



FONDOS IBERCAJA

**Cerramos un
magnífico 2023.
¿Qué podemos
esperar del 2024?**

Nº 43. ENERO 2024



EL BANCO
DEL
Vamos



Evolución de los activos financieros

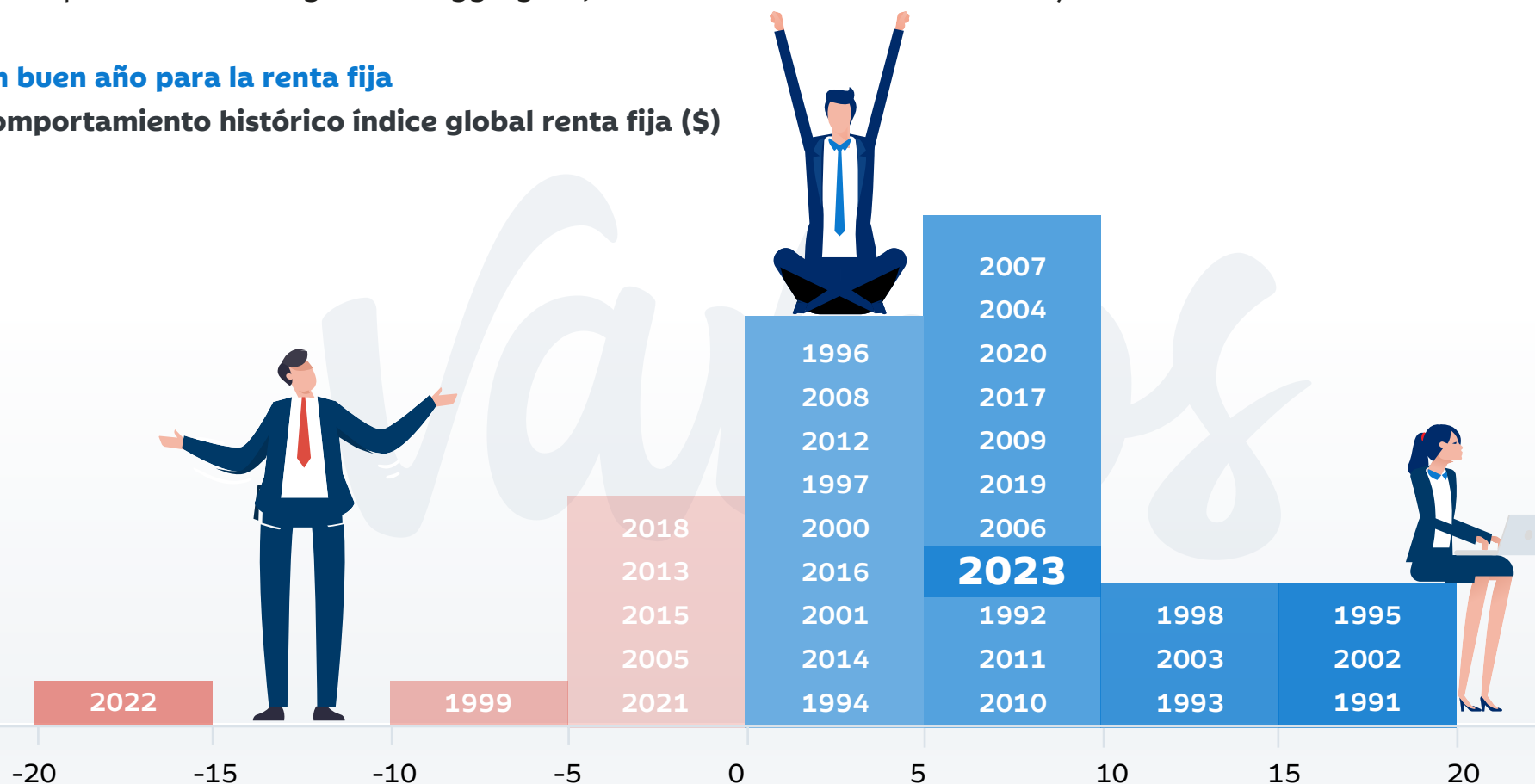
Se completó el rally

A pesar de los indicadores técnicos de sobrecompra y de que los datos macro no han sido mucho mejores de lo previsto, **diciembre ha completado el famoso rally de Navidad.** Estadísticamente, en los años de mercados alcistas hasta octubre, el buen resultado de noviembre y diciembre está casi garantizado; pero no dejan de sorprendernos estos movimientos que se producen más por flujos y patrones de comportamiento que por fundamentales. **Los mercados tanto bursátiles como de renta fija avanzan más de un 3% en el mes, completando el mejor trimestre del año** (para el índice Bloomberg Global Aggregate de bonos, es el mejor resultado trimestral desde 2002).

Con este último impulso, **2023 puede considerarse finalmente un muy buen año para la renta variable** (1er cuartil de comportamiento del S&P-500, teniendo en cuenta los últimos 100 años); **y bueno para la renta fija** (2º cuartil para el *Bloomberg Global Aggregate*, con datos de los últimos 33 años).

Un buen año para la renta fija

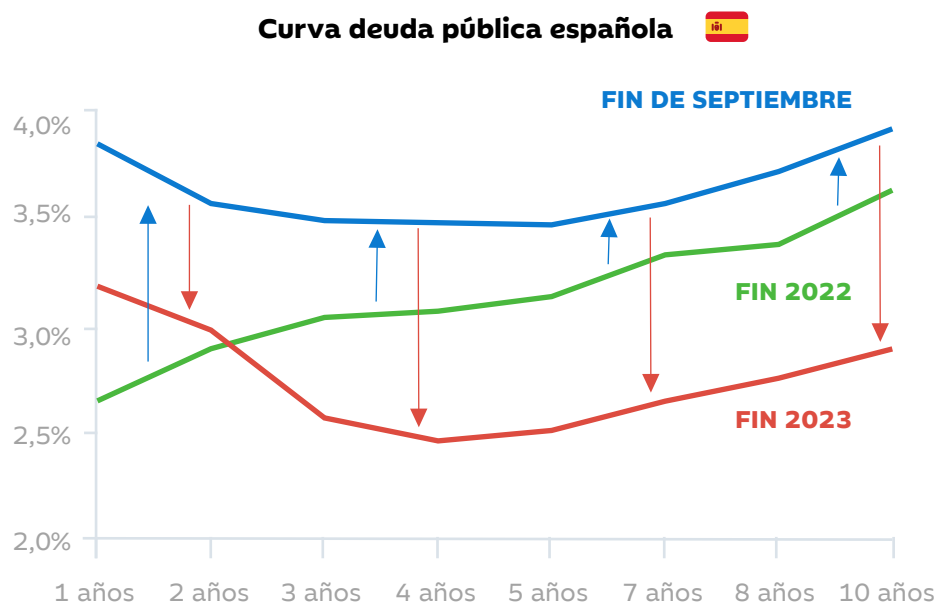
Comportamiento histórico índice global renta fija (\$)



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Renta fija, demasiado en el precio.

El año en renta fija tampoco ha sido un camino de rosas. De hecho, hasta septiembre, los índices de deuda pública estaban prácticamente planos; solo avanzaban con cierta claridad los de corto plazo y los de renta fija privada. El comportamiento desde entonces ha sido excelente, pero quizás demasiado. Nos ha dejado **menos recorrido para 2024** y mucho metido en precio en los plazos medios.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Evolución bono deuda pública 1 año

	dic 22	sep 23	dic 23 
 España	2,64%	3,86%	3,19%
 Italia	3,07%	3,97%	3,33%
 Alemania	2,56%	3,68%	3,15%

Evolución bono deuda pública 10 años

	dic 22	sep 23	dic 23 
 España	3,65%	3,93%	2,98%
 Italia	4,70%	4,78%	3,69%
 Alemania	2,57%	2,84%	2,02%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

Renta Variable, las alegrías van por barrios.

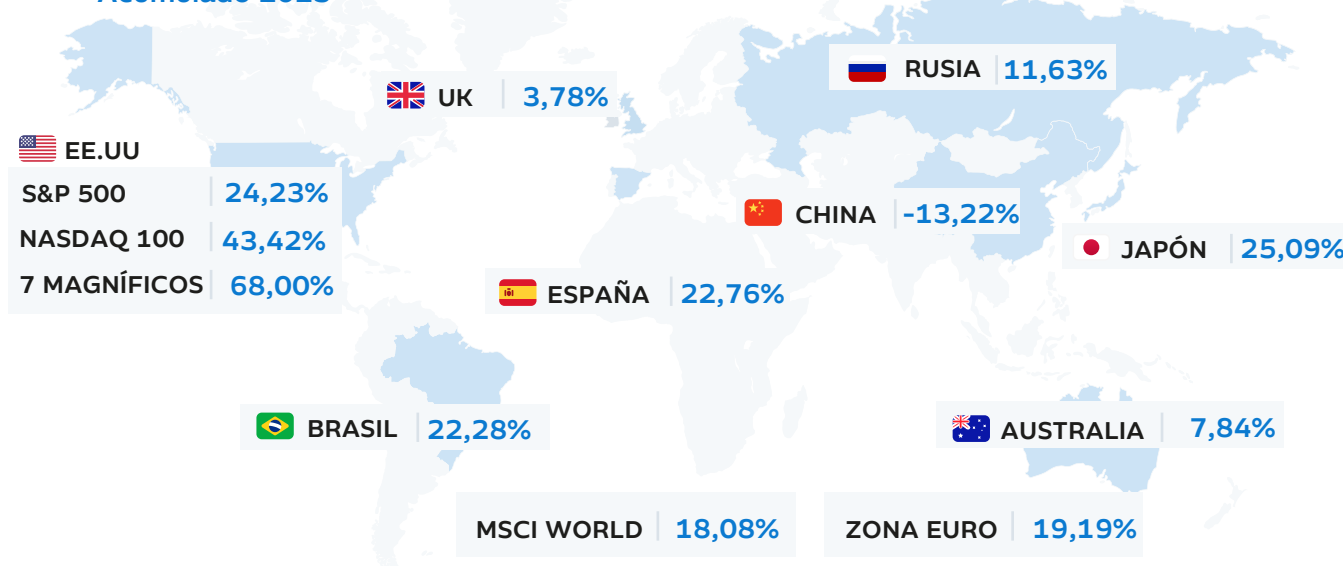
Diciembre no cambia la percepción con la que acabábamos noviembre. Los mercados de renta variable muestran resultados positivos en el año en casi todos los casos; pero con matices:

- ✓ Por áreas geográficas, **Japón** y **EE.UU** son los **ganadores**; Europa se ha quedado en medio, con Reino Unido como lastre. China es la gran perdedora; en diciembre, las noticias sobre nuevas regulaciones en el sector de videojuegos provoca nuevas caídas.

- ✓ Las ganancias se concentran en 3 sectores: **tecnología**, **servicios de comunicaciones** y **consumo discrecional**. El rally de fin de año permite a industriales sumarse a la fiesta, aunque a bastante distancia. Hasta 4 de los grandes sectores acaba en negativo (utilities, sanidad, consumo no cíclico y energía; el sector inmobiliario sale de los números rojos en diciembre).

Comportamiento de las principales Bolsas

Acumulado 2023



Sectores

Acumulado 2023

CON MEJOR DESEMPEÑO

Tecnología	47,66%
Comunicaciones	39,67%
Consumo discrecional	29,51%
Industriales	17,55%

CON PEOR DESEMPEÑO

Sanidad	-0,72%
Consumo no cíclico	-2,96%
Energía	-3,72%
Utilities	-5,46%

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

En nuestra gama de fondos.

Nuestros fondos aprovechan el comportamiento del mercado para acabar en la mayoría de casos en sus máximos anuales. Además, **los fondos de renta fija a corto plazo recuperan el 100% de las pérdidas de 2022; los de largo plazo y mixtos, recuperan algo más de la mitad; y en renta variable, como hemos dicho, la cosa oscila dependiendo de la temática inversora.** Los liquidativos de fondos como *Dividendo Global*, *Tecnológico*, *Bolsa Internacional* o *Bolsa España* se sitúan en máximos históricos.

Perspectivas económicas a tener en cuenta

Perspectivas 2024

Escenario 2024



Actividad

Esperamos un **2024 de menor crecimiento** que 2023, **aunque de mayor actividad de la que esperábamos** para este año hace **12 meses**. La debilidad de EE.UU en algún momento de los próximos trimestres presionan a la baja las cifras globales.



Inflación

El **descenso** en el ritmo de **inflación debería continuar**. Las cifras a final de año se espera que se sitúen todavía por encima de los objetivos de los bancos centrales



Bancos Centrales

Los datos de inflación permitirán a las autoridades monetarias **rebajar sus tipos de referencia**. El mensaje será mixto ya que, de momento, las planes de reducción del tamaño de sus balances siguen en marcha.



Beneficios Empresariales

En un escenario de menor crecimiento nominal y mayores gastos financieros, las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales de entorno a un 10% son demasiado optimistas. **Nuestro escenario** base es de **crecimiento cero**.

Principales riesgos



Demasiado metido en precio

Los mercados han anticipado un escenario de aterrizaje suave, acompañado ya de una reactivación de la economía en la segunda mitad del año, impulsada por las bajadas de tipos. **Hay muchos factores que pueden decepcionar.**



Tensiones geopolíticas

Con **dos guerras** en marcha, nos preocupa sobre todo la **complacencia** que reflejan los **mercados energéticos**. Más inflación de la prevista es el mayor riesgo para los mercados financieros en 2024, ya que provocaría mal comportamiento tanto de renta fija como de renta variable.

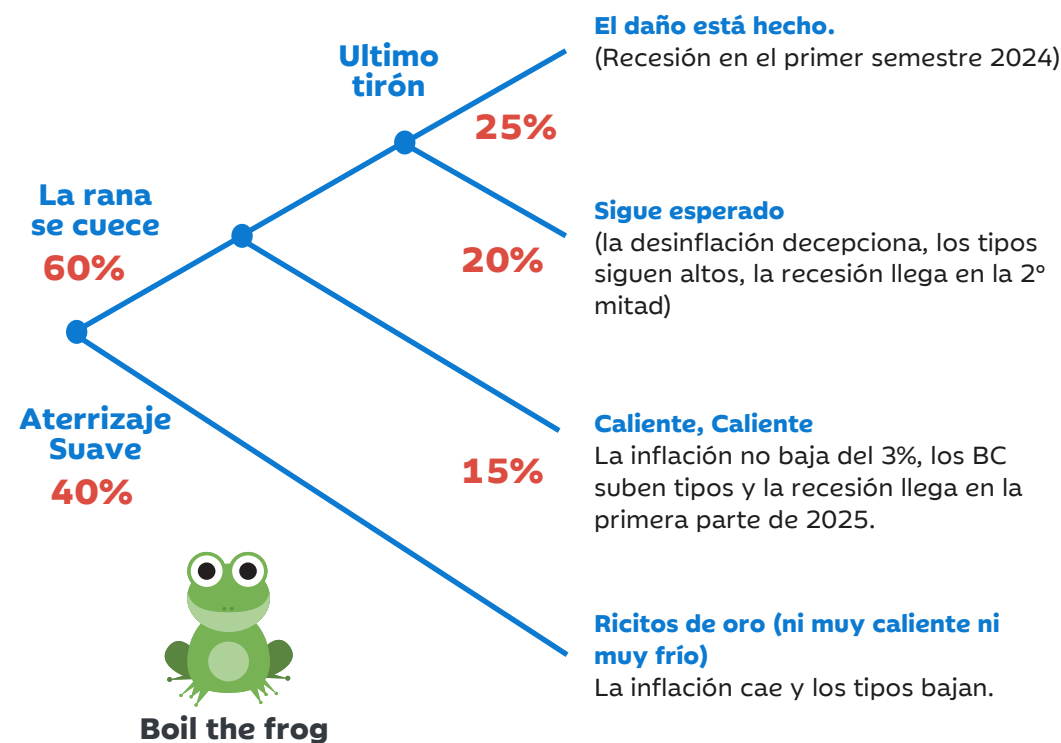
De cara al ejercicio 2024 tenemos que tener en cuenta:

1 Crecimiento económico, ¿se salvará la rana?

El departamento de análisis de *JP Morgan* da una probabilidad del 60% a que en 2024 se “acabará de cocer la rana”. Aplicando la famosa parábola, hasta ahora los agentes económicos nos hemos ido acostumbrando poco a poco a los mayores tipos de interés y, de repente, nos daremos cuenta de que están muy altos y que no podemos mantener nuestro nivel de actividad (sea de consumo, sea de inversión, sea de empleo, etc.) y llegará la recesión. Tampoco tiene que ser algo inminente; si hemos aguantado 2023 entero, bien podemos hacerlo un par de semestres más...

Por el otro lado, la casa de análisis otorga un **40% de probabilidad al escenario de aterrizaje suave**, el doble de lo que le asignaba hace 12 meses. Históricamente ha sido muy difícil conseguir un escenario de desinflación sin desaceleración fuerte de la actividad económica; por lo que este 40% es

muy significativo. La evolución de los **indicadores macro en 2023** han ido en el buen camino y es ahora más probable **evitar la temida recesión**.



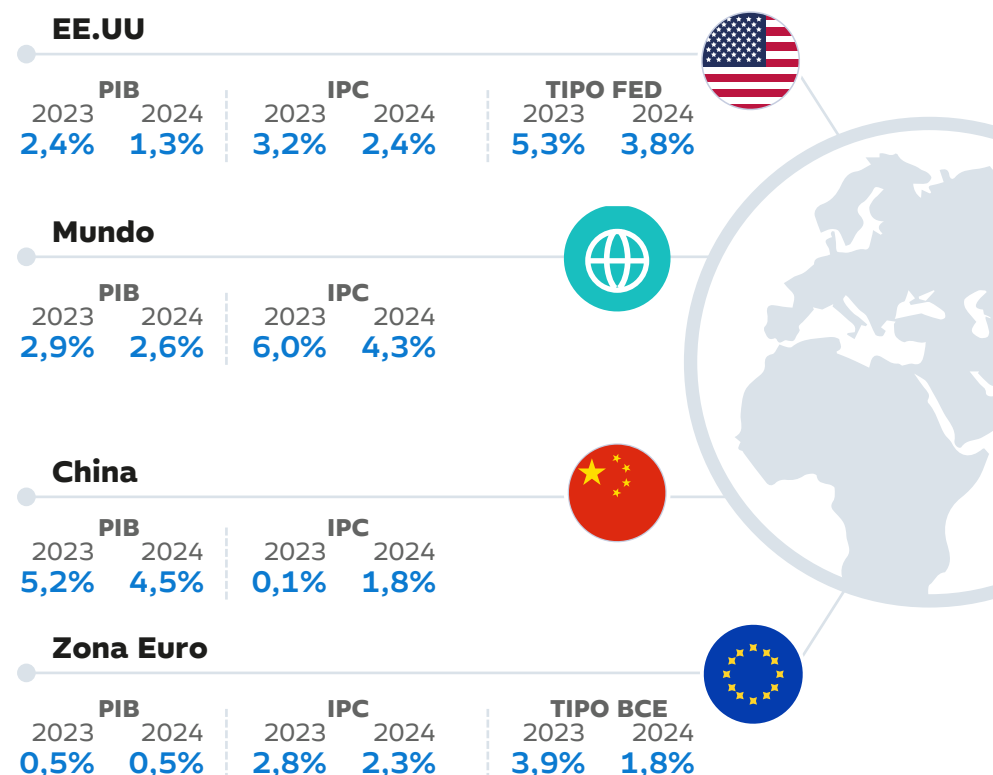
Fuente: J.P Morgan Global Economics, Ibercaja Gestión.

En concreto, **en 2023, el PIB nominal global ha crecido un 1,5% más de lo esperado, los beneficios empresariales han aguantado** mejor de lo temido y la riqueza financiera (la valoración de los ahorros) y los ingresos laborales dejan al sector privado en mejor situación de lo que empezaba el año.

Además, **los riesgos que se presagiaban no se han materializado** (sobre todo en el sector energético) y el **freno de la política monetaria sobre la actividad económica ha sido más limitado de lo proyectado.**

Finalmente, se han producido **impulsos deflacionistas con los que no contábamos:** en EE.UU, la oferta laboral y las ganancias de productividad han sido mayores de lo anticipado. En Europa y China, la floja demanda doméstica ha creado excesos de capacidad manufacturera que puede ejercer presión a la baja en los productos finales a nivel global. **En este contexto, como decimos, estamos en mejor punto de partida de lo que estábamos hace 12 meses.**

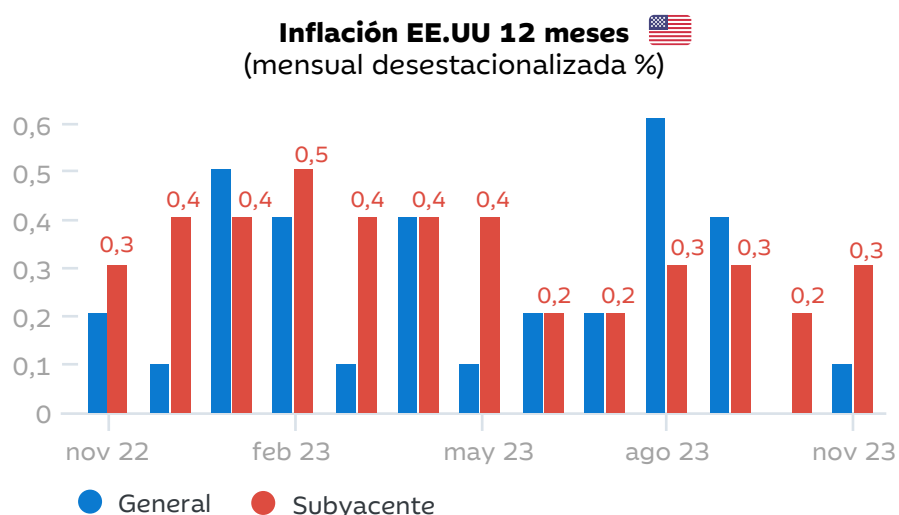
Proyección variables macro



Fuente: Consenso, Ibercaja Gestión.

2 Políticas Monetarias: el año de la confusión.

Los bancos centrales han cambiado su discurso de manera importante desde septiembre. Sin embargo, los datos de **inflación subyacente**, que es la que debería guiar las políticas monetarias en su mayor parte, **no han sorprendido tan positivamente.** Es cierto que el repunte de los precios energéticos del verano se ha revertido prácticamente en su totalidad, lo que ha rebajado de manera importante la presión sobre los datos de inflación general.



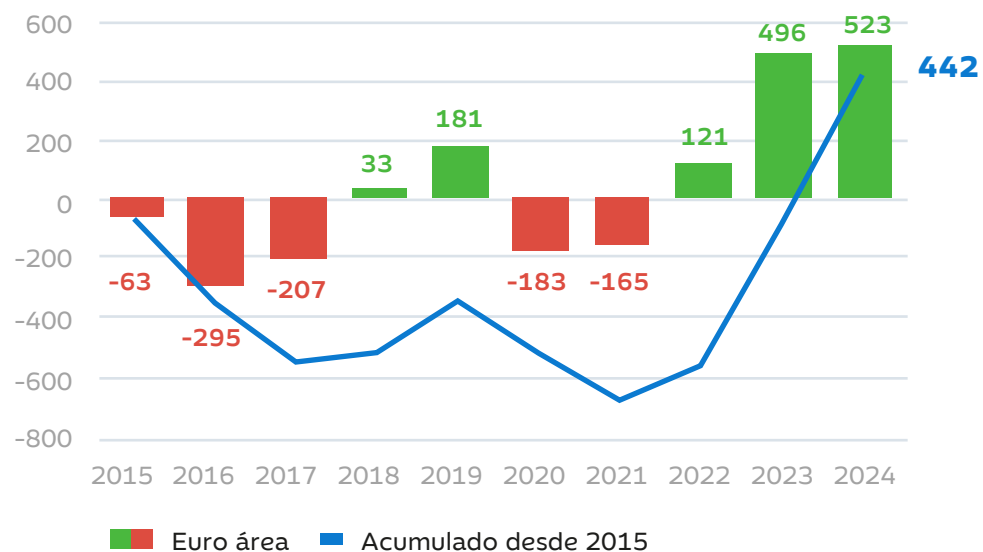
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

En este contexto, **los mercados se han lanzado a anticipar importantes recortes en los tipos de referencia** a ambos lados del Atlántico, hasta un 1,5% en el conjunto del año. Las indicaciones de **los gobernadores son mucho menos optimistas por el momento**, y los analista macro esperan recortes pero de menor intensidad. A este escenario hay que sumarle otros **dos aspectos fundamentales**:

- ✓ **Tanto la Fed como el Banco Central Europeo siguen con sus planes de reducción de balances.** La autoridad americana reduce el suyo a ritmos de 95.000 millones de dólares mensuales (60.000 de Deuda Pública y 35.000 de titulizaciones hipotecarias), aunque podría reducir esta cantidad a lo largo de 2024. El BCE ha reducido su balance ha ritmos cercanos a los 50.000 millones de euros en la 2ª mitad de 2023 y, por el contrario, ha anunciado aumentará su ritmo a mitad de 2024.
- ✓ **Las políticas fiscales siguen siendo expansivas a nivel general**, con importante déficits que financiar.

Las políticas de refinanciación serán importantes a la hora de machear oferta y demanda en los diferentes tramos.

Emisión neta de deuda pública de la Zona euro, neta de compras del Banco Central Europeo (billones de euros)



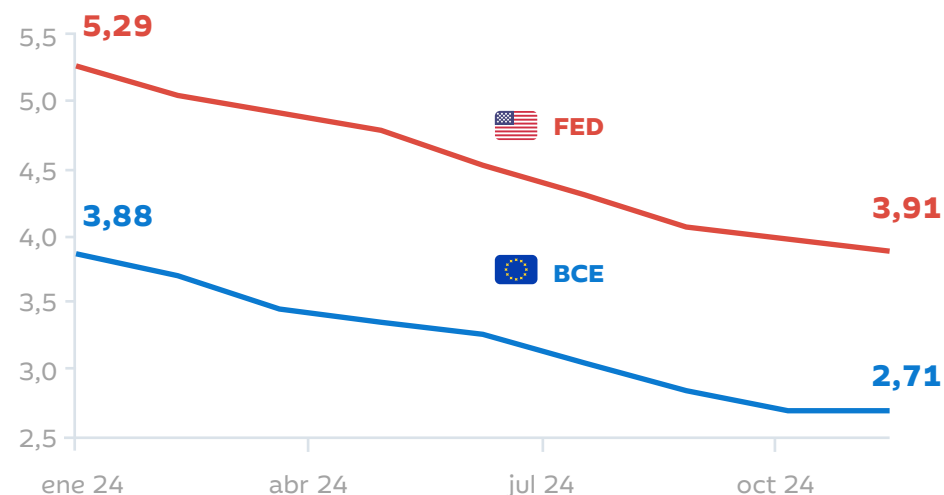
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión

En este contexto, tanto el punto de partida implícito en el mercado como los factores de flujos nos hacen ser **menos optimistas sobre el comportamiento de la renta fija que la situación macro nos haría indicar.**

3 Lo que ya está puesto en precio

Cuando se invierte en renta fija no solo hay que tener en cuenta las previsiones de tipos que uno tenga, sino que hay que compararlas con las que ya están puestas en precio en el mercado. Parece claro que **se van a producir bajadas de tipos en 2024, pero se tienen que producir más de las esperadas para que la estrategia correcta sea la de alargar duraciones.**

Tipo implícito Bancos Centrales



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Si nos fijamos en la **Deuda Pública española y hacemos un análisis de escenarios**, podemos comparar nuestras distintas opciones. **De momento, y con las cotizaciones actuales, las opciones más interesantes se nos presentan en los tramos hasta 2 años.**

Rentabilidad obtenida manteniendo durante un año una posición de un bono del Tesoro Español a distintos plazos en los diferentes escenarios.

	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
Curva consenso	3,26	3,49	3,28	3,41	3,15
Movimiento 0	3,26	2,87	2,21	3,02	3,44
Movimiento +25bp	3,26	2,70	1,82	2,07	1,58
Movimiento -25bp	3,26	3,04	2,61	3,97	5,33

Datos a 3 enero 2024

Escenario 1: se cumplen exactamente las expectativas del mercado. La curva de dentro de un año será la implícita en las cotizaciones actuales.

Escenario 2: la curva dentro de un año será idéntica a la actual.

Escenario 3: la curva actual sufre un movimiento paralelo de 0,25% al alza.

Escenario 4: el movimiento paralelo del 0,25% es a la baja.

Habrà que esperar a un momento de mayor duda en el mercado para alargar duraciones. No obstante, la estrategia durante el año, salvo sorpresas, será la de aprovechar para “comprar en las correcciones”. **Nuestra recomendación es la de ir diversificando su inversión dentro de la renta fija por clases de activos y vencimientos en los próximos meses, conforme vayan surgiendo oportunidades.** El objetivo es asegurar estos niveles de rentabilidad para una buena parte de la cartera para los próximos años.

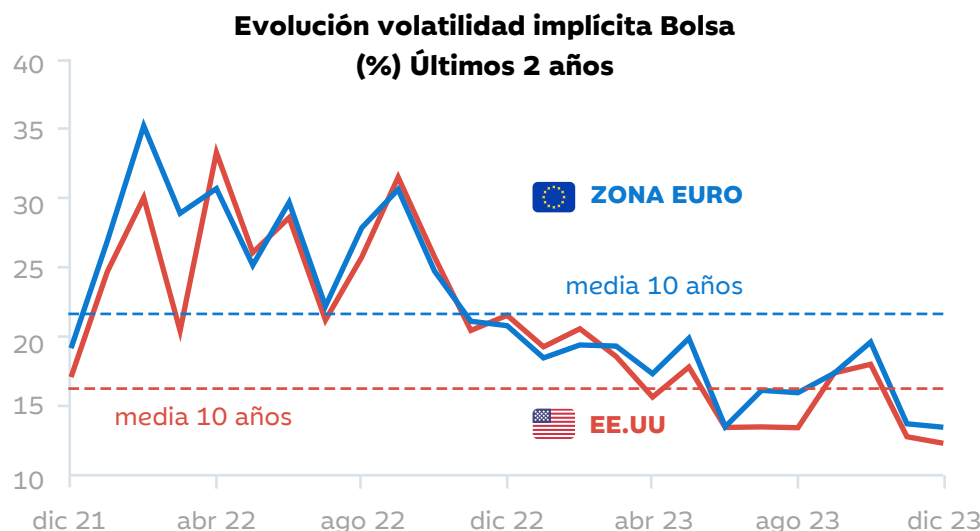
4 Qué hacemos con la Bolsa

Por su parte, para 2024, **la renta variable tiene en su contra la valoración relativa y las previsiones demasiado optimistas sobre los beneficios de los próximos años.** Hay muy pocas variables macro que mejoren de cara al año que viene, por lo que un crecimiento de beneficios del 6% a nivel global y del 10% en EE.UU. se antoja complicado. Además, el rally de fin de año ha hecho desaparecer la oportunidad que por valoración parecía vislumbrarse a finales de octubre en algunos mercados. De hecho, hemos pasado de un extremo al otro. Los indicadores técnicos de los principales índices se encuentran en niveles claros de sobrecompra.

Enero suele ser un buen mes por factores estacionales, al menos la primera mitad; pero es difícil justificar la continuación del movimiento reciente.

No esperamos un mal comportamiento; simplemente, la alternativa de inversión, la renta fija, tiene un perfil de rentabilidad-riesgo más atractivo.

De este modo, empezaremos el año con una visión cauta, con preferencia por sectores defensivos, y con coberturas para aprovechar los niveles actuales tanto de los índices como de la volatilidad implícita en los mercados de derivados.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Si aplicamos un modelo de reversión en 7 años a la media de valoración de los últimos 20 y aplicamos nuestros distintos escenarios de precios obtenemos los siguientes resultados:

Rentabilidad esperada 2024



Escenario Base (crec. BPA 0%)

0%

5%

-1%

Escenario optimista (consenso)

6%

10%

7%

Escenario pesimista

-10%

-5%

-11%

Escenario base: crecimiento de beneficios 0 en 2024. Expectativas de crecimiento para 2025 de largo plazo. Reversión en 7 años a los ratios de valoración medios de los últimos 20 años.

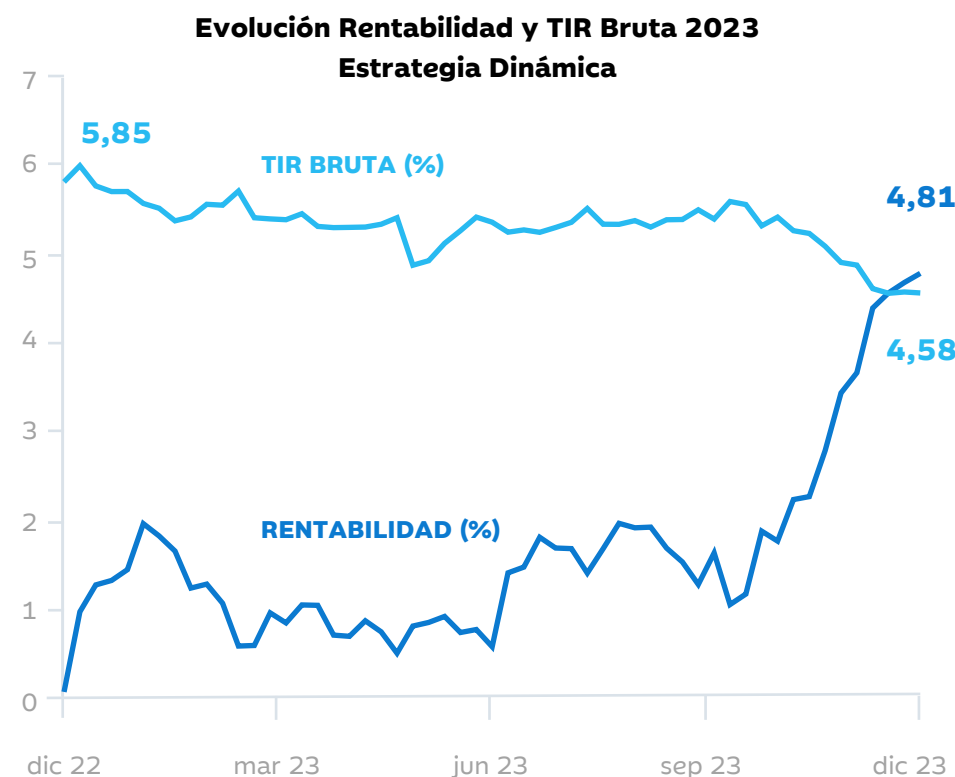
Escenario optimista: crecimiento de beneficios de consenso en 2024 y expectativas para 2025 sin cambios. Reversión a la media de valoración en 5 años.

Escenario pesimista: crecimiento de beneficios -10% en 2024 y expectativas de crecimiento para 2025 de largo plazo. Reversión en 7 años.

4 ¿El año de las carteras mixtas?

Una buena manera de tener exposición a bolsa de una forma más conservadora es a través de carteras perfiladas. En ellas, nos podemos aprovechar de la volatilidad del mercado mediante una gestión profesional y el acceso a múltiples clases de activos. **La parte de renta fija dará soporte a las rentabilidades** para que muchos clientes duerman tranquilos y puedan invertir en renta variable.

Además, **la correlación bolsa-bonos que ha sido positiva en muchos momentos de los últimos 24 meses**, puede volver a terreno negativo. Si los datos de actividad sorprenden al alza, lo que sería bueno para renta variable, los Bancos Centrales pueden mantener sus políticas monetarias más tiempo en estos niveles, decepcionando a los inversores de renta fija. Si ocurre al contrario, con un frenazo más fuerte de la economía, los activos pueden moverse también en sentido diferente.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

¿Cómo invertimos en 2024?

Régimen de Mercados



Por fin, renta fija.

A priori, **2024 es un año claramente de renta fija**. Crecimiento e inflación a la baja debería permitir a los Bancos Centrales retirar el pie del acelerador. Además, la rentabilidad a vencimiento de las emisiones de renta fija tanto pública como privada se mantiene en niveles elevados. La recomendación es utilizar este soporte de rentabilidad para **diversificar las carteras** tanto dentro de los **productos de renta fija** como **utilizando productos mixtos y perfilados**.

Posicionamiento de mercado



Principio de año de recogida de beneficios



Deuda Pública

El movimiento reciente ha sido excesivo y creemos que debería tomarse un respiro toda la curva hasta que se concreten los menores datos de inflación. Los tramos cortos siguen siendo interesantes.



Renta Fija Privada

Aunque a corto plazo puede sufrir si las curvas de deuda publica se mueven al alza, creemos que sigue ofreciendo primas interesantes sobre los bonos soberanos core. Preferimos las compañías de alta calidad frente a las más apalancadas. Dentro de los activos de más riesgo, preferimos las emisiones de más corto plazo. En crédito de buena calidad recomendamos ir alargando duraciones progresivamente y cuando el mercado amplie.



Renta Variable

Empezaremos el año con una visión cauta, con preferencia por sectores defensivos como consumo básico, utilities e infraestructuras. En tecnología y medios, tras este espectacular 2023, seríamos neutrales de cara a 2024.

Conoce nuestro posicionamiento

Perspectivas Variación A tener en cuenta

Renta Fija

+

↓

Bajada táctica, esperamos algo de ruido en el corto plazo.

Deuda Pública

+

↓

La inversión de la curva hace más atractivos los tamos cortos de las mismas.

Renta Fija Privada

Grado de inversión

++

→

Positivos en el activo pero selectivos en nombres tras el buen comportamiento.

Baja calidad crediticia

N

→

Cautela en compañías más dependientes del ciclo económico y con mayores niveles de apalancamiento.

Renta Variable

N

→

Tras el extraordinario comportamiento de los índices en 2023, pensamos que las bolsas podrían tomarse un respiro.

EE.UU



N

→

La bolsa norteamericana sigue siendo la que presenta una valoración más exigente, y tras el buen comportamiento del sector tecnológico, podría perder algo de fuelle. Su distribución sectorial le puede favorecer en relativo en un entorno de desaceleración económica como el que prevemos.

Europa



N

→

Mercado atractivo por valoración, pero nos mantenemos neutrales ya que su perfil más cíclico le puede perjudicar ante una desaceleración económica.

Emergentes



N

→

India continua con su fuerte crecimiento. En China la última regulación respecto al gasto en videojuegos y tiempo de uso ha vuelto a ahuyentar a los inversores internacionales, que desconfían cada vez mas del país asiático. A medio plazo, seguimos apoyando la tesis de inversión en la región: valoraciones muy deprimidas.

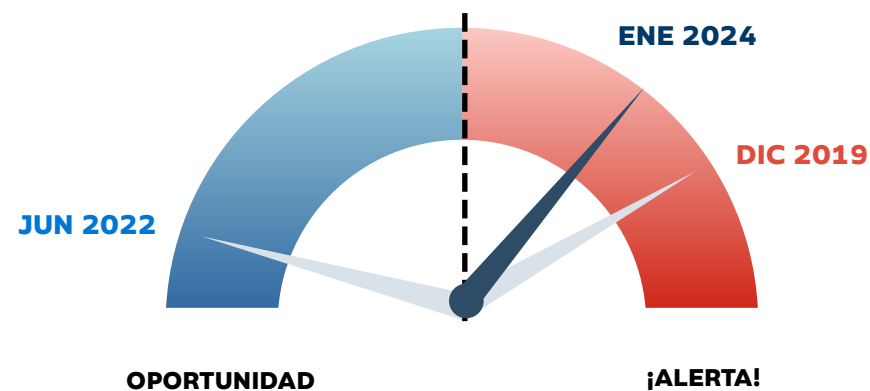
Perspectivas: Más negativa -- - N + ++ Más positiva

Variación: ↑ Mejora → Se mantiene ↓ Empeora

Con el rebote táctico que ha continuado durante el mes de diciembre, los indicadores siguen algo estresados, lo que unido al nivel tan bajo de los índices de volatilidad, es concreto un VIX a niveles de 12, hacen que el mercado se encuentre a niveles algo más vulnerables ante cualquier decepción pudiéramos ver a lo largo del próximo mes. En definitiva, **los mercados están descontando un escenario de desaceleración suave**, junto a unos Bancos Centrales iniciando ya pronto un periodo de mayor laxitud monetaria, lo que podría ser un escenario excesivamente “idílico” para los mercados.

Dentro de los distintos componentes de nuestro indicador, el que muestra unos niveles de mayor alerta, son los indicadores técnicos: tanto RSI como momentum vuelven a subir a niveles de excesiva sobrecompra.

Por lo tanto, vemos que a no ser se produzca alguna noticia positiva al respecto, **el mercado podría estar de nuevo con ciertos síntomas de “fatiga”, que podrían pasar factura una vez pasado el “período navideño”**.



Elaboración propia Ibercaja Gestión

El indicador nos va dando señales para horizontes temporales cortos en base a esos 4 ratios: *cuánto más pesimista es el indicador, más clara es la oportunidad de compra*. Por el contrario, *señales de euforia o complacencia excesiva del mercado, suelen ser muy buenos niveles de venta o reducción de posiciones*.

Aviso Legal

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, y ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciban. Por tanto, la información contenida en el presente documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones ni debe entenderse como recomendación, consejo o sugerencia de estrategia de inversión y no deberá ser interpretado en ningún caso como una oferta de venta o de compra de valores o de instrumentos financieros relacionados, ni de realización de operaciones financieras por parte de Ibercaja.

Cualquier decisión de inversión, desinversión o cualquier otra estrategia que se adopte en relación con instrumentos financieros que se citen en este documento serán por decisión propia y bajo la exclusiva responsabilidad del inversor, y en consecuencia Ibercaja no se hará responsable, en ningún caso, de las pérdidas que se pudiesen realizar en tales casos.

El presente documento se ha elaborado a través de fuentes externas de información, cuyo origen, veracidad y exactitud no han sido verificados por Ibercaja. Asimismo, y por esa misma razón, las informaciones y opiniones aquí publicadas no deben considerarse como exactas y totalmente ciertas, estando sujetas a posibles cambios sin notificación previa y sin que Ibercaja esté obligada a actualizar o modificar este documento, aunque las circunstancias de mercado cambiasen dichas opiniones o informaciones.

Este documento tiene carácter confidencial, por lo que no podrá ser distribuido, reproducido o publicado sin la autorización expresa de Ibercaja.



**Ibercaja Dividendo Global
Mejor Fondo de Inversión
de 2022**



**Finalista Mejor Gestora de
Fondos de Pensiones**

EL BANCO DEL *vamos*