



CAJA RURAL
BANCA PRIVADA

Informe mensual de mercados

Diciembre 2023

Índice

01

Temas Relevantes

02

Coyuntura
Económica

03

Renta Fija

04

Renta Variable

05

Posicionamiento
Global

01. Temas relevantes

“Festival” en los mercados: fuertes subidas de bonos y bolsas en noviembre

Mercados en modo “risk-on” durante todo el mes, entre otros factores por los buenos datos de inflación (a la baja) y el adelanto en las expectativas de recortes de tipos para 2024 (a partir de abril).

Ha sido el mejor mes para los bonos, a nivel agregado, desde 1985. Respecto a las bolsas, algunos hitos del mes: el S&P 500 termina su mejor mes de un noviembre desde 1980 (+8,92%), el Nikkei toca máximos de 33 años y el Ibex-35 (+11,54%) toca máximos de 5 años (recuperando las cotas previas a la pandemia). El euro también se unía a la fiesta, apreciándose frente al dólar.

Los Bancos Centrales dicen una cosa, pero el mercado dice otra y espera bajadas

La retórica de los Bancos Centrales sigue siendo relativamente «hawkish», no descartando, en caso necesario, subir nuevamente los tipos de interés. Sin embargo, los mercados tienen una opinión muy distinta: se acabaron las subidas (al menos en lo concerniente al BCE y la FED) y las bajadas tendrán lugar a partir de la próxima primavera.

El giro en las expectativas ha sido bastante radical, y no descartamos cierta moderación en las expectativas de futuras bajadas.

La OPEP+ mantiene la reducción de oferta de crudo, pero no evita que su precio siga bajando

Destaca la fuerte caída del precio del petróleo (más de un 8%) en el mes, ignorando los conflictos bélicos y la reunión de la OPEP+, que decidía mantener los recortes «voluntarios» en el caso de algunos países. La **menor demanda previsible**, en un entorno de menor pujanza económica, junto al hecho de que **países no miembros del citado cártel** (como EE.UU., Brasil, Guyana...) **estén ganando cuota**, explican, en parte, la caída de precios.

A pesar de la tragedia humana que suponen las dos guerras que estamos viviendo, en Ucrania y en la Franja de Gaza, los mercados las han dejado completamente de lado, por la expectativa de que apenas alterarán el crecimiento económico.

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	0,60
IPC	1,19	0,25	2,60	8,36	5,50	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	1,35	1,70
Déficit Público (% PIB)	-0,60	-7,10	-5,20	-3,60	-3,45	-3,00
Tipo intervención BCE	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,65

- PIB de la eurozona estancado desde hace casi un año. En el tercer trimestre registraba una contracción muy leve (-0,1%) en términos trimestrales. Entre las principales economías, registraban tasa negativa Alemania y Francia.
- Los PMI se mantienen en terreno contractivo, anticipando malas cifras para el cuarto trimestre del año.
- La inflación subyacente ya da «alegrías» al BCE, descendiendo de forma 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

- Tras la sorprendente cifra del PIB del tercer trimestre (aunque afectado por un crecimiento atípico de inventarios), se espera una clara moderación de cara al último del año (aunque será claramente positivo).
- El PMI de servicios aguanta marginalmente por encima de 50.
- Resiliencia del mercado laboral, si bien la creación de empleo se ralentiza, y la tasa de paro registra leve repunte.
- 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			
		noviembre	octubre	2023 (YTD)	2022
Tipo interés España 10 años	3,47	-0,41	-0,05	-0,19	3,10
Tipo interés España 2 años	3,30	-0,16	-0,15	0,37	3,54
Tipo interés Alemania 10 años	2,45	-0,36	-0,03	-0,12	2,75
Tipo interés Alemania 2 años	2,82	-0,20	-0,19	0,05	3,38
Tipo interés EE.UU. 10 años	4,33	-0,60	0,36	0,45	2,36
Tipo interés EE.UU. 2 años	4,68	-0,41	0,04	0,25	3,69
Prima riesgo España 10a (vs Ale.)	1,03	-0,05	-0,02	-0,07	0,35
Pendiente 10-2 años España	0,17	-0,25	0,10	-0,56	-0,44
Pendiente 10-2 años Alemania	-0,37	-0,16	0,15	-0,18	-0,64
Pendiente 10-2 años EE.UU.	-0,35	-0,20	0,32	0,20	-1,33

Diferenciales crediticios	Último	Variación en el período			
		noviembre	octubre	2023 (YTD)	2022
iTraxx € "IG", dif. sobre swap (p.b.)	68	-18,21	5,49	-23,09	42,73
iTraxx € Xover "HY", dif. sobre swap (p.b.)	371	-80,12	17,25	-102,80	231,54
CDX EE.UU. "IG", dif. sobre swap (p.b.)	63	-15,58	5,79	-18,73	32,49
CDX EE.UU. "HY", dif. sobre swap (p.b.)	402	-114,35	36,27	-81,49	190,87
J.P. Morgan EMBI Global Spread	339	-27,33	4,01	-35,59	43,91

Fuente: Bloomberg

Fuertes recortes en las rentabilidades de la deuda pública

Bajadas en las curvas de deuda, tanto en Europa como en EE.UU., más intensas en los plazos más largos. Esto ocasionó un aplanamiento de las mismas, alejando los bonos a diez años alemán y norteamericano de los niveles del 3% y 5% respectivamente.

Siguen disminuyendo los diferenciales de crédito

El segmento de crédito continúa mostrando fortaleza, siendo de nuevo la inflación el principal catalizador, junto a las expectativas de tipos de los Bancos Centrales.

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 los tipos de interés no volverán a repuntar de manera significativa, por lo que un mantenimiento o bajada adicional de los mismos aportará valor a esta clase de activo. 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.

Debido a estas razones, en los últimos meses hemos ido incrementando las duraciones y vidas medias de los activos de renta fija, situándolas por encima de los niveles neutrales a largo plazo.

04. Renta Variable

4.1 Evolución Índices

Índices	Último	Variación en el período			
		noviembre	octubre	2023 (YTD)	2022
IBEX 35	10.058,20	11,5%	-4,4%	22,2%	-5,6%
Eurostoxx 50 (Eurozona)	4.382,47	7,9%	-2,7%	15,5%	-11,7%
Dax (Alemania)	16.215,43	9,5%	-3,7%	16,5%	-12,3%
Cac 40 (Francia)	7.310,77	6,2%	-3,5%	12,9%	-9,5%
FTSE 100 (UK)	7.453,75	1,8%	-3,8%	0,0%	0,9%
S&P 500 (EE.UU.)	4.567,80	8,9%	-2,2%	19,0%	-19,4%
Nasdaq 100 (EE.UU.)	15.947,87	10,7%	-2,1%	45,8%	-33,0%
Nikkei (Japón)	33.486,89	8,5%	-3,1%	28,3%	-9,4%
Shanghai Comp. (China)	3.029,67	0,4%	-2,9%	-1,9%	-15,1%
MSCI Emerging Markets	987,10	7,9%	-3,9%	3,2%	-22,4%
MSCI World (USD)	3.023,63	9,2%	-3,0%	16,2%	-19,5%
MSCI World (EUR)	282,97	5,8%	-2,8%	13,6%	-14,2%

Fuente: Bloomberg

Espectaculares subidas en noviembre, volviendo a máximos anuales

Importante rebote de mercados en noviembre, compensando las caídas de meses previos. El Ibex 35 subía un 11% en el mes, superando el nivel psicológico de los 10.000 puntos, con ascensos también pronunciados en el EuroStoxx 50 (+8%) o S&P500 (+9%)

Las expectativas de bajadas de tipos el próximo año, con menor riesgo de inflación y de recesión, han llevado a que en el acumulado anual pasemos de subidas inferiores al 10% en octubre a un ascenso del 22% del Ibex 35 o del 15% del EuroStoxx 50.

04. Renta Variable

4.2 Evolución Sectores

Sectores Eurostoxx	Último	Variación en el período				
		noviembre	octubre	2023 (YTD)	2022	
Industriales	1.070,25	13,2%	-6,1%	11,2%	-17,8%	
Tecnología	922,56	14,3%	-1,0%	29,2%	-27,3%	
Consumo	479,50	6,8%	-3,4%	12,4%	-19,1%	
Bancos	116,20	7,8%	-3,6%	21,2%	-4,6%	
Salud/Farma	732,91	0,8%	-9,8%	-5,7%	-16,6%	
Utilities	381,02	8,0%	0,5%	9,0%	-11,3%	
Seguros	345,05	4,8%	-1,0%	12,3%	0,4%	
Automóviles y Componentes	587,95	10,2%	-8,0%	16,1%	-19,7%	
Energía	123,83	0,3%	-1,1%	2,0%	20,3%	
Alimentación	481,28	2,0%	2,5%	-2,5%	-14,1%	
Químicas	1.460,98	5,4%	-1,0%	9,1%	-11,8%	
Telecomunicaciones	286,02	7,0%	-2,7%	9,2%	-9,3%	

Sectores EE.UU.	Último	noviembre	octubre	2023 (YTD)	2022
Tecnología	3.273,08	12,7%	-0,1%	50,7%	-28,9%
Salud/Farma	1.527,10	5,2%	-3,3%	-3,7%	-3,6%
Financieras	595,09	10,7%	-2,6%	4,4%	-12,4%
Consumo cíclico	1.336,91	10,8%	-4,5%	33,0%	-37,6%
Telecomunicaciones	234,77	7,8%	-2,0%	47,3%	-40,4%
Industriales	902,92	8,5%	-3,0%	8,6%	-7,1%
Consumo no cíclico	744,26	3,7%	-1,4%	-4,5%	-3,2%
Energía	641,28	-1,6%	-6,1%	-4,6%	59,0%
Materiales básicos	517,20	8,1%	-3,2%	5,6%	-14,1%
Utilities	316,57	4,5%	1,2%	-11,7%	-1,4%
Inmobiliarias	233,02	12,3%	-2,9%	0,3%	-28,4%

Fuente: Bloomberg

Fuertes subidas en noviembre en industriales, autos y tecnología

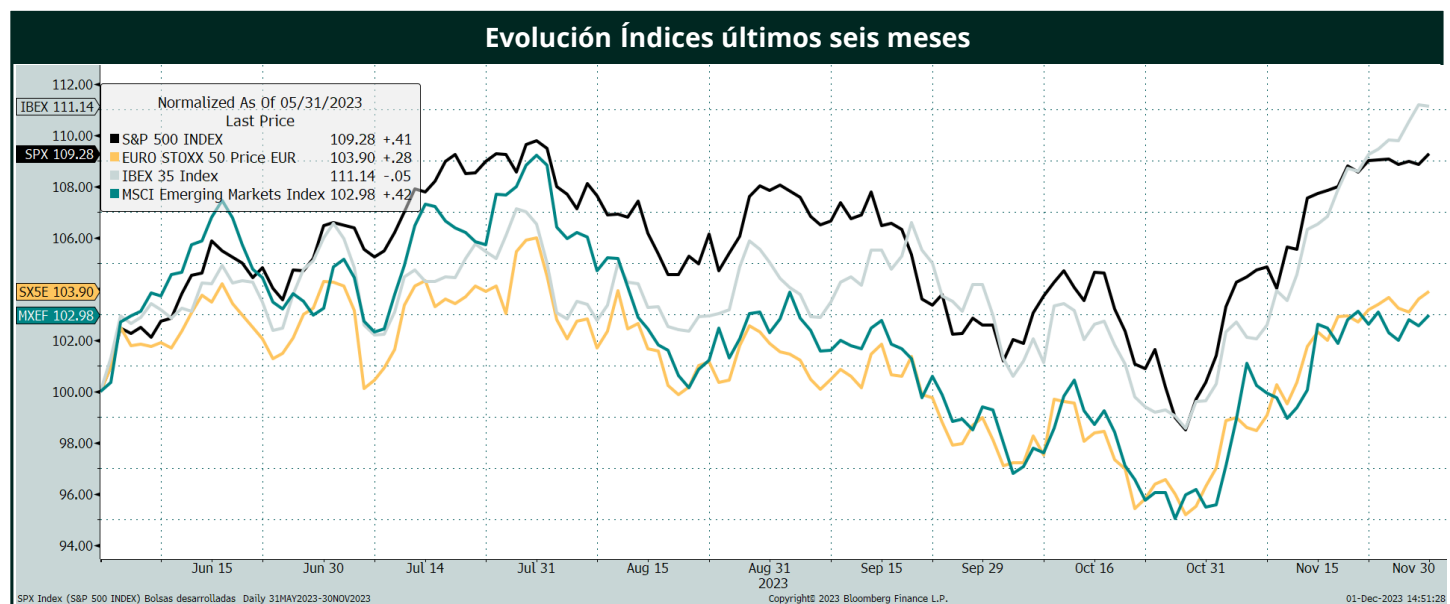
Destacada subida mensual en bolsa europea en sectores ligados a crecimiento, castigados en meses anteriores. Por las alzas de tipos. Se quedaban atrás, en cambio, energía y salud.

Los resultados del 3T 2023 ajustados al consenso en Europa y mejor de lo esperado en EE.UU, aunque peor en valores industriales o consumo.

En el conjunto del año, la mayor subida es para valores tecnológicos y bancos, ambos sectores por encima del 20% de rentabilidad. Por contra, el peor comportamiento corresponde a alimentación y a salud, prácticamente planas en el año.

04. Renta Variable

4.3 Evolución reciente



Las bolsas pasan en noviembre de la parte baja del rango a superar máximos.

Las bolsas europeas y emergentes llevaban muchos meses dentro de un rango relativamente estrecho, sin aportar apenas rentabilidad tras las bajadas de septiembre y octubre.

En noviembre, en cambio, la espectacular subida de los mercados llevaba de vuelta a zonas de máximos anuales al Ibex 35 o S&P500.

El Euro Stoxx 50 o los mercados emergentes aún se quedan moderadamente por debajo de los máximos anuales.

■ 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.

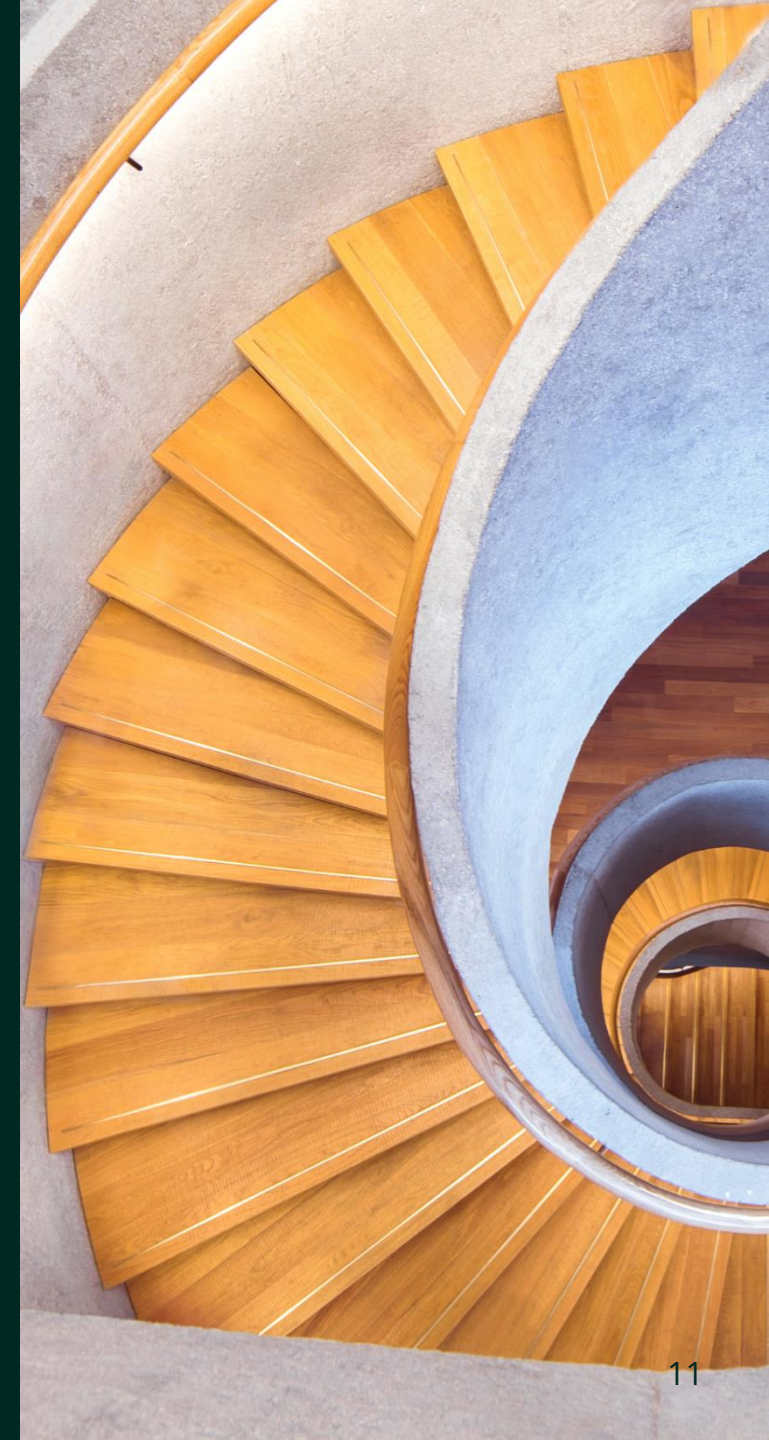
A la vista del gráfico anterior, la inversión en bolsa a largo plazo es un activo rentable: 5,5% sin dividendos, y alrededor de un 7,6% incluyendo los dividendos. La recuperación de los mercados post crisis es un hecho y las fuertes caídas siempre generan oportunidades de inversión en este tipo de activos.

04. Renta Variable

4.5 Posicionamiento

Pese al fuerte rebote de los mercados bursátiles en noviembre, seguimos manteniendo una modesta «infraponderación» de la renta variable respecto a los niveles considerados «neutrales».

El empeoramiento macroeconómico de los últimos tiempos, unido al elevado nivel de los márgenes empresariales (que podrían disminuir en un escenario menos boyante) nos hacen ser algo cautos, a sabiendas de que una moderación de los niveles de inflación conllevarán menores tipos de interés, lo cual, “ceteris paribus”, beneficia a las bolsas.



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**, 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