

# Actualización Mensual Macro y Mercados

Noviembre 2023

**MAPFRE**  
Gestión Patrimonial



## Respiramos aliviados (por ahora)

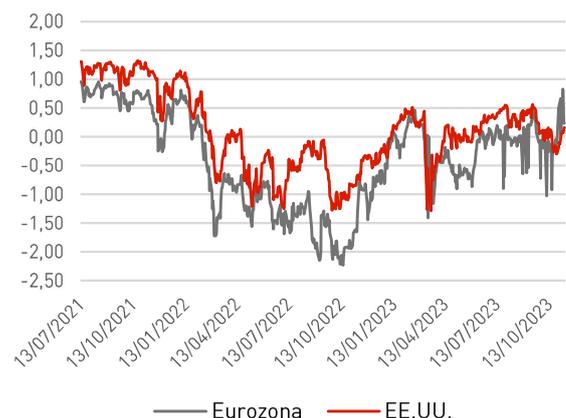
Tras un mes de Octubre que ha sido en general malo en términos de rentabilidad para la gran mayoría de los activos financieros, hay quien respira aliviado por el fuerte movimiento al alza de los primeros días de Noviembre (gráfico 1). Es cierto que el mercado parece mucho más tranquilo ahora, especialmente tras la decisión de la FED de mantener los tipos de interés sin cambios por segunda vez consecutiva, pero al igual que la mujer de la foto que da imagen a esta actualización mensual de mercados, no pensamos que el mar de fondo sea del todo apetecible como para un baño profundo en sus aguas.

Desde un punto de vista macroeconómico, no hay razones que justifiquen lo abrupto que han sido los movimientos en los últimos diez días pero no es menos cierto que el contexto macro tampoco había cambiado tanto en Octubre como para justificar las pérdidas de alrededor del 3% para las bolsas y de más del 1% para la gran mayoría de los índices de renta fija. El mercado sigue siendo un péndulo cuyos movimientos gravitatorios se rigen por la actitud esperada por parte de los Bancos Centrales a los datos macro que van publicándose con la esperanza de que “cuanto peor sean, mejor para el mercado” porque el final del ciclo de subida de tipos estaría más cerca. Invertir bajo esa premisa ha proporcionado muy buenos resultados durante una última década en la que la inflación no era un problema pero, como ya venimos comentando desde hace un año, estamos ante el comienzo de un nuevo paradigma en el que ese modo de proceder no tiene justificación y acabará castigando a quien se empeñe en mantenerlo. Así pues, esperamos una parte final del año con relativa calma aunque la relajación de las condiciones financieras reciente aumentan la posibilidad de un tono más duro por parte de los Banqueros Centrales (gráfico 2). Muchas de las preocupaciones y riesgos que empiezan (o continúan) debatiéndose quedan postergados al año 2024.

**Gráfico 1: Evolución Mercados 10Oct - 8Nov**



**Gráfico 2: Índice de Condiciones Financieras**



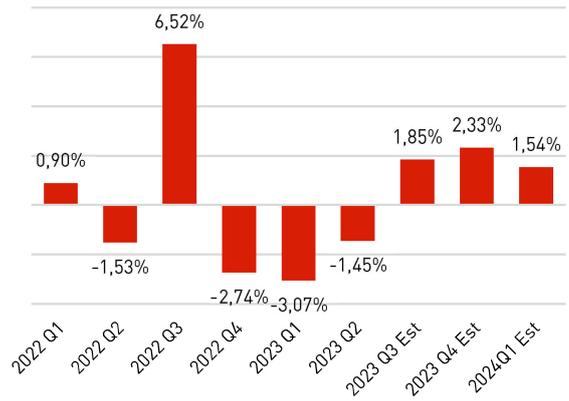
**Debilidad del crecimiento...**

Hablar de debilidad en el crecimiento justo después de que se haya publicado el dato de PIB del 3T en Estados Unidos con una economía expandiéndose un 4,9% anualizado parece en sí una contradicción. Hay que reconocer que el consumo privado por parte de los estadounidenses sigue soportando estos crecimientos con una aportación de 2,7 puntos a dicho crecimiento que viene de una fortaleza tanto en el sector servicios como en el de bienes y una aportación (siempre volátil) del componente de inventarios de 1,3 puntos. Es curioso observar como la economía norteamericana crece muy por encima de lo que lo hacen los beneficios empresariales (gráfico 3) lo que nos hace pensar que el crecimiento en Estados Unidos debería retroceder en los próximos trimestres una vez que el impulso fiscal se modera y la demanda interna se ralentiza por la losa pesada que supone unos tipos de interés más altos. En Europa la situación ha comenzado a empeorarse antes y el PIB del 3T ya ha caído una décima con respecto al trimestre anterior y en términos interanuales el crecimiento se sitúa en un anémico 0,1% Vs 0,5% del trimestre anterior. Con respecto al gigante asiático, la economía china superó las expectativas del consenso de analistas con un crecimiento del 4,9% que acercaría al gobierno chino a su objetivo de crecimiento del 5% para el conjunto del año pero el mercado sigue por el momento sin confianza en la economía china. Con respecto a las previsiones para el año 2024 (gráfico 4), el crecimiento seguiría su tendencia a la baja por el efecto retardado de una política monetaria restrictiva y el agotamiento de la política fiscal situando las tasas en cotas bajas pero alejadas (de momento) de una recesión.

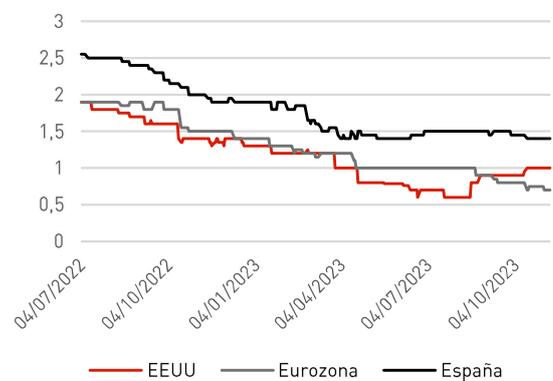
**Y la inflación estancada**

Si comentábamos en el epígrafe anterior que el crecimiento continúa una tendencia clara a la baja, en el caso de la inflación la evolución futura es menos clara. Por un lado, los precios siguen creciendo aunque lo hacen a tasas mucho más bajas que la de hace un año (gráfico 5). Pero por otro lado, esta tendencia se ha ralentizado en los últimos meses y parece haberse asentado en unos niveles que, lejos de ser preocupación para el mercado, incomodan todavía a los Bancos Centrales y no les permitirían cantar victoria. De hecho, los efectos de base que tanto han jugado en favor de una moderación de los datos, comienzan ahora a revertirse lo que supondrá mayor volatilidad en los datos y que podamos ver (como ya está pasando en Europa) que las tasas vuelvan a repuntar. Las previsiones de inflación para el año 2024 no han cambiado mucho en el último mes pese a la volatilidad y los bandazos del mercado de los últimos días pero si bien es cierto que han comenzado a revisarse ligeramente al alza aunque de nuevo, como en el caso del crecimiento, siguen sin ser cifras que tengan que preocuparnos. Una de las condiciones que tendrían que darse para que estas previsiones de inflación se ajusten a la inflación real pasaría porque el conflicto armado que ha surgido en Oriente Próximo entre Israel y Palestina no involucre a más países y el precio del petróleo pueda mantenerse estable.

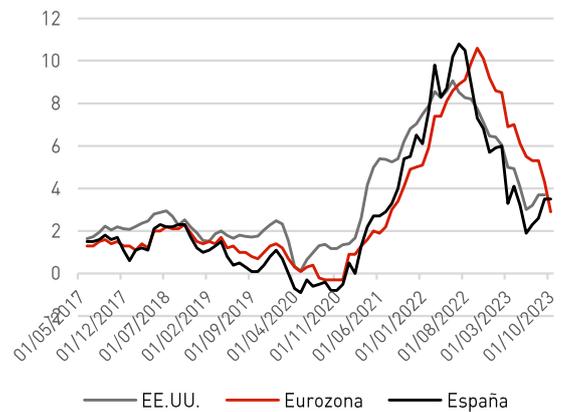
**Gráfico 3: Crecimiento Beneficios Esperados por Trimestre %**



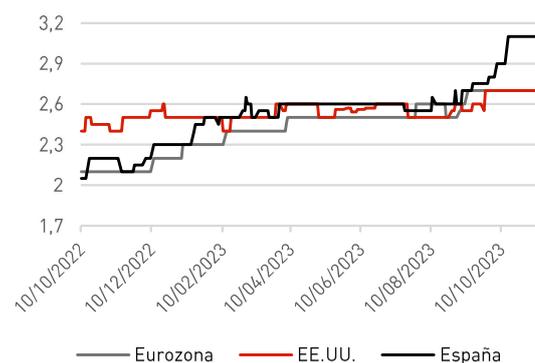
**Gráfico 4: Expectativas Crecimiento 2024**



**Gráfico 5: Inflación**



**Gráfico 6: Evolución Previsiones Inflación 2024**



### ¿Qué nos dicen las Materias Primas?

No es habitual que en nuestras actualizaciones mensuales dediquemos un apartado al comportamiento de las materias primas dada su volatilidad y las distintas dinámicas que afectan a sus precios. Sin embargo, si suele ser habitual que nos fijemos en ellas tras la irrupción de un nuevo riesgo geopolítico o un avivamiento de otro más antiguo. En este sentido, el barril de Brent se ha mantenido relativamente estable y, tras un fuerte repunte los primeros días después del ataque de Hamas sobre terreno Israel, el precio ha vuelto a caer e incluso a situarse en niveles inferiores a los que cotizaba antes del inicio del conflicto (gráfico 7). Si nos fijamos en la evolución del índice global de Materias Primas de Bloomberg que representa los precios de las principales *commodities* en términos de comercio mundial y producción apenas ha fluctuado lo que nos mandaría un claro mensaje de que: 1) al mercado no parece preocuparle el conflicto en Israel; 2) la inflación no es un problema y 3) el crecimiento puede empezar a serlo.

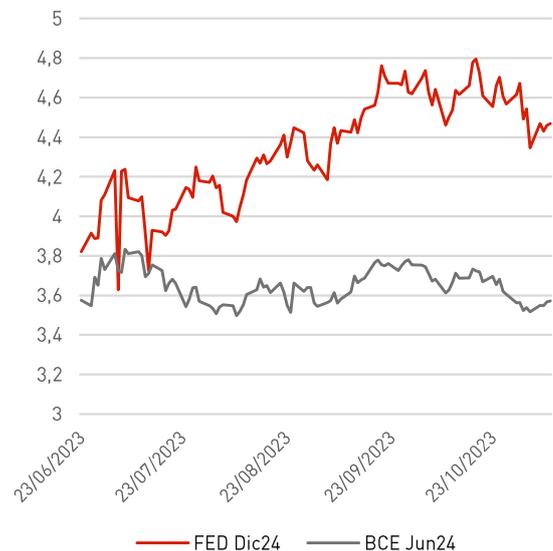
**Gráfico 7: Evolución Brent**



### Liquidez e impulso crediticio

El optimismo del mercado con respecto a la evolución futura de los tipos de interés se ve reflejado en el cambio que se ha producido durante el mes de Octubre sobre los tipos esperados para Diciembre del año próximo (gráfico 8). La expectativa es de un primer recorte de tipos por parte de la FED en Diciembre del próximo año y que el BCE lo haga antes, probablemente en Junio. Sin embargo, estas previsiones que descuenta el mercado son incompatibles con el escenario macro que hemos descrito anteriormente con un crecimiento lejos todavía de niveles de recesión y una inflación cuya evolución futura es cuanto menos, incierta. Además, una cosa es que los Bancos Centrales paren de subir los tipos de interés y otra bien distinta es que comiencen a bajarlos (algo que por ahora no se plantean). Así pues, no habría que perder la prudencia especialmente si la liquidez del mercado sigue reduciéndose como lo viene haciendo en los últimos meses porque el efecto de esa reducción empieza a sentirse claramente en la concesión de créditos bancarios (gráfico 9), motor principal del crecimiento a más largo plazo.

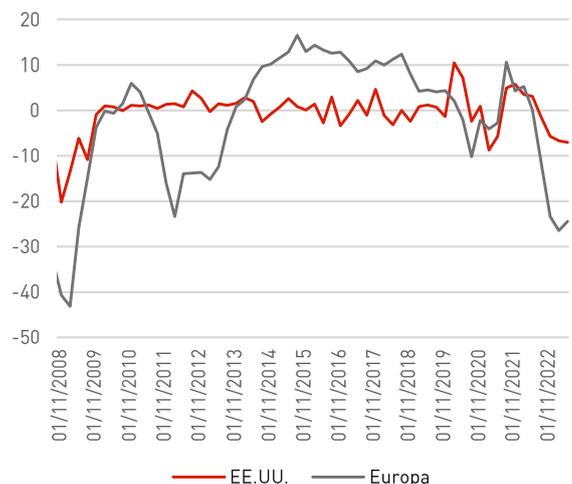
**Gráfico 8: Tipos esperados (2024)**



### Conclusiones

Los riesgos de los que se viene hablando y escribiendo mucho siguen ahí y además son de muy distinto carácter por lo que su evolución conjunta futura hace muy difícil su lectura por ahora. Para nosotros, el riesgo de crecimiento es el más evidente aunque por ahora no justifica un cambio de posicionamiento drástico. El mercado se siente muy optimista debido al esperado final del ciclo de subida de tipos pero el movimiento se ha producido demasiado rápido lo que abre la puerta a nuevos vaivenes en 2024 si los datos o los Bancos Centrales apuntan en otra dirección. Por todo ello, mantenemos nuestro posicionamiento cauto aunque aprovechando los momentos de oportunidad que nos ofrece el mercado para ir tomando posiciones con una visión de más largo plazo.

**Gráfico 9: Impulso Crediticio**



## Tabla Rentabilidades Índices Globales

Renta Variable (Moneda Local)		31/10/2023	29/09/2023	Octubre	31/12/2022	2023
MSCI WORLD	GLOBAL	2.768,6	2.853,2	-2,97%	2.602,7	6,38%
S&P 500	EE.UU.	4.193,8	4.288,1	-2,20%	3.839,5	9,23%
NASDAQ 100	EE.UU.	14.409,8	14.715,2	-2,08%	10.939,8	31,72%
Russell 2000	EE.UU. (Pequeñas Compañías)	1.662,3	1.785,1	-6,88%	1.761,2	-5,62%
Euro Stoxx 50	Europa	4.061,1	4.174,7	-2,72%	3.793,6	7,05%
Stoxx 600	Europa	433,7	450,2	-3,68%	424,9	2,06%
IBEX 35	España	9.017,3	9.428,0	-4,36%	8.229,1	9,58%
FTSE MIB	Italia	27.741,9	28.243,3	-1,78%	23.707,0	17,02%
DAX	Alemania	14.810,3	15.386,6	-3,75%	13.923,6	6,37%
CAC 40	Francia	6.885,7	7.135,1	-3,50%	6.473,8	6,36%
FTSE 100	Reino Unido	7.321,7	7.608,1	-3,76%	7.451,7	-1,74%
MSCI AC ASIA PACIFIC	ASIA	150,7	157,3	-4,24%	155,7	-3,26%
NIKKEI 225	Japón	30.858,9	31.857,6	-3,14%	26.094,5	18,26%
HANG SENG	Hong Kong	17.112,5	17.809,7	-3,91%	19.781,4	-13,49%
CSI 300	China	3.572,5	3.689,5	-3,17%	3.871,6	-7,73%
KOSPI	Korea	2.278,0	2.465,1	-7,59%	2.236,4	1,86%
Nifty 50	India	19.079,6	19.638,3	-2,84%	18.105,3	5,38%
MSCI EM LATIN AMERICA	LATAM	2.187,3	2.301,4	-4,96%	2.128,3	2,77%
BRAZIL IBOVESPA	Brasil	113.143,7	116.565,2	-2,94%	109.734,6	3,11%
S&P/BMV IPC	México	49.061,9	50.875,0	-3,56%	48.463,9	1,23%
MSCI EM	EMERGENTES GLOBAL	915,2	952,8	-3,94%	956,4	-4,31%
Factores		31/10/2023	29/09/2023	Octubre	31/12/2022	2023
MSCI World Value	Estilo Valor	2.990,9	3.100,4	-3,53%	3.102,6	-3,60%
MSCI World Growth	Estilo Crecimiento	3.973,5	4.072,9	-2,44%	3.391,4	17,16%
MSCI World Quality	Calidad	3.067,1	3.122,6	-1,78%	2.681,1	14,40%
MSCI World Dividendo	Alto Dividendo	1.284,2	1.334,4	-3,77%	1.339,9	-4,16%
MSCI World Baja Volatilidad	Baja Volatilidad	4.235,6	4.296,1	-1,41%	4.266,9	-0,73%
MSCI World Pequeñas Compañías	Pequeñas Compañías	442,3	471,5	-6,19%	464,6	-4,80%
Tipos Curvas Globales en % (variaciones en pbs)		31/10/2023	29/09/2023	Variación Mes	31/12/2022	Variación 2023
US Govt 10 Yr	EE.UU.	4,93%	4,57%	35,96	3,87%	105,59
US Govt 2 Yr	EE.UU.	5,09%	5,04%	4,37	4,43%	66,15
Pendiente Curva 10Y-2Y		-15,66	-47,25		-55,1	
Alemania Gov 10Y	Alemania	2,81%	2,84%	-3,30	2,57%	23,50
Alemania Govt 2Y	Alemania	3,02%	3,20%	-18,70	2,76%	25,20
España Govt 10Y	España	3,88%	3,93%	-5,00	3,66%	22,00
España Govt2Y	España	3,46%	3,61%	-14,90	2,93%	53,10
Prima Riesgo Esp-Ale 10Y		107,7	109,4		109,2	
Italia Govt 10Y	Italia	4,73%	4,78%	-5,60	4,72%	1,10
Diferenciales Investment Grade	EE.UU.	128,13	120,44	7,69	131,31	-3,18
Diferenciales Investment Grade	Europa	159,97	151,69	8,28	169,13	-9,16
Diferenciales High Yield	EE.UU.	462,34	432,96	29,38	484,21	-21,87
Diferenciales High Yield	Europa	396,70	351,69	45,01	411,62	-14,92
Diferenciales AT1	Europa	532,68	514,75	17,93	502,18	30,50
Diferenciales MBS	EE.UU.	75,00	66,00	9,00	51,00	24,00
Índices Renta Fija		31/10/2023	29/09/2023	Octubre	31/12/2022	2023
Deuda Pública	Global	184,8	187,1	-1,23%	194,2	-4,82%
Deuda Pública	EE.UU.	2.129,0	2.155,1	-1,21%	2.188,4	-2,71%
Deuda Pública	Europea	226,1	225,2	0,40%	225,3	0,34%
Corporativa	EE.UU.	2.913,1	2.968,7	-1,87%	2.968,2	-1,86%
Corporativa	Europea	234,4	233,4	0,40%	227,7	2,94%
High Yield	EE.UU.	1.467,0	1.485,1	-1,22%	1.401,7	4,66%
High Yield	Europeo	324,9	325,7	-0,25%	307,0	5,82%
Bonos Inflación	Global	306,1	309,2	-0,99%	317,4	-3,55%
Deuda Subordinada	Europea	273,6	272,1	0,55%	263,6	3,79%
Divisas (Vs Euro) y Materias Primas		31/10/2023	29/09/2023	Octubre	31/12/2022	2023
	USD	1,058	1,057	0,02%	1,071	-1,21%
	GBP	0,870	0,867	0,42%	0,885	-1,51%
	YEN	151,680	149,370	1,55%	131,120	15,68%
	Crudo Brent	87,41	95,31	-8,29%	85,91	1,75%
	Oro	1983,88	1848,63	7,32%	1824,02	8,76%
	Gas Natural	45	39	14,62%	74	-39,59%

## Datos Macro Publicados en el mes

País/Región	Indicador	Periodo	Dato	Estimado	Anterior	
Eurozona	PMI Manufacturero	Octubre	43,0	43,7	43,4	
	PMI Servicios	Octubre	47,8	48,6	48,7	
	Desempleo	Septiembre	6,5%	6,4%	6,4%	
	Índice Precios Producción (Interanual)	Septiembre	-12,4%	-12,5%	-11,5%	
	Producción industrial (Interanual)	Agosto	-5,1%	-3,4%	-2,2%	
	Ventas Minoristas (Interanual)	Septiembre	-2,9%	-3,1%	-2,1%	
	Inflación (Interanual)	Octubre	2,9%	3,1%	4,3%	
	Inflación Subyacente	Octubre	4,2%	4,2%	4,5%	
EE.UU.	ISM Manufacturero	Octubre	46,7	49,0	49,0	
	ISM Servicios	Octubre	51,8	53,0	53,6	
	PIB 3T (Anualizado)		4,9%	4,5%	2,1%	
	Nóminas no agrícolas	Octubre	150.000	180.000	336.000	
	Desempleo	Octubre	3,90%	3,80%	3,80%	
	Salarios (Interanual)	Octubre	4,10%	4,00%	4,20%	
	NFIB Optimismo PYMEs	Agosto	90,8	91,0	91,3	
	Inflación (Interanual)	Septiembre	3,7%	3,6%	3,7%	
	Inflación Subyacente (Interanual)	Septiembre	4,1%	4,1%	4,3%	
	PCE (Deflactor Consumo)	Septiembre	3,4%	3,4%	3,5%	
	PCE Subyacente (Deflactor Consumo)	Septiembre	3,7%	3,7%	3,8%	
	Índice Precios Producción (Interanual)	Septiembre	2,2%	1,6%	2,0%	
	Producción industrial (mensual)	Septiembre	0,3%	0,0%	0,4%	
	Ventas Minoristas (mensual)	Septiembre	0,7%	0,3%	0,8%	
	U.Michigan	Octubre	63,0	67,0	68,1	
	Conference Board	Octubre	102,6	100,5	104,3	
	NAHB Housing Market	Octubre	40,0	44,0	44,0	
	Job Openings (JOLTs)	Septiembre	9,55Millones	9,4Millones	9,49Millones	
	China	Caixin PMI Servicios	Octubre	50,4	51,0	50,2
		Caixin PMI Manufacturero	Octubre	49,5	50,8	50,6
PIB 3T			4,9%	4,5%	6,3%	
Exportaciones (Interanual)		Octubre	-6,4%	-3,5%	-6,2%	
Importaciones (Interanual)		Octubre	3,0%	-5,0%	-6,3%	
Producción industrial (Interanual)		Septiembre	4,5%	4,4%	4,5%	
Inflación (Interanual)		Septiembre	0,0%	0,2%	0,1%	
Índice Precios Producción (Interanual)		Septiembre	-2,5%	-2,4%	-3,0%	
Ventas Minoristas (Interanual)		Septiembre	5,5%	4,9%	4,6%	
España		PMI Servicios	Octubre	51,1	49,3	50,5
	PMI Manufacturero	Octubre	45,1	47,0	47,7	
	Producción industrial (Interanual)	Septiembre	-1,4%	-2,4%	-3,3%	
	Ventas Minoristas (Interanual)	Septiembre	6,0%		7,2%	
	Índice Precios Producción (Interanual)	Septiembre	-8,6%		9,9%	
	PIB 3T		0,3%	0,2%	0,4%	
	Inflación (Interanual)	Octubre	3,5%	3,8%	3,5%	
	Inflación Subyacente (Interanual)	Octubre	5,3%	5,6%	5,8%	
Paro Registrado	Octubre	36.900		19.800		