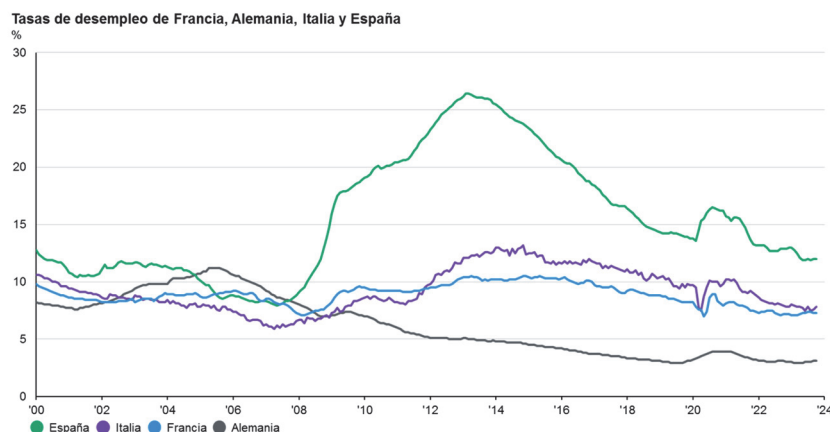


Comentario 4 trimestre de 2023

Macroeconómico

Los indicadores económicos correspondientes al año 2023 han superado las expectativas: la tasa de inflación ha experimentado una reducción, el empleo ha mantenido su robustez y se ha logrado por el momento evitar sumergirnos en una recesión; de hecho, el crecimiento ha demostrado ser notablemente resistente. El conjunto de estas "buenas noticias" ha motivado a la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos y a otros bancos centrales globales a mantener los tipos de interés en niveles más elevados por un período prolongado.

Gráfico 1. Tasas de desempleo en la UE

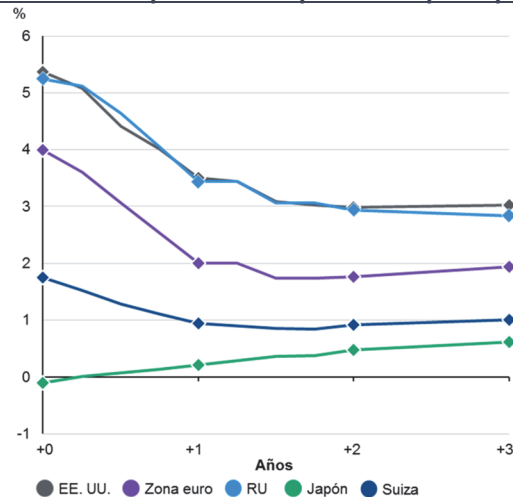


Fuente: LSEG Datastream. Jp Morgan.

En nuestra opinión, las fuertes caídas de 2022, no se debieron a una crisis económica sino a una crisis de inflación y la consiguiente respuesta de los bancos centrales. Por esa razón, en cuanto el mercado ha recibido noticias de una pausa en la subida de tipos, e incluso un comienzo de un ciclo de bajadas (descontado la primera bajada en marzo de 2024), tanto la renta fija como la renta variable ha reaccionado al alza, hecho que se produjo de manera muy importante en el 4 trimestre.

Muchos estrategas perciben un sentimiento de incertidumbre en relación con la programación de las reducciones de tasas, así como en cuanto al momento y la magnitud de una desaceleración económica, generando ciertos temores en los mercados financieros. Esto probablemente conlleve volatilidad a corto plazo, el mercado estará muy pendiente de los datos de inflación y de los datos adelantados de actividad económica de las principales economías. Curiosamente podemos entrar en un periodo donde datos de económicos flojos sean bien recibidos por el mercado ya que podrían indicar una reducción mas rápida de los tipos de interés.

Gráfico 2. Expectativas tipos en las principales economías mundiales

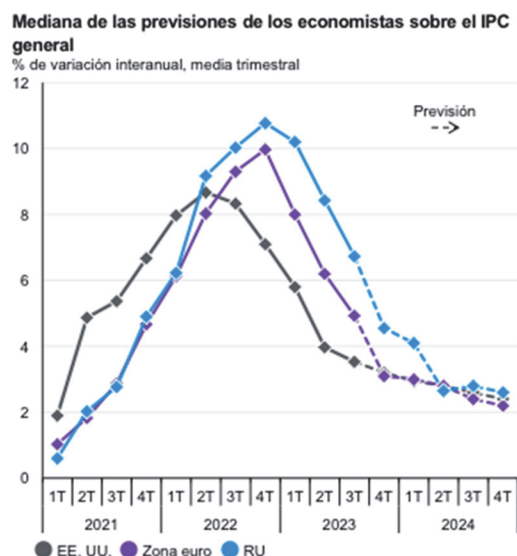


Fuente: Bloomberg. JP Morgan.

Los riesgos geopolíticos podrían adquirir una importancia mayor que los factores económicos. Aunque la esperada desaceleración continúa postergándose, si se materializa los datos preliminares estos indican que podría ser más leve de lo descontado en 2022. Los riesgos asociados con la posibilidad de una inflación creciente o decreciente, o una recesión más suave o profunda, son riesgos conocidos ya que son los que hemos vivido primero en 2022 con una espiral inflacionista desbocada, y después en 2023 con el control de esta. Sorpresivamente, ya no se habla apenas de Ucrania, que es lo que influyó de manera radical al boom de inflación reciente, y los focos están en el conflicto en Oriente Próximo y las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China. En los últimos días se está incrementando los costes de fletes debido a la crisis del mar Rojo, esto si es un factor que me preocupa en los próximos meses y que podría tener un efecto negativo en la inflación.

Desde un punto de vista macroeconómico las crisis geopolíticas en países productores de materia prima generan volatilidad a corto plazo y presiones inflacionarias a largo plazo. Estas presiones afectan directamente a las empresas, ya que la búsqueda de fuentes de energía alternativas o la construcción de nuevas cadenas de suministro conlleva costos significativos, además de los costes financieros del encarecimiento de la financiación.

Gráfico 3. Expectativas de inflación Global



Claramente las expectativas de inflación se han relajado lo que ha hecho que se empiecen a descontar bajadas de tipos para 2024, como hemos comentado la primera para marzo de 2024. Sin embargo, y a menos que el frenazo económico sea muy severo, creemos que el mercado ha sido demasiado agresivo en el número de bajadas para este 2024. Intuyo que probablemente el mercado nos dé oportunidad para seguir construyendo carteras de renta fija a tipos interesantes en este año.

También, tenemos elecciones en EE. UU. en noviembre, que sin duda tendrán impacto en los mercados. Como apunte históricamente, los mercados financieros se comportan bien en año de elecciones en EE. UU. Esto es debido al efecto riqueza que genera las subidas en la renta variable y la renta fija en los bolsillos del elector americano. Generalmente el americano tiene gran parte de su patrimonio invertido en mercados financieros, unos mercados alcistas suelen favorecer a la administración actual en intención de voto.

Mercados financieros

Finalmente, hemos tenido un buen año tanto en renta variable como en renta fija, exceptuando los mercados de materias primas este año, y China. Parecía que en el tercer trimestre del año torcía las cosas. Sin embargo, al final las expectativas de una política monetaria más laxas de los bancos centrales empujaron a los mercados financieros. A diferencia de los tres primeros trimestres del año, esta vez por fin, la amplitud de mercado se vio beneficiada de las expectativas de tipos de interés más bajas, y salió de su letargo, como podemos ver en el siguiente gráfico. Aunque la amplitud cerró el año en un +10,70%, el rally desde mínimos de noviembre ha sido de un +20%. Ayudando sobre todo a los sectores y segmentos que más se habían quedado rezagados este año, como los valores value y la pequeña capitalización.

Gráfico 4. Value Geometric index. Amplitud de mercado



Fuente: LSEG Workspace. El value Geometric Index es un índice americano que pondera a cada valor de manera geométrica y no por capitalización bursátil con el S&P500.

Tabla 1. Resumen principales índices mundiales

Renta Variable Internacional					
	1 trim	2 Trim	3 Trim	4 Trim	YTD
Stoxx 600. Europa Eur	6,74%	0,89%	-2,54%	6,39%	11,67%
IBEX 35 - España	12,19%	3,90%	-1,72%	7,15%	22,76%
SP500 - EEUU USD	7,04%	7,84%	-3,25%	11,24%	24,24%
Russell 2000 - Pequeña EEUU USD	2,74%	5,21%	-5,13%	14,03%	16,93%
MSCI Asia Ex Japan EUR	2,10%	-1,90%	-4,26%	7,50%	4,62%
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 31 Dec 24					
Renta Fija Internacional					
	YTD				
Bund 10 y- Bono Aleman 10 años	3,50%				
US Treasury 10 y - Bono Americano 10 años	3,00%				
Investment Grade EU - Grado de inversion Europeo	7,20%				
Investment Grade US - Grado de inversion Americano	7,50%				
EM Sovereign - Emergente soberano	8,90%				
Elaboracion Propia. Datos Eikon . Thomson Reuters. Datos a 31 dic 24					

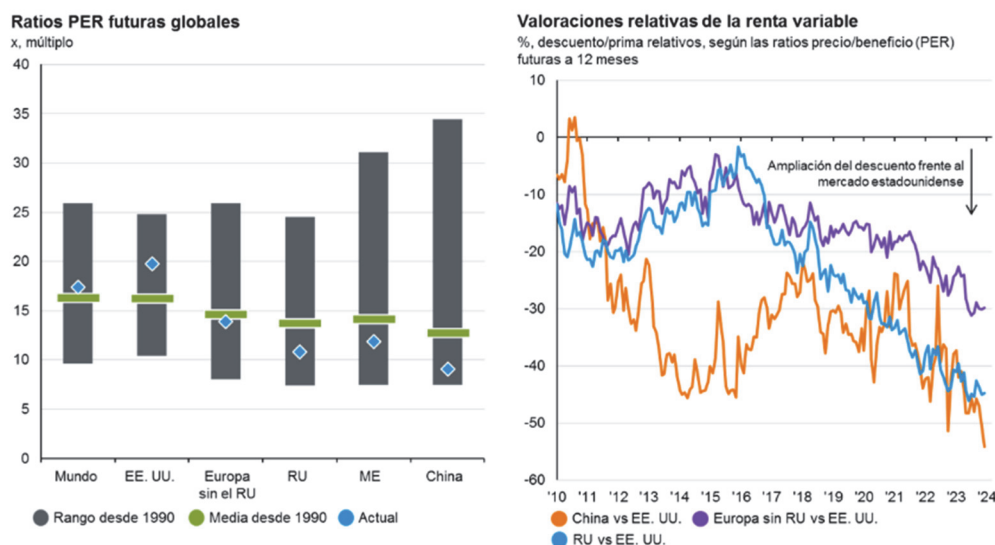
Ya desde el año pasado la **renta fija** ha vuelto a tener el protagonismo en las carteras que llevaba mucho tiempo sin tener. Como factor diversificador y como factor de rentas. Durante todo el año hemos ido aumentando la duración, creyendo que efectivamente estábamos en una crisis de inflación y no económica. Seguiremos con la misma filosofía a lo largo de 2024. Como hemos comentando el mercado ha sobredimensionado la bajada de tipos de 24 en nuestra opinión, igual que sobre dimensionó la subida, allá por septiembre, cuando muchos analistas veían el tipo a un año incluso en el 6%. Debemos ser prudentes y seguir tomando duración poco a poco, y no a cualquier precio. Somos positivos en a Investment Grade con vencimiento de 2 a 5 años, también en gobiernos en vencimientos más cortos, y posicionándonos a más largo en subidas de la Tires. En HY, y para las carteras que lo admita por su perfil, nos estamos decantando por flotante y corta duración, con pesos moderados. Nos gusta la deuda emergente sobre todo en países con crecimiento y buenas finanzas públicas, además una debilidad del dólar si finalmente se relaja la política monetaria de la FED puede ayudar a estos activos que aún tienen un descuento importante.

Aunque ahora la liquidez (llámese mercado monetario o letras del tesoro de países core) este dando rentabilidades positivas tenemos que ser conscientes que en el largo plazo **siempre renta menos que la renta fija tradicional**. Por esta razón, sabemos que cuando sobreponderamos este activo, es por bajar la volatilidad de la cartera a la espera de oportunidades y de manera táctica, prefiriendo siempre renta fija con un horizonte temporal largo plazo.

En cuanto a la **renta variable**, creo que es crucial mirar más allá del reducido grupo de empresas que lideraron el mercado en 2023. En mi opinión, un mayor número de compañías experimentará un rendimiento positivo a partir de ahora, y sectores que no participaron en los repuntes observados en los sectores más sólidos podrían volverse más atractivos.

Con beneficios previstos a 18 veces, la bolsa estadounidense es considerablemente más cara que las acciones europeas (12 veces) y japonesas (14 veces). Esto no quiere decir que no invirtamos en EEUU, sería no ser conscientes de que históricamente es el mercado mas rentable, pero si nos permite mirar hacia otros lados. Las valoraciones, por sí solas, pueden no justificar una apuesta regional en este momento, pero son otro indicio de la creciente diferenciación entre los diversos mercados, lo que podría traducirse en la aparición de oportunidades en el futuro.

Gráfico 5. Valoraciones bolsa mundial por regiones y descuento frente a EEUU



En general, miramos la renta variable desde una posición neutral después del rally de noviembre y octubre. En la caída de agosto a octubre intentamos sobreponderar la renta variable, ahora hemos corregido ese peso hacia neutral. Utilizaremos la volatilidad en mercado para aumentar el peso en renta variable, y los fuertes rallies para volver a la neutralidad.

Además de nuestros mercados y sectores de referencia de los últimos trimestres, hemos ido introduciendo en las carteras en los últimos meses exposición a pequeña capitalización global. Creemos que estamos en una oportunidad histórica para invertir en pequeña capitalización. Al final el precio persigue a los beneficios de las empresas, puede haber circunstancias externas que perjudiquen a un tipo de inversión, pero si los beneficios son sólidos y el precio de los activos caen debemos tener en cuenta esos activos e ir posicionándonos como oportunidad de inversión, este fenómeno está pasando ahora de manera clara en la pequeña capitalización.

Cualquier cuestión, como siempre, estaremos encantados de comentarla.

Reciban un cordial saludo.