



CAJA RURAL
BANCA PRIVADA

Informe mensual de mercados

Noviembre 2023

Índice

01
Temas Relevantes

02
Coyuntura
Económica

03
Renta Fija

04
Renta Variable

05
Posicionamiento
Global

01. Temas relevantes

Guerra en Gaza: catástrofe humanitaria con impacto reducido en los mercados

Más allá de la **tristísima y conmovedora tragedia humana** a la que estamos asistiendo, **los mercados financieros, siempre fríos y calculadores** hicieron sus cálculos desde el principio. Todo lo que pudiera involucrar a algún tercer país, como Irán, tendría otro tipo de consecuencias más graves (para empezar, con tensión sobre el precio del crudo...). Pero, **si el conflicto queda circunscrito a palestinos e israelíes, el impacto sobre el crecimiento económico global será insignificante**, y de ahí que los mercados, con el paso de los días, hayan recuperado el terreno perdido debido a este asunto, aunque aún pese algo la incertidumbre.

Escenario macroeconómico: debilidad creciente en la eurozona, con mayor fortaleza (aún) en EE.UU.

Las cifras de PMI, empleo, etc., continúan dibujando un panorama de relativo estancamiento en la eurozona, compatible con una suave recesión (algunos trimestres de tasa negativa, aunque leve, del PIB real). La influencia del mal estado de la economía alemana (aquejado, además, por la intrínseca «crisis del automóvil») es determinante. Aunque **en EE.UU. se sigue observando un mejor comportamiento de diversos indicadores**, y el PIB crecía en el tercer trimestre un 1,2% (4,9% anualizado), la tendencia de los últimos meses parece ser también bajista.

El próximo año deberíamos ver políticas fiscales menos expansivas, que podrían quedar contrarrestadas por unas **políticas monetarias menos restrictivas**.

Tipos de interés: se han alcanzado los máximos

Tanto el **BCE como la FED han mantenido sus tipos de intervención** en su última reunión. Ambas entidades parece que han alcanzado el nivel restrictivo que pretendían, presuntamente suficiente para «domar» la inflación.

Respecto a los **tipos a largo plazo, también han alcanzado tasas que consideramos que podrían situarse cerca del techo de este ciclo** (un 5% a diez años en EE.UU., por un 3% en Alemania y un 4,10% en España).

02. Coyuntura económica

2.1 Eurozona



Previsiones eurozona	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB real	1,60	-6,10	5,90	3,40	0,50	0,75
IPC	1,19	0,25	2,60	8,36	5,60	2,70
Tasa desempleo	7,59	7,97	7,72	6,73	6,50	6,70
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	2,38	1,77	2,81	-0,59	1,20	1,60
Déficit Público (% PIB)	-0,60	-7,10	-5,20	-3,60	-3,50	-3,00
Tipo intervención BCE	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,80

- **PIB en retroceso** (tasa real negativa de crecimiento) **en el tercer trimestre**, dentro de un período de **un año de práctico estancamiento** (cuatro trimestres rondando el cero). Destaca el mal comportamiento de Alemania, cuya economía se contraía un 0,2%.
- **Los PMI se mantienen en terreno contractivo**, anticipando malas cifras para el cuarto trimestre del año.
- **La inflación subyacente da las primeras «alegrías»**, **descendiendo de forma más nítida.**
- **Gran resiliencia del mercado laboral**, pero todo indica algo más de debilidad a futuro.

2.2 EE.UU.



Previsiones EE.UU.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB real	2,50	-2,20	5,80	1,90	2,30	1,00
IPC	1,82	1,23	4,70	8,02	4,20	2,70
Tasa desempleo	3,68	8,09	5,37	3,64	3,70	4,30
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	-2,05	-2,80	-3,52	-3,77	-3,10	-3,00
Déficit Público (% PIB)	-4,67	-15,20	-10,47	-5,37	-6,10	-5,80
Tipo intervención FED	1,75	0,25	0,25	4,50	5,55	4,45

- **Sorpresa muy positiva del PIB en el tercer trimestre (crecimiento real trimestral del 1,2%, equivalente a un 4,9% anualizado).** **Gran avance del consumo (respaldado por buenas cifras de empleo)**, aunque también había un tema «atípico» de inventarios.
- **El PMI de servicios aguanta marginalmente por encima de 50.**
- Resiliencia del mercado laboral, tónica común a los países europeos.
- 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				
		octubre	septiembre	2023 (YTD)	2022	
Tipo interés España 10 años	3,88	-0,05	0,45	0,22	3,10	
Tipo interés España 2 años	3,46	-0,15	0,24	0,53	3,54	
Tipo interés Alemania 10 años	2,81	-0,03	0,37	0,24	2,75	
Tipo interés Alemania 2 años	3,02	-0,19	0,23	0,25	3,38	
Tipo interés EE.UU. 10 años	4,93	0,36	0,46	1,06	2,36	
Tipo interés EE.UU. 2 años	5,09	0,04	0,18	0,66	3,69	
Prima riesgo España 10a (vs Ale.)	1,08	-0,02	0,08	-0,01	0,35	
Pendiente 10-2 años España	0,43	0,10	0,22	-0,31	-0,44	
Pendiente 10-2 años Alemania	-0,21	0,15	0,15	-0,02	-0,64	
Pendiente 10-2 años EE.UU.	-0,16	0,32	0,28	0,39	-1,33	

Diferenciales crediticios	Último	Variación en el período				
		octubre	septiembre	2023 (YTD)	2022	
iTraxx € "IG", dif. sobre swap (p.b.)	86	5,49	10,04	-4,88	42,73	
iTraxx € Xover "HY", dif. sobre swap (p.b.)	451	17,25	38,80	-22,68	231,54	
CDX EE.UU. "IG", dif. sobre swap (p.b.)	79	5,79	9,43	-3,15	32,49	
CDX EE.UU. "HY", dif. sobre swap (p.b.)	517	36,27	55,18	32,86	190,87	
JP. Morgan EMBI Global Spread	366	4,01	8,70	-8,26	43,91	

Fuente: Bloomberg

Recortes de rentabilidades en las curvas de deuda soberana europeas

Descensos en las rentabilidades en las curvas de deuda europeas (15-20 p.b.), principalmente en los plazos más cortos. Caso contrario al de la curva estadounidense, que tenía incrementos en los plazos más largos (36 p.b.), con el bono a 10 años acercándose al 5%.

Ligeras ampliaciones en los diferenciales de crédito

El conflicto en Oriente Medio y las potenciales subidas de tipos de la Fed fueron los principales catalizadores para que los diferenciales de crédito siguieran ampliándose durante el mes.

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.

Nuestro objetivo es seguir subiendo prudentemente 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				
		octubre	septiembre	2023 (YTD)	2022	
IBEX 35	9.017,30	-4,4%	-0,8%	9,6%	-5,6%	
Eurostoxx 50 (Eurozona)	4.061,12	-2,7%	-2,8%	7,1%	-11,7%	
Dax (Alemania)	14.810,34	-3,7%	-3,5%	6,4%	-12,3%	
Cac 40 (Francia)	6.885,65	-3,5%	-2,5%	6,4%	-9,5%	
FTSE 100 (UK)	7.321,72	-3,8%	2,3%	-1,7%	0,9%	
S&P 500 (EE.UU.)	4.193,80	-2,2%	-4,9%	9,2%	-19,4%	
Nasdaq 100 (EE.UU.)	14.409,78	-2,1%	-5,1%	31,7%	-33,0%	
Nikkei (Japón)	30.858,85	-3,1%	-2,3%	18,3%	-9,4%	
Shangai Comp. (China)	3.018,77	-2,9%	-0,3%	-2,3%	-15,1%	
MSCI Emerging Markets	915,20	-3,9%	-2,8%	-4,3%	-22,4%	
MSCI World (USD)	2.768,62	-3,0%	-4,4%	6,4%	-19,5%	
MSCI World (EUR)	267,47	-2,8%	-2,0%	7,4%	-14,2%	

Fuente: Bloomberg

Caídas bursátiles en octubre, superiores en el Ibex 35 y emergentes

Nueva toma de beneficios en octubre, con una mayor bajada en el Ibex 35, que se dejaba un 4,4%, lo que comparaba con un descenso menor del Euro Stoxx 50 (-2,7%) y una bajada de tan solo un 2,2% del S&P500.

En el acumulado anual tenemos revalorizaciones ya de solo un dígito, tanto en el Ibex 35 (9,6%) como en el Euro Stoxx 50 (+7,1%) o el S&P 500 (+9,2%). El Nasdaq 100 corregía un 2% en el mes, pero aún mantiene un extraordinario avance anual (+31%).

Se sigue quedando atrás en el año la bolsa china, lo que arrastra a los mercados emergentes, que se sitúan en terreno negativo (-3,9%) en el conjunto de 2023.

04. Renta Variable

4.2 Evolución Sectores

Sectores Eurost ox	Ultimo	Variación en el período			2023 (YTD)	2022
		octubre	septiembre			
Industriales	945,35	-6,1%	-4,4%	-1,8%	-17,8%	
Tecnología	807,18	-1,0%	-6,4%	13,0%	-27,3%	
Consumo	449,06	-3,4%	-7,9%	5,3%	-19,1%	
Bancos	107,78	-3,6%	0,2%	12,4%	-4,6%	
Salud/Farma	727,34	-9,8%	-3,6%	-6,5%	-16,6%	
Utilities	352,77	0,5%	-4,6%	0,9%	-11,3%	
Seguros	329,39	-1,0%	0,7%	7,2%	0,4%	
Automóviles y Componentes	533,42	-8,0%	-1,4%	5,4%	-19,7%	
Energía	123,40	-1,1%	5,6%	1,7%	20,3%	
Alimentación	471,77	2,5%	-5,2%	-4,5%	-14,1%	
Químicas	1.385,74	-1,0%	-4,7%	3,5%	-11,8%	
Telecomunicaciones	267,19	-2,7%	-0,4%	2,1%	-9,3%	

Sectores EE.UU.	Ultimo	octubre	septiembre	2023 (YTD)	2022
Tecnología	2.903,54	-0,1%	-6,9%	33,7%	-28,9%
Salud/Farma	1.451,16	-3,3%	-3,1%	-8,5%	-3,6%
Financieras	537,67	-2,6%	-3,2%	-5,6%	-12,4%
Consumo cíclico	1.207,03	-4,5%	-6,0%	20,0%	-37,6%
Telecomunicaciones	217,76	-2,0%	-3,3%	36,6%	-40,4%
Industriales	832,11	-3,0%	-6,1%	0,1%	-7,1%
Consumo no cíclico	717,39	-1,4%	-4,8%	-7,9%	-3,2%
Energía	652,01	-6,1%	2,5%	-3,0%	59,0%
Materiales básicos	478,64	-3,2%	-5,0%	-2,2%	-14,1%
Utilities	302,87	1,2%	-5,8%	-15,5%	-1,4%
Inmobiliarias	207,55	-2,9%	-7,8%	-10,7%	-28,4%

Fuertes correcciones en octubre en salud, industriales y autos

Destacada corrección mensual en bolsa europea en sectores ligados a crecimiento como industriales o autos, así como del sector salud (por Sanofi). Subida mensual mínima, en cambio, en alimentación y eléctricas.

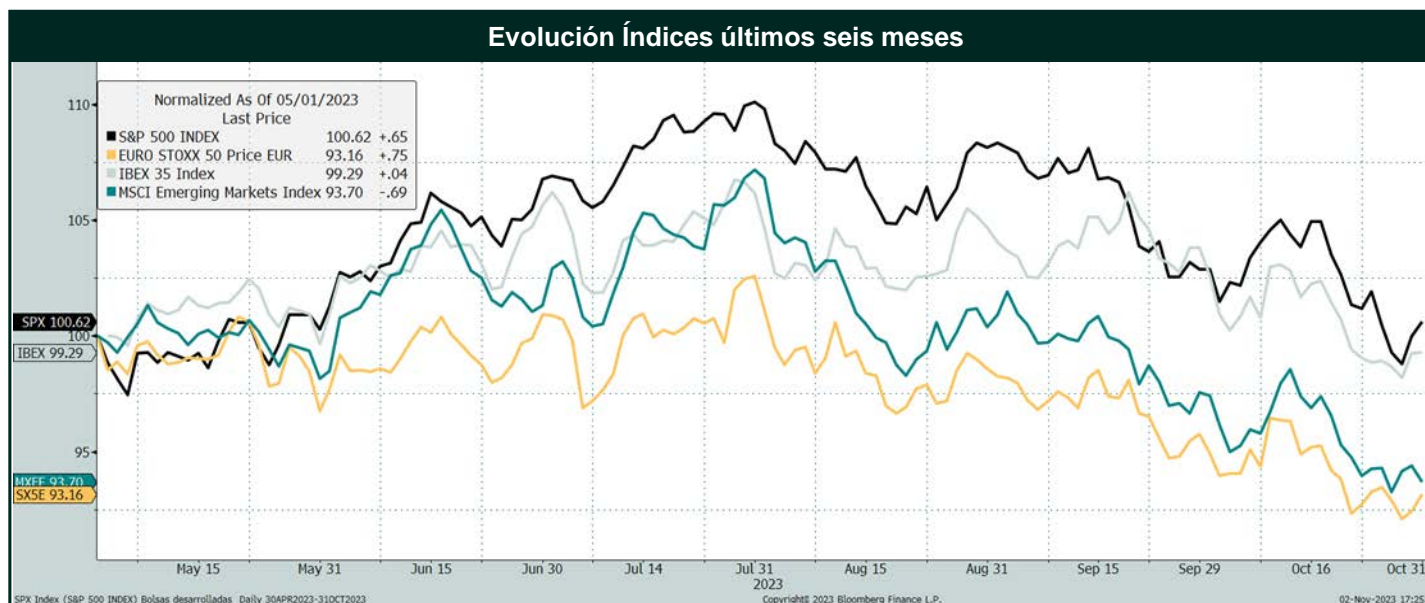
La campaña de resultados del 3T 2023 se está saldando con un tono similar a lo esperado, con más problemas en industriales o en valores de consumo.

En el conjunto del año, la mayor subida entre los principales sectores es para tecnología y bancos. Por el contrario, el peor comportamiento, en negativo, corresponde a alimentación y a salud.

Fuente: Bloomberg

04. Renta Variable

4.3 Evolución reciente



Las bolsas se van a la parte baja del rango de los últimos meses

Tras un buen inicio de año, **las bolsas europeas y emergentes llevan seis meses dentro de un rango relativamente estrecho, sin aportar apenas rentabilidad.** En octubre, de hecho, volvíamos a niveles mínimos desde marzo en Europa o España.

En octubre las **bolsas españolas y emergentes corregían en mayor medida.**

En los últimos seis meses, tan sólo el S&P500 se sitúa en positivo, con un Ibex 35 cercano al nivel de mayo, y fuertes descensos en Euro Stoxx 50 y emergentes.

■ 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: 5,50% (sin dividendos)

Fuente: Bloomberg

La inversión en bolsa: activo rentable.

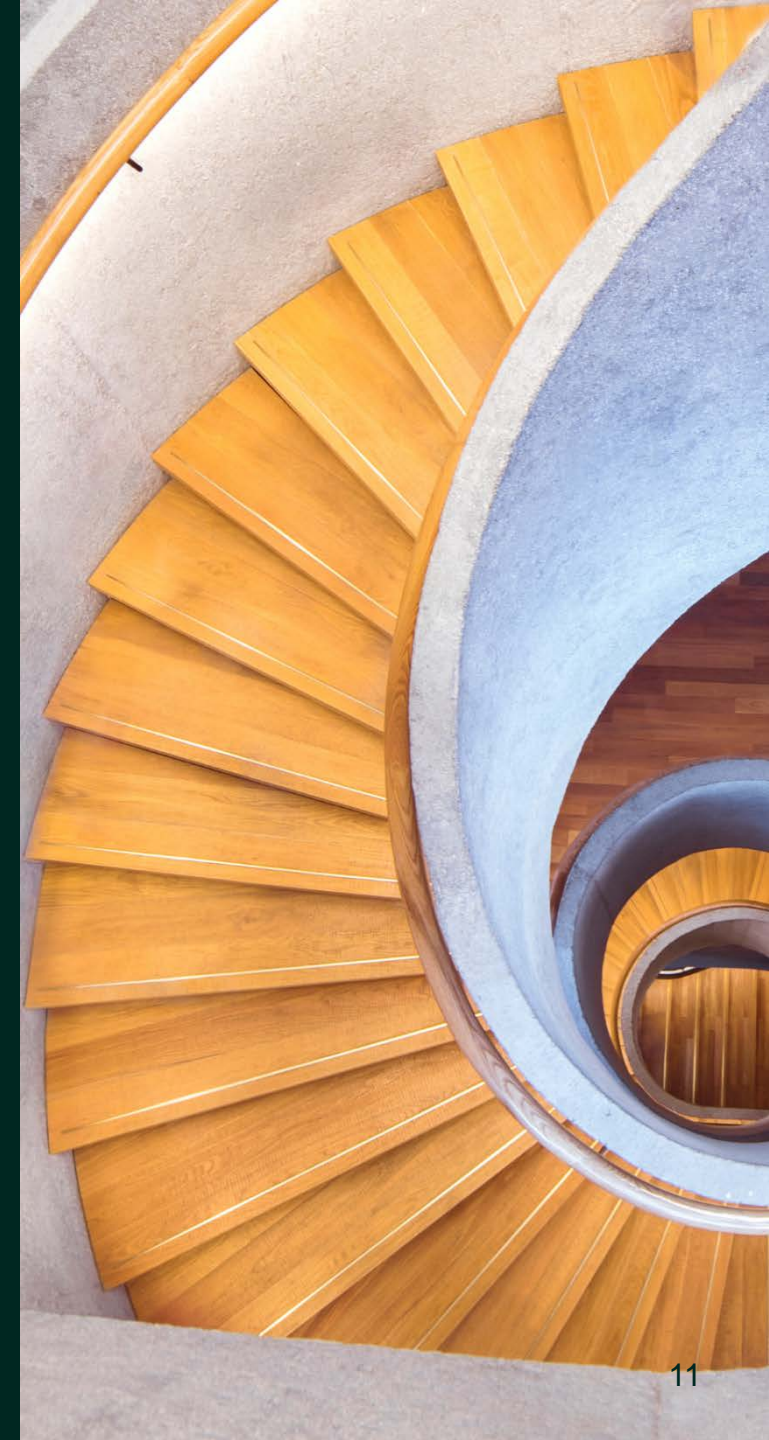
A la vista del gráfico anterior, la inversión en bolsa a largo plazo es un activo rentable: 5,5% sin dividendos, y alrededor de un 7,6% incluyendo los dividendos. La recuperación de los mercados post crisis es un hecho y las fuertes caídas siempre generan oportunidades de inversión en este tipo de activos.

04. Renta Variable

4.5 Posicionamiento

Pese a la caída de las bolsas, de cara a noviembre mantenemos la «infraponderación» de la renta variable respecto a los niveles considerados «neutrales».

Si bien el conflicto en Gaza podría pasar a un segundo plano, dentro de una óptica puramente inversora, el escenario actual a nivel macroeconómico hace pensar que tendremos mayor presión en ventas y en márgenes en numerosas compañías.



05. Posicionamiento Global

A nivel agregado mantenemos el posicionamiento del mes anterior.

Preferimos seguir **sobreponderados en renta fija** de buena calidad crediticia (grado de inversión, no en «high yield», donde estamos neutrales).

En **renta variable**, aún a pesar de las caídas recientes en los mercados, preferimos mantener un tono cauto, **infraponderando levemente** esta clase de activos.

Finalmente, también nos mantenemos en la **infraponderación 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