

Presentación

Este mes estamos de aniversario, 10 años de Comentario de Mercado. Durante este tiempo hemos tratado de dar un breve resumen a las noticias más importantes de cada mes que han podido afectar a los principales activos invertibles de los planes de pensiones, poniendo tres ejemplos o perfiles de inversión que vienen a reflejar la evolución general de los planes de empleo en función del riesgo asumido. Además y como siempre, este mes hacemos repaso a las noticias más importantes de diciembre y damos una primera valoración del 2024 que recién ha comenzado.

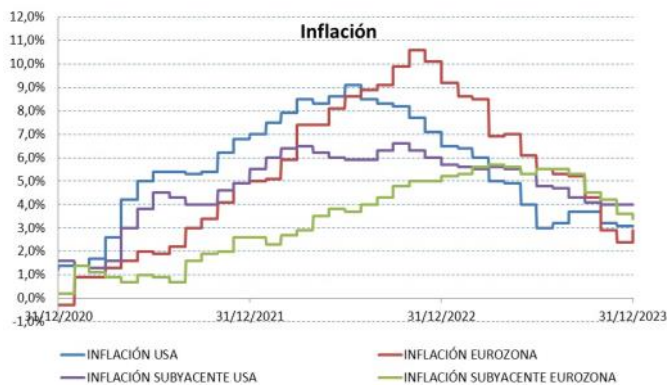
Evolución de mercado



Durante estos 10 años hemos atravesado importantes problemas, como una pandemia mundial o la subida de tipos de interés más rápida conocida aunque, como se ve en el gráfico, la tendencia del mercado ha sido en general alcista y cerrando esta década con los tres perfiles a las puertas de sus máximos, con rentabilidades interanuales del 1,54%, 2,82% y 4,25% en función del nivel de riesgo asumido. Destacar que en este periodo, solo dos años han registrado rentabilidad negativa, 2018 y 2022, cerrando en positivo incluso en el año del Covid, y con rentabilidades de doble dígito en el perfil agresivo en 2019 y 2023, inmediatamente

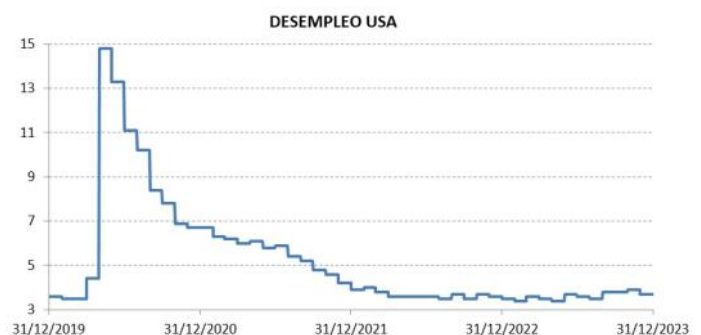
después a los años negativos, poniendo de manifiesto que, como confirma la estadística, la mayor exposición a activos de riesgo genera un mayor rendimiento en el largo plazo.

Las carteras de los planes de empleo han realizado cambios en su estructura para ajustarse a las nuevas tendencias del mercado a lo largo de los años y los perfiles de riesgo hicieron lo propio en 2018. A pesar de ello y como reflejo del mercado que tratan ser, todavía queda mucho camino por delante para intentar capturar la rentabilidad del mercado y no conformarse con rentabilidades de largo plazo que, en muchos casos, apenas dan para cubrir la inflación.



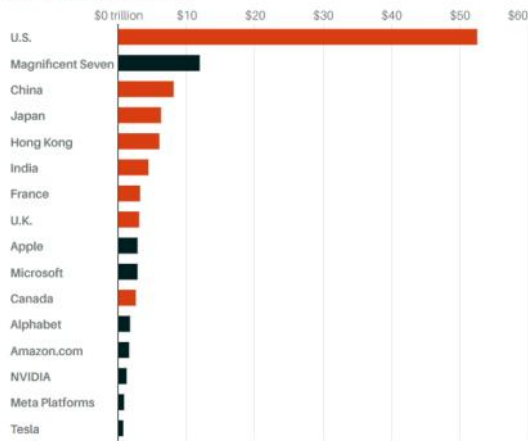
Pasando al terreno de las noticias, este final de año hemos visto como el mercado ha continuado con la complacencia de noviembre, con subidas en todos los activos amparados en el deseado recorte de tipos de interés de los Bancos Centrales en este 2024. El previsible control de la inflación que veremos si realmente llega a producirse, ya que en los niveles actuales de en torno al 3% empieza a verse la dificultad para seguir bajando la tasa. Además, la incertidumbre generada por el conflicto en Israel y posible extensión en la zona tiene como segunda derivada el efecto sobre el precio del petróleo, de momento sin grandes subidas, y sobre el tráfico de mercancías en el Canal de Suez, con gran parte de las navieras más importantes desviando el tráfico por el Cabo de Buena Esperanza, con el consiguiente impacto en tiempo y costes.

La economía sigue fuerte, con datos de empleo que siguen sin mostrar correcciones destacables, manteniendo Estados Unidos la tasa por debajo del 4%. Además, en Alemania se empiezan a ver indicadores positivos en producción y balanza comercial, después de unos años penalizada por la guerra de Ucrania. Su mejora, como tradicionalmente ha ocurrido, será buena para el resto de la economía europea, ya que Alemania es la locomotora de Europa.



Nation-size Wealth

The Magnificent Seven combined have a larger market cap than any single country's stock market except for the U.S.



Source: Factset

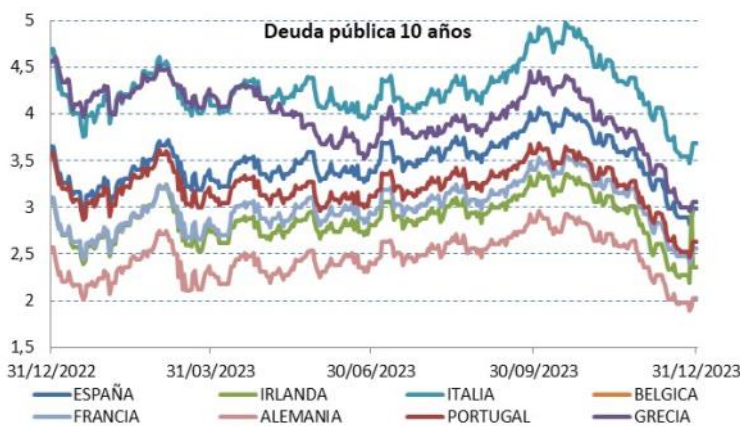
Y en este proceso de “no crisis” que parece que hemos vivido en 2023 y que veremos si se llega a producir en 2024 ha tenido una fuerte influencia el boom de la inteligencia artificial. El cambio de paradigma de los agentes económicos ha tenido múltiples efectos en la economía global, no solo a nivel de procesos, que todavía están en fase muy incipiente, sino también en efecto de inversiones. Las empresas no se han querido quedar atrás en el posicionamiento ante una tecnología disruptiva, lo que les ha llevado a realizar inversiones importantes para no quedarse atrás en esta carrera. Por otro lado, los inversores han aplaudido todo desarrollo realizado en esta megatendencia, llevando a fuertes revalorizaciones de las conocidas como “7 magnificas” y generando un importante efecto riqueza, especialmente en USA.

Este efecto ha llevado a muchos economistas a considerarlas como una gran burbuja, cosa en la que no vamos entrar, aunque como se ve en el gráfico, solo USA como país tendría mayor capitalización, Apple, la mayor empresa estaría en 8 lugar por detrás de Reino Unido y, la ponderación de estas 7 compañías supera el 17% del MSCI ACWI (Índice bursátil mundial).

1. MERCADOS DE RENTA FIJA

Año positivo pero muy complicado para la renta fija, en el que la esperada bajada de tipos de los bancos centrales no se produjo con un efecto negativo en la primera parte del año y, quizá cierta sobre-reacción en los últimos meses del año, en donde los tipos de mercado se han desplomado por encima de lo que cabría esperar. El bono español retrocede 49 pb en el diciembre y cierra por debajo del 3%, mientras que el alemán cierra en 2,02%, 43 pb abajo, llegando a situar la prima de riesgo por debajo de los 100 pb, fluctuando durante todo el año en torno a esa zona.

Por el lado corporativo también se observa una importante mejoría, ajustando mucho los spread de crédito que ha sido muy positivo para las emisiones de mayor riesgo. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas se reduce 10 pb hasta los 58 pb, cerrando en mínimos de los últimos dos años.



| Mercado | Índice | Rent. Diciembre | Rent. 2023 |
|-------------|---------------------|-----------------|------------|
| Gobierno | Deposito 1 día | 0,34% | 3,29% |
| Gobierno | Deposito 1 año | 0,71% | 3,62% |
| Gobierno | Europeo 1-3 años | 1,09% | 3,48% |
| Gobierno | Europeo 3-5 años | 2,11% | 5,39% |
| Gobierno | Europeo 5-7 años | 2,97% | 7,15% |
| Gobierno | Español 1-3 años | 1,07% | 3,37% |
| Gobierno | Español 3-5 años | 2,12% | 5,26% |
| Gobierno | Español 5-7 años | 2,92% | 6,91% |
| Gobierno | Americano 3-5 años | 2,10% | 4,28% |
| Corporativo | ML Europeo 1-3 años | 1,21% | 4,86% |
| Corporativo | ML Europeo 3-5 años | 2,41% | 7,37% |
| Corporativo | ML Europeo | 2,76% | 8,02% |
| Corporativo | Americano 3-5 años | 2,84% | 7,29% |
| Corporativo | High Yield Europeo | 2,85% | 12,78% |
| - | Emergentes | 4,20% | 9,09% |

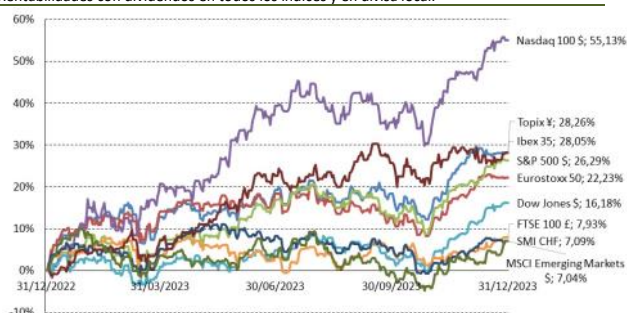
En esta situación, vemos un elevado retorno en todos los índices que es mayor cuanto mayor es el riesgo asumido, tanto en términos de duración como de emisor.

La deuda pública española y europea registra rentabilidades similares en el mes y en el año, mayores a medida que aumenta el vencimiento, obteniendo en el acumulado rentabilidades cercanas al 7% en los plazos más largos. En el lado corporativo, también signo positivo en todos los plazos en el mes y año, con un 7,37% en el plazo más largo. Los segmentos de más riesgo, como el emergente o el high yield con subidas del 4,2% y 2,85% respectivamente en el mes, situándose en el año como los activos más rentables, con un diferencial superior para el high yield, que acaba 2023 en el 12,78%. Por último, los índices americanos recuperan en diciembre aunque han sido los más discretos en el año, con un 4,28% en gobiernos y del 7,29% en corporativo.

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

| Mercado | Índice | Rent. Diciembre | Rent. 2023 |
|-------------|--------------------------|-----------------|------------|
| España | Ibex 35 | 0,74% | 28,05% |
| Europa | Eurostoxx 50 | 3,21% | 22,23% |
| EE.UU. | S&P 500 | 4,54% | 26,29% |
| EE.UU. | Nasdaq 100 | 5,56% | 55,13% |
| EE.UU. | Dow Jones | 4,93% | 16,18% |
| Reino Unido | FTSE 100 | 3,85% | 7,93% |
| Suiza | SMI | 2,61% | 7,09% |
| Japón | Topix | -0,23% | 28,26% |
| Emergentes | MSCI Emerging Markets \$ | 3,71% | 7,04% |

*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.



Diciembre ha venido a poner la guinda a un buen año para los mercados de renta variable, ya no solo por el sector tecnológico que tradicionalmente es uno de los mejores sectores en cuanto a retorno, sino también por el sector bancario europeo que, después de casi una década de decadencia, ha vuelto a vivir un gran año de rentabilidad y ha impulsado a los principales índices bursátiles europeos.

En este entorno, y con vientos de cola muy favorables, todos los índices cierran el mes en positivo, excepción del Topix que se deja un 0,23%. El tecnológico Nasdaq vuelve a ser un mes más el más rentable, con un 5,56%, manteniendo el resto de índices subidas del 3-4% y, algo más retrasado, el Ibex 35 prácticamente plano después de que el sectorial bancario se haya tomado un pequeño descanso tras las alzas en el año.

En el acumulado del año, vemos a todos los índices en positivo y con retornos de dos dígitos con excepción de el FTSE, SMI o el emergente por la exposición a sectores de materias primas o a China. Al margen del ya destacado Nasdaq, que se revaloriza un 55%, vemos al Topix e Ibex con subidas del 28%, al S&P 500 del 26% o al Eurostoxx 50 del 22%.

Aunque el final de año suele ser estacionalmente alcista, el rally visto en noviembre y diciembre ha sido importante, después de que en octubre la situación geopolítica no invitara a tal optimismo. La volatilidad está en niveles históricamente bajos y el índice VIX se mantiene por debajo de los 13 puntos. Solo el oro, por encima de los 2000\$/onza, genera cierta incertidumbre en las expectativas. Parece que, si la inflación acaba por acercarse al 2%, los bancos centrales acabarán recortando tipos de interés aunque, mientras la economía sigan fuerte, no parece que vayan a tener mucha prisa. Los mercados quizá han descontado una caída más temprana de lo previsto, de ahí el rally, aunque esta situación debería revertir en la primera parte de 2024. La estacionalidad es positiva ante un año electoral en USA y en Europa, aunque la situación geopolítica es lo suficientemente compleja para que se pueda dar algún susto en el año.

3. MERCADOS DE DIVISAS

Las expectativas de tipos de interés han marcando los cruces de divisas durante todo el ejercicio, aunque las variaciones se han mantenido en bandas estrechas ya que las dificultades a las que se enfrentaban los países eran muy similares, siendo el único verso suelto el BoJ, que tras varias décadas de deflación, ha “disfrutado” de unas tasas que han llegado a alcanzar el 4% en su pico máximo sin moderar la política monetaria expansiva acordada tras la pandemia.



| Div / Eur | Rent. Diciembre | Rent. 2023 |
|--------------|-----------------|------------|
| DÓLAR | -1,36% | -3,02% |
| LIBRA | -0,51% | 2,12% |
| YEN | 3,67% | -9,81% |
| FRANCO SUIZO | 2,60% | 6,59% |
| YUAN | -1,01% | -6,18% |

Con ello, el dólar, el yuan y la libra se deprecian frente al euro en el mes, un 1,36%, 1,01% y 0,51% respectivamente, mientras que otras divisas como el franco suizo o el yen registran revalorizaciones en torno al 3% frente al euro.

En el acumulado del año, vemos que el yen se deprecia un 10%, al yuan en niveles próximos al 6% o al dólar prácticamente un 3%. En el lado contrario, las divisas europeas se aprecian frente al euro, un 2% la libra y por encima del 6% el franco suizo.

Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

| | | Defensivo | Moderado | Agresivo |
|-----------------------|--------------------------------|-----------|----------|----------|
| Tesorería | Liquidez | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Renta fija | Gobierno Europeo 3-5Y | 14,0% | 12,0% | 8,0% |
| | Gobierno Español 3-5Y | 35,0% | 20,0% | 10,0% |
| | Gobierno Americano 3-5Y | 5,0% | 5,0% | 7,0% |
| | Corp. Euro 3-5Y | 20,0% | 18,0% | 15,0% |
| | Corp. Americano 3-5Y | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| | High Yield Europeo | 3,0% | 5,0% | 5,0% |
| | Emergentes | 3,0% | 5,0% | 5,0% |
| Renta variable | España | 1,5% | 5,0% | 5,0% |
| | Zona Euro | 4,0% | 10,0% | 10,0% |
| | América | 3,0% | 7,0% | 12,5% |
| | Japón | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| | Emergentes | 1,5% | 3,0% | 7,5% |

| Índice | Rentabilidad | | | Volatilidad Interanual |
|------------------|-----------------------|-----------|--------|------------------------|
| | Histórica anualizada* | Diciembre | 2023 | |
| Defensivo | 1,54% | 2,24% | 7,30% | 3,34% |
| Moderado | 2,82% | 2,34% | 9,99% | 3,60% |
| Agresivo | 4,25% | 2,45% | 11,49% | 4,19% |

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Continuidad alcista en diciembre para todos los activos, independientemente de su composición, que permiten cerrar un ejercicio de recuperación de las caídas nominales del 2022 en los dos perfiles con mayor exposición a renta variable y quedándose el defensivo próximo a conseguirlo.

En este escenario, los tres perfiles se mueven en el mes en un rango de 21 pb, entre el 2,24% y el 2,45%.

En el acumulado del año, tono muy positivo en los tres perfiles, con un perfil agresivo apreciándose un 11,49%, el moderado un 9,99% y el defensivo un 7,30%, favorecidos por el fuerte tirón en el año que acumulan los activos de riesgo tanto de renta fija como de variable.

La volatilidad se ha reducido significativamente a pesar de estar sometido a varios conflictos bélicos y disputas comerciales entre China y Estados Unidos, situándose en la horquilla del 3,34% para el perfil defensivo y el 4,19 para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, debido a varios años con tipos negativos en la renta fija. Entre el 1,54% y 4,25% en función del riesgo asumido, retribuyendo a este en torno al 2,7% anual. Estas rentabilidades se ven minoradas por los elevados niveles de inflación, situándose incluso en negativo para los perfiles con mayor exposición a renta fija.

*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa cubierta y unos gastos por comisión del 0,3%.



| MADRID | BILBAO | BARCELONA |
|--|------------------------------------|------------------------------------|
| Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta | Lutxana, 6—4º dcha. D | Av. Diagonal, 361—1ª. 1ªA |
| 28003 Madrid | 48008 Bilbao | 08037 Barcelona |
| Tel.: 91 451 67 00 | Tel.: 94 415 90 68 | Tel.: 93 272 06 17 |
| cpps.mad@consultoradepensiones.com | cpps.bio@consultoradepensiones.com | cpps.bcn@consultoradepensiones.com |

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.