



## Informe Anual 2023-2024

Tras un año 2022 complicado, donde el protagonista fue sin duda el incremento desmesurado de la inflación, junto con el estallido del conflicto entre Rusia y Ucrania, algo que claramente empeoró lo primero, con el inevitable incremento del coste de la energía, podríamos decir que 2023 ha sido el año de reparación y reajuste de algunos datos macroeconómicos que estaban en cotas irrazonables. La entrada al año venía marcada por la sombra de una **posible recesión**, debido al incremento de tipos de interés que se dio de manera global en 2022. Ya desde enero, la FED tenía los tipos en el **4,25%**, mientras que el Banco Central Europeo, en su posición de segundo jugador, los tenía al 2,5%. Con cifras todavía extremadamente altas de inflación, pero unos datos sólidos de empleo en la potencia norteamericana, estaba descontado que seguirían subiendo los tipos de interés. Siguiendo este protocolo, la FED siguió con las subidas hasta el mes de julio, dejando las tasas en el nivel del 5,25%, y optando por pausas de ahí en adelante, no obstante, manteniendo la incertidumbre previa a cada reunión, y advirtiendo de la difícil situación para la toma de decisiones futuras. En Europa también se optó por las subidas, en este caso, hasta septiembre, dejando los tipos en el 4,5%, y optando por las pausas de ahí en adelante.

En relación a las cifras de **inflación**, las mejoras han sido considerables. En Estados Unidos, la inflación ha pasado de un 6,5% interanual a finales de 2022, a un 3,1% interanual, según los últimos datos de noviembre. En Europa, las cifras van del 9,2% interanual de diciembre del 2022, al 2,9% interanual de diciembre de 2023. Debido a estas mejoras, no es raro que los bancos centrales hayan comenzado a hablar de bajadas de tipos de interés, que, a pesar de la constante cautela a la que apela la Reserva Federal, y de la insistencia en tomar decisiones basadas en los datos macroeconómicos más actualizados, ya han pronosticado que podrían bajar las tasas hasta tres veces este año. Mirando atrás, y viendo la evolución de los hechos, podríamos decir que el Banco Central Europeo haría lo mismo meses más tarde, de ser así.

En cuanto a **tensiones geopolíticas**, es verdad que ya empezábamos el 2023 con el conflicto entre Rusia y Ucrania un tanto asentado. Como hemos podido ver durante los últimos meses, es un conflicto que va para largo, y es algo que, en cuanto a mercado bursátil se refiere, no debería afectar en gran medida, a no ser que haya un giro drástico de los acontecimientos. Lo que no imaginaba nadie era que iba a comenzar un conflicto entre Israel y Palestina, tras los atentados de Hamás del 7 de octubre, que iba a devolver la incertidumbre al panorama geopolítico, y más teniendo en cuenta que Estados Unidos es el principal aliado de Israel, induciendo a la potencia norteamericana en un conflicto con países como Irán, que podrían desestabilizar la calma. No obstante, a pesar de estos dos conflictos, que actualmente siguen latentes, no parece que vayan a seguir haciendo mella en los principales mercados financieros, salvo posibles afecciones en el mercado del petróleo, que pueda contagiarse al resto.

Nuestras perspectivas para 2024 son positivas, si bien aún existen bastantes incógnitas abiertas en los frentes recientemente mencionados, sobre todo los geopolíticos. También habrá que estar pendiente de las cifras de inflación, que aunque siguen acercándose a las cifras objetivo, aún tienen todavía recorrido hasta los niveles óptimos fijados por los Bancos Centrales.

## Renta Fija

El año 2023 ha sido un año no tan movido en la renta fija, si lo comparamos con las drásticas bajadas de precios que hubo en 2022, pero si se ha mantenido un nivel alto de Tires prolongado durante prácticamente todo el año, lo que ha generado una buena oportunidad de inversión en el mercado, y siendo sin duda una de las inversiones estrella de este 2023. Como hemos mencionado anteriormente, las subidas de tipos de interés, junto con la apuesta de que los bancos centrales mantendrían los tipos altos durante un tiempo mayor del esperado inicialmente, ha mantenido las Tires de los bonos en un rango elevado (gráfico adjunto). De este modo, el USA a 2 años comenzó el año con una TIR del 4,43%, y acabó en 4,28%. El 10 años empezó en 3,75%, y terminó en 3,85%, mientras que si nos vamos a Europa, el español a 10 años comenzó en 3,46%, y terminó en 2,99%, mientras que Alemania lo hizo en 2,38%, y acabó en 2,03%.



Observando la gráfica, podemos ver como en los últimos meses, principalmente a partir de noviembre, las Tires comenzaron a caer, tras la publicación de los primeros comentarios de personalidades de los bancos centrales hablando de posibles bajadas de tipos para 2024. Hemos de mencionar, que durante las dos primeras semanas de entrada en este año, algunas de estas

Tires han vuelto a recuperar terreno, tras la publicación de las últimas actas de la Fed de la reunión de diciembre, donde quitan optimismo sobre las bajadas, y vuelven a instaurar cierta incertidumbre asegurando que las decisiones se tendrán que tomar reunión a reunión, en función de los datos macroeconómicos que vayan saliendo. Mientras se redacta este informe, las Tires se encuentran en los siguientes niveles: USA 2YR **4,31%**; USA 10YR **4,02%**; ESPAÑA 10YR **3,15%**; ALEMANIA 10YR **2,23%**.

PRINCIPALES BONOS EN 2023					
USA 2yr	4,25% /-0,18	Alemania 10yr	2,02%/-0,55	Portugal 30yr	3,32%/-0,68
USA 10yr	3,88% /+0,01	Francia 10yr	2,56%/-0,56	Italia 10yr	3,7%/-1,02
España 10yr	2,99%/-0,67	Portugal 10yr	2,66%/-0,93	Italia 30yr	4,37%/-0,42

Fuente: Elaboración propia; Datos Bloomberg

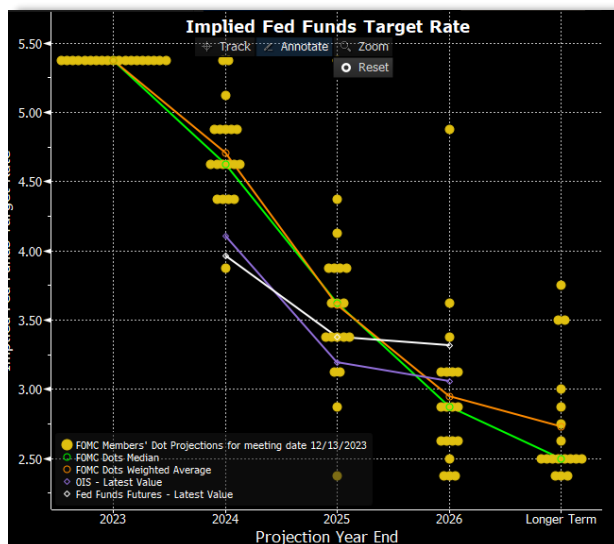
En nuestra opinión, las fuertes expectativas del mercado sobre las bajadas de tipos para este año, ha provocado que los plazos más largos estén sobrecomprados, descontando que los tipos de interés cerrarán el año 2024 cerca de 2.75%. Si los datos de inflación no son tan buenos como espera el mercado, el ritmo de bajadas se puede ralentizar, y esto traería volatilidad a los mercados dando oportunidades de entrada.

En Estados Unidos, esta caída de TIR's creemos que se puede dar con mayor velocidad a partir de este verano, ya que, al ser una economía única, las decisiones de política monetaria tienen un mayor impacto económico y de manera más uniforme, aunque no creemos que bajen los tipos para este año más allá del 4.50%, ni del 3.50% para 2025.

En la imagen de la derecha se puede ver las expectativas hasta 2026 de los gobernadores de EEUU que forman la FED.

Por el lado de Europa, es más complicado tener una visión clara en su conjunto, ya que al final no todos los países integrantes se encuentran en la misma parte del ciclo económico, por lo que las medidas macroeconómicas tomadas desde el BCE no siempre tienen el impacto que el banco central espera. Además, la alta deuda de los países

periféricos, encabezados por España e Italia, ejerce una presión bajista en las tasas, ya que un largo periodo de tipos altos puede acabar mermando las ligeras expectativas de crecimiento que estos países tienen al tener que pagar unos elevados intereses.



Data: Bloomberg, 19.01.2024.

Por todo lo anterior, para este 2024, apostamos por los tramos medios de las curvas, ya que creemos que son los que mejor se pueden aprovechar de las bajadas de tipos, debido a que los tramos más largos, y que por definición serían los más beneficiados de estas futuras bajadas de tipos, ya han trasladado a su precio gran parte de este recorrido, empujados por las fuertes expectativas que tiene el mercado sobre las bajadas.

## Renta Variable

Si al final se producen las bajadas de tipos que el mercado espera, teóricamente la renta variable debería verse beneficiada en su conjunto por valoración. No obstante, nos mantenemos cautos, ya que posibles eventos exógenos a la economía o un hardlanding (debilitamiento de las economías a causa de las subidas de tipos) pueden añadir volatilidad a los mercados, en cuyo caso también podría traer buenos momentos de entrada en este activo.

Geográficamente sobreponderamos Estados Unidos, aunque por filosofía de inversión siempre nos gusta tener exposición a Europa, ya que como hemos comentado en otras ocasiones, la situación macro y política puede cambiar cualquier perspectiva rápidamente, y una buena diversificación por mercados minimiza el riesgo de las carteras en su conjunto. Con respecto a sectores, un escenario con crecimiento de la economía y bajadas de tipos debería favorecer a pequeñas compañías y “growth”, así como a los sectores intensivos en capital.

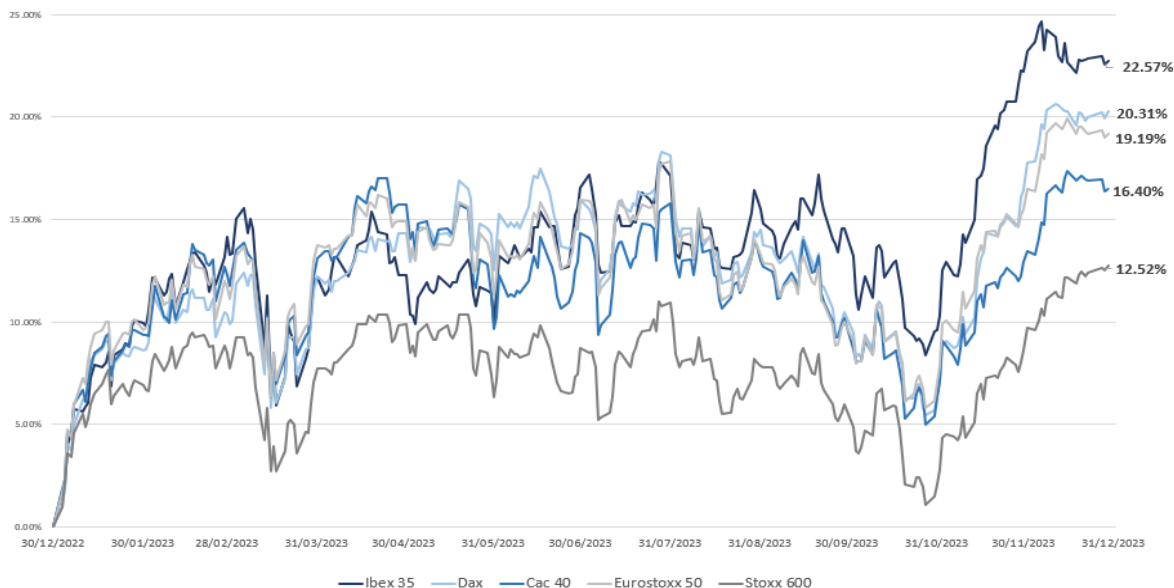
### - Europa:

En cuanto a los principales índices de Europa, incluyendo UK, han terminado el año con importantes revalorizaciones. Entre los más destacados se han encontrado el índice FTSE italiano, con una subida del **28,03%**, y que ya empezó a dominar desde principios de año, en un contexto en el que había cerrado 2022 con un incremento del beneficio por acción del 10%, siendo el doble que la cifra que arrojó el Stoxx 600, por lo que empezaba el 2023 con buenas expectativas. El selectivo español le ha seguido de cerca, cerrando el año con una subida del **22,76%**, apoyado por el gran peso del sector financiero en el índice, en un año en el que hasta septiembre, los tipos de interés han seguido incrementando. En tercera posición, y cerrando el “podio” de índices por encima del 20% encontramos al Dax alemán, que se revaloriza un **20,31%**. En la parte baja de la tabla encontramos índices como el belga, que consigue terminar el año positivo, con una subida del **0,18%**, después de un año en el que todo apuntaba que terminaría en rojo. En el caso de UK, el FTSE de Londres cierra el año con una subida del **3,78%**.

### PRINCIPALES ÍNDICES EUROPEOS + UK EN 2023

EuroStoxx 50	19,19%	Alemania	20,31%	Italia	28,03%
Stoxx 600	12,73%	Reino Unido	3,78%	Portugal	11,71%
España	22,76%	Francia	16,52%	Belgica	0,18%

Fuente: Elaboración propia; Datos Bloomberg



### - Estados Unidos:

Wall Street ha vivido un 2023 que podríamos llamar de “recuperación”. Sus tres principales índices han conseguido volver a niveles previos a las caídas de 2022. Si bien es cierto que hasta verano, la Reserva Federal ha continuado con las subidas de tipos, la fortaleza que han mostrado los datos de empleo, junto con la armonización progresiva de los datos de inflación, y unos datos empresariales mejores de lo esperado, han ayudado a impulsar los números verdes. El Dow Jones cierra el año con una subida del **13,7%**, que le sirve para recuperar la caída del 8,78% del año anterior. En el caso del S&P 500, termina con subidas del **24,23%**, que de la misma manera, “borra” la caída del 19,44% que tuvo en 2022. En el caso del tecnológico, lidera las subidas con una revalorización en el año de un **43,42%**, que, a pesar de ser superior a la bajada del 33,1% del año anterior, no le sirve aún para recuperar los niveles máximos. En cuanto a la economía, los niveles de desempleo se han mantenido estables durante todo el año, tocando mínimos en el 3,4%, y máximos en el 3,8%, cerrando el año en un 3,7%, mientras que la creación de empleo se ha mostrado por encima de las previsiones en los datos mensuales, lo cual ha mantenido constantemente la incertidumbre, ya que estos datos fuertes han servido de aliciente a la Reserva Federal para poder mantener la presión sobre posibles subidas de tipos, aunque finalmente hayan terminado el año con tres pausas consecutivas.

### PRINCIPALES ÍNDICES DE ESTADOS UNIDOS EN 2023

**Dow Jones** 13,70%      **S&P 500** 24,23%      **Nasdaq** 43,42%

Fuente: Elaboración propia; Datos Bloomberg



### - Latinoamérica:

El comportamiento de algunos de los principales índices de Latinoamérica ha sido positivo. En el caso de Brasil, el Bovespa termina el año con una revalorización del **22,28%**. En el caso de México, con una tendencia parecida, sube un **18,41%**. En el caso de Argentina, economía que ha vuelto a tener una hiperinflación desorbitada, termina el año con una subida del **360,06%** medido en su moneda local. No obstante, si lo comparamos en USD, el índice cierra el año con apenas un 0,82% de revalorización. A finales de año ha habido cambio de gobierno en el país. Tras ganar las elecciones el libertario Javier Milei, habrá que ver cómo evoluciona tras la desregularización de la economía que pretende llevar a cabo el nuevo ejecutivo.

### PRINCIPALES ÍNDICES DE LATINOAMÉRICA EN 2023

**Brasil** 22,28%      **México** 18,41%      **Argentina** 360,06%

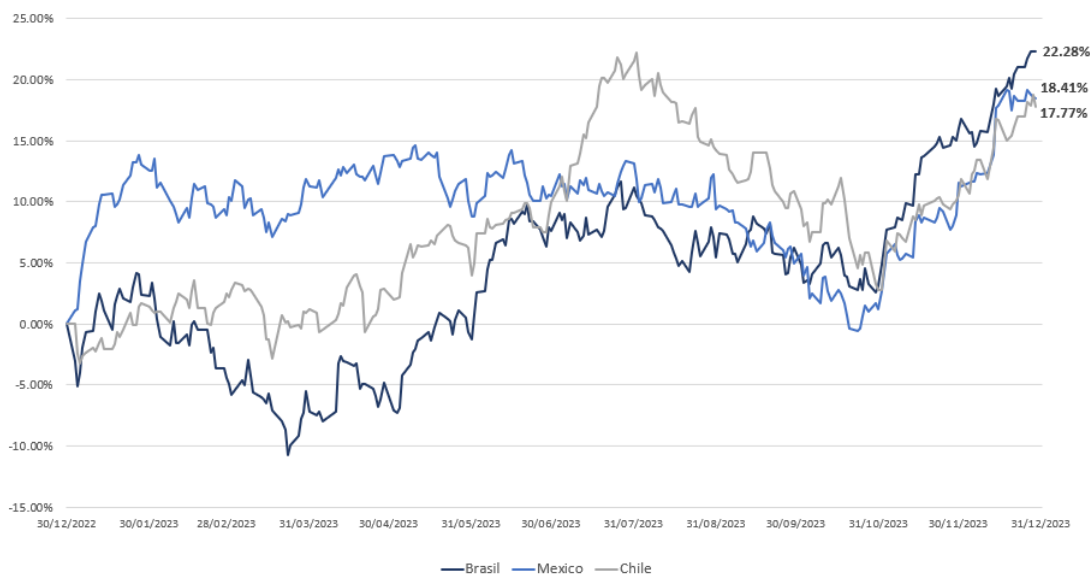
Fuente: Elaboración propia; Datos Bloomberg

En el anterior gráfico hemos evitado incluir el índice Merval de Argentina, debido a que por la hiperinflación que padece su economía, desvirtúa el gráfico totalmente. En su lugar podemos observar como el índice principal de Chile, el S&P CLX IGPA, ha terminado el año con una revalorización del 17,77%.

## - Asia:

Los principales índices asiáticos han cerrado el año con un comportamiento mixto, con caídas del Hang Seng China Enterprises, de un 11,54%, mientras que el índice SET de Tailandia también

ha cerrado el año con caídas del 12,93%. Por la parte positiva, el Nikkei de Japón consigue una importante revalorización del 28,24%, siendo su subida más notoria en la última década, en parte, impulsada por la debilidad del yen hasta prácticamente finales del año. El país nipón también ha captado durante los últimos meses la atención debido a que, tras cambiar de gobernador del Banco de Japón, existe la posibilidad histórica de que modifiquen su política monetaria.



### PRINCIPALES ÍNDICES ASIÁTICOS EN 2023

Japón	28,24%	Corea	18,73%	Tailandia	-12,93%
China (HSCE)	-11,54%	India	20,03%	Australia	7,84%

Las variaciones de los índices están reflejadas en la moneda local de cada país.



## Divisas

El 2023 ha sido un año de fortalecimiento del Euro, aunque no ha sido así a lo largo de los 365 días. Si bien el Dólar llegó a fortalecerse un 2,3% respecto a nuestra moneda, ha cerrado el año debilitándose un 3,12%. Caso diferente ha sido el de la libra, pues ha seguido prácticamente la misma tendencia de fortalecimiento durante todo el periodo respecto a nuestra moneda. A cierre de año, se ha fortalecido un 2,08% respecto al Euro.

Como podemos ver en la tabla de tipos de cambio, por lo general ha sido el Euro el que se ha fortalecido respecto al resto de divisas, con la excepción también del peso mexicano, que ha ganado un 10,18% respecto a nuestra divisa. En cuanto a depreciaciones, destacan nuevamente por lo negativo el peso argentino, debilitándose un 371,56% respecto al Euro, mientras que la Lira turca lo ha hecho un 62,85%. Ambas geografías nos llevan acostumbrando a esta tendencia durante los últimos años.

PRINCIPALES CRUCES DE DIVISAS EN 2023					
EURUSD	3,12%	EUR/China	6,57%	EUR/Rus	26,49%
EURGBP	-2,08%	EUR/Mex	-10,18%	EUR/Turq	62,85%
EURJPY	10,90%	EUR/Arg	371,56%	EUR/India	4,30%

Fuente: Elaboración propia; Datos Bloomberg

En rojo vemos las divisas con las que el Euro se ha debilitado, mientras que se ha fortalecido respecto a las otras.

Para este 2024, si finalmente empiezan las bajadas de tipos en EEUU antes que en Europa, como está descontando el mercado, el dólar debería debilitarse frente al resto de principales divisas, ya que para los grandes inversores es más atractivo a nivel rentabilidad la tenencia de euros que de dólar. No obstante, si algún evento externo a la economía, o si finalmente se da una contracción de las principales economías desarrolladas, podría actuar como valor refugio, lo que provocaría el efecto contrario, apreciándose el dólar, al igual que otras divisas refugio como el Franco Suizo.

## Materias primas

Este 2023 ha cerrado con signo negativo para el **crudo**. En concreto, el West Texas ha bajado un 10,73% en el año, mientras que el Brent ha bajado un 10,32%. Durante el año, hemos tenido varios eventos importantes. Finalizábamos el primer trimestre con el anuncio por sorpresa de la OPEP+ del recorte de alrededor de 1,5 millones de barriles diarios hasta 2024, que se sumaba a la acometida en octubre del año anterior, que ascendía a 2 millones, con la intención de contener o impulsar el precio del petróleo. Poniendo especial atención en Arabia Saudí, uno de

los principales productores en el mundo, anunció un recorte voluntario en julio de otro millón de barriles diarios, complementario al de abril, y que prorrogó hasta finales de año. De la misma manera actuó Rusia, que aplicó reducciones de producción voluntarias, aunque en menor volumen, ajustado a su nivel de producción. La OPEP+ se sumó a la iniciativa de estos dos países en el mes de noviembre, decidiendo también aplicar otro recorte de producción, presionado por la potencia arábiga, que debido a las discrepancias por las cuotas de producción de algunos de los miembros del grupo, provocó que se aplazará esta reunión.

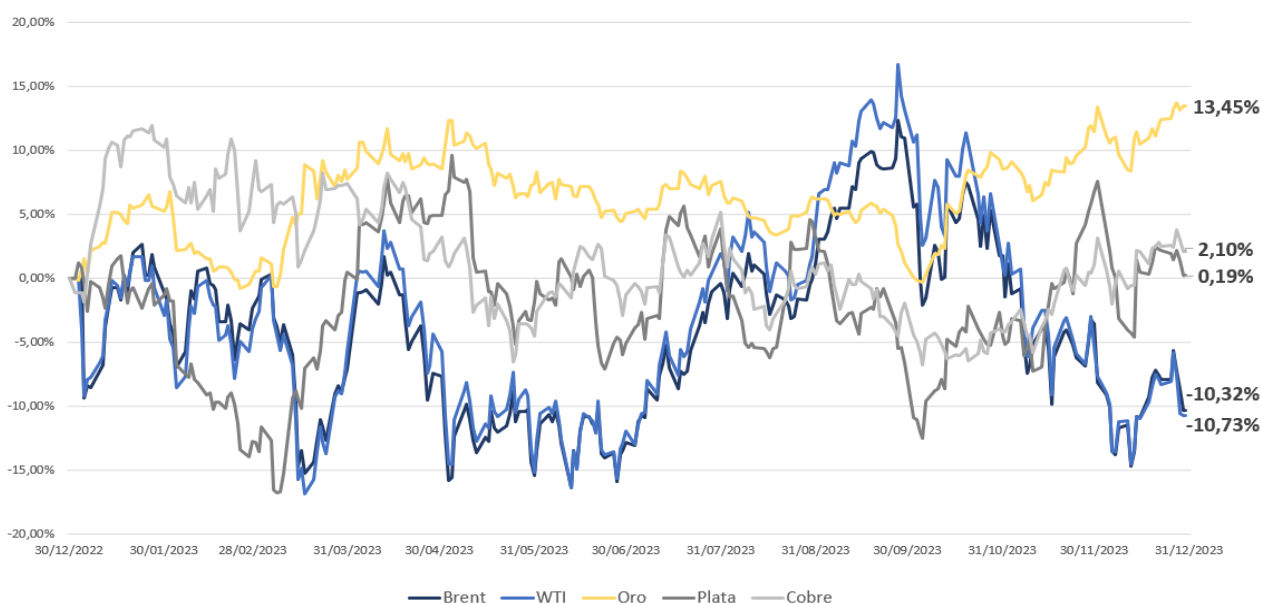
Este último acontecimiento provocó caídas en el precio del barril, debido a la muestra de disconformidad y falta de entendimiento entre los miembros del cártel de manera pública, y seguramente algo que ha afectado, entre otras cosas, a que el crudo haya cerrado el año en negativo. La incertidumbre alrededor de los niveles de demanda esperados, no solo de potencias importadoras como China, si no de otras economías pendientes de actualizaciones de sus datos macroeconómicos, también han contribuido a debilitar el precio.

En cuanto a los **principales metales**, ha sido un buen año para el oro, debido a que un gran número de acontecimientos inestables, y que han añadido incertidumbre y volatilidad a los mercados, han ayudado a que el activo recupere en 2023 su condición de valor refugio, cerrando el año con subidas del 13,45%. En el caso de la Plata, que ha sufrido bastante más volatilidad que el oro, ha conseguido salvar el año, con una subida de apenas 0,19%. El cobre termina con una subida del 2,1%.

#### PRINCIPALES MATERIAS PRIMAS EN 2023

West Texas	-10,73%	Oro	13,45%	Cobre	2,10%
Brent	-10,32%	Plata	0,19%		

Fuente: Elaboración propia; Datos Bloomberg



El año ha empezado con caídas generalizadas, sobre todo la parte de los metales como el aluminio y cobre, ya que descuentan una ralentización de la economía en su conjunto para este 2024 y eso se traduce en una menor demanda a nivel industrial de estos materiales. Solo el petróleo, empujado por los recortes en la producción de la OPEP consiguen mantener el precio en positivo.

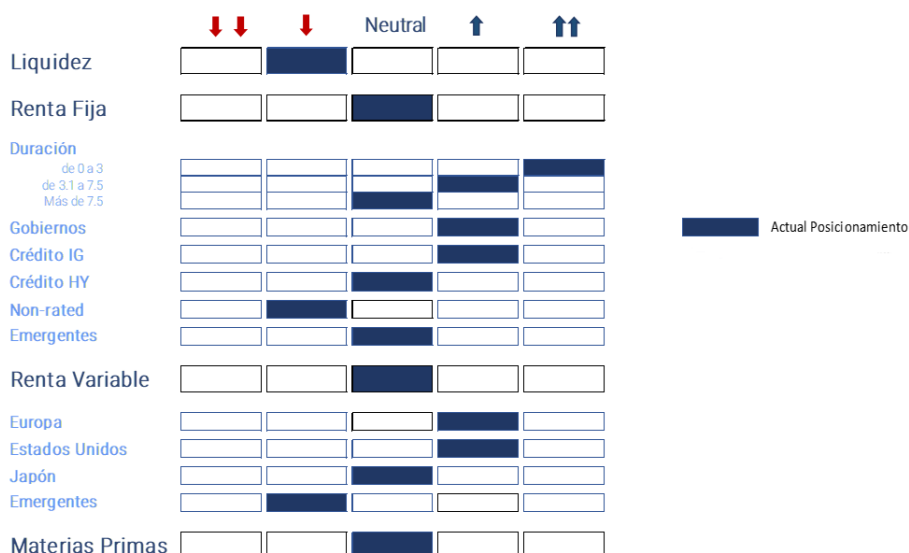
Con respecto al Oro pensamos que en los niveles actuales no tiene un excesivo valor, ya que hasta que no se produzcan las primeras bajadas de tipos y la inflación alcance los objetivos de los bancos centrales no debería tener un buen performance en comparación a otros tipos de activo, ya que actualmente está por encima de los 2.000 dólares la onza.

## Posicionamiento

A inicio de 2024, consideramos más atractivo los instrumentos de Renta Fija de Gobiernos y de calidad Investment Grade frente al High Yield y Emergentes, sobre ponderando los tramos cortos y medios frente a los largos. A medida que avance el año, y teniendo una mayor certeza acerca de las decisiones de tipos de interés, este posicionamiento podrá variar en función de la evolución de los mercados.

Con respecto a la renta variable, sobre ponderamos Estados Unidos frente a Europa, estando positivos en ambas regiones. No descartamos Japón y Emergentes, aunque tendríamos más cautela.

Finalmente, nos mantenemos neutrales en Materias Primas, en un contexto actual de alta incertidumbre.



Dep. Gestión.  
Borja Vázquez Bauer  
CoreCapital Finanzas AV.  
Fecha: 22-01-2024  
[www.corecapital.es](http://www.corecapital.es)