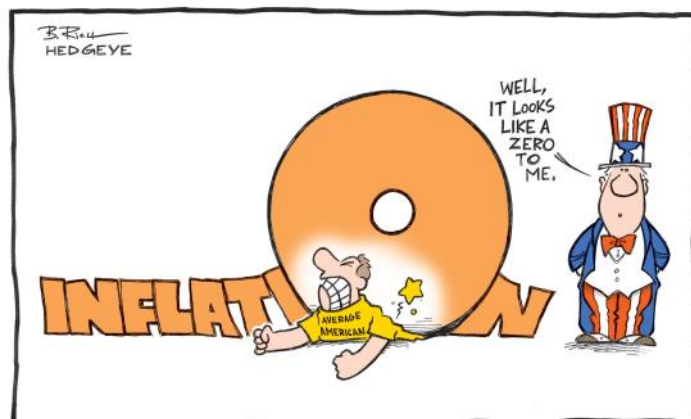
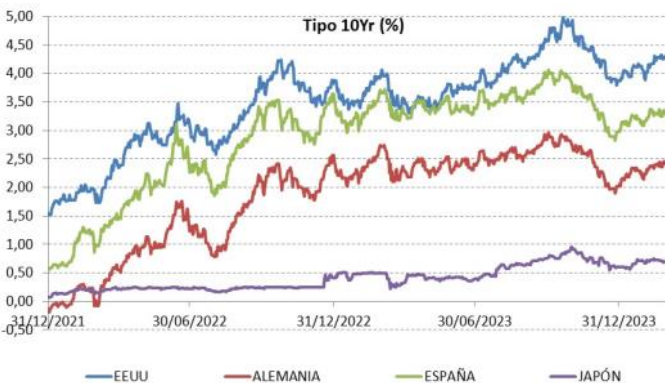


## Presentación

Este mes nos ha dejado cierto ajuste del mercado tras el fuerte impulso de los meses finales de 2023, en los que quizá los inversores pecaron de un gran optimismo y en el que, una vez despejado el polvo levantado por la fuerte subida, toca reajustar las expectativas. En el presente informe tratamos de recoger esa actualización de perspectivas y su impacto sobre los activos.

Además, este mes ponemos el foco en Japón, un mercado que cada vez centra más la atención de los inversores y que recientemente ha superado los máximos de los años 90.

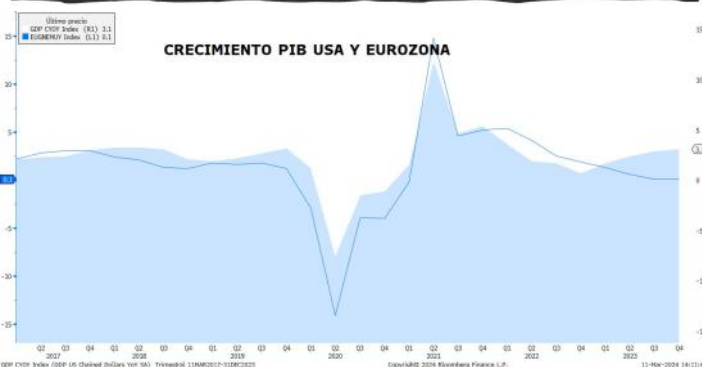
## Evolución de mercado



La reunión del 1 de noviembre del pasado año de la FED, en la que Powell anunció el fin de las subidas de tipos de interés, provocó una estampida de inversores hacia los activos de riesgo. Los analistas llegaron a descontar hasta 6 bajadas de tipos de 25 pb en 2024 por parte de los bancos centrales, llevando a la renta fija de media y larga duración a retornos de prácticamente doble dígito y, a empresas tecnológicas ligadas a la inteligencia artificial (conocidas como las 7 magníficas), dispararse en bolsa y tirar al alza de los principales índices americanos.

Con el tiempo se ha ido madurando la situación. La economía americana sigue fuerte y, en año electoral, la estadística confirma que este tipo de años son positivos en los mercados. ¿Desequilibrios? Muchos, siendo el principal el elevado nivel de endeudamiento sobre PIB, que con los tipos de interés en máximos de los últimos años, implica un fuerte gasto en el servicio de la deuda.

En Europa la situación es similar, tras el fuerte incremento de la deuda derivado de los estímulos durante la pandemia. Los altos tipos de interés oprimen a los países más endeudados y, aunque la inflación ha ayudado a que los déficits no se hayan disparado tanto como cabría esperar, el menor crecimiento económico ha debilitado su posición frente al resto del mundo.



La inflación, aunque ha reducido su crecimiento a niveles próximos al 3%, la denominada "última milla" podría tardar en llegar, ya que los conflictos bélicos en países productores, Oriente Próximo y Rusia, podrían afectar al precio de la energía en el corto plazo.

El crecimiento económico en Estados Unidos, sigue muy fuerte, por encima del 3%, alentado por el desarrollo tecnológico que impulsa a sus empresas y por el impacto en la demanda generado por Europa tras el veto a las importaciones de productos que venían de Rusia. Las subidas bursátiles generan un efecto riqueza en el consumidor, ya que ven crecer con fuerza sus ahorros y ello permite que, a

pesar de que el coste de financiación de los préstamos al consumo se haya disparado, su propensión al consumo siga muy alta. Esta cuestión es un arma de doble filo, ya que muchas familias están asumiendo niveles de endeudamiento difíciles de mantener en caso de turbulencias y, al igual que los gobiernos, el ajuste será cada vez más difícil con los altos tipos de interés.

La Eurozona, sin embargo, vive en un permanente clima de crecimiento raquítico, cuando no de recesión. A la falta de empresas tecnológicas disruptivas que puedan aprovechar el desarrollo de la inteligencia artificial o el blockchain, se ha unido los problemas derivados de la guerra de Ucrania. Incremento de costes junto a una menor demanda de bienes y servicios debido a la inflación, nos ha llevado a crecimientos de PIB por debajo del 1%. ¿Será este el nuevo estatus de la economía europea, o será capaz de revertir el su situación? El tiempo dirá.

## 1. JAPÓN, EL “OJITO DERECHO” DE LOS GRANDES INVERSORES.



Este mes de febrero, el mercado japonés consiguió batir sus anteriores máximos, que databan del 4 de enero de 1990. Aunque descontando dividendos, se había superado con anterioridad, este dato refleja el fin de una era en los mercados de renta variable y de una de las consideradas mayores burbujas de activos de los tiempos modernos.

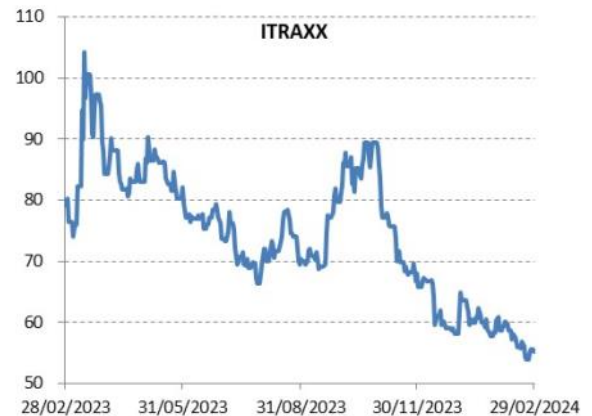
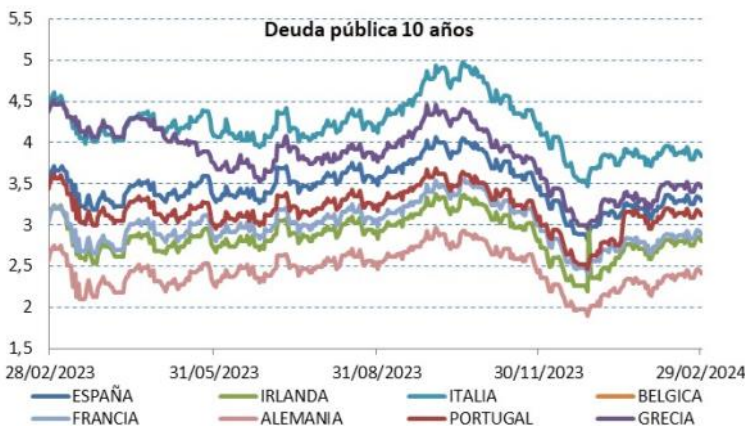
Desde que hace un par de años, el prestigioso inversor Warren Buffett tomara posiciones en la región, los inversores han vuelto a mirar con interés hacia

una región, tercera economía del mundo, que tiene grandes empresas en prácticamente todos los sectores (Toyota, Sony, Mitsubishi,...) y con una exposición a tecnología del índice por encima del 50%. Además, la tradicional cultura empresarial japonesa, basada en extensas relaciones laborales y buscar el beneficio en el largo plazo, hacen especialmente atractiva esta región para los denominados inversores “value”. La política monetaria flexible de su banco central, las ha vuelto ha poner en el mapa y, veremos si han sido una “moda” o han venido para quedarse.

## 2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Mes complicado para la renta fija, que como decíamos antes, había pecado de optimista en la visión de reducción de tipos de interés en los últimos meses de 2023 y, los datos macroeconómicos siguen mostrando que el crecimiento económico es lo suficientemente fuerte como para no confiarse en el control de la inflación e iniciar la bajada de tipos. El bono español repunta 20 pb en febrero hasta el 3,29%, mientras que el alemán cierra en el 2,41%, 24 pb arriba, lo que permite que la prima de riesgo se siga reduciendo y acabe el mes por debajo de los 90 pb.

Por el lado corporativo, vemos cierto arrastre de la bonanza de la renta variable sobre los spread de crédito, que vuelven a marcar mínimos del último año, aunque no compensan el repunte del subyacente de gobiernos. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas reduce 5 pb hasta los 55 pb.



Mercado	Índice	Rent. Febrero	Rent. 2024
Gobierno	Deposito 1 día	0,32%	0,65%
Gobierno	Deposito 1 año	0,11%	0,36%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,54%	-0,50%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-1,18%	-1,33%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-1,38%	-1,65%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,52%	-0,38%
Gobierno	Español 3-5 años	-1,01%	-1,09%
Gobierno	Español 5-7 años	-1,16%	-1,40%
Gobierno	Americano 3-5 años	-1,07%	-0,85%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,30%	-0,03%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-0,92%	-0,75%
Corporativo	ML Europeo	-0,89%	-0,80%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,89%	-0,70%
Corporativo	High Yield Europeo	0,37%	1,39%
-	Emergentes	0,38%	-0,19%

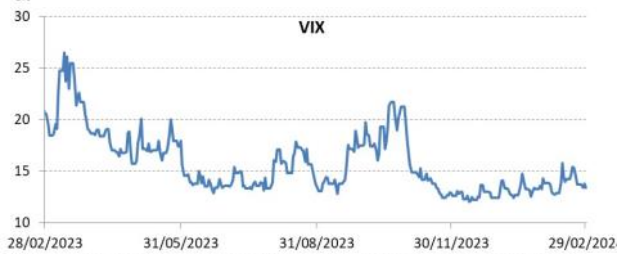
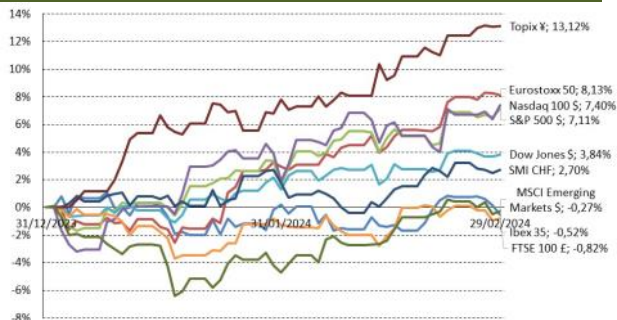
En esta situación, vemos a los índices de medio y largo plazo con signo negativo y solo repunta el corto plazo y las emisiones de mayor riesgo.

La deuda pública española registra rentabilidades mejores que la europea en todos los plazos en el mes y en el año, observándose mayores retrocesos en los plazos más largos. En el lado corporativo, todos los tramos en negativo en el mes y que arrastran al acumulado del año también a terreno negativo, aunque de momento por encima del -1%. En los segmentos de más riesgo como el high yield y el emergente, repuntes cercanos al 0,4% en ambos y, aunque el año el emergente sigue en negativo, el high yield ya alcanza revalorizaciones del 1,39%. Por último, los índices americanos registran movimientos similares a los europeos en el mes, aunque en estos dos meses, la rentabilidad acumulada es menos negativa que en los europeos.

## 3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Febrero	Rent. 2024
España	Ibex 35	-0,74%	-0,52%
Europa	Eurostoxx 50	5,04%	8,13%
EE.UU.	S&P 500	5,34%	7,11%
EE.UU.	Nasdaq 100	5,41%	7,40%
EE.UU.	Dow Jones	2,50%	3,84%
Reino Unido	FTSE 100	0,45%	-0,82%
Suiza	SMI	0,93%	2,70%
Japón	Topix	4,93%	13,12%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	4,63%	-0,27%

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



La tendencia registrada en 2023 sigue patente al menos durante estos dos meses de 2024 y mercados como el japonés que anteriormente destacábamos como la tecnología ligada a la IA siguen destacando positivamente en el mercado. En el lado contrario, las materias primas siguen en horas bajas y afectan en mayor medida al FTSE 100 y a los mercados emergentes, sector que pondera mucho en los índices y uniéndose a estos últimos el mal comportamiento de la bolsa china, que sigue sin levantar cabeza a pesar de apreciarse cierto rebote en febrero.

Esto permite que el tecnológico Nasdaq 100 vuelva a ser el mejor índice en el mes, con un 5,41%, arrastrando al S&P 500 con una rentabilidad similar. También en entornos del 5% se mueve el Eurostoxx, el japonés Topix o el emergente. En terreno negativo, únicamente el Ibex 35, con un -0,74%.

En el acumulado anual, ya vemos al japonés Topix con rentabilidades de doble dígito, del 13,12%, mientras que el Eurostoxx se revaloriza un 8,13% por el aporte de Alemania o los americanos Nasdaq y S&P 500 se sitúan por encima del 7%. En negativo solo dos, el emergente y el Ibex 35, que consolida en buen resultado obtenido en 2023.

Seguimos disfrutando de una gran complacencia en el mercado a pesar de las incertidumbres que venimos comentando en los últimos meses, como los conflictos bélicos o el control de la inflación. La volatilidad sigue en niveles históricamente bajos y el índice VIX se mantiene por debajo de los 15 puntos. Solo el oro, activo refugio por excelencia, genera algo de incertidumbre, al situarse cerca de máximos históricos. La estadística apunta que los años electorales son alcistas, y este año tenemos elecciones presidenciales en USA y al parlamento europeo. Los gobiernos intentan revalidar sus cargos y ello implica un mayor estímulo económico. La cuestión es qué parte está ya descontada por el mercado, que lleva varios meses muy alcista, y que parte de "Fomo" miedo a quedarse fuera de las subidas, hemos visto ya. La renta fija ya ha empezado a corregir parte del rally de 2023 y la renta variable en algún momento hará lo propio, ya que los mercados no acostumbran a subir en línea recta.

## 4. MERCADOS DE DIVISAS

Las expectativas de tipos de interés siguen marcando los cruces de divisas y parece que el mercado descuenta que el primero en mover ficha puede ser el BCE, especialmente por la debilidad de la economía europea en relación con la americana y con un BoJ que parece controlar la inflación a pesar de no haber subido tipos en los últimos años.



Div / Eur	Rent. Febrero	Rent. 2024
DÓLAR	0,12%	2,16%
LIBRA	-0,38%	1,28%
YEN	-1,91%	-3,95%
FRANCO SUIZO	-2,52%	-2,82%
YUAN	0,06%	0,99%

Con ello, el franco suizo y el yen se deprecian frente al euro un 2,52% y un 1,91% en febrero, corrigiendo en el caso del yen parte de las ganancias que comentábamos anteriormente de la renta variable.

En el acumulado del año, misma tónica, con el yen depreciándose un 4% y el franco suizo casi un 3%. En el lado opuesto, aunque con movimientos inferiores, el dólar se aprecia por encima del 2% y la libra y el yuan en torno al 1% respectivamente.

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

Índice	Rentabilidad			Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Febrero	2024	
<b>Defensivo</b>	1,50%	-0,35%	-0,15%	3,07%
<b>Moderado</b>	2,87%	0,44%	0,96%	3,26%
<b>Agresivo</b>	4,40%	1,29%	2,20%	3,93%

\*Desde el 31 de diciembre de 2013

Las alzas continúan en el mercado aunque en febrero la renta fija no ha contribuido positivamente, restando rentabilidad a los perfiles con menor exposición a riesgo.

Con ello, vemos al perfil defensivo restar un 0,35% en el mes, mientras que los perfiles moderado y agresivo si se sitúan en positivo, con un 0,44% y 1,29% respectivamente.

Esto ha provocado que en 2024, el perfil defensivo acumule rentabilidad negativa, mientras que vemos a los más expuestos a renta variable como registran rentabilidades atractivas, del 0,96% en el moderado y del 2,20% para el agresivo.

La volatilidad, en este entorno de complacencia, sigue reduciéndose y a pesar de las incertidumbres que hemos repasado, se sitúa en la horquilla del 3,07% para el perfil defensivo y el 3,93% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles sigue siendo baja, debido a varios años con tipos negativos en la renta fija. Entre el 1,50% y 4,40% en función del riesgo asumido, retribuyendo a este en torno al 2,9% anual. Estas rentabilidades se ven minoradas por los elevados niveles de inflación de los últimos años, con un IPC que acumula un 1,8% en los últimos 10 años y hace que el perfil defensivo no llegue a batirlo en ese periodo.

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



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