



CAJA RURAL
BANCA PRIVADA

Informe mensual de mercados

Septiembre 2023

Índice

01

Temas Relevantes

02

Coyuntura
Económica

03

Renta Fija

04

Renta Variable

05

Posicionamiento
Global

01. Temas relevantes

Los mercados confían en un aterrizaje suave de las economías

Agosto relativamente tranquilo en los mercados, que parecen apostar por un aterrizaje suave de las economías estadounidense y europeas. A la debilidad manifiesta del sector manufacturero desde hace varios meses (los PMI reflejan terreno contractivo hace tiempo), vamos asistiendo a un progresivo deterioro del sector servicios, que entra en terreno contractivo en agosto en la eurozona.

Los problemas en el sector inmobiliario chino volvían a manifestarse, con el gigante Country Garden retrasándose en el pago de algunos bonos, siendo reflejo de los problemas de la economía china.

Bancos Centrales: «Jackson Hole» no aportó novedades. Final del ciclo de subidas...

Las reuniones de julio de la FED y del BCE se ajustaron a lo previsto, con incrementos de tipos oficiales de 0,25% en ambos casos. Desde entonces, y también en Jackson Hole, el mensaje que transmiten es que el futuro será «data-dependent» (¿y cuándo no lo ha sido?). La realidad es que el camino alcista está prácticamente finalizado en ambos casos, quizás con algún ajuste marginal (al alza). Lo que sí tratan de transmitir también los banqueros centrales es que los tipos permanecerán en estos niveles más tiempo del que los mercados piensan...

Fitch rebaja el rating de EE.UU. y el Gobierno italiano crea un impuesto a la banca

Si bien catalogamos agosto como mes relativamente tranquilo, dos hechos sorprendieron a los inversores. Por un lado, la agencia Fitch rebajaba el rating de la deuda soberana de EE.UU. un escalón, desde AAA hasta AA+ (nivel en el que, por cierto, ya estaba establecida por S&P desde 2011). Y la segunda sorpresa vino de la mano del Gobierno italiano, que introdujo totalmente por sorpresa un impuesto sobre los beneficios «extraordinarios» de la banca, de carácter temporal, lo que motivó caídas del sector en el país.

02. Coyuntura económica

2.1 Eurozona



Previsiones Eurozona	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB real	1,60	-6,00	5,50	3,30	0,60	0,90
IPC	1,19	0,25	2,60	8,36	5,50	2,55
Tasa desempleo	7,59	7,97	7,72	6,73	6,60	6,70
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	2,24	1,60	2,30	-0,72	1,45	1,70
Déficit Público (% PIB)	-0,60	-7,10	-5,30	-3,60	-3,30	-2,90
Tipo intervención BCE	0,00	0,00	0,00	2,50	4,35	3,55

- A pesar de la mejora que tuvo lugar en la eurozona durante el segundo trimestre, según las cifras del PIB, los PMI indican un nuevo empeoramiento a futuro.
- El PMI de servicios entra en terreno contractivo (inferior a 50 puntos).
- La inflación subyacente se resiste a bajar, pero lo hará con una mayor debilidad económica, que está garantizada a la luz de los débiles PMI y de unas condiciones crediticias más duras.
- Gran resiliencia del mercado laboral, pero todo indica a algo más de debilidad a futuro.

2.2 EE.UU.



Previsiones EE.UU.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB real	2,30	-2,80	5,90	2,10	2,00	0,90
IPC	1,82	1,23	4,70	8,02	4,10	2,60
Tasa desempleo	3,68	8,09	5,37	3,64	3,70	4,30
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	-2,07	-2,84	-3,57	-3,82	-3,20	-3,20
Déficit Público (% PIB)	-4,71	-15,43	-10,60	-5,43	-5,75	-5,90
Tipo intervención FED	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,20

- La economía estadounidense parece encaminarse hacia un «aterrizaje suave», lo que sería ideal para la FED:
 - Por un lado, tenemos un claro un proceso «desinflacionista» (bajada de inflación, que no deflación)
 - Y, por otro lado, la desaceleración económica está siendo muy lenta, con mantenimiento de un ritmo de creación de empleo razonable.
- Pero, todo hace indicar que el aumento acumulado en los tipos de interés y el agotamiento de la bolsa de ahorro generado por la pandemia pasarán mayor factura en próximos meses.

03. Renta Fija

3.1 Tipos de Interés y Crédito

Curvas de tipos	Último	Variación en el período			
		agosto	julio	2023 (YTD)	2022
Tipo interés España 10 años	3,48	-0,03	0,13	-0,18	3,10
Tipo interés España 2 años	3,37	-0,08	-0,04	0,45	3,54
Tipo interés Alemania 10 años	2,47	-0,03	0,10	-0,11	2,75
Tipo interés Alemania 2 años	2,98	-0,06	-0,16	0,21	3,38
Tipo interés EE.UU. 10 años	4,11	0,15	0,12	0,23	2,36
Tipo interés EE.UU. 2 años	4,86	-0,01	-0,02	0,44	3,69
Prima riesgo España 10a (vs Ale.)	1,02	-0,01	0,03	-0,08	0,35
Pendiente 10-2 años España	0,11	0,05	0,17	-0,63	-0,44
Pendiente 10-2 años Alemania	-0,51	0,03	0,26	-0,32	-0,64
Pendiente 10-2 años EE.UU.	-0,75	0,16	0,14	-0,20	-1,33

Diferenciales crediticios	Último	agosto	julio	2023 (YTD)	2022
iTraxx € "IG", dif. sobre swap (p.b.)	70	2,97	-7,01	-20,41	42,73
iTraxx € Xover "HY", dif. sobre swap (p.b.)	395	16,48	-23,64	-78,74	231,54
CDX EE.UU. "IG", dif. sobre swap (p.b.)	64	0,59	-3,91	-18,38	32,49
CDX EE.UU. "HY", dif. sobre swap (p.b.)	425	16,35	-20,67	-58,59	190,87
J.P. Morgan EMBI Global Spread	353	18,83	-28,76	-20,97	43,91

Fuente: Bloomberg

Ligeras reducciones de tires en las curvas de deuda soberana europeas

Descensos leves de rentabilidades en las curvas europeas, entre 3-8 p.b., más acusadas en el corto plazo, por lo que la pendiente se amplía ligeramente. Por el contrario, en EE.UU. subida del tipo a diez años, que vuelve a romper el nivel del 4%, con plazos más cortos estables.

Los diferenciales de crédito siguen dentro del rango

Al contrario que en el mes previo, en agosto teníamos una ligera ampliación en los diferenciales de crédito. Visto desde una perspectiva de más largo plazo, parece que nos hayamos dentro de un rango de cierta estabilidad.

03. Renta Fija

3.2 Posicionamiento

Mantenemos una ponderación de los activos de renta fija superior a la que habría que considerar como «nivel neutral» o «benchmark».

Creemos que estamos cerca del nivel máximo para el conjunto de la curva de tipos que veremos en la eurozona en próximos trimestres. Por ello, consideramos que hay que maximizar el «carry» (o «devengo de tir») que ofrecen las carteras actuales de fondos que incluyen tanto deuda pública como privada de buena calidad crediticia. Somos algo más cautos con emisores «high yield», pues la desaceleración económica podría traer algún susto a futuro en este segmento, si bien la tir de estos productos es elevada. En los últimos dos meses hemos elevado ligeramente las duraciones, tratando de posicionarnos ante un futuro escenario desde el que puedan empezar a bajar las rentabilidades.

04. Renta Variable

4.1 Evolución Índices

Índices	Último	Variación en el período			
		agosto	julio	2023 (YTD)	2022
IBEX 35	9.505,90	-1,4%	0,5%	15,5%	-5,6%
Eurostoxx 50 (Eurozona)	4.297,11	-3,9%	1,6%	13,3%	-11,7%
Dax (Alemania)	15.947,08	-3,0%	1,9%	14,5%	-12,3%
Cac 40 (Francia)	7.316,70	-2,4%	1,3%	13,0%	-9,5%
FTSE 100 (UK)	7.439,13	-3,4%	2,2%	-0,2%	0,9%
S&P 500 (EE.UU.)	4.507,66	-1,8%	3,1%	17,4%	-19,4%
Nasdaq 100 (EE.UU.)	15.501,07	-1,6%	3,8%	41,7%	-33,0%
Nikkei (Japón)	32.619,34	-1,7%	-0,1%	25,0%	-9,4%
Shangai Comp. (China)	3.119,88	-5,2%	2,8%	1,0%	-15,1%
MSCI Emerging Markets	980,33	-6,4%	5,8%	2,5%	-22,4%
MSCI World (USD)	2.986,02	-2,6%	3,3%	14,7%	-19,5%
MSCI World (EUR)	280,93	-1,0%	2,2%	12,8%	-14,2%

Fuente: Bloomberg

Caídas bursátiles en agosto, en especial en emergentes.

Mejor comportamiento relativo del Ibex 35 frente a sus comparables europeos en el mes. Menor corrección en Estados Unidos.

En el acumulado anual tenemos revalorizaciones del 15,5% en Ibex 35 y 13% en Eurostoxx 50, superadas por el 17,4% del S&P 500, y ampliamente batidas por el 41,7% que alcanza el Nasdaq 100.

Se queda atrás en el año la bolsa china, que arrastra a los mercados emergentes, que tan sólo suben un 2,5%.

04. Renta Variable

4.2 Evolución Sectores

Sectores Eurostoxx	Último	Variación en el período			
		agosto	julio	2023 (YTD)	2022
Automóviles y Componentes	588,12	-6,7%	2,2%	16,2%	-19,7%
Químicas	1.468,75	-1,0%	3,8%	9,7%	-11,8%
Materiales básicos	211,27	-0,8%	6,1%	-5,6%	-9,9%
Construcción y materiales	559,53	-2,1%	4,1%	21,1%	-14,9%
Seguros	330,56	1,6%	1,9%	7,6%	0,4%
Bancos	111,58	-2,0%	6,1%	16,4%	-4,6%
Alimentación	485,84	-4,0%	-1,0%	-1,6%	-14,1%
Salud/Farma	836,03	-1,0%	4,5%	7,5%	-16,6%
Petróleo y Gas	337,77	3,1%	4,0%	-2,6%	20,3%
Tecnología	870,48	-4,8%	0,4%	21,9%	-27,3%
Telecomunicaciones	275,80	-0,8%	-1,1%	5,3%	-9,3%
Utilities	368,05	-1,9%	-1,7%	5,3%	-11,3%

Sectores EE.UU.	Último	agosto	julio	2023 (YTD)	2022
Industriales	912,89	-2,3%	2,9%	9,8%	-7,1%
Materiales	520,84	-3,5%	3,4%	6,4%	-14,1%
Inmobiliarias	231,96	-3,1%	1,2%	-0,2%	-28,4%
Financieras	570,68	-2,9%	4,7%	0,2%	-12,4%
Alimentación	763,99	-3,8%	2,0%	-1,9%	-3,2%
Salud/Farma	1.549,31	-0,8%	0,9%	-2,3%	-3,6%
Energía	677,49	1,3%	7,3%	0,8%	59,0%
Tecnología	3.121,19	-1,5%	2,6%	43,7%	-28,9%
Telecomunicaciones	229,72	-0,4%	6,7%	44,1%	-40,4%
Utilities	317,74	-6,7%	2,3%	-11,4%	-1,4%
Consumo	1.344,81	-1,3%	2,4%	33,7%	-37,6%

Significativa bajada mensual de autos y tecnología en Europa

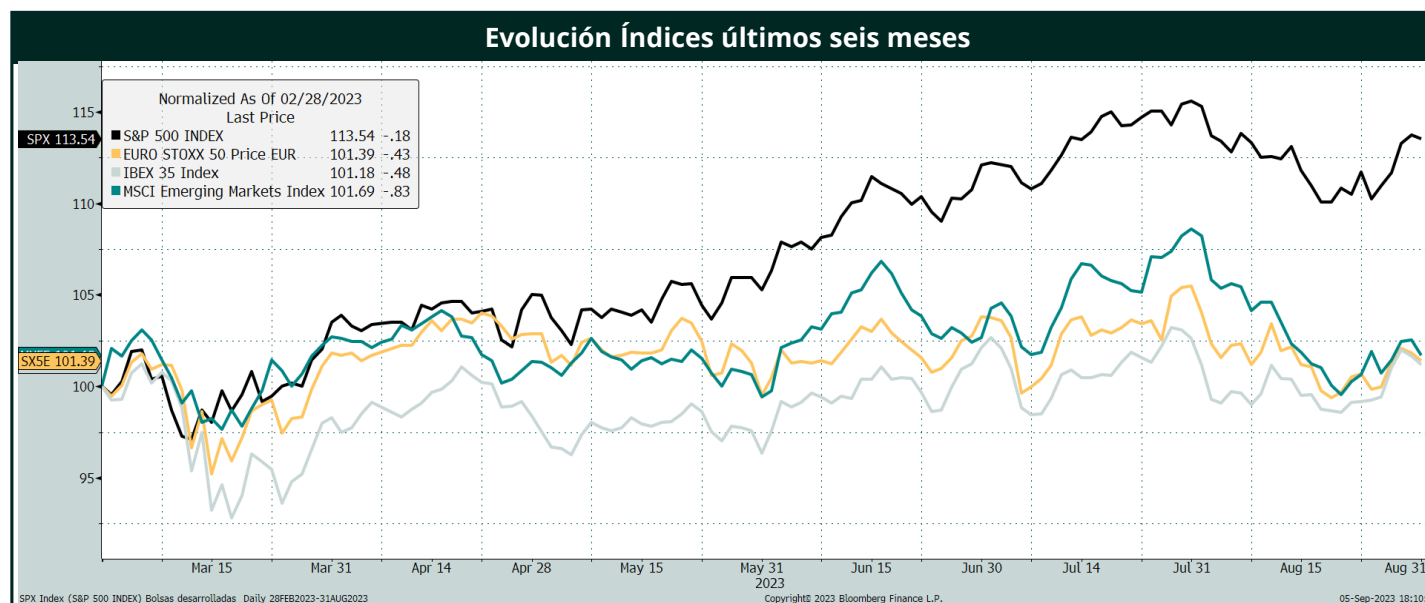
Destacada corrección mensual en el sector de autos, con mayor temor al consumo en China y Estados Unidos, y una mayor competencia de mercado. Subida mensual, en cambio, en el castigado sector de energía, con la subida del petróleo, y en seguros.

En el conjunto del año la mayor subida sigue siendo para tecnología, junto con construcción, autos y bancos. Por el contrario, siguen en negativo materiales básicos y energía.

Fuente: Bloomberg

04. Renta Variable

4.3 Evolución reciente



Bolsas europeas dentro de un estrecho rango desde hace medio año

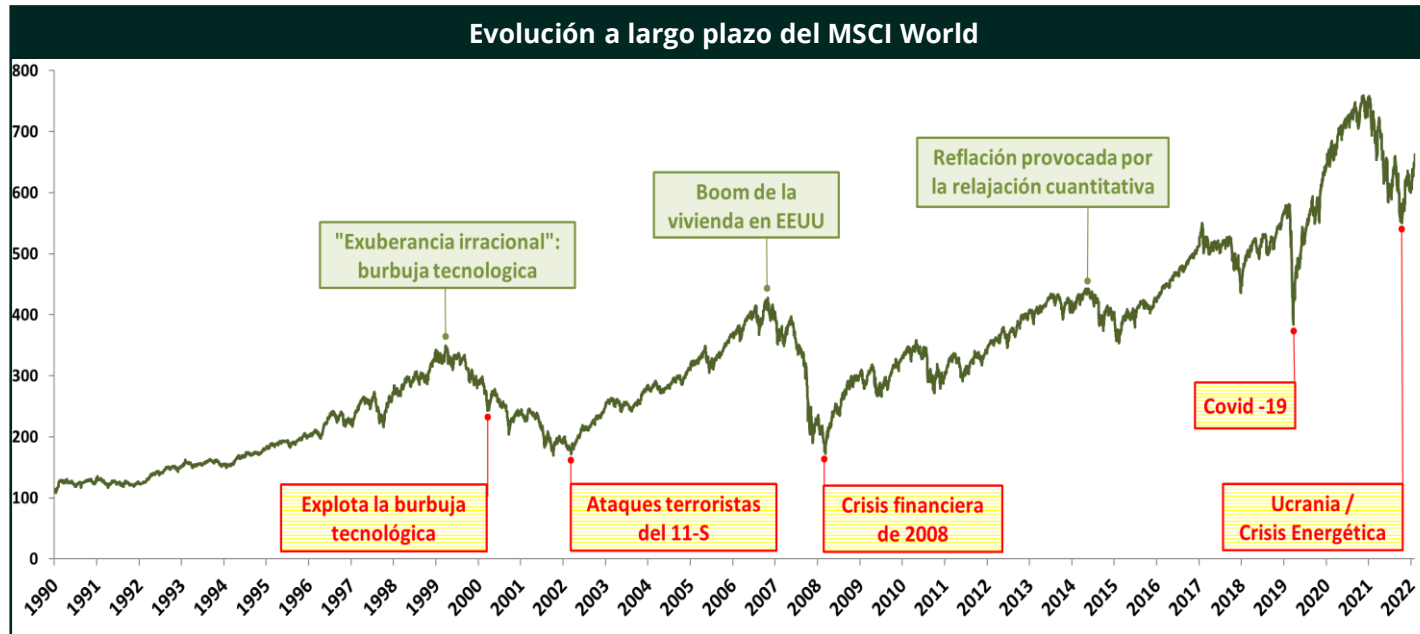
Tras un buen inicio de año, las bolsas europeas y emergentes llevan seis meses dentro de un rango relativamente estrecho, sin aportar apenas rentabilidad. Por el contrario, las bolsas estadounidenses han registrado un comportamiento mucho más favorable, merced al impulso de la tecnología, al calor de las expectativas que está generando la Inteligencia Artificial.

■ S&P 500 ■ Eurostoxx 50 ■ Ibex 35 ■ MSCI Emerging Mkts.

Fuente: Bloomberg

04. Renta Variable

4.4 Visión a largo plazo



Rentabilidad media del período: 5,65% (sin dividendos)

Fuente: Bloomberg

La inversión en bolsa: activo rentable.

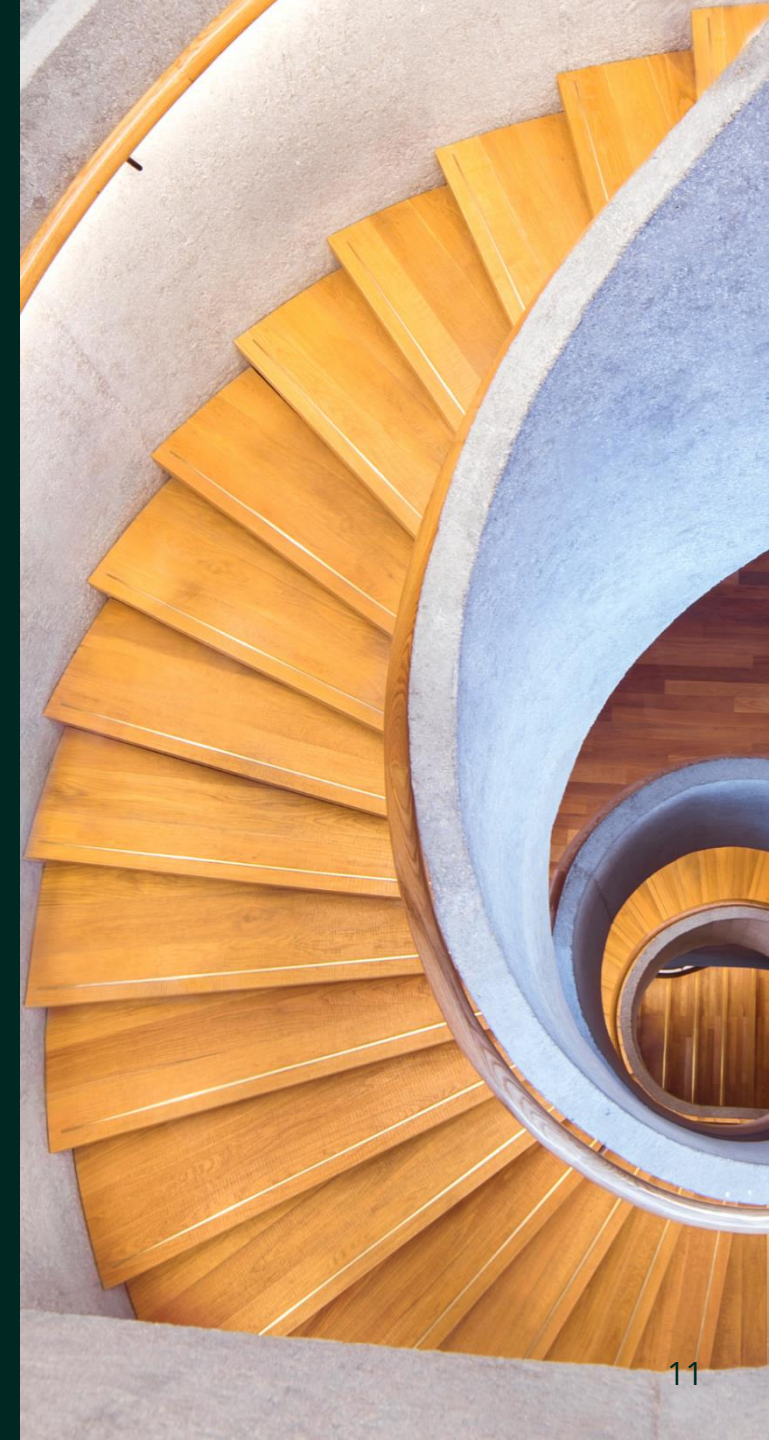
A la vista del gráfico anterior, la inversión en bolsa a largo plazo es un activo rentable: 5,65% sin dividendos, y alrededor de un 7,8% incluyendo los dividendos.). La recuperación de los mercados post crisis es un hecho y las fuertes caídas siempre generan oportunidades de inversión en este tipo de activos.

04. Renta Variable

4.5 Posicionamiento

Preferimos infraponderar la renta variable, aún tras la leve corrección habida en el conjunto de agosto.

Aunque no pensamos que los mercados vayan a cambiar radicalmente de tendencia, preferimos mantener una exposición inferior a la «neutral» o «benchmark», a la espera de alguna corrección que ofrezca la oportunidad de volver a comprar a precios algo más bajos.



05. Posicionamiento Global

Mantenemos el posicionamiento del mes anterior.

Preferimos seguir **sobreponderados en renta fija** de grado de inversión.

En renta variable, tras las alzas acumuladas en el año y ciertas dudas sobre el crecimiento futuro (y los márgenes), preferimos adoptar un posicionamiento más conservador, **infraponderando levemente esta clase de activos.**

Finalmente, también **infraponderamos el dólar estadounidense.**

		--	-	Neutral	+	++
Renta Fija	Gobierno Core Euro					
	Gobierno Periferia Euro					
	Gobierno USA					
	Crédito Grado de Inversión					
	High Yield					
	Emergente					
Renta Variable	España					
	Europa					
	Estados Unidos					
	Japón					
	Emergentes					
Inversiones Alternativas	Gestión Alternativa					
	Activos Reales					
Otros Activos	Dólar Americano					
	Commodities					
	Efectivo					

Aviso legal

El presente documento no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Este documento ha sido preparado por el Área de Gestión de Inversiones Banco Cooperativo Español S.A. con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Banco Cooperativo Español no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra de los instrumentos que en él se detallan, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Cooperativo Español S.A. y están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Banco Cooperativo Español S.A., por lo que no se ofrece garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Banco Cooperativo Español S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los instrumentos no garantiza la evolución futura o resultados futuros. El precio de los instrumentos descritos puede fluctuar en contra del interés del inversor. Las transacciones en derivados pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios valores subyacentes de los mismos. Asimismo, los inversores deben tener en cuenta que la rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de la evolución o resultados futuros.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Banco Cooperativo Español. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.



CAJA RURAL

BANCA PRIVADA