

## Situación Macroeconómica

### ESTADOS UNIDOS

- ✓ El crecimiento en el 3T23 de 2023 fue del +5,2%, el mayor desde 2021. El FMI estima un crecimiento de +2,4% en 2023 y del +1,5% en 2024.
- ✓ La economía americana está siendo muy resiliente, basada en un elevado consumo privado.
- ✓ **El desempleo se sitúa en noviembre en el 3,9%**, cifra muy reducida (casi la menor desde 1969). En plena pandemia del COVID-19 fue del 13,1%
- ✓ **La FED** subió en marzo, abril, junio, julio, septiembre, noviembre y diciembre de 2022 y febrero, marzo, mayo y julio de 2023 los tipos de interés. Son las subidas más rápidas e intensas en décadas. En unos meses podríamos asistir a bajadas de tasas de interés.
- ✓ **La tasa de inflación se ha ido moderando desde el pico del +9,1% alcanzado en junio de 2022.** En noviembre 2023 la inflación era del +3,1% (en octubre era de +3,3%).

### EUROPA

- ✓ **La economía de la eurozona baja en el 3T23 un -0,1%.** El FMI estima un crecimiento de +0,7% en 2023 y del +1,2% en 2024.
- ✓ El BCE subió los tipos cuatro veces en 2022 (+0,50%, en septiembre +0,75%, en octubre +0,75% y en diciembre +0,50%) y seis en 2023 (+0,50% en febrero y marzo, +0,25% en mayo, junio, julio y septiembre). **Los incrementos de tipos seguramente han terminado y en unos meses comenzará las bajadas**
- ✓ El balance del BCE se está reduciendo desde marzo. Adicionalmente el BCE ha creado el TPI, un mecanismo "anti-fragmentación" diseñado para que las primas de riesgo periféricas no crezcan excesivamente.
- ✓ La inflación en noviembre es del +2,4% (en octubre era del +2,9%). La inflación subyacente se sitúa en noviembre en el +3,6% (versus +4,2% en octubre).
- ✓ **La crisis ucraniana continúa afectando a Europa, tanto en términos de crecimiento como de inflación.**

### ESPAÑA

- ✓ La economía española creció un +6,4% en 2021 y +5,8% en 2022. **Según el FMI España crecerá en 2023 un +2,5% en 2023 y +1,7% en 2024.**
- ✓ El turismo internacional se está recuperando con mucha fuerza.
- ✓ **La inflación preliminar en España en diciembre se sitúa en el +3,1%** (versus +3,2% en noviembre). La inflación subyacente continúa elevada (+3,8% en diciembre)
- ✓ El empleo se sigue comportando relativamente bien. Los ingresos por cotizaciones a la Seguridad Social crecen en 2023 por encima del +10%

### EMERGENTES

- ✓ **Desde la crisis del COVID-19 muchos emergentes presentan dificultades y desequilibrios**
- ✓ Rusia y Ucrania van a sufrir una severa recesión debido al conflicto actual. Además, una **mayor percepción de riesgo** puede perjudicar a los emergentes en general.
- ✓ China, que creció un +3,0% en 2022 está ralentizando estructuralmente su crecimiento (el FMI estima un crecimiento del +5,0% en 2023 y +4,2% en 2024). Además, el país presenta algunos desequilibrios en algunos mercados como el inmobiliario. **El menor crecimiento de China puede afectar negativamente a países exportadores de materias primas.** Tras la reapertura del COVID-19 se esperaba dinamismo en la economía China, pero finalmente no ha sido así.
- ✓ Algunos países emergentes presentan debilidad financiera y un aumento de las posibilidades de impago de la deuda.

**Mercados:****RENTA VARIABLE**

- ✓ **Las bolsas en diciembre se comportaron de forma positiva.** El S&P 500 sube un +4,42% (+24,23% en el año), mientras que el europeo DJ Euro Stoxx 50 se revalorizaba un +3,18% (+19,19% en el año). El Ibex 35 sube en el periodo un +0,44% (+22,76% en el año).
- ✓ La razón principal de la subida en los mercados está en los **mejores datos de inflación**, junto con la creencia que los tipos interés han dejado de subir y en 2024 tendremos bajadas importantes.

**RENTA FIJA**

- ✓ **Los Bancos Centrales han endurecido su política monetaria.** La política monetaria se ha tornado más restrictiva, lo que implica subidas de tipos y reducción de la liquidez. **En marzo de 2022 la Fed comenzó a subir tipos (la primera vez desde 2018). La última subida ha sido en julio (+25 pb).** El BCE está subiendo los tipos de interés desde julio de 2022. Son las primeras subidas en 11 años. La última subida fue en septiembre de 2023 (+25 pb), llegando a tipos de interés máximos históricos.
- ✓ Es posible que el BCE y la Fed no suban más los tipos de interés y comiencen a bajarlos en unos meses.
- ✓ **Los bonos gubernamentales terminan con fuertes subidas en precio (y bajada de la rentabilidad) en Europa y en Estados Unidos.** El bono alemán a 10 años termina diciembre con una rentabilidad de +2,02% (versus +2,44% del mes anterior), mientras que el bono americano al mismo plazo ofrecía una rentabilidad del +3,87% (frente a +4,33% del mes anterior).
- ✓ **La prima de riesgo española baja ligeramente en diciembre y se sitúa en 95 puntos básicos** (versus 103 puntos básicos del mes anterior), un nivel aún razonable. La rentabilidad del bono español a 10 años está en el +2,97% (versus +3,47% del mes anterior).
- ✓ Los bonos corporativos medidos por el índice Iboxx Eur Liquid Corporate suben en diciembre un +3,24%.
- ✓ **Los bonos de alto rendimiento (high yield) terminan con fuertes subidas en Estados Unidos y en Europa.** El índice Iboxx US Liquid HY sube un +3,81% en diciembre, mientras que el índice Iboxx EUR Liquid HY sube un +2,62% en el mismo periodo.

**DIVISAS**

- ✓ **El dólar se deprecia frente al euro en diciembre y cae un -1,36%.** La divisa norteamericana está cara, pero es activo refugio, y ante un entono de menor riesgo en los mercados los inversores disminuyen sus posiciones en la citada moneda.

**MATERIAS PRIMAS**

- ✓ **Las materias primas presentan bajadas en diciembre.** El índice Bloomberg Commodity Index bajó un -3,10% en el mes (es el quinto mes consecutivo con recortes en el precio de las materias primas)
- ✓ **El petróleo Brent baja en diciembre un -6,99%.** El petróleo cae por un menor dinamismo económico, a pesar de la situación geopolítica en Israel. El precio se sitúa en niveles inferiores a los de inicio del año.
- ✓ **El Gas Natural en Europa baja un -24,02%** en diciembre.
- ✓ **El oro subió un +1,93%** en diciembre.

**Opinión a Medio Plazo****RENTA VARIABLE ESPAÑA**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)

- Aspectos a favor:**
- + Las valoraciones de muchas empresas son atractivas para el inversor con horizonte a medio y largo plazo, y existe interés internacional en la compra de ciertas compañías españolas (Telefonica, BME, Masmovil, Naturgy, Solarpack).
  - + Fuerte recuperación de los beneficios y de la economía en 2021-22. En 2023 aunque el crecimiento es menor, los beneficios siguen siendo elevados.
  - + Muy buen comportamiento del turismo, lo cual es fundamental para la economía española.
  - + Los tipos reales todavía bajos y la elevada liquidez favorecen la inversión en renta variable.
  - + Escasa exposición a Rusia y Ucrania de las compañías, y alta exposición a Latinoamérica, gran exportador de materias primas.
  - + Alto peso en bolsa de energías renovables e infraestructuras, muy relevantes para reducir la dependencia de Rusia.
- Aspectos en contra:**
- La política monetaria más restrictiva va a ralentizar el crecimiento económico.
  - La situación en Ucrania puede tener como consecuencia mayor inflación y menor crecimiento.
  - El aumento del precio de la energía pone presión en la inflación y la economía.
  - Cambio de la regulación en sectores con alto peso en el Ibex como las eléctricas
  - Altos niveles de deuda y déficit
-

---

## RENTA VARIABLE EUROPA

(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)**Aspectos a favor:**

- + Las valoraciones de muchas empresas son atractivas para el inversor con horizonte a medio y largo plazo.
- + Fuerte recuperación de los beneficios y de la economía en 2021-22. En 2023 aunque el crecimiento es menor, los beneficios siguen siendo elevados.
- + Los tipos reales todavía bajos y la elevada liquidez favorecen la inversión en renta variable.

**Aspectos en contra:**

- La política monetaria más restrictiva va a ralentizar el crecimiento económico.
- La situación en Ucrania puede tener como consecuencia mayor inflación y menor crecimiento.
- Política monetaria más restrictiva (menos inyecciones de liquidez y subida de tasas de interés).
- El aumento del precio de la energía pone presión en la inflación y la economía.

---

## RENTA VARIABLE ESTADOS UNIDOS

(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL/POSITIVA**)**Aspectos a favor:**

- + La economía en 2023 y 2024 tendrá un aterrizaje suave, según las proyecciones de los diversos organismos oficiales.
- + Por lo general, el mercado americano tiene un comportamiento más defensivo. Suele comportarse mejor que otros mercados en momentos de incertidumbre.
- + Los tipos reales bajos y la elevada liquidez favorecen la inversión en renta variable. Estados Unidos ha sufrido una crisis menos severa que la eurozona.
- + Estados Unidos tiene menor dependencia energética exterior que Europa.
- + Resultados empresariales sólidos y planes de recompra de acciones por parte de las empresas.
- + Históricamente en años electorales (como 2024) la bolsa tiende a subir.

**Aspectos en contra:**

- La política monetaria más restrictiva va a ralentizar el crecimiento económico.
- El año 2024 es año electoral, lo que podría conllevar cierta volatilidad en los mercados.
- Fuerte incremento de las valoraciones de empresas de tecnología.

---

**RENTA VARIABLE JAPÓN**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)

- Aspectos a favor:**
- + Política monetaria expansiva. Además, tiene una política de control de las rentabilidades que ofrecen los bonos, si bien es cierto que el control sobre las rentabilidades de los bonos es ahora menor.
  - + Japón está implementado medias de política fiscal agresivas.
  - + Japón tiene mucha tecnología. Muchas empresas son competitivas e innovadoras.
  - + El comportamiento de Japón tiene, en general, poca correlación con otras áreas.
  - + Las exportaciones de Japón marcan nuevos máximos. Las empresas japonesas se beneficiarán de la recuperación económica mundial y del ciclo económico.
  - + Las valoraciones de las empresas japonesas son comparativamente atractivas, además de tener menor deuda.
  - + A diferencia de Estados Unidos y Europa, la inflación no es tan elevada.
  - + Japón está realizando reformas estructurales.
  - + Muchos inversores están infraponderados en Japón. Si esto cambiará sería un impulso al mercado. Adicionalmente las valoraciones son comparativamente bajas.
- Aspectos en contra:**
- Históricamente, las compañías japonesas no han cuidado tanto al accionista como en Europa o Estados Unidos, sin embargo, esto está comenzando a cambiar.
  - Crecimiento económico sostenido, pero no muy elevado.
  - Los mayores costes energéticos pueden erosionar los márgenes empresariales
  - Una posible apreciación del yen puede afectar negativamente a los exportadores.
  - Posibilidad de que el banco central de Japón (BoJ) modifique su política monetaria ultra flexible. En este sentido los últimos datos de inflación pueden empujar a incrementar tasas.
-

---

**RENTA VARIABLE EMERGENTE**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)

**Aspectos a favor:**

- + Perspectivas de crecimiento más altas que los países desarrollados.
- + Valoraciones atractivas en muchos países.
- + Algunos emergentes son fuertes exportadores de materias primas, y se beneficiarán de su elevado precio.

**Aspectos en contra:**

- Aumento de la volatilidad e incertidumbre debido a la situación en Ucrania. Rusia y Ucrania tendrán una fuerte recesión.
- La depreciación de algunas monedas emergentes puede añadir dificultades al pago de deudas denominadas en dólares (como Brasil o Turquía).
- El aumento de la regulación en China en sectores como el tecnológico o la educación no son bien vistos por los inversores.
- Preocupación por una ralentización estructural del crecimiento en China y como el aumento del precio de la energía puede afectar a la producción de país. Adicionalmente la ralentización de China puede afectar a países exportadores de materias primas.
- Aumento de las tensiones geopolíticas entre China y Estados Unidos.
- El importante aumento del precio de los alimentos puede generar tensiones políticas en algunos países.
- Un mayor nivel de los tipos en Estados Unidos puede restar potencial a los emergentes.
- Debilidad financiera de algunos países y aumento de la posibilidad de impagos.

---

**DÓLAR**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL/NEGATIVA**)

**Aspectos a favor:**

- + Los tipos de interés en Estados Unidos son más altos que en la eurozona, lo cual favorece al dólar (a mayores tasas de interés mayor demanda de una moneda por parte de los inversores)
- + La economía americana muestra a medio plazo mayor capacidad de crecimiento que la europea.
- + El dólar es un activo refugio y, por tanto, puede actuar como cobertura contra riesgos financieros o geopolíticos.
- + La crisis en Ucrania afectará menos a Estados Unidos que a Europa.

**Aspectos en contra:**

- La positiva balanza por cuenta corriente de la eurozona juega a favor del euro. Estados Unidos tiene déficit comercial y un elevado déficit público (el denominado twin déficit).
- El dólar está caro versus el euro (una cesta de bienes cuesta más en Estados Unidos que en Europa)
- Estados Unidos probablemente baje los tipos de interés antes que la eurozona.

**CRÉDITO**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL/POSITIVA**)

- Aspectos a favor:**
- + Los bajos tipos pagados por los bonos corporativos comienzan a ser atractivos.
  - + En un entorno de menor crecimiento (pero no recesión), este activo puede tener rentabilidades comparativamente más atractivas.
  - + La mayoría de las empresas con grado de inversión tienen balances saneados.
- Aspectos en contra:**
- La situación económica de menor crecimiento podría tener como consecuencia mayor debilidad empresarial, lo que se podría traducir en mayor dificultad del pago de la deuda para algunas empresas.
  - La política monetaria es más restrictiva, lo que podría provocar ventas en bonos corporativos.
  - El crecimiento de los fondos y ETFs de crédito hace pensar a algunos inversores que ante un problema en el activo pueda existir carencia de liquidez.
- 

**RENTA FIJA EMERGENTE**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)

- Aspectos a favor:**
- + Los tipos ofrecidos por los bonos de los países emergentes son atractivos, lo que en momentos de menor aversión al riesgo y búsqueda de rentabilidad les favorece.
  - + Las economías emergentes están creciendo a tasas superiores a las desarrolladas y tienen un menor nivel de endeudamiento.
- Aspectos en contra:**
- Debilidad financiera de algunos países y aumento de la posibilidad de impagos.
  - La compleja situación de algunos sectores en China, como el inmobiliario.
  - La ralentización de China puede afectar a países exportadores de materias primas.
  - Algunos países, como Turquía o Brasil, presentan dificultades y depreciación de sus monedas.
  - Un mayor incremento de los tipos en Estados Unidos puede restar potencial a los emergentes.
  - Si se invierte en bonos en moneda local esto podría suponer una toma de riesgo adicional.
-

---

**BONOS ALTO RENDIMIENTO (HIGH YIELD)**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)

**Aspectos a favor:**

- + Los diferenciales de crédito son ahora más atractivos que en el pasado, debido a la baja rentabilidad de los bonos gubernamentales y a la caída de precio del high yield.
- + En un entorno de menor crecimiento (pero no recesión), este activo puede tener rentabilidades comparativamente más atractivas.

**Aspectos en contra:**

- Este activo suele tener duraciones altas y por tanto sensibilidad a tipos de interés.
- La prima de tipo de interés de estos bonos sobre los bonos gubernamentales, se ha reducido mucho.
- El tamaño que han adquirido algunos ETFs es suficientemente grande como para que, si se produjeran salidas acumuladas, pudieran existir problemas de liquidez en el activo.
- Las políticas monetarias cada vez menos expansivas y la subida de los tipos oficiales pueden provocar caídas en este tipo de bonos.
- Posible aumento de la tasa de quiebras debido a la ralentización económica.

---

**RENTA FIJA A LARGO PLAZO**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL/NEGATIVA**)

**Aspectos a favor:**

- + Situaciones de aumento de riesgo (como por ejemplo por un evento geopolítico) incrementan la demanda de este tipo de bonos.
- + Tipos de interés nominales más elevados que hace unos años, y en cierto modo, atractivos.
- + Fruto de la política monetaria expansiva del pasado, aún existe mucha liquidez, lo cual podría favorecer a este tipo de bonos.

**Aspectos en contra:**

- Las rentabilidades de los bonos han tenido fuertes recortes a finales de 2023. Ahora son menos atractivas.
- Los tipos de interés reales son bajos, aunque más elevados que en el pasado.

---

**R. F MULTISTRATEGIA – RETORNO ABSOLUTO**(Visión a Medio plazo: **NEUTRAL**)

**Aspectos a favor:**

- + Gestión conservadora y al mismo tiempo muy dinámica, con capacidad de adaptación a diferentes entornos de mercado y con el objetivo de superar en rentabilidad a los activos monetarios.
- + Potencial de diversificación entre varios tipos de activos de renta fija.

**Aspectos en contra:**

- Mayor volatilidad que los activos monetarios.
- La rentabilidad actual de los bonos podría ser más elevada que muchos productos de retorno absoluto.
- El entorno actual de volatilidad puede dificultar este tipo de gestión.



---

**MONETARIOS**

(Visión a Medio plazo: **POSITIVA**)

- Aspectos a favor:**
- + Poca volatilidad de los rendimientos de los activos monetarios.
  - + La inversión en monetarios puede ser una forma de refugio ante incertidumbre en los mercados.
  - + Los tipos a corto están más elevados que en el pasado.
  - + Los tipos a corto son similares (o incluso superiores) a los de largo plazo.

- Aspectos en contra:**
- Posiblemente los tipos oficiales bajen en unos meses, lo que reducirá la rentabilidad de los activos monetarios.
-