%
Europa	Eurostoxx 50	8,04%	18,43%
EE.UU.	S&P 500	9,13%	20,80%
EE.UU.	Nasdaq 100	10,82%	46,96%
EE.UU.	Dow Jones	9,15%	10,72%
Reino Unido	FTSE 100	2,29%	3,93%
Suiza	SMI	4,46%	4,36%
Japón	Topix	5,42%	28,55%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	7,86%	3,21%

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



Después de un verano correctivo en los mercados de renta variable que llevó a pensar en mayores correcciones a muchos analistas, noviembre se ha destapado como uno de los mejores meses de la historia, llevando a muchos índices a zonas de máximos anuales y, en algún caso europeo como el mercado español, a superar los máximos históricos.

En este entorno, todos los índices cierran el mes en positivo, con el Ibex 35 como estrella con un 11,62% impulsado por el buen comportamiento del sector financiero, seguido de la tecnología, que repunta un 10,82% u otros índices americanos que también registran rentabilidades cercanas al doble dígito. Entre los más rezagados, aunque también en positivo, el FTSE 100 o el SMI, índices más enfocados en energía, materias primas o consumo defensivo.

Con las subidas de noviembre, el acumulado del año vuelve a ser positivo para todos los índices y, solo el índice emergente, penalizado por el mal comportamiento de la bolsa china, o el FTSE 100 y SMI por las cuestiones citadas anteriormente registran rendimientos inferiores al 5%. El resto mantienen subidas "sorprendentes" para las expectativas que había a principio de 2023, con el tecnológico Nasdaq subiendo un 47%, el Topix un 28% o el Ibex 35 por encima del 27%.

Tras el descanso estival, la tendencia alcista continua, con muchos índices en máximos y afrontando un final de año que suele ser estacionalmente alcista. La volatilidad se ha desplomado y el índice VIX se sitúa en mínimos del año, por debajo de los 13 puntos. Solo el oro que supera los 2000\$/onza genera algo de incertidumbre en las expectativas, ya que suele tener carácter de refugio. Parece que los Bancos Centrales tienen la inflación estabilizada y, aunque podamos tener algún repunte por la energía, los tipos de interés podrían haber hecho techo. Ahora toca mirar la segunda derivada, que es el comportamiento de la economía y si las subida de tipos vividas generan algún periodo de contracción económica. Su evolución será clave para el comportamiento de los mercados en 2024.

4. MERCADOS DE DIVISAS

Los bancos centrales y las expectativas de inflación siguen marcando la evolución de los tipos de cambio. La mayor probabilidad de que la FED baje tipos antes que otras regiones llevan a una depreciación importante del dólar frente al resto de divisas, aliviando a muchas economías sudamericanas. Del mismo modo, la política del BoJ, ajeno a los datos de inflación del país, llevan a su divisa a niveles cambiarios no vistos.



Div / Eur	Rent. Noviembre	Rent. 2023
DÓLAR	-2,88%	-1,68%
LIBRA	0,91%	2,65%
YEN	-0,60%	-13,00%
FRANCO SUIZO	1,02%	3,89%
YUAN	-0,34%	-5,22%

Con ello, el dólar y el yen se deprecian frente al euro en el mes, un 2,88% y 0,6% respectivamente, mientras que otras divisas como el franco suizo o la libra registran revalorizaciones en torno al 1% frente al euro.

En el acumulado del año, vemos que el yen se deprecia un 13% o al yuan en niveles próximos al 5%. En el lado contrario, las divisas europeas como la libra o el franco suizo se sitúan en el rango del 2%/4% respecto del inicio del año, mientras que el dólar, tras un movimiento de ida y vuelta, se deprecia por debajo del 2%.

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.

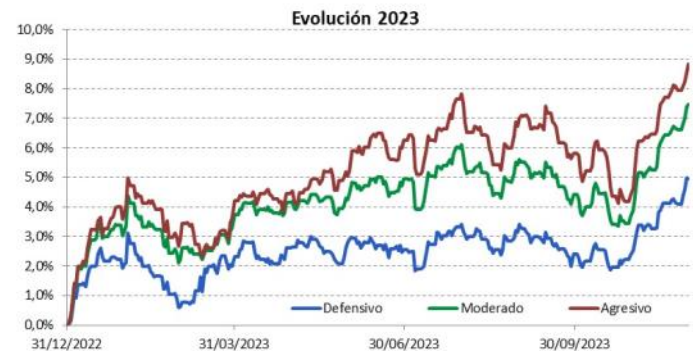
		Defensivo	Moderado	Agresivo
Tesorería	Liquidez	5,0%	5,0%	5,0%
Renta fija	Gobierno Europeo 3-5Y	14,0%	12,0%	8,0%
	Gobierno Español 3-5Y	35,0%	20,0%	10,0%
	Gobierno Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	7,0%
	Corp. Euro 3-5Y	20,0%	18,0%	15,0%
	Corp. Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	5,0%
	High Yield Europeo	3,0%	5,0%	5,0%
	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 2023	
Defensivo	1,32%	2,37%	3,48%
Moderado	2,61%	3,44%	3,85%
Agresivo	4,03%	4,02%	4,48%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Movimiento muy alcista en noviembre para todos los activos, especialmente los de mayor riesgo, que permiten a los perfiles con mayor exposición a renta variable retornos muy positivos, prácticamente compensando las caídas del 9% registradas en 2022.

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



En este escenario, el perfil defensivo repunta un 2,37% en el mes, el moderado un 3,44% y el agresivo llega incluso a superar el 4%.

En el acumulado del año, los tres perfiles mantienen un tono muy positivo, con un perfil agresivo apreciándose un 8,82%, el moderado un 7,48% y el defensivo un 4,95%, favorecidos por el fuerte tirón en el año que acumulan los activos de riesgo.

La volatilidad interanual continua su retroceso a pesar del conflicto de Israel y se sitúa en niveles muy reducidos para composiciones de cartera similares, situándose en la horquilla del 3,48% para el perfil defensivo y el 4,48 para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles sigue siendo baja a pesar del repunte de este mes, entre el 1,32% y 4,03%, 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.

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.