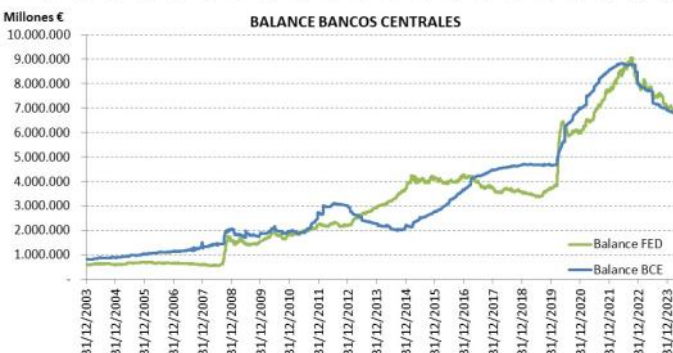
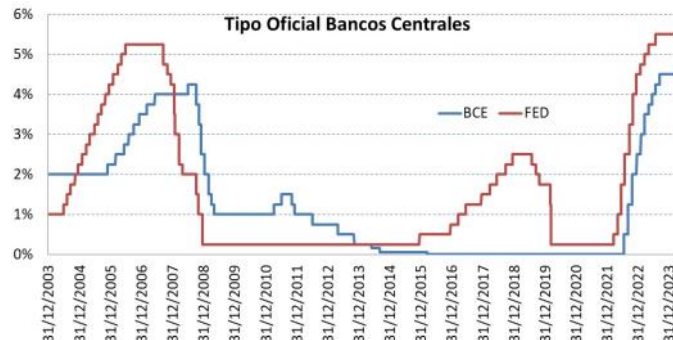


Presentación

Este mes hacemos balance del primer trimestre, donde se observa que las previsiones de analistas sobre la economía americana vuelven a fallar y las previsiones de bajada de tipos que había hace apenas 5 meses se han quedado prácticamente en nada. La Eurozona, en cambio, si muestra signos importantes de debilidad y podría adelantar las ansiadas bajadas de tipos. La renta variable hace oídos sordos a toda esta situación y sigue con las subidas generalizadas.

Además, este mes ponemos el foco en el oro, activo refugio por excelencia y que tras muchos años fuera de los focos, vuelve a llamar la atención tras sus nuevos máximos históricos.

Evolución de mercado

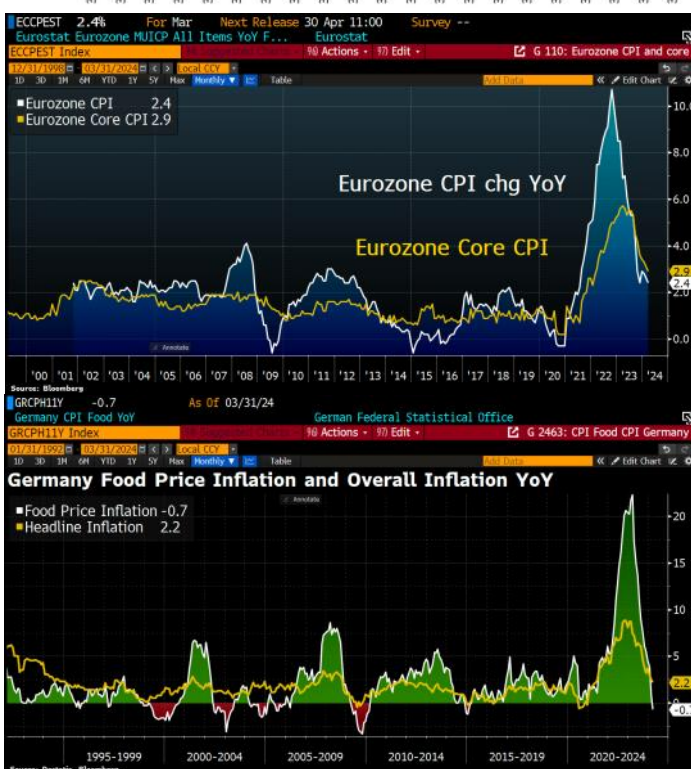


Con el despertar de la inflación tras la pandemia, los bancos centrales de la práctica totalidad de las economías del mundo iniciaron una fase política monetaria restrictiva después de más de 10 años de gran flexibilidad (con excepción de USA en 2017 y 2018). Los analistas descontaban que este movimiento iba a traernos una recesión en 2023 que al final no fue tal y, allá por el mes de noviembre, los analistas apuntaron tras las palabras de la FED que la inflación ya estaba controlada y que la rebaja de tipos llegaría en 2024.

Con el paso de los meses, se empieza a observar una disociación, cada vez mayor, entre Estados Unidos y la Eurozona. La primera, sigue con un crecimiento fuerte, desempleo en niveles bajos y con una inflación que, aunque llegó rápido al nivel del 3%, donde lleva varios meses en torno a esa cifra con algunos repuntes, especialmente en la subyacente, que preocupa a la FED. Eso ha provocado que, las expectativas de 6/7 bajadas para 2024 de noviembre disminuyeran a 3 bajadas en febrero y que, en las últimas semanas, tras la continuidad de la fortaleza macro y el repunte del precio del petróleo, la probabilidad de que no haya ningún recorte en el ejercicio está aumentando significativamente. Lo que si se viene reduciendo es el tamaño del balance del banco central, que aumento mucho con los denominados Quantitative Easing o expansión cuantitativa, aunque más lentamente de lo esperado dados los problemas de la banca regional americana.

En la Eurozona, en cambio, la economía está mucho más "tocada" y la inflación, aunque lentamente, sigue bajando mes a mes en la subyacente. El causante principal es la locomotora alemana, con la inflación en el 2% y con el componente de alimentos en deflación, aunque el resto de regiones no andan mucho mejor. Ello lleva a pensar en que aquí si, el BCE, debería realizar algún recorte más pronto que tarde, con el permiso de los conflictos bélicos en Oriente Medio y sus efectos en el precio de la energía.

Como hemos comentado en anteriores informes, el crecimiento de Europa esta "atrapado" entre falta de materias primas limitadas por las restricciones a Rusia y que por el momento está suministrando USA, y la falta de exportaciones, que a las limitaciones comerciales se le suman los mayores costes. Con una demanda interna que tampoco anda excesivamente fuerte, la bajada de tipos se hace necesaria, con el fin de aumentar la renta disponible de familias y gobiernos, ya que el servicio de la deuda empieza a ser una parte importante de los presupuestos.



1. EL ORO VUELVE A BRILLAR.



Históricamente el oro ha sido el activo refugio por excelencia, aunque en los últimos años había corrientes de analistas que empezaban a considerar que su valor estaba perdiendo peso en los mercados internacionales.

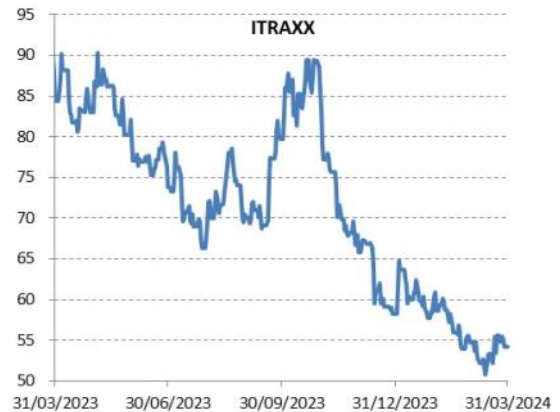
Aunque en algunas economías europeas este efecto puede haberse dado, disminuyendo sus reservas en un 15% en la Zona Euro en los últimos 20 años, economías como la rusa, china o turca las han aumentado un 400% en el mismo periodo, mientras que Estados Unidos, Alemania o Italia se han mantenido en niveles similares.

En esta situación, tras una pandemia, elevación de la inflación y las crecientes tensiones geopolíticas han llevado al oro a rebotar fuertemente desde 2019, marcar nuevos máximos históricos y recobrar su labor de activo refugio, de la que muchos activos han querido destronarlo pero que hasta el momento ninguno lo ha conseguido.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Como se ha comentado, la renta fija se mueve en base a dato de inflación o crecimiento que pueda influir sobre las decisiones de tipos de interés de los bancos centrales, y este mes ha tenido un buen comportamiento en los primeros días de marzo, aunque se ha ido diluyendo con el paso de los días. El bono español recorta 13 pb en marzo hasta el 3,16%, mientras que el alemán cierra en el 2,30%, 11 pb abajo, lo que permite que la prima de riesgo se siga reduciendo, 2 pb y acabe el mes en los 86 pb.

Por el lado corporativo, también se observa signo de ida y vuelta en el índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, que llegó a reducirse hasta los 50 pb para posteriormente recuperar y cerrar en el mismo nivel en el que iniciaba el mes, en los 54 pb.



Mercado	Índice	Rent. Marzo	Rent. 2024
Gobierno	Deposito 1 día	0,34%	0,99%
Gobierno	Deposito 1 año	0,39%	0,75%
Gobierno	Europeo 1-3 años	0,37%	-0,13%
Gobierno	Europeo 3-5 años	0,64%	-0,70%
Gobierno	Europeo 5-7 años	0,90%	-0,76%
Gobierno	Español 1-3 años	0,38%	0,00%
Gobierno	Español 3-5 años	0,70%	-0,40%
Gobierno	Español 5-7 años	1,01%	-0,40%
Gobierno	Americano 3-5 años	0,49%	-0,36%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,59%	0,56%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	1,04%	0,28%
Corporativo	ML Europeo	1,21%	0,40%
Corporativo	Americano 3-5 años	0,96%	0,26%
Corporativo	High Yield Europeo	0,41%	1,81%
-	Emergentes	1,72%	1,53%

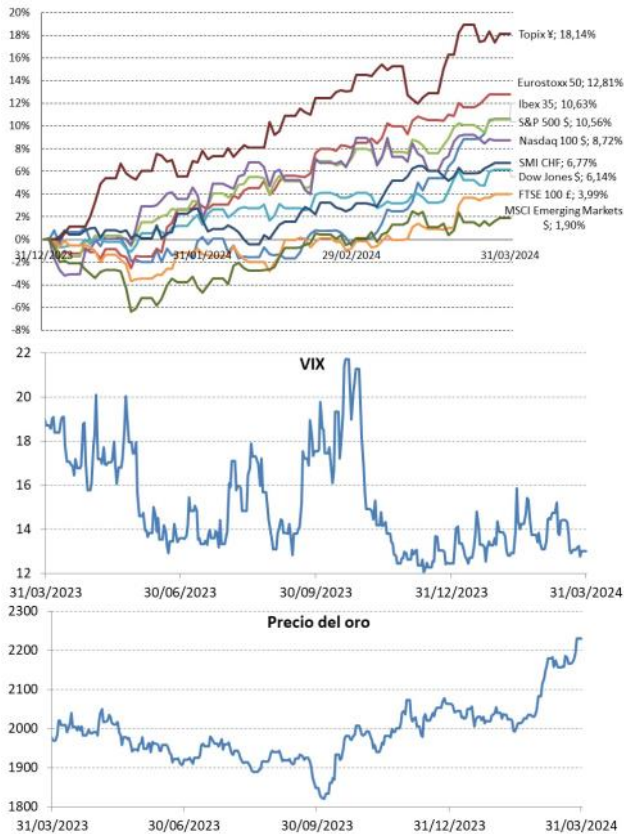
En esta situación, vemos a todos los índices en positivo en el mes, aunque en el trimestre se observan dudas como comentábamos, con gobiernos a medio y largo plazo en negativo.

La deuda pública española registra rentabilidades mejores que la europea en todos los plazos en el mes y en el año, observándose un diferencial mayor en los plazos más largos. En el lado corporativo, retornos positivos en el mes y que devuelven al acumulado del año al terreno positivo, aunque de momento con rentabilidades inferiores al 1%. El apetito por el riesgo continua y el high yield repunta un 0,41% en el mes, que le mantiene como el activo más rentable de 2024, con un 1,81%. El emergente se sitúa como el mejor del mes, con un 1,72% y vuelve a positivo en el año. Por último, los índices americanos registran movimientos similares a los europeos en el mes y en el trimestre, gobiernos se mantiene ligeramente en negativo mientras que el corporativo vuelve a positivo.

3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Marzo	Rent. 2024
España	Ibex 35	11,21%	10,63%
Europa	Eurostoxx 50	4,33%	12,81%
EE.UU.	S&P 500	3,22%	10,56%
EE.UU.	Nasdaq 100	1,23%	8,72%
EE.UU.	Dow Jones	2,21%	6,14%
Reino Unido	FTSE 100	4,85%	3,99%
Suiza	SMI	3,96%	6,77%
Japón	Topix	4,44%	18,14%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	2,18%	1,90%

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



Los mercados de renta variable siguen haciendo oídos sordos a las noticias macroeconómicas e independientemente de subidas o bajadas de tipos, o situaciones bélicas que tiendan a ir aumentando, al menos en la dialéctica. Donde si ha habido diferencias es en los distintos sectoriales, con banca y energía muy fuertes, pero con sectores más endeudados, como el de energías renovables, muy deteriorados.

Esto permite que el español Ibex 35, índice muy bancarizado, repuntar por encima del 11% y ser con diferencia el índice más rentable de marzo. La bolsa europea, euro y no euro, así como la japonesa, también registran rentabilidades muy interesantes, por encima del 4% y un escalón por debajo, aunque también con rentabilidades positivas, la bolsa americana que ronda el 2%.

En el trimestre, la bolsa japonesa Topix ya supera el 18% y es el índice más rentable. En el doble dígito, tenemos al Eurostoxx, Ibex y S&P 500. A pesar de que ninguno de los índices analizados se sitúa en negativo en el año, el emergente es el más rezagado, con una rentabilidad ligeramente inferior al 2%, ya que el comportamiento de la bolsa china, aunque ha mejorado, sigue penalizando al selectivo.

El mercado sigue disfrutando de una gran tranquilidad a pesar de las incertidumbres y la estadística apunta a que el mes de abril es uno de los más rentables en términos bursátiles y a que los años electorales suelen ser periodos alcistas. La volatilidad sigue en niveles bajos y el índice VIX se mantiene por debajo de los 15 puntos, nivel que se usa como limite de tranquilidad. Solo el oro genera algo de incertidumbre, al situarse en máximos históricos y con mucha entrada de inversores. Los recortes al mercado llegarán en algún momento, ya que habitualmente los mercados suelen recortar entre un 5/10% de media cada 12 meses. Los gobiernos se empeñan en dar buenas noticias para ser reelegidos pero las incertidumbres de fondo son importantes. Aunque las fuerzas alcistas van ganando, nos acercamos hacia los meses de mayo y verano, en los que el mercado suele hacer algún recorte. Veremos si se repite este año.

4. MERCADOS DE DIVISAS

Las expectativas de tipos de interés 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. El BoJ, a pesar de subir tipos por primera vez en más de 17 años, no es capaz de detener la debilidad de su moneda y en marzo se deja un 0,76% frente al euro.



Div / Eur	Rent. Marzo	Rent. 2024
DÓLAR	0,14%	2,31%
LIBRA	0,12%	1,40%
YEN	-0,76%	-4,68%
FRANCO SUIZO	-1,78%	-4,55%
YUAN	-0,05%	0,93%

Además del yen el franco suizo también se deprecia, un 1,78% frente al euro mientras que el resto de divisas registran fluctuaciones muy pequeñas, por debajo del 0,5% en el mes.

En el acumulado del año, misma tónica, con el yen y el franco suizo depreciándose un 4,5% respectivamente. 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
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*	Marzo	2024	
Defensivo	1,60%	1,14%	0,99%	2,84%
Moderado	3,03%	1,85%	2,83%	3,22%
Agresivo	4,59%	2,22%	4,47%	3,85%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Rentabilidades positivas en todos los activos de renta fija y variable, lo que se ha traducido en rentabilidad positiva para los tres perfiles, siendo esta superior a mayor exposición a riesgo.

Con ello, vemos al perfil agresivo con una rentabilidad del 2,22% en el mes, el moderado del 1,85% y el defensivo del 1,14%, rentabilidades en los tres casos muy significativas.

Esto lleva a un primer trimestre de rentabilidades excepcionalmente positivas para los perfiles con mayor exposición a renta variable, con el agresivo en el 4,47% y el moderado en el 2,83%. El perfil defensivo roza el 1%, aunque se ve penalizado por el desempeño de la renta fija por debajo de lo esperado.

La volatilidad, en este entorno de complacencia, sigue reduciéndose y a pesar de las incertidumbres que hemos repasado, se sitúa en la horquilla del 2,84% para el perfil defensivo y el 3,85% 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 1,60% y 4,59% en función del riesgo asumido, retribuyendo a este en torno al 3% 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%.



MADRID

Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta
28003 Madrid
Tel.: 91 451 67 00

cpps.mad@consultoradepensiones.com

BILBAO

Lutxana, 6—4º dcha. D
48008 Bilbao
Tel.: 94 415 90 68

cpps.bio@consultoradepensiones.com

BARCELONA

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.