

# Actualización Mensual Macro y Mercados

Enero 2024

**MAPFRE**  
Gestión Patrimonial

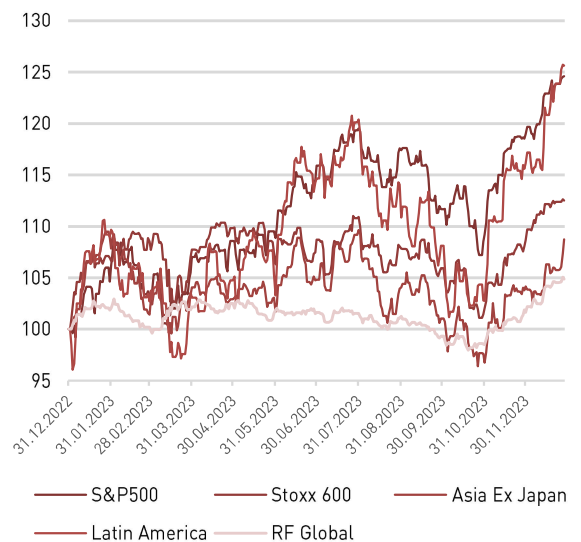


## Comenzamos

Concluye un 2023 que ha sido muy positivo para prácticamente la totalidad de activos a excepción de la renta variable china. Pese a ello, el año comenzó con un tono muy negativo debido a la más que descontada recesión (que finalmente no llegó a materializarse) y una inflación que conseguía doblarse. En Marzo, la crisis bancaria estadounidense y el episodio de Credit Suisse en Europea hicieron despertar los temores de una crisis sistémica que fue en parte remediada por la rápida intervención de los Bancos Centrales (especialmente la FED) inyectando liquidez en el sistema. Casi al mismo tiempo, la Inteligencia Artificial llegó en forma de cuantiosas revalorizaciones para unas pocas compañías (las 7 magníficas) que lideraron el mercado durante el resto del año. Y ya en el último trimestre, del “higher for longer” de Octubre, pasamos al “pivot” de la FED en Diciembre que impulsó la rentabilidad tanto de la renta variable como de la renta fija para cerrar un año en el que la mayoría de los índices han obtenido la más alta rentabilidad de la última década (ver gráfico 2).

La pregunta que muchos inversores se hacen en este comienzo de año es: ¿qué esperar de 2024 tras un magnífico 2023? Lo lógico sería pensar que, tras un año tan bueno, otro malo le sigue pero hay razones de peso para seguir siendo positivos en los próximos 12 meses. Tal y como queremos expresar en la imagen que da inicio a este informe, el mercado sigue moviéndose de forma pendular lo que no deja de ser emocionante para algunos y peligroso para otros. El momento idóneo para *subirse* al mercado sería cuando ese movimiento entre extremos fuera menos oscilante pero esos extremos seguirán ahí (es parte de la atracción del mercado) y hay que saber adaptarse a ellos porque, gestionados de forma adecuada, pueden ofrecernos oportunidades de rentabilidad muy atractivas. Una de las lecciones que nos ha dejado el año 2023 es que lo importante no es llevar razón sino generar rentabilidad y para ello, es mejor estar siempre invertido.

**Gráfico 1: Evolución Mercados 2023**



**Gráfico 2: Rentabilidades índices**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>MSCI WORLD</b>	2,93%	-2,74%	4,46%	20,11%	-10,44%	25,19%	14,06%	20,14%	-19,60%	21,77%
<b>S&amp;P 500</b>	11,39%	-0,73%	8,50%	19,42%	-6,24%	28,88%	16,26%	26,89%	-19,65%	24,23%
<b>NASDAQ 100</b>	17,94%	8,43%	4,55%	31,52%	-1,04%	37,96%	47,58%	26,63%	-33,41%	53,81%
<b>Stoxx 600</b>	4,35%	6,79%	-1,71%	7,68%	-13,24%	23,16%	-4,04%	22,25%	-13,06%	12,73%
<b>IBEX 35</b>	3,66%	-7,15%	-3,01%	7,40%	-14,97%	11,82%	15,45%	7,93%	-5,56%	22,76%
<b>MSCI AC ASIA PACIFIC</b>	-2,46%	-4,29%	2,47%	28,71%	-15,59%	16,32%	17,15%	-3,40%	-19,02%	8,76%
<b>TOPIX</b>	7,92%	21,32%	4,99%	8,79%	-11,92%	19,22%	0,87%	7,48%	-11,82%	25,09%
<b>HANG SENG</b>	1,28%	-7,16%	0,54%	35,93%	-13,61%	9,07%	-3,40%	-14,08%	-14,41%	-13,82%
<b>MSCI EM LATIN AMERICA</b>	-14,78%	-32,92%	28,74%	20,83%	-9,27%	13,71%	15,97%	-13,13%	-0,05%	25,11%
<b>Deuda</b>										
<b>Pública Global</b>	-0,79%	-3,29%	1,61%	7,29%	-0,38%	5,59%	9,50%	-6,60%	-17,31%	4,18%
<b>Corporativa</b>										
<b>EE.UU.</b>	7,46%	-0,68%	6,34%	6,42%	-2,51%	14,54%	9,89%	-1,04%	-15,60%	8,52%
<b>Corporativa Europea</b>	8,40%	-0,56%	4,74%	2,41%	-1,25%	6,24%	2,77%	-0,97%	-13,64%	8,19%
<b>High Yield EE.UU.</b>	7,78%	0,29%	3,90%	3,23%	-1,47%	6,12%	2,39%	-0,60%	-13,36%	8,57%
<b>High Yield Europeo</b>	0,01%	-2,72%	14,19%	10,43%	-4,06%	12,56%	7,03%	0,99%	-12,64%	14,04%
<b>Bonos</b>										
<b>Inflación Global</b>	3,41%	-4,97%	3,97%	8,67%	-4,11%	8,04%	12,67%	2,69%	-22,76%	5,77%
<b>Deuda Subordinada</b>	9,34%	1,17%	5,29%	7,79%	-3,22%	10,29%	2,71%	0,45%	-12,52%	9,60%

**¿Dónde estamos?**

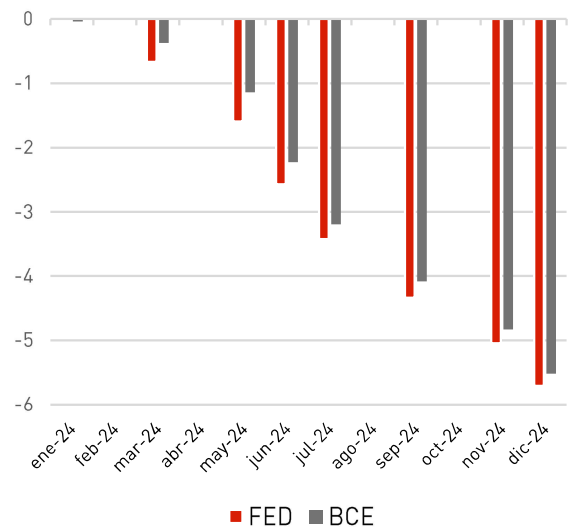
El año ha comenzado con cierta moderación tras dos meses espectaculares en cuanto a rentabilidades. Las bolsas se mantienen más o menos estables a la espera de conocer los resultados de las compañías durante el último trimestre y cual es su visión para el conjunto del año 2024 mientras que en la renta fija ha habido algo más de movimiento. Por un lado, tras el mensaje claramente acomodaticio por parte de la FED en la última reunión de Diciembre, han sido varios Presidentes regionales de la FED los que han intentado matizar las palabras de J.Powell aunque por ahora, el mensaje ha sido más bien ambiguo. En Europa, durante los primeros días del año hemos asistido a una avalancha de emisiones de deuda (más de 120.000 Millones de euros) de los cuáles más de la mitad proceden de emisores públicos. Como resultado (aunque por diferentes motivos) los tipos de interés han subido ligeramente en este comienzo de año aunque el mercado sigue esperando en torno a 5 recortes de tipos de interés a lo largo de todo el año. Y aquí es donde encontramos la primera incoherencia que el mercado tendrá que afrontar en los próximos meses: esperar recortes por más de 100puntos básicos solo tendría sentido si el mercado esperara una recesión pero sin embargo, el consenso sigue apostando por una inflación que continúe su camino hacia el objetivo del 2% y el crecimiento sigue resistiendo.

**Crecimiento e Inflación**

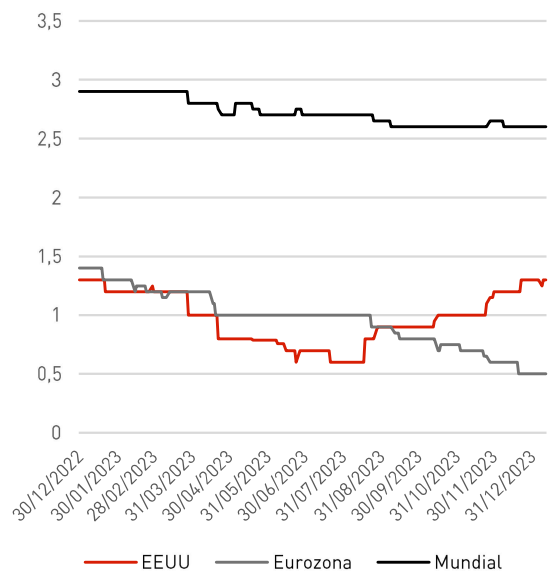
Pese a que el Banco Mundial avisó en un informe reciente que el crecimiento mundial previsto para la primera mitad de esta década va camino de ser el más bajo en 30 años, la realidad es que las expectativas de crecimiento apenas se han movido durante los últimos doce meses (gráfico 4) aunque con matices. En Estados Unidos, el crecimiento sigue revisándose al alza mientras que en Europa la dinámica es la contraria. Esta divergencia neutralizaría el impacto sobre el crecimiento mundial si no fuera porque las previsiones de crecimiento para China han ido mejorando debido a la expectativa de nuevos impulsos fiscales y monetarios que ayuden al país a volver a crecer por encima del objetivo marcado. Pese a la divergencia y a la posible tendencia futura, no hay que perder de vista que las cifras en todos los casos (Estados Unidos, Eurozona, China y Mundial) son positivas por lo que como comentábamos anteriormente, los economistas tampoco esperan una recesión para este año.

Prácticamente en la misma situación se encuentran las expectativas de inflación (gráfico 5) dado que los niveles esperados a comienzos del año 2024 son muy similares a los que esperábamos ya hace un año. La posibilidad de que la inflación no baje tanto como se espera es uno de los grandes riesgos de este próximo año dado que su evolución condiciona mucho la correlación entre la renta variable y la renta fija. Además, el escenario de consenso de un aterrizaje suave de la economía no casa muy bien con una inflación que siga bajando al mismo ritmo que lo ha hecho ahora y mucho menos con un mercado de empleo que sigue siendo muy sólido tanto en Europa como en Estados Unidos.

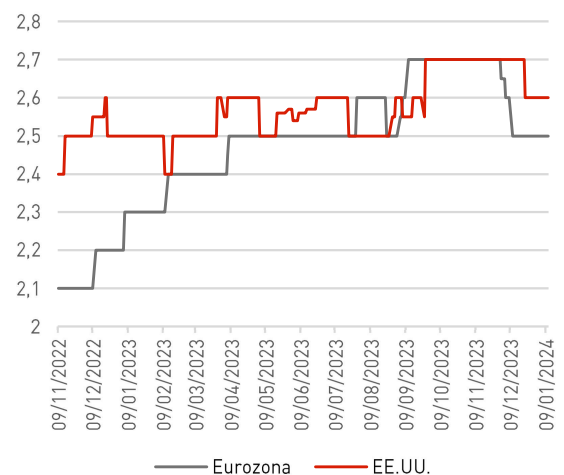
**Gráfico 3: Nº Recortes descontados por el mercado**



**Gráfico 4: Evolución Expectativas Crecimiento 2024**



**Gráfico 5: Evolución Previsiones Inflación 2024**



### Condiciones Financieras: tipos reales y liquidez

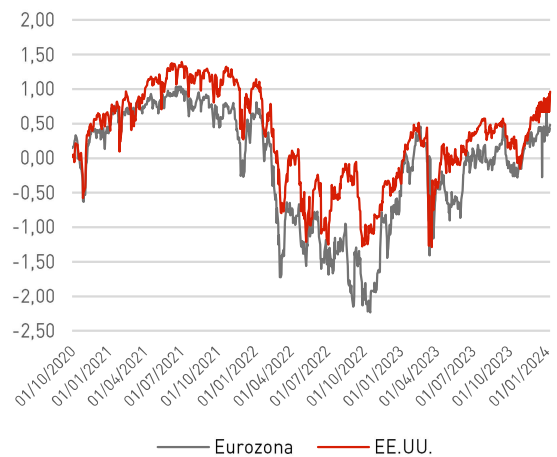
Prácticamente sin haber recortado aún los tipos de interés, los distintos indicadores de condiciones financieras apuntan a una relajación de la misma proporción que durante la época post-pandemia (gráfico 6). Ha bastado solo con esperar que los tipos van a bajar más pronto que tarde para que las condiciones financieras hayan borrado de un plumazo todo el endurecimiento monetario provocado por la abrupta y vertiginosa subida de tipos llevada a cabo por los diferentes Bancos Centrales en el último año y medio. Este movimiento sin lugar a dudas choca de nuevo con la expectativa de recortes abultados de tipos de interés y uno de los riesgos que prevemos al menos durante el primer trimestre. Otro factor que explica en parte el cambio en las condiciones financieras han sido los tipos de interés reales: la caída en los tipos de interés nominales de más de 100 puntos básicos durante los dos últimos meses ha provocado un descenso importante en los tipos de interés reales (calculados como la diferencia entre la tir a 10 años y las expectativas de inflación a 10 años) tal y como se puede apreciar en el gráfico 7. Y por último pero no menos importante, la liquidez ha vuelto a terreno neutral tras unos meses en los que los Bancos Centrales drenaban base monetaria de forma abultada (gráfico 8). Esto sin lugar a dudas es bastante positivo para los activos de riesgo aunque si los Bancos Centrales retrasan los recortes de tipos, la liquidez podría volver a contraerse.

### Conclusión

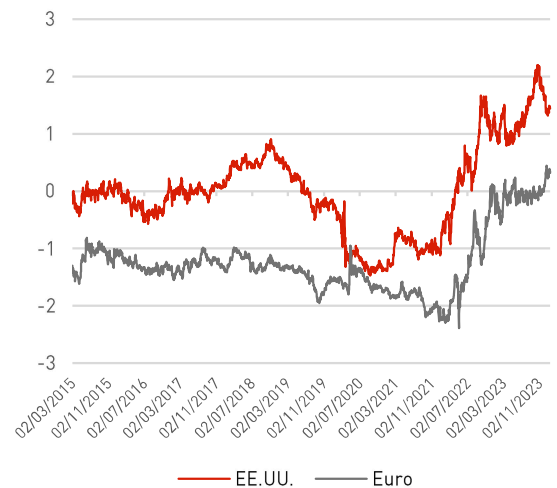
La situación es prácticamente la misma que teníamos a cierre de Noviembre solo que con el comienzo del nuevo año, los marcadores *vuelven a cero* por "el efecto calendario". A pesar de algo de moderación en estos primeros días de Enero, las expectativas del mercado siguen siendo algo incoherentes: por un lado, las bajadas de tipos descontadas son producto de un optimismo que parece excesivo y que solo se corresponderían con un apoyo inequívoco por parte de los Bancos Centrales al mercado. En ningún caso dichos recortes de tipos estarían justificados en estos momentos desde el punto de vista de la inflación y el crecimiento por lo que alguno de los tres elementos debería corregir.

De cómo se produzca esa corrección dependerá el movimiento del mercado pero, al igual que otros años, este nuevo escenario se establecería a lo largo del primer trimestre por lo que puede resultar en unos primeros meses de año muy volátiles. A todo ello hay que sumar un alto número de procesos electorales que se producirán en los próximos meses, que si bien no tiene sentido invertir en base a sus posibles resultados, supondrán un elemento extra de ruido en el mercado.

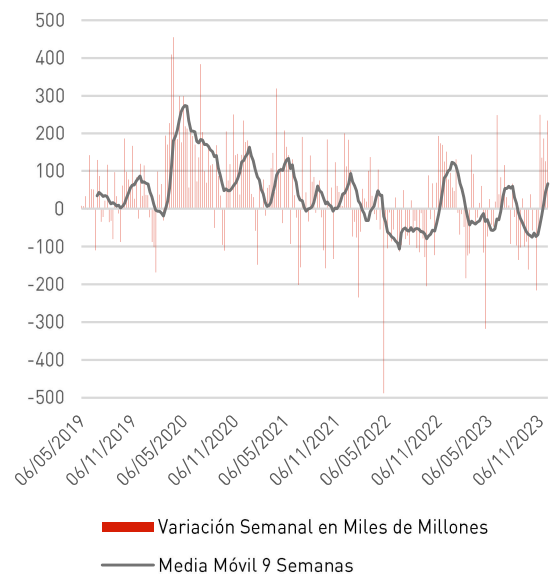
**Gráfico 6: Índice de Condiciones Financieras**



**Gráfico 7: Evolución Tipos Reales**



**Gráfico 8: Base Monetaria conjunta de la FED y BCE**



## Tabla Rentabilidades Índices Globales

Renta Variable (Moneda Local)		29/12/2023	Diciembre	2023
MSCI WORLD	GLOBAL	3.169,2	4,81%	21,77%
S&P 500	EE.UU.	4.769,8	4,42%	24,23%
NASDAQ 100	EE.UU.	16.825,9	5,51%	53,81%
Russell 2000	EE.UU. (Pequeñas Compañías)	2.027,1	12,05%	15,09%
Euro Stoxx 50	Europa	4.521,4	3,17%	19,19%
Stoxx 600	Europa	479,0	3,77%	12,73%
IBEX 35	España	10.102,1	0,44%	22,76%
FTSE MIB	Italia	30.351,6	2,07%	28,03%
DAX	Alemania	16.751,6	3,31%	20,31%
CAC 40	Francia	7.543,2	3,18%	16,52%
FTSE 100	Reino Unido	7.733,2	3,75%	3,78%
MSCI AC ASIA PACIFIC	ASIA	169,4	4,41%	8,76%
NIKKEI 225	Japón	33.464,2	-0,07%	28,24%
HANG SENG	Hong Kong	17.047,4	0,03%	-13,82%
CSI 300	China	3.431,1	-1,86%	-11,38%
KOSPI	Korea	2.655,3	4,73%	18,73%
Nifty 50	India	21.731,4	7,94%	20,03%
MSCI EM LATIN AMERICA	LATAM	2.662,8	7,74%	25,11%
BRAZIL IBOVESPA	Brasil	134.185,2	5,38%	22,28%
S&P/BMV IPC	México	57.386,3	6,15%	18,41%
MSCI EM	EMERGENTES GLOBAL	1.023,7	3,71%	7,04%

Factores		29/12/2023	Diciembre	2023
MSCI World Value	Estilo Valor	3.371,7	5,24%	8,67%
MSCI World Growth	Estilo Crecimiento	4.610,5	4,40%	35,95%
MSCI World Quality	Calidad	3.503,6	4,84%	30,68%
MSCI World Dividendo	Alto Dividendo	1.420,8	4,15%	6,04%
MSCI World Baja Volatilidad	Baja Volatilidad	4.583,6	2,64%	7,42%
MSCI World Pequeñas Compañías	Pequeñas Compañías	528,6	9,48%	13,78%

Tipos Curvas Globales en % (variaciones en pbs)		29/12/2023	Variación Mes	Variación 2023
US Govt 10 Yr	EE.UU.	3,88%	-44,73	0,43
US Govt 2 Yr	EE.UU.	4,25%	-43,03	-17,59
Pendiente Curva 10Y-2Y		-37,08		
Alemania Gov 10Y	Alemania	2,02%	-42,30	-54,70
Alemania Govt 2Y	Alemania	2,40%	-41,20	-36,00
España Govt 10Y	España	2,99%	-47,90	-67,00
España Govt2Y	España	2,97%	-33,40	3,90
Prima Riesgo Esp-Ale 10Y		96,9		
Italia Govt 10Y	Italia	3,70%	-53,10	-101,50
Diferenciales Investment Grade	EE.UU.	98,50	-4,76	-32,81
Diferenciales Investment Grade	Europa	137,33	-8,73	-31,80
Diferenciales High Yield	EE.UU.	385,14	-34,56	-99,06
Diferenciales High Yield	Europa	330,86	-24,68	-80,76
Diferenciales AT1	Europa	431,99	-46,26	-70,19
Diferenciales MBS	EE.UU.	47,00	-9,00	-4,00

Índices Renta Fija		29/12/2023	Diciembre	2023
Deuda Pública	Global	202,3	4,30%	4,18%
Deuda Pública	EE.UU.	2.277,1	3,37%	4,05%
Deuda Pública	Europea	241,4	3,65%	7,13%
Corporativa	EE.UU.	3.221,1	4,34%	8,52%
Corporativa	Europea	246,3	2,73%	8,19%
High Yield	EE.UU.	1.590,0	3,67%	13,44%
High Yield	Europeo	343,8	2,88%	11,99%
Bonos Inflación	Global	335,7	4,44%	5,77%
Deuda Subordinada	Europea	288,9	2,95%	9,60%

Divisas (Vs Euro) y Materias Primas		29/12/2023	Diciembre	2023
	USD	1,104	1,39%	3,12%
	GBP	0,867	0,51%	-1,84%
	YEN	141,040	-4,83%	7,57%
	Crudo Brent	77,04	-6,99%	-10,32%
	Oro	2062,98	1,30%	13,10%
	Gas Natural	32	-21,98%	-56,82%

## Datos Macro Publicados en el mes

<b>País/Región</b>	<b>Indicador</b>	<b>Período</b>	<b>Dato</b>	<b>Estimado</b>	<b>Anterior</b>	
<b>Eurozona</b>	<b>PMI Manufacturero</b>	<b>Diciembre</b>	44,4	44,2	44,2	
	<b>PMI Servicios</b>	<b>Diciembre</b>	48,8	48,1	48,1	
	<b>Desempleo</b>	<b>Noviembre</b>	6,4%	6,5%	6,5%	
	<b>Índice Precios Producción (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	-8,8%	-8,6%	-9,4%	
	<b>Producción industrial (Interanual)</b>	<b>Octubre</b>	-6,6%	-4,6%	-6,9%	
	<b>Ventas Minoristas (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	-1,1%	-1,5%	-0,8%	
	<b>Inflación (Interanual)</b>	<b>Diciembre</b>	2,9%	2,9%	2,4%	
	<b>Inflación Subyacente</b>	<b>Diciembre</b>	3,4%	3,4%	3,6%	
<b>EE.UU.</b>	<b>ISM Manufacturero</b>	<b>Diciembre</b>	47,4	47,1	46,7	
	<b>ISM Servicios</b>	<b>Diciembre</b>	50,6	52,5	52,7	
	<b>Nóminas no agrícolas</b>	<b>Diciembre</b>	216.000	175.000	173.000	
	<b>Desempleo</b>	<b>Diciembre</b>	3,7%	3,80%	3,70%	
	<b>Salarios (Interanual)</b>	<b>Diciembre</b>	4,10%	3,90%	4,00%	
	<b>NFIB Optimismo PYMES</b>	<b>Diciembre</b>	91,9	91,0	90,6	
	<b>Inflación (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	3,1%	3,1%	3,2%	
	<b>Inflación Subyacente (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	4,0%	4,0%	4,0%	
	<b>PCE (Deflactor Consumo)</b>	<b>Noviembre</b>	2,6%	2,8%	2,9%	
	<b>PCE Subyacente (Deflactor Consumo)</b>	<b>Noviembre</b>	3,2%	3,3%	3,4%	
	<b>Índice Precios Producción (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	0,9%	1,0%	1,2%	
	<b>Producción industrial (mensual)</b>	<b>Noviembre</b>	0,2%	0,3%	-0,9%	
	<b>Ventas Minoristas (mensual)</b>	<b>Noviembre</b>	0,4%	0,2%	0,0%	
	<b>U.Michigan</b>	<b>Diciembre</b>	69,7	69,4	69,4	
	<b>Conference Board</b>	<b>Diciembre</b>	110,7	104,5	101,0	
	<b>NAHB Housing Market</b>	<b>Diciembre</b>	37,0	37,0	34,0	
	<b>Job Openings (JOLTs)</b>	<b>Noviembre</b>	8,79Millones	8,82Millones	8,85Millones	
	<b>China</b>	<b>Caixin PMI Servicios</b>	<b>Diciembre</b>	52,9	51,6	51,5
		<b>Caixin PMI Manufacturero</b>	<b>Diciembre</b>	50,8	50,3	50,7
		<b>Exportaciones (Interanual)</b>	<b>Diciembre</b>	2,3%	1,5%	0,5%
<b>Importaciones (Interanual)</b>		<b>Diciembre</b>	0,2%	-0,5%	-0,6%	
<b>Producción industrial (Interanual)</b>		<b>Noviembre</b>	6,6%	5,7%	4,6%	
<b>Inflación (Interanual)</b>		<b>Diciembre</b>	-0,3%	-0,4%	-0,5%	
<b>Índice Precios Producción (Interanual)</b>		<b>Diciembre</b>	-2,7%	-2,6%	-3%	
<b>Ventas Minoristas (Interanual)</b>		<b>Noviembre</b>	10,1%	12,5%	7,6%	
<b>España</b>	<b>PMI Servicios</b>	<b>Diciembre</b>	51,5	51,2	51,0	
	<b>PMI Manufacturero</b>	<b>Diciembre</b>	46,2	46,3	46,3	
	<b>Producción industrial (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	0,8%		-1,4%	
	<b>Ventas Minoristas (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	5,7%		4,5%	
	<b>Índice Precios Producción (Interanual)</b>	<b>Noviembre</b>	-7,4%		-7,7%	
	<b>Inflación (Interanual)</b>	<b>Diciembre</b>	3,1%	3,2%	3,2%	
	<b>Inflación Subyacente (Interanual)</b>	<b>Diciembre</b>	3,8%		4,5%	
	<b>Paro Registrado</b>	<b>Noviembre</b>	-27.400		-24.600	