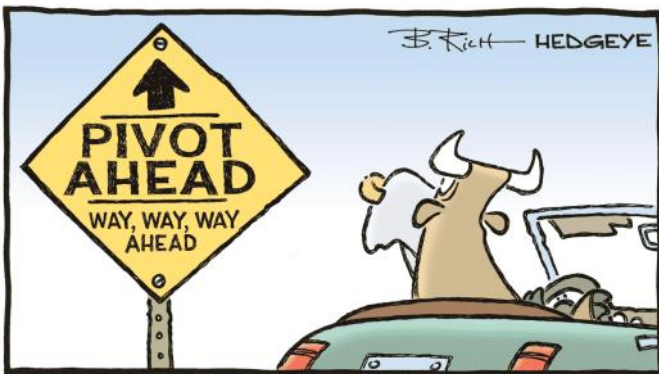


Presentación

Inflación ha sido quizá la palabra más repetida de 2022 y posiblemente en este 2023 seguirá siendo uno de los principales focos de interés para los inversores, aunque rivalizará con otra de las grandes preocupaciones económicas, que es la recesión. En este informe analizamos el presente y posibles escenarios futuros de ambas variables, así como la influencia de otros temas, como la guerra de Ucrania, que está a punto de cumplir su primer año sin, de momento, señales de resolverse.

Evolución de mercado

La gran preocupación del 2022 ha sido la inflación desbocada, provocada en primera instancia por una “alegría” consumista después de muchos meses con movilidad restringida, que además permitió un aumento del ahorro del ciudadano. Junto a ese fuerte tirón de la demanda, la guerra de Ucrania terminó por disparar el precio de dos importantes productos, con especial perjuicio para Europa, como es el precio de la energía, de la cual Rusia es uno de los principales productores, y trigo, del que Ucrania abastecía a gran parte de Europa y África y que, en algunas regiones, se ha visto problemas de suministro.

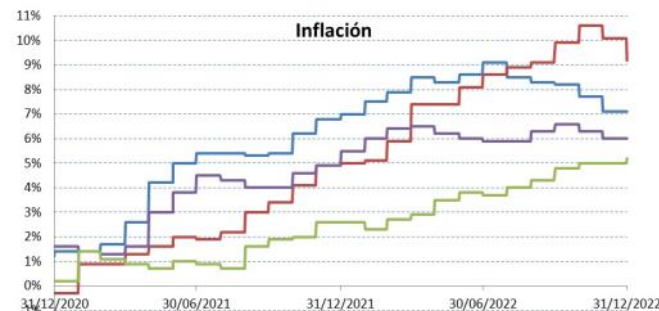


Los bancos centrales, conocedores de lo perjudicial que es la inflación para la economía, han actuado rápidamente para contenerla, siendo especialmente activo el estadounidense, la FED, que durante el año ha subido los tipos en 425 pb. La inflación general americana marcó máximos en verano, y desde entonces los analistas discuten el punto máximo a alcanzar por los tipos de interés antes de comenzar a bajar, el famoso “pivot”, aunque cabe destacar que Powell en sus declaraciones no muestra preocupación por la economía. Prefiere pasarse de frenada en las subidas aunque eso pueda provocar una recesión más profunda a quedarse corto y enquistar la subida de precios. El mercado descuenta subidas de tipos hasta el 5/5,25% y, lo más preocupante, se mantendrían en esa zona durante todo 2023.

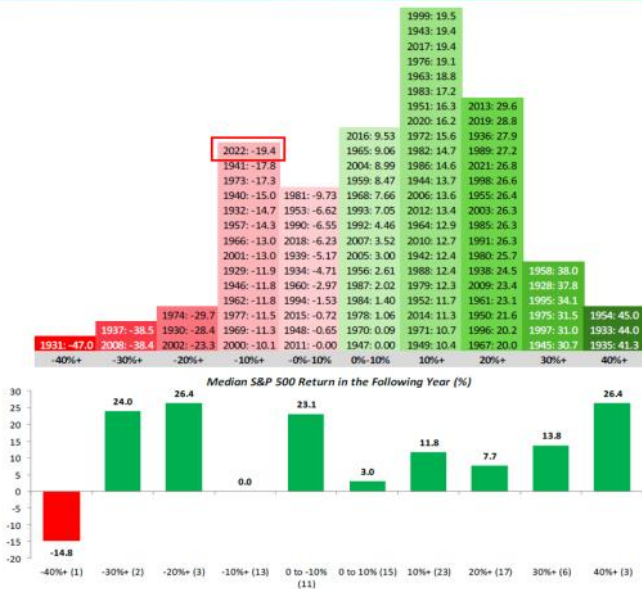
La economía, aunque sigue fuerte en cuanto a empleo, empieza a mostrar algunos indicadores de desaceleración, que veremos si terminan en la temida recesión. La curva de tipos lleva un tiempo invertida en la práctica totalidad de periodos y con una gran profundidad, cuestión que en otros periodos del pasado ha implicado recesión económica. Las casas de análisis se debaten entre si habrá o no recesión (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB) y aunque la historia dice que debería haberla, no existe consenso al respecto.

En la Zona Euro, la situación es más compleja. La inflación tardó más en aparecer que en Estados Unidos, pero ha alcanzado niveles superiores, muy próxima al 11%, fruto del mayor impacto de la subida de precios de las materias primas por la guerra de Ucrania. Los fundamentos económicos de muchas regiones, en especial la periferia, están muy deteriorados, tanto por la elevada deuda, como por la compresión de márgenes por el aumento de costes en las empresas. Esto hace que el BCE esté atado de pies y manos para frenar la inflación, encontrándose en el difícil equilibrio de subir tipos pero dañando lo mínimo posible el crecimiento.

Los tipos de interés de largo plazo están en niveles no vistos en más de una década y la subida que hemos visto en los últimos meses en ambos lados del Atlántico ha sido tan rápida que ha provocado que 2022 haya sido uno de los peores años para una cartera de renta fija desde que tenemos series históricas.



S&P 500 Annual Returns & Average Return in the Following Year: 1928 - 2022

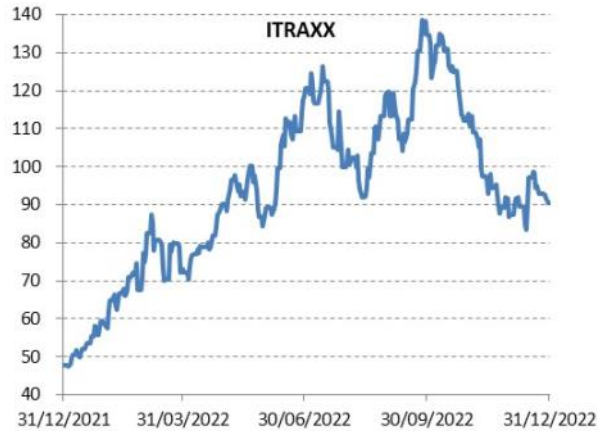


Por el lado de la renta variable, desde 1928, el S&P's 500 solo se ha obtenido peor rentabilidad en 6 años, dando reflejo de la complicada situación actual. A pesar de ello, mirando al futuro, únicamente en la Gran Depresión, la II Guerra Mundial, la crisis del petróleo de 1970 y el la crisis Puntocom, el S&P's 500 ha acumulado dos años de rentabilidad negativa, lo que puede dar cierta esperanza de recuperación. La rápida subida de tipos de interés ha perjudicado a las empresas muy endeudadas o que todavía no han conseguido ser rentables, afectando de lleno al sector tecnológico, cuyo índice Nasdaq se deja un 32% en el año, acumulando un gran número de empresas descensos superiores al 50%. En el lado contrario, el sector energético ha vivido un boom como hacia años no se veía, con los combustibles fósiles tirando fuertemente y situando a muchas de las empresas del sector en máximos históricos. Esto ha llevado a tipologías de inversión tipo "value" a reavivar el interés después de muchos años a la sombra del "growth", con altos niveles de rentabilidad que le han permitido superar también a los propios índices globales.

1. MERCADOS DE RENTA FIJA

El discurso agresivo de los bancos centrales y de Lagarde concretamente ha vuelto a generar temor entre los inversores a un alza de tipos por encima de lo descontado, llevando nuevamente a los principales emisores europeos a situarse por encima de los máximos alcanzados en octubre, aunque algunos más "estresados" como los italianos todavía tienen recorrido. El bono español recupera con fuerza, 71 pb en el mes para acabar en el 3,65%, mientras que el alemán también aumenta, al 2,57%, aunque la prima de riesgo se mantiene en 108 pb, 7 pb por encima de donde se situaba el mes anterior.

Por el lado corporativo, pocas variaciones, con unos inversores que empiezan a discriminar en el riesgo del emisor. El índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, disminuye en 1 pb en el mes, lejos de los máximos de septiembre en 138 pb.



Mercado	Índice	Rent. Diciembre	Rent. 2022
Gobierno	Deposito 1 día	0,00%	-0,15%
Gobierno	Deposito 1 año	-0,19%	-2,62%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,85%	-4,82%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-2,05%	-9,95%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-3,23%	-14,34%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,95%	-5,32%
Gobierno	Español 3-5 años	-2,16%	-9,91%
Gobierno	Español 5-7 años	-3,15%	-14,24%
Gobierno	Americano 3-5 años	-0,24%	-7,77%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	-0,33%	-5,28%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	-1,07%	-11,33%
Corporativo	ML Europeo	-1,62%	-13,94%
Corporativo	Americano 3-5 años	-0,07%	-9,40%
Corporativo	High Yield Europeo	-0,88%	-11,13%
-	Emergentes	0,85%	-15,26%

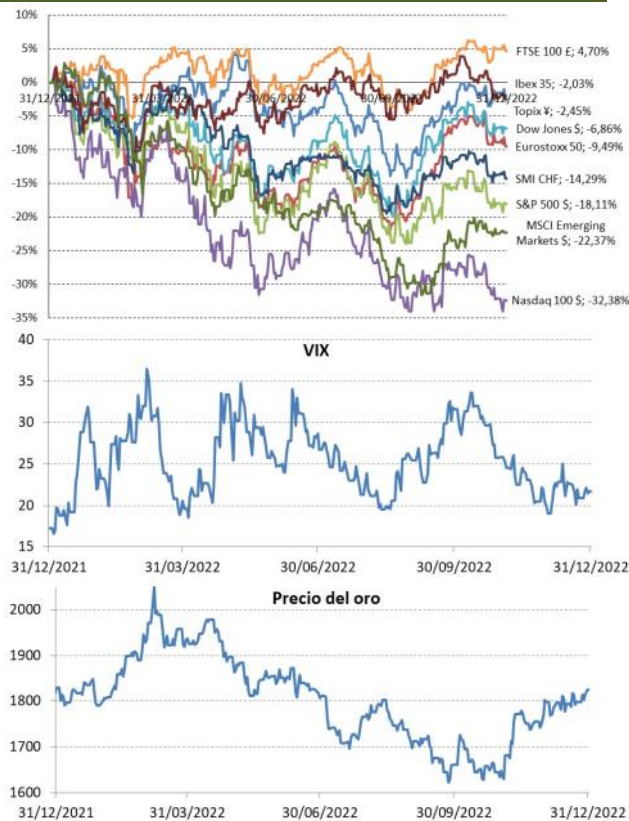
En esta situación, los índices de renta fija vuelven a caer con fuerza en la practica totalidad de los segmentos, siendo especialmente dura la caída en gobiernos.

La deuda pública española registra rentabilidades similares a la europea en todos los plazos, con los más largos como el 5 - 7 años dejándose más de un 3% en el mes y acumulando pérdidas en el año superiores al 14%, respectivamente. En el lado corporativo, también caídas, con el largo plazo perdiendo un 1,62% en el mes y un 14% en el año en el mismo plazo. El mercado emergente es el único en positivo en el mes, favorecido por la depreciación del dólar, revalorizándose un 0,85%, aunque en el año es el peor, con minusvalías del 15,26%. Por su parte, el high yield aguanta algo mejor, perdiendo un 0,88% en el mes y un 11,13% en el año. Los índices americanos planos, descenso del 0,24% en el índice de gobiernos y del 0,07% en el corporativo, acumulando en el año pérdidas del 7,77% y 9,40% respectivamente.

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Diciembre	Rent. 2022
España	Ibex 35	-1,32%	-2,03%
Europa	Eurostoxx 50	-4,27%	-9,49%
EE.UU.	S&P 500	-5,76%	-18,11%
EE.UU.	Nasdaq 100	-9,01%	-32,38%
EE.UU.	Dow Jones	-4,09%	-6,86%
Reino Unido	FTSE 100	-1,49%	4,70%
Suiza	SMI	-3,58%	-14,29%
Japón	Topix	-4,57%	-2,45%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	-1,64%	-22,37%

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



Caídas generalizadas en la practica totalidad de los índices mundiales tras el tono duro mostrado por los bancos centrales cuando el mercado venia descontando desde octubre cierta relajación en las políticas monetarias derivadas de un posible “pico” en los datos de inflación.

En esta situación, todos los índices claramente en negativo, destacando al tecnológico Nasdaq 100 con caídas del 9%, seguido del resto de índices americanos como el S&P’s 500 que se deja cerca de un 6%. En el lado opuesto, el Ibex 35, FTSE 100 o el emergente, con una descensos cercanos al 1,5%, propiciado en este último caso por la reciente debilidad del dólar.

En el acumulado del año, solo el FTSE 100 en positivo, por el efecto positivo de las materias primas en la composición del índice, seguido por el Ibex 35, apoyado en el elevado peso del sector bancario o el Topix, con el BoJ como uno de los pocos bancos centrales que mantiene políticas monetarias expansivas. Sin embargo, USA entre los peores, con caídas en el mercado tecnológico del 32% o del S&P’s 500 del 18%.

A pesar de esta última caída, la volatilidad se ha reducido significativamente, con el índice VIX cerrando próximo a los 20 puntos, muy lejos de los máximos del año. El oro rebota, muy ligado a la evolución del dólar, volviendo a situarse por encima de los 1.800\$ la onza. El mercado necesita de nuevos argumentos para subir, especialmente el americano, que tras años de liderazgo parece perder atractivo frente a Europa o China. El temor a que los tipos altos contraigan el gasto y provoquen una recesión es manifiesto y los inversores esperan los resultados empresariales en las próximas semanas para tener algo de visibilidad. China aporta algo de esperanza, ante una reapertura económica tras dos años de encierro por el Covid puede traer algo de crecimiento al resto del mundo mientras que Europa, más volcada en la “vieja” economía, ve con algo más de optimismo los próximos meses. No existe un consenso claro entre economistas sobre que nos traerá este 2023 y como siempre, habrá que estar muy atento a que nos van deparando los datos mes tras mes para tratar de ajustar las carteras de la mejor forma posible.

3. MERCADOS DE DIVISAS

Las divisas están siendo un claro ejemplo de que el mercado suele moverse como un péndulo, con el dólar apreciándose fuertemente hasta mediados de septiembre, prácticamente un 19% anual frente al euro. El cruce llegó a situarse por debajo de la paridad, debido la restrictiva política monetaria americana para combatir la inflación, para en el último trimestre del año iniciar un viaje a la inversa que le ha llevado a devolver prácticamente un 10% de todo el recorrido.



Div / Eur	Rent. Diciembre	Rent. 2022
DÓLAR	-2,79%	6,23%
LIBRA	-2,52%	-5,05%
YEN	2,36%	-6,75%
FRANCO SUIZO	-0,59%	4,78%
YUAN	-0,43%	-1,82%

En diciembre, únicamente el yen se aprecia frente al euro, un 2,36%. El resto de divisas se deprecian frente al euro, siendo las mayores variaciones las del dólar y la libra, con retrocesos del 2,79% y 2,52% respectivamente.

En el año, las variaciones han sido más estrechas de lo que cabía esperar en septiembre, con el dólar y franco suizo apreciándose un 6,23% y 4,78% respectivamente, mientras que el yen y la libra se deprecian por encima del 5%.

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*	Diciembre	2022	
Defensivo	0,91%	-1,86%	-9,91%	4,58%
Moderado	2,05%	-2,22%	-9,67%	5,93%
Agresivo	3,48%	-2,74%	-9,76%	6,88%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Diciembre es un reflejo de lo que ha sido un año muy negativo para los tres perfiles de inversión, con todos los activos invertidos en rentabilidades muy negativas, destacando el mal año de la renta fija, activo que se suele considerar "refugio" ante la volatilidad.

En este escenario, en el mes, el perfil agresivo pierde un 2,74%, seguido por el perfil moderado con un -2,22% y el defensivo, con un 90% de exposición a renta fija, dejándose un 1,86%.

Con el mal dato de diciembre, en el año los tres perfiles obtienen muy mala rentabilidad y muy pequeñas diferencias, todos dentro de una horquilla del 0,5%, aunque consiguen evitar descensos de doble dígito al situarse por muy poco por encima del -10%.

La volatilidad interanual se mantiene en niveles muy elevados, aumentando en la parte baja de la horquilla al 4,58% para el perfil defensivo y manteniéndose en el 6,88% para el agresivo.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles es baja, entre el 0,91% y 3,48%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,6% anual. Estas rentabilidades, con los elevados niveles de inflación, dejan unas pírricas rentabilidades reales en las carteras de los tres perfiles, situándose incluso en negativo para el perfil más defensivo.

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



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