



Informe de tendencias iCapital 2024

**Riesgos y oportunidades
para los mercados financieros.**

INTRODUCCIÓN

Un año más, los mercados financieros muestran un horizonte cambiante, plagado de desafíos y que ofrece a los inversores un entorno de inversión difícil de afrontar. Realmente siempre es así, pero sucede que, esta vez, nos encontramos ante diversas situaciones casi binarias:

- ▶ Llegará la recesión tantas veces anunciada por analistas; o tendremos un aterrizaje suave de las economías occidentales.
- ▶ Inflación definitivamente controlada; o riesgo de retorno de los repuntes en los índices de precios.
- ▶ Después del ciclo de subidas más intenso de la Historia, cambio de ciclo en las políticas de tipos de interés de los bancos centrales; o mantenimiento durante largo tiempo de tipos altos o incluso ulteriores subidas.
- ▶ Grandes empresas tecnológicas alcanzando máximos históricos en sus cotizaciones y continuación de esta tendencia; o bien una fuerte corrección por precios excesivos en Bolsa, considerando sus beneficios futuros.
- ▶ Salida definitiva de China de su aletargamiento, tras la pandemia; o perpetuación de un crecimiento débil amenazado permanentemente por sus sectores más problemáticos como el inmobiliario.
- ▶ Tensiones geopolíticas que se van atemperando; o riesgo creciente de tensión por implicación de nuevos jugadores (Irán en Oriente Próximo, por ejemplo).

Podríamos citar más, pero creemos que son suficientes argumentos como para mantener la prudencia inversora en el año 2024.

En iCapital trabajamos, apoyados por nuestro Comité de Inversiones, para tratar de identificar correctamente todos estos riesgos y encontrar las mejores oportunidades y estrategias de inversión para nuestros clientes.

Con este informe queremos compartir nuestra visión a la hora de prever cuáles serán los próximos movimientos de los mercados financieros, de cara a la primera mitad de 2024.

¿UN NUEVO PANORAMA O REPETICIÓN DEL PASADO?

Mirando tanto la macro como la micro, en iCapital seguimos con la misma visión de los últimos meses sobre la economía:

- ▶ Pensamos que se está retrasando el efecto de todas las medidas de la FED (reducción de balance y subidas de tipos de interés especialmente), principalmente debido a las grandes ayudas fiscales que se han producido después de la pandemia.
- ▶ En el pasado, siempre que los bancos centrales han hecho estos movimientos de subida de tipos, ha ocurrido lo mismo: siempre parecía un *soft landing* (aterrizaje suave de la economía), hasta que luego se empezaban a notar los efectos del *tightening* (políticas monetarias restrictivas).

Veremos qué ocurre esta vez. En iCapital seguimos confiando en el posicionamiento que veníamos manteniendo desde mitad del año 2023, consistente en estar positivo en renta fija, muy buen perfil de rentabilidad/riesgo versus la renta variable.



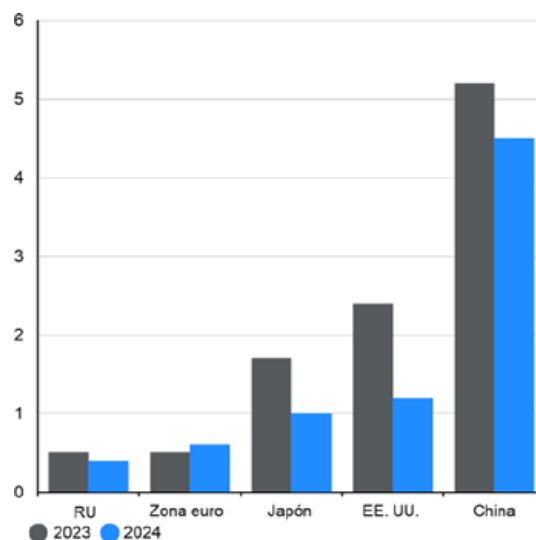
PERSPECTIVA ECONÓMICA MUNDIAL: EL FOCO EN EEUU, EN LA EUROZONA Y EL MUNDO EMERGENTE EN CHINA/INDIA Y, POR SUPUESTO, EN LA INFLACIÓN

- ▶ La economía de EEUU mostró una notable resistencia en 2023, evitando la recesión que se preveía a principios de año. La flexibilidad de su economía, el dinamismo de su mercado laboral (en pleno empleo hace años) y la ayuda del ahorro acumulado por muchos hogares tras la pandemia, incrementaron la resiliencia de la evolución económica estadounidense que, en teoría, debería haberse visto más penalizada por las mayores subidas de tipos (en magnitud y en velocidad) de la Historia.

La inflación se desaceleró y se impuso un discurso de tipos de interés “más altos durante más tiempo”, con rendimientos reales positivos que devolvieron la competencia de capital a los mercados.

- ▶ En la zona Euro (ver gráfico abajo), **bordeamos la recesión** desde el último trimestre de 2022, estando probablemente Alemania en estos momentos en recesión técnica, aunque sea de manera milimétrica.
- ▶ Resumiendo: hemos visto algo de debilidad, pero muy leve, dado lo restrictivo de las políticas monetarias: el *quantitative tightening* y la fortísima subida de tipos. Pensamos que es pronto para dar por bueno el “aterizaje suave”. Lo más probable es que la **demanda agregada continúe moderándose** y, con ello, se entre en recesión o bien, se mantenga un crecimiento por debajo del potencial durante varios trimestres más.

Previsiones de consenso sobre el crecimiento del PIB real en 2023 Índice de directores de compras (PMI) compuesto % de variación interanual

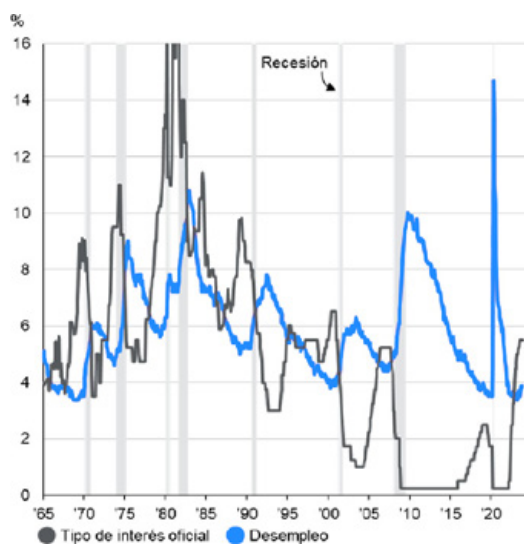


Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

- ▶ En EEUU, la renta disponible se ha estabilizado algo por debajo de la línea de tendencia de largo plazo. Sin embargo, la tasa de ahorro sigue siendo baja, lo que indica que se mantiene alta la propensión al consumo.

- ▶ Esta fortaleza se apoya en un mercado laboral extraordinariamente robusto. Tras el COVID, la demanda de trabajadores continuó al alza hasta principios de 2022 (gráfico abajo). Entre tanto, la fuerza laboral permanecía baja, pues muchos trabajadores que dejaron de trabajar durante el COVID optaron por no volver. Sin embargo, últimamente, la fuerza laboral está creciendo y se está cerrando el hueco entra la oferta y demanda de trabajadores.
- ▶ La reserva Federal espera que la tasa de paro acabe por subir hasta el 4,4% (desde el 3,8% actual), lo cual, necesariamente, representa un lastre para el crecimiento.

Tasa de desempleo y tipo de interés oficial en EEUU



Abandono de empleos y crecimiento salarial en EEUU



Fuente: LSEG Datastream, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., Reserva Federal, J.P. Morgan Asset Management. Banco de la Reserva Federal de Atlanta, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

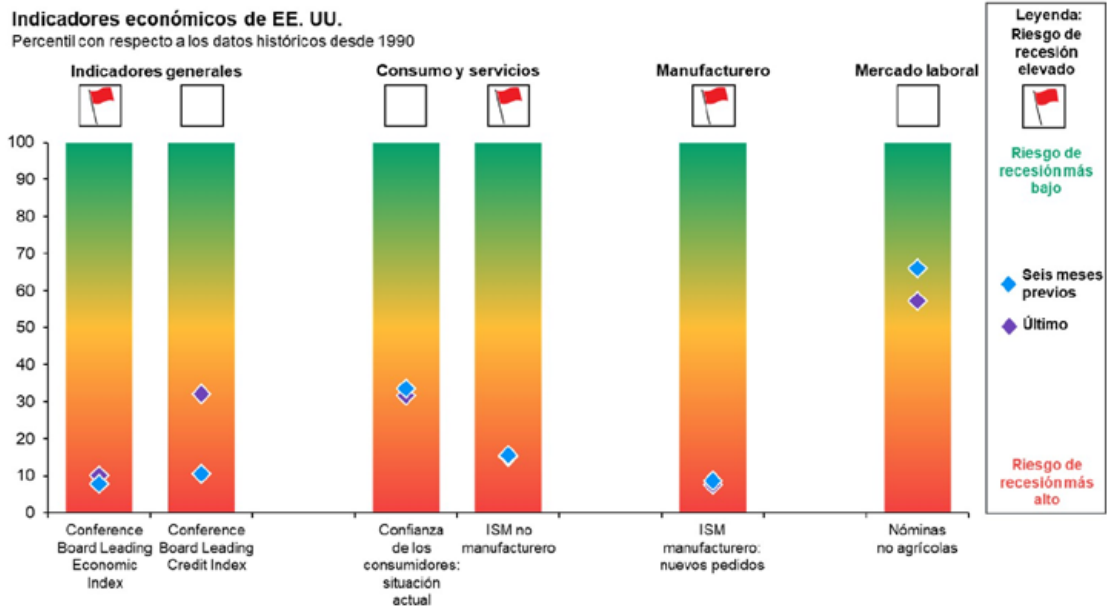
En Estados Unidos observamos que se mantiene una tendencia a la desaceleración económica, según los datos publicados de crecimiento económico, inflación y subida de tipos de interés

La confianza del consumidor ha mejorado, pero lo cierto es que se sitúa en niveles mínimos, en términos históricos. El estancamiento económico está cada vez más próximo, y un indicador como la caída de la actividad manufacturera así lo indica. Sin embargo, el sector servicios se sitúa en niveles

más elevados, pero los datos de actividad regionales también pronostican nuevas caídas.

Los efectos de las políticas monetarias de la FED no tienen un efecto inmediato, por lo que las previsiones apuntan a un empeoramiento de las condiciones financieras, que a su vez lastarán la actividad y conducirán a la cada vez más consensuada opinión de que entren en recesión.

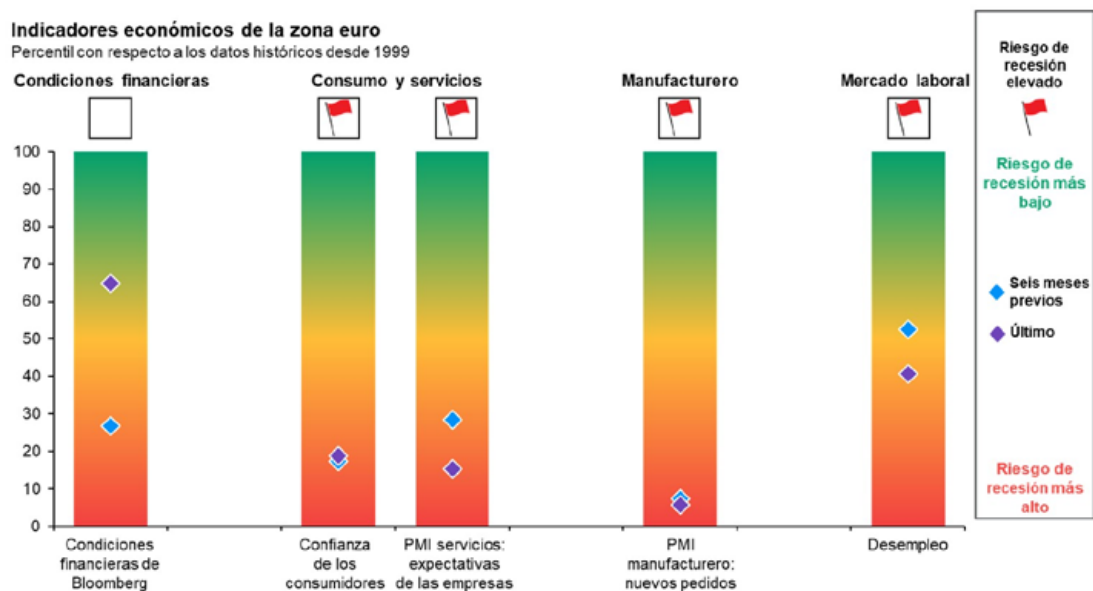
Indicador del estado de salud de la economía de EE. UU.



Fuente: Conference Board, ISM, LSEG Datastream, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

Pese a la fortaleza del consumo, los indicadores de confianza son flojos, tanto de empresarios como de consumidores. Esto se refleja en el gráfico de arriba para EE.UU. y en el de abajo para la zona Euro.

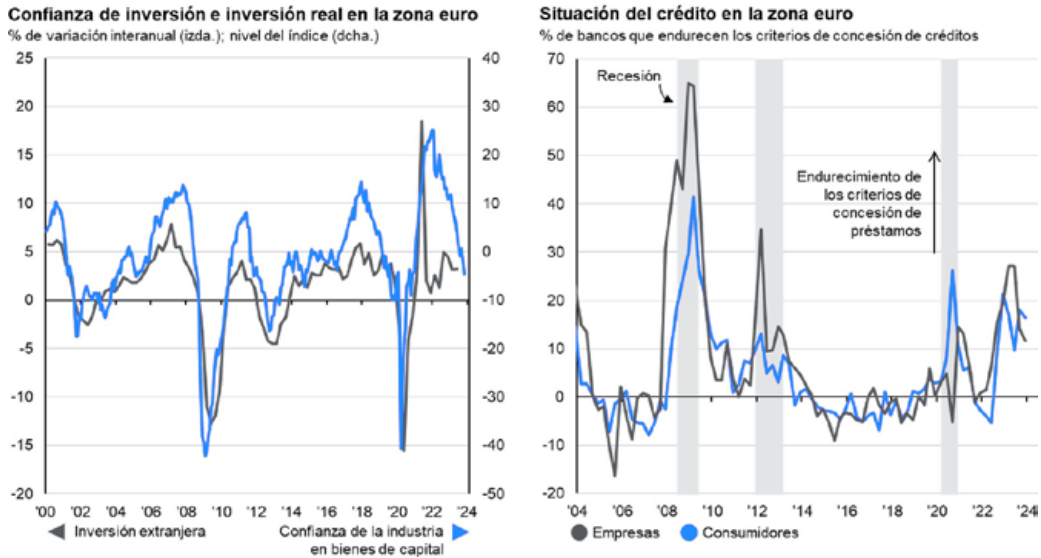
Indicador del estado de salud de la economía de la zona euro



Fuente: Bloomberg, Comisión Europea, Eurostat, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

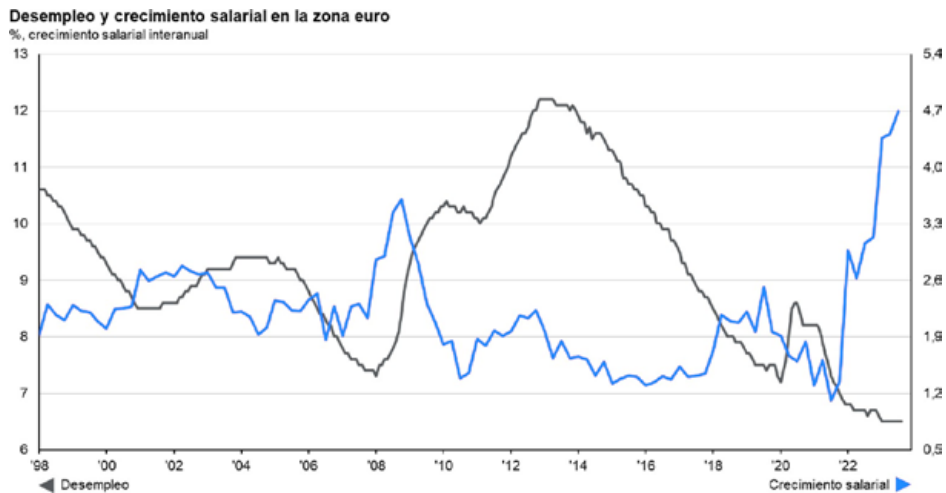
Los gráficos que se muestran a continuación reflejan, por un lado, la debilidad económica de la Zona Euro y, por otro, el buen comportamiento del empleo que apoya el mantenimiento de un crecimiento bajo pero sostenido.

Inversión empresarial y condiciones de concesión de créditos en la zona euro



Fuente: (Izda.) Eurostat, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La inversión extranjera se expresa en términos reales e incluye inversión tanto pública como privada. (Dcha.) BCE, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets - Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

Mercado laboral de la zona Euro



Fuente: Banco Central Europeo, Eurostat, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. El crecimiento salarial está basado en los salarios pactados. Guide to the Markets - Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

Esta atípica coexistencia de confianza baja y crecimiento fuerte (especialmente, en EEUU) podría ser explicada por las distorsiones provocadas por el COVID en los hábitos de consumo y la renta disponible. Si es así, no sería sorprendente que se vuelva a las pautas pre-COVID y la demanda experimente una caída sustancial.

¿QUÉ HA PASADO CON LA INFLACIÓN?

Para entender bien la dinámica inflacionista vivida, es imprescindible recordar sus orígenes:

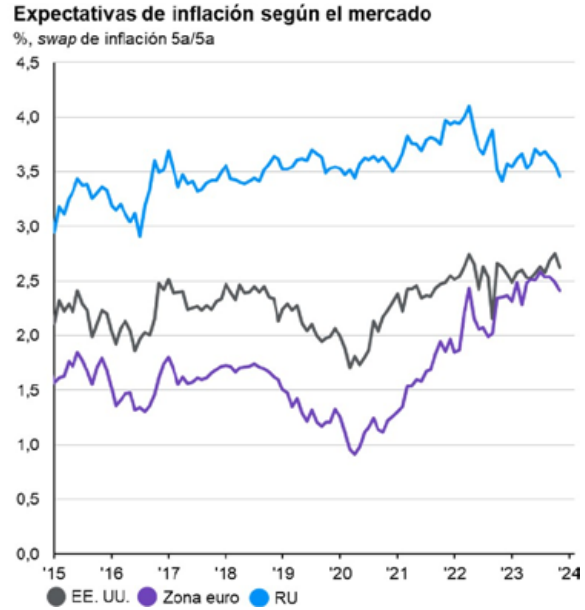
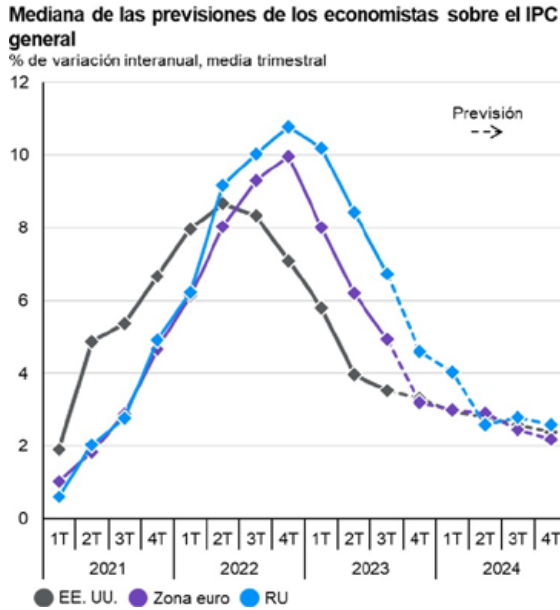
- **Por el lado de la oferta:** en 2021, las ineficiencias en las cadenas de suministro que se pusieron de manifiesto con el COVID y, posteriormente, la guerra en Ucrania, que afectó especialmente a energía y alimentos.
- **Por el lado de la demanda:** un repunte extraordinario en la demanda de bienes y servicios desde el sector público y privado, impulsado por las ayudas para paliar los efectos de los confinamientos.

- ▶ Tras una serie de subidas de tipos muy importantes, la inflación de demanda ha remitido.
- ▶ En los últimos meses, **la inflación subyacente se ha moderado**, si bien sigue claramente por encima de los objetivos.
- ▶ También bajan claramente otras medidas de inflación que utiliza la FED, en EEUU.
- ▶ Al mismo tiempo, el discurso de los bancos centrales ha logrado mantener controladas las expectativas de inflación: se espera que esté en 3,5, en un año; 2,5, en dos años; y 2,2, en cinco años.

Finalmente, China, en esta materia, está ayudando: la deflación del **índice de precios de producción (IPP)** chino se ha exportado al resto del mundo y probablemente ha contribuido a una **menor inflación del IPC** de bienes básicos en EE.UU.; parece que este fenómeno está asociado al **exceso de capacidad de China** en el sector industrial, dada la debilidad de la demanda interna y la ralentización de la demanda mundial.

- ▶ En la **zona Euro**, se observa el mismo fenómeno descrito para EEUU: una **moderación de la inflación subyacente** (línea azul oscura) y, recientemente, una caída más importante de la inflación general (línea azul clara), motivada por la fuerte corrección en los precios de alimentos y energía.
- ▶ La inflación general de la zona Euro cayó hasta un nivel preliminar del 2,4% interanual en noviembre. La energía continuó restando, ya que los precios de la energía en la actualidad son más favorables que los del invierno pasado. Por lo tanto, la inflación debería continuar moderándose en los próximos meses, gracias en parte a los efectos base favorables. Sin embargo, durante 2024 el efecto base será menos favorable, ya que los precios de la energía y los alimentos serán más bajos que en el año anterior.

Expectativas de inflación global



Fuente: (Izda.) Bloomberg, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., Eurostat, Oficina de Estadísticas Nacionales del Reino Unido, J.P. Morgan Asset Management. El IPC es el índice de precios al consumo. (Dcha.) Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

EL GIGANTE CHINO INMERSO EN UN CAMBIO DE MODELO ECONÓMICO HA SIDO SUPERADO POR INDIA

A principios de este año, India superó a China como el país más poblado. También le ha superado como país favorito de los inversores en mercados emergentes. Se espera que India crezca durante las próximas décadas, mientras que la población de China ha comenzado a contraerse, por lo que la demografía de ambos países es ahora muy distinta. Desde el punto de vista del mercado y del sentimiento de los inversores, las tendencias recientes han seguido el mismo camino.

En los últimos 20 años, la economía china ha evolucionado de un modelo basado en la inversión y las exportaciones a uno impulsado por el consumo, pero los problemas subyacentes del país siguen sin resolverse.

El índice MSCI China ha caído hasta su nivel más

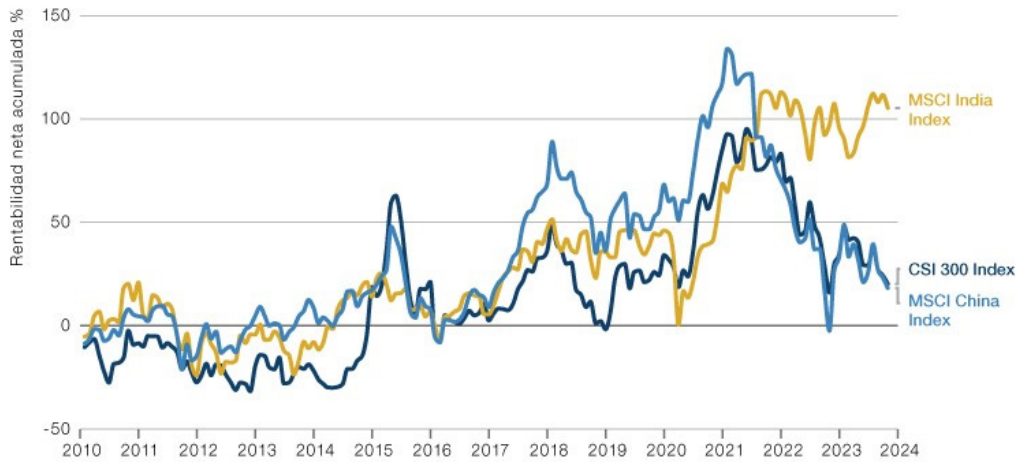
bajo del año, ya que los mercados se han enfrentado a la decepción por las políticas insuficientes, el continuo deterioro de los datos económicos y los retos del mercado inmobiliario chino. Ni siquiera la esperada reunión entre China y EE.UU. de los presidentes Xi Jinping y Joe Biden a principios de mes ha logrado disipar el pesimismo. El índice CSI 300 ha caído a pesar del reciente repunte de la renta variable global.

En cambio, India se ha convertido en los últimos años en uno de los países favoritos de los inversores. El auge de su mercado de renta variable refleja principalmente la fortaleza de la economía, con una clase media urbana que presume de una renta disponible cada vez mayor y una demografía joven preparada para apoyar un mayor crecimiento

to. Además, el gobierno indio ha estado promoviendo activamente las inversiones extranjeras para impulsar los lazos tecnológicos y el comercio.

corrección notable y que es bienvenida por el gobierno puesto que la caída de los precios de las viviendas facilitará el acceso a éstas a un mayor número de la población.

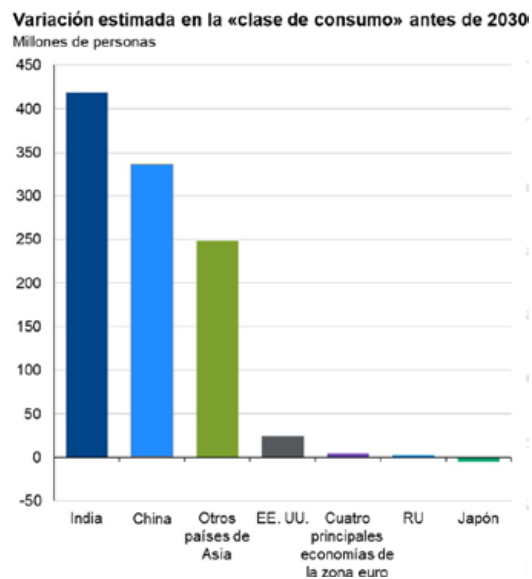
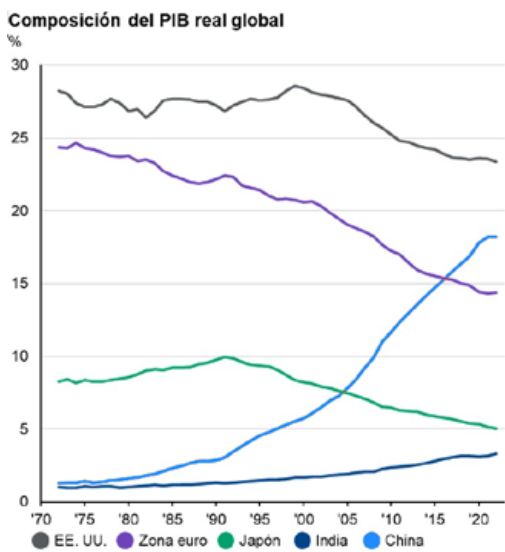
A destacar un aspecto referente al sector inmobiliario en China, que en estos momentos está sufriendo una



Fuente : Bloomberg y grupo Man.

Nadie duda de que los mercados emergentes desempeñan una función cada vez más importante como impulsores del crecimiento global y que las economías emergentes representan una proporción

cada vez mayor del PIB global total. Pero, siendo un buen complemento en la distribución de activos total de una cartera, la inversión en ellos no es sencilla.



Fuente: (Izda.) Banco Mundial, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. (Dcha.) Brookings Institute, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

- ▶ La recesión sigue siendo un riesgo real, aunque no la veríamos hasta bien entrado 2024.
- ▶ Los tipos de interés ya son altos, muy por encima de la media de los últimos 15 años.
- ▶ La inflación está controlada, aunque se mantendrá por encima del 2%.
- ▶ Tipos de interés reales “normalizados”.
- ▶ Valoraciones altas en la renta variable, pública y privada.
- ▶ Niveles de deuda pública sin precedentes.

TENDENCIAS DE MERCADO: ACTIVOS ACONSEJADOS PARA ESTE ENTORNO MACRO

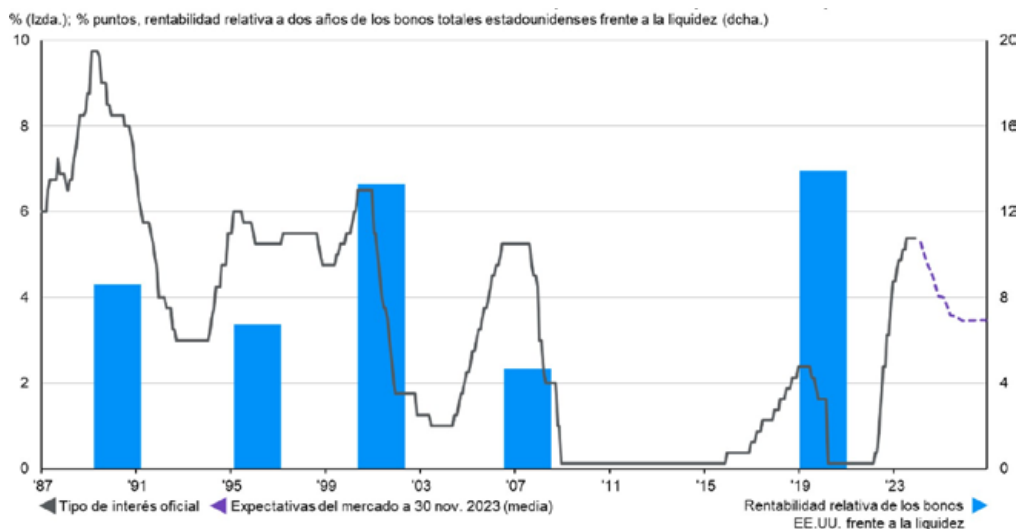
- La **desaceleración en 2024** debería contribuir a acercar la inflación a los niveles que desean los bancos centrales, lo que es **muy bueno para la renta fija**. Esta perspectiva prudente sobre la economía puede ser un **viento en contra para la renta variable** y los activos de riesgo en general.

- El mercado está asumiendo un aterrizaje casi perfecto, con un enfriamiento de la inflación sin un impacto significativo en la demanda y el poder de fijación de precios de las empresas y su mantenimiento de márgenes. Y esto es muy complicado de conseguir.

I. MONETARIO Y RENTA FIJA

- El nivel actual de los tipos de interés nominales es sustancialmente mayor que hace 2 años.
- Sin embargo, el nivel de tipos reales es solo algo mayor, por el repunte de la inflación.
- Proyectando las rentabilidades reales a diversos plazos, con la inflación descontada en los mercados, tenemos:
 - EEUU: tipo real de +2,1% y +2,4%, a 5 y 10 años respectivamente.
 - Alemania: tipo real de 0,2% y 0,6% (ver gráficos).
- En conjunto, son tipos reales bastante interesantes. En EEUU están por encima de la media histórica. Alemania, en cambio, son aún algo bajos.
- Los bonos del Tesoro de España, por su parte, cotizan con una prima de unos 100 pb sobre Alemania.

Renta fija más atractiva que la liquidez con los niveles actuales de tires



Fuente: Bloomberg, Bloomberg Barclays, Reserva Federal, ICE BofA, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

Más específico sobre los bonos soberanos:

- Desde un punto de vista histórico, las rentabilidades de estos bonos superan los niveles que recordamos con más facilidad: los de la década 2010-2020. Sin embargo, son más bajos que la media desde el año 60, en Alemania y más altos en EEUU. Los tipos reales altos se dieron, principalmente, durante los años 80 (era Volker, en EEUU), fase en la que hubo que parar la inflación descontrolada que no se había combatido anteriormente con la contundencia suficiente.
- Dada la cantidad sin precedentes de deuda acumulada y la capacidad y voluntad de los bancos centrales de intervenir en los mercados, **esperamos unos tipos reales bajos** (por debajo de su media histórica), para reducir el coste de la deuda. Esto último, presupone que se logra, controlar la inflación, capítulo que aún no podemos dar por cerrado.
- A los niveles actuales, nuestra recomendación es sobreponderar EEUU y una posición neutral en la zona Euro.
- Diferenciando segmentos de mercado, **lo más atractivo en estos momentos son los bonos de EEUU ligados a inflación (TIPs).**



Fuente: Izda. LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Dcha. ICE BofA, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

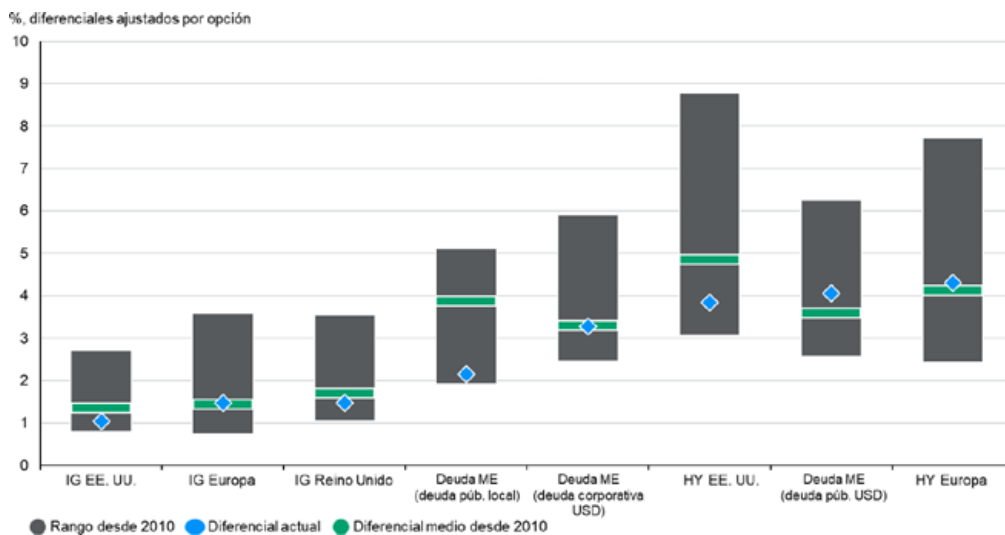
Más específico sobre la renta fija privada

- Los *spreads* de crédito reflejan unos niveles de impagados por debajo de la media histórica. Esto se debe, en parte, a que la posibilidad de recesión fuerte está prácticamente descartada por el mercado y, en parte, a que los balances de las empresas están muy saneados, gracias a la generosa financiación que se ofreció durante el COVID.
- Para calibrar los méritos de la inversión en bonos con riesgo crediticio, tenemos que contemplar los escenarios más desfavorables junto con nuestro escenario principal. Para ello, en los gráficos de arriba, estimamos el impacto de varios niveles de impago en la rentabilidad final de un inversor en bonos corporativos:
 - Un nivel medio en circunstancias “normales”
 - El propio de una recesión suave
 - El propio de una recesión severa

Y sobre bonos emergentes

- El grado de endeudamiento público de los mercados emergentes es sustancialmente menor que el de los mercados desarrollados. Hoy en día, la renta fija emergente es mayoritariamente *investment grade*.
- De hecho, la rentabilidad de la renta fija pública en divisa local está en mínimos de los últimos 10 años (ver gráfico), reflejando el estrechamiento del diferencial de inflación entre países emergentes y desarrollados.
- En cuanto a la deuda denominada en USD, cotiza con un spread de 450 pb., sobre el Tesoro americano (ver gráfico), ligeramente por encima de los bonos *high yield* en USD, que cotizan en 430. Este es un nivel alto, relativo a su media histórica.
- Salvo excepciones muy puntuales, no esperamos una especial debilidad de las divisas emergentes, que pudieran dificultar el pago de la deuda en USD.
- Optamos por **sobreponderar la renta fija emergente, denominada en dólares.**

Diferenciales de la renta fija global



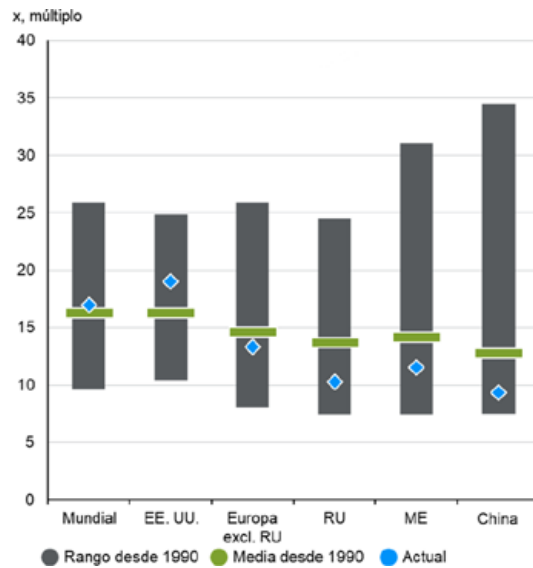
Fuente: Bloomberg, Bloomberg Barclays, ICE BofA, J.P. Morgan Economic Research, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023

II. RENTA VARIABLE

- Las bolsas acumulan rentabilidades positivas en 2023. Después de un mal mes de octubre para los mercados, el **súbito minirally del mes de noviembre** dejó a las bolsas en los máximos del año y desde entonces los movimientos son más contenidos ante la necesidad de nuevos catalizadores. En este sentido, los signos de debilidad económica no apoyan la continuidad del rally pues las señales por el lado manufacturero siguen siendo negativas.
- Las rentabilidades más altas continúan encontrándose en las bolsas de Japón y EEUU, esta última apoyada en unos pocos valores de muy alta capitalización, que se han beneficiado de la euforia generada por la inteligencia artificial.

- Las subidas de tipos de los bancos centrales deberían frenar la demanda agregada, provocando una ralentización de las ventas y de los beneficios empresariales. Si se llegara a una recesión, los beneficios caerían probablemente, más de un 10% (la media histórica es un 15%).
- En cuanto a las valoraciones, vemos una bolsa cara en EEUU, algo barato en la zona Euro y aún más barata en Mercados Emergentes (gráfico de abajo).

Valoraciones de la renta variable por regiones



Fuente: IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets - Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

- De acuerdo con lo explicado, estimamos que las rentabilidades de las bolsas serán positivas (salvo en EEUU), en caso de que no haya una significativa caída de los beneficios.
- Por el contrario, si llegara una recesión, incluso suave, estimamos que las bolsas deberían corregir para alcanzar su valoración de equilibrio: para converger a la prima de riesgo media histórica y PER histórico (ver gráfico).

Valoración de la renta variable global



Fuente: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets - Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

Resumiendo

- Un impulso a las bolsas debería venir de unos beneficios al alza o unos tipos a la baja.
- Pensamos que hay cierto margen para que los tipos a largo plazo bajen, pero, en ese caso, la renta fija nos parece una mejor alternativa que la renta variable.
- Respecto a los beneficios empresariales, se espera un crecimiento de doble dígito en 2023 y un crecimiento entre el 5% y el 10% en 2024, dependiendo de los mercados. En esto, en cambio, vemos mucho margen para la decepción.
- Mantenemos, por tanto, nuestra recomendación de **infraponderar la renta variable**.

III. DIVISAS

Dos factores tienen especial relevancia para el movimiento de las divisas:

- En el largo plazo, la **paridad de poder adquisitivo** ilustrado en el gráfico de arriba. Puede verse que, partiendo de una relación de paridad estimada en abril de 2006, el USD está ahora aproximadamente un 10% sobrevalorado contra el Euro.
- En el corto plazo, el **diferencial de tipos**: su aumento o disminución lo que mueve los capitales y, en consecuencia, la cotización de la divisa. Éste juega ahora en contra del dólar y a favor del euro.

- Por valoración, el dólar sigue algo caro frente al euro, aunque ambas divisas han estado fuertes en 2023. En cuanto al diferencial de tipos, se ha ampliado recientemente, ante la fortaleza de la demanda en EEUU y la debilidad en la zona Euro. A partir de aquí, pensamos que hay poco margen para que se amplíe aún más. **Recomendamos infraponderar en USD**.

Dólar estadounidense medido por el tipo de cambio efectivo real (media geométrica de los tipos de cambio bilaterales, ajustada por los precios al consumo relativos)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

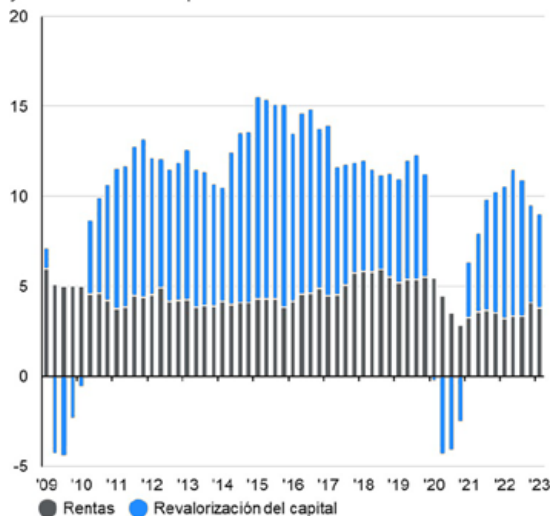
IV. ALTERNATIVOS

- En 2022, no cayeron las valoraciones del *private equity*, pero anunciábamos, en nuestro anterior informe de estrategia, que probablemente lo harían en 2023. Pues bien, el múltiplo medio de compra, en el segmento de *Buyouts*, ha bajado ya a 10,5 desde 12,1 (gráfico arriba). Aún es mayor la corrección en *venture capital*.
- No obstante, para nuevas inversiones, es buen momento de adquirir compromisos, pues las inversiones se realizarán en 3-5 años a partir del compromiso inicial, previsiblemente en momentos de precios más bajos.
- El mercado secundario de fondos ya muestra correcciones importantes. Si bien es habitual que los secundarios coticen con un cierto descuento sobre su valor teórico, en estos momentos los descuentos son especialmente importantes, pese al ligero repunte en el primer trimestre de 2023.
- A corto plazo, nuestra recomendación principal es invertir en secundarios.
- Las infraestructuras son una gran variedad de negocios que comparten, con excepciones, las siguientes características: unos activos materiales sustanciales, una generación de *cash-flow* estable, una facturación vinculada a la inflación, una cierta protección por la regulación legal.

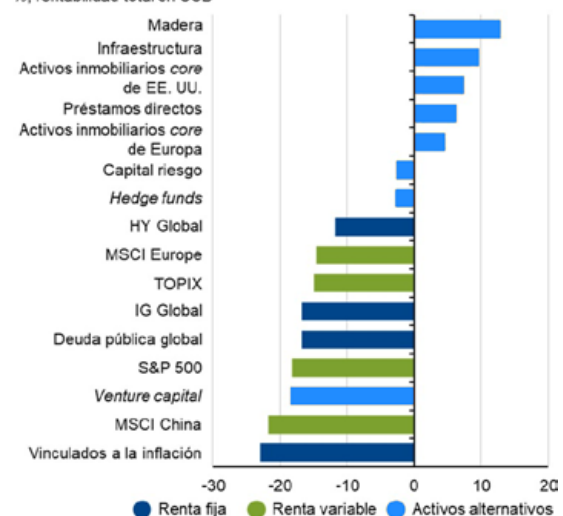
• **Recomendamos sobreponderar, por las siguientes razones:**

- Son claras beneficiarias de la expansión fiscal.
- Ofrecen *yields* comparativamente atractivos.
- En muchos casos, los *cash flows* son muy predecibles (ver gráfico abajo).
- Se van a favorecer las inversiones en energías alternativas.
- La inflación aún es alta y no esperamos que vuelva al nivel previo a 2021.

Rentabilidad subyacente global del sector de infraestructuras
%, rentabilidades de cuatro trimestres consecutivos derivadas de las rentas y la revalorización del capital



Rentabilidades de determinados mercados públicos y privados en el 2022
%, rentabilidad total en USD



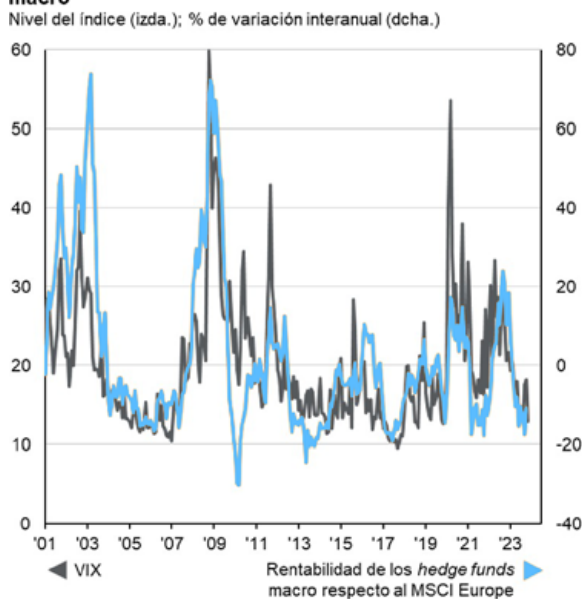
Fuente Izda. MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Dcha. Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, ISEG Datastream, MSCI, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

V. ALTERNATIVOS LÍQUIDOS

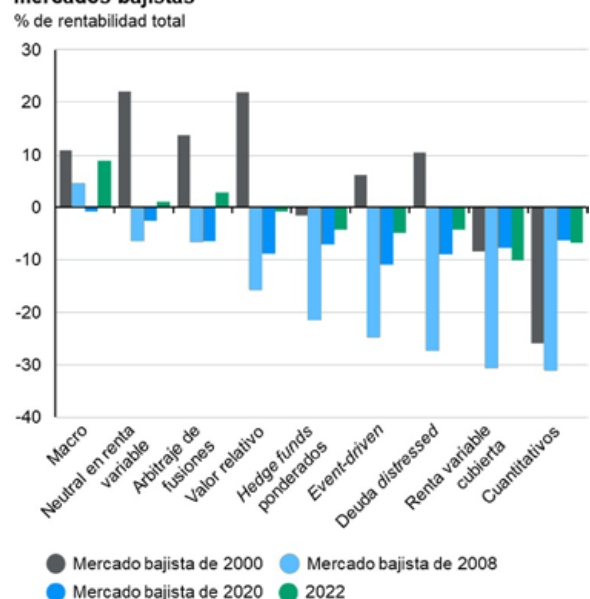
- Los fondos de retorno absoluto son una buena fuente de rentabilidad durante mercados bajistas, si uno se concentra en las categorías con beta baja a bolsa, a tipos y a crédito. Por tanto, tienden a optimizar la relación rentabilidad-riesgo de una cartera.
- El gráfico, abajo derecha, muestra la rentabilidad de cada estrategia en los últimos mercados bajistas. Se ve un comportamiento claramente superior de las primeras 4 categorías a la izquierda.
- Dado nuestro posicionamiento corto en renta variable, recomendamos sobreponderar fondos de retorno absoluto, en particular, en las siguientes estrategias:
 - Fondos *market neutral* (pura alfa), especialmente:
 - *Equity Market Neutral*
 - *Merger Arbitrage*
 - Global Macro: cobertura ante desequilibrios macro crecientes.
 - CTA: Fondos de *trading* no-direccionales.

Volatilidad e inversiones alternativas líquidas

Rentabilidad relativa y volatilidad de los *hedge funds* macro



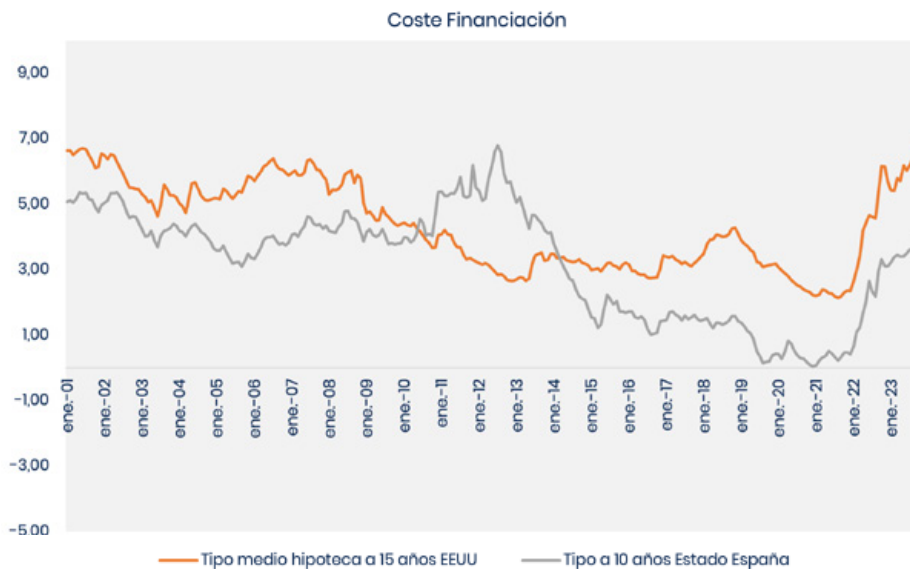
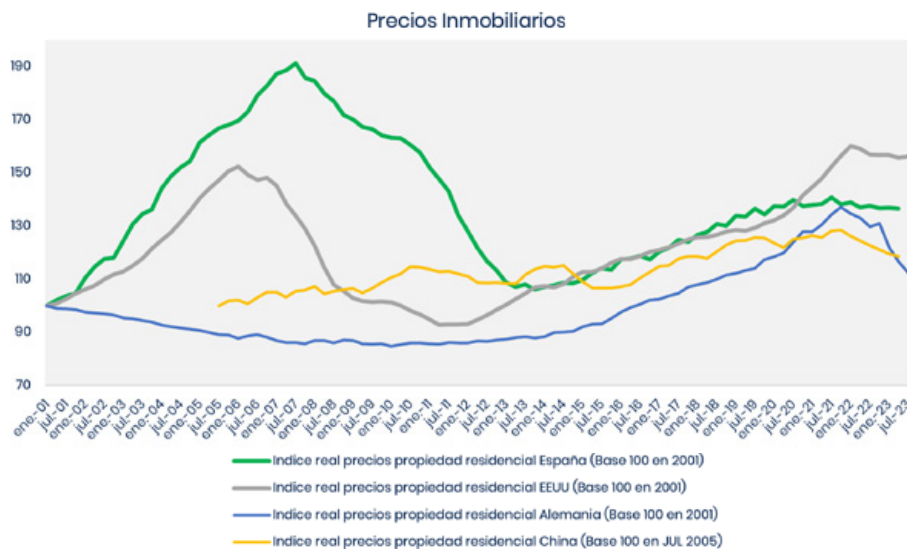
Rentabilidad por estilo de los *hedge funds* durante los mercados bajistas



Fuente Izda CBOE, Hedge Fund Research Indices (HFRI), LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Dcha. Hedge Fund Research Indices (HFRI), LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

VI. INMOBILIARIO

- El mercado residencial español, en su conjunto, se mantiene a los niveles pre-COVID, a diferencia de otros importantes mercados que ya han corregido: Alemania y China y, en menor medida, EEUU (ver gráfico arriba).
- En España, la demanda de inmuebles se ha ralentizado, aunque sigue viéndose interés de inversores extranjeros por activos *prime* en las grandes ciudades.
- La subida de tipos de interés (ver gráfico abajo) y la política crediticia más restrictiva de los bancos, es una limitación importante a la capacidad de compra.
- Recomendamos infraponderar. Cuando el ciclo esté más avanzado, recomendaremos volver a buscar oportunidades en los sectores más beneficiados de los cambios de hábitos que se han producido por la pandemia (como el logístico), de manera directa, o a través de vehículos de inversión inmobiliaria de valor añadido.
- En inmobiliario, más que ninguna otra clase de activo, hay que recalcar que **existen grandes diferencias tanto en geografías como en segmentos de mercado.**



Fuente: FRED, elaboración propia.

VII. MATERIAS PRIMAS

- Durante 2023, los precios de las materias primas han corregido algo más de un 3%, especialmente los de los metales industriales, que son los más cíclicos, y los de las MMPP agrícolas y ganaderas, cuyos precios se habían disparado con la invasión de Ucrania. Las MMPP energéticas, en cambio, llevan una rentabilidad ligeramente positiva, debido a los recientes acontecimientos en Oriente Medio.
- Pese a esta corrección, seguimos creyendo en la tendencia positiva de las materias primas a largo plazo. En el gráfico de arriba, se compara la evolución de los “superciclos” de materias primas de los últimos 50 años. En todos ellos, hay fases de fuerte corrección de precios, como el vivido en 2022.
- La razón de más peso para creer en un nuevo super-ciclo de materias primas es que hay un gran déficit de inversión acumulado durante décadas en energías convencionales, que aún son muy necesarias para que el mundo funcione (gráfico abajo).
- Resumiendo: **seguimos recomendando sobreponderar materias primas**. Preferimos MMPP agrícolas y ganaderas, así como las energéticas.

Oro frente a tirs reales del bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años



Precios de materias primas

Nivel del índice, reajustado a 100 en enero de 2007



Fuente: Izda. LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Dcha. Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets – Europa. Datos a 30 de noviembre de 2023.

Los metales industriales incluyen aluminio, cobre, níquel y zinc. La agricultura incluye la producción de café, maíz, soja, aceite de soja, azúcar y trigo.

VIII. INVERSIÓN TEMÁTICA

1. Inteligencia Artificial y Robótica

- Tras la reciente aparición de Chat GPT 4, lanzado por Open AI, ha explotado el interés por la inteligencia artificial.
- El desarrollo de la llamada AGI (*artificial general intelligence*) se ha acelerado exponencialmente con el espectacular incremento de la capacidad de procesamiento.
- En cuanto al impacto de la IA, será enorme:
 - A nivel económico las cifras que presenta PWC (abajo) hablan por sí solas.
 - A nivel social, la vida se transformará con cambios radicales en trabajo y ocio.
 - A nivel ético: existen amenazas muy reales, incluso existenciales, y es imprescindible avanzar con gran atención a todas las consideraciones de seguridad.

\$ 15.7tr

Potential contribution to the global economy by 2030 from AI

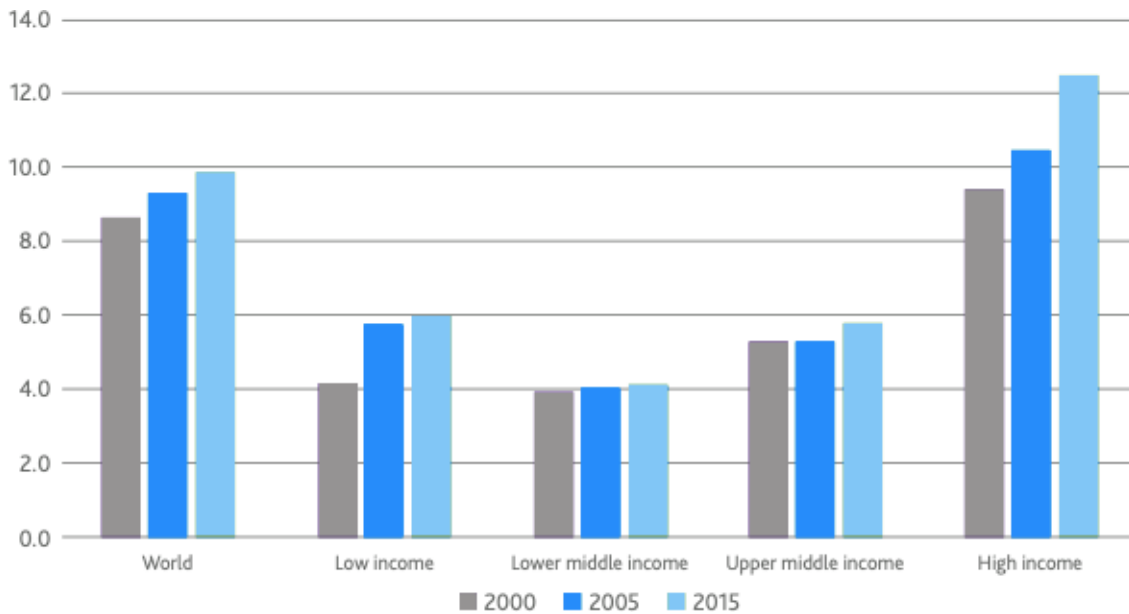
+ 26%

Up to 26% boost in GDP for local economies from AI by 2030

- Desde un punto de vista de inversiones, la financiación del desarrollo de la IA ha pasado de unos cientos de millones a más de 20.000 millones en los últimos 15 años.
- El desarrollo está en manos de un puñado de empresas en EE.UU., principalmente. Las aplicaciones a la economía en general tardarán en notarse, pero tendrán enormes consecuencias.
- **Resumiendo, las oportunidades no son obvias, pero hay que permanecer muy atentos porque las habrá y serán muy importantes.**

2. Salud en países emergentes

- El cuidado de la salud en los mercados emergentes es un sector de fuerte crecimiento en el medio y largo plazo. Combina dos factores:
 - El crecimiento demográfico y en renta per cápita de los países emergentes.
 - El creciente peso del gasto en salud, como porcentaje del PIB, conforme aumenta la renta (ver gráfico).
- Una de las vías de avance más prometedoras es la llamada "salud digital".
 - En términos de acceso, permite un alcance más amplio porque algunos servicios (como la monitorización y diagnóstico) se pueden ofrecer y administrar de forma remota. También permiten un mayor y más rápido acceso de los pacientes a su información de salud.
 - En lo que respecta a la calidad, la salud digital facilita una coordinación más rápida y eficaz de los servicios de atención y los profesionales de la salud, así como un intercambio de datos más eficaz, lo que permite una detección más temprana de los riesgos y una prestación específica de los servicios de información sanitaria.
 - En cuanto a la rentabilidad, también mejora, ya que la transición del papel a lo digital garantiza que los recursos de salud disponibles se utilicen donde y cuando se necesiten. Esto incluye la digitalización del inventario de medicamentos, la cadena de suministro y los registros de pacientes.



Fuente: FRED, Banco Mundial

3. Microfinanzas

- El impacto social de las micro-créditos es incuestionable.
- Los negocios que se apoyan suelen ser muy sencillos, por ejemplo:
 - Una costurera que cose a mano puede pedir un pequeño préstamo para comprar una máquina de coser con lo que puede aumentar significativamente la productividad y las ganancias.
 - Un comerciante puede pedir prestado para comprar grandes cantidades de existencias a un precio más bajo, aumentando así márgenes e ingresos.
 - Un agricultor puede recibir crédito para comprar semillas de cultivo y devolver el préstamo tras la cosecha, con una ganancia.
 - Un comerciante del mercado, que vende fruta durante el día, puede vender mercancías por el doble o más del precio pagado por la mañana al agricultor.

4. Catastrophe Bonds

- Los *CAT Bonds* son bonos referenciados a que se produzcan daños por una catástrofe natural de distinta índole (huracanes, terremotos, inundaciones, incendios). Este tipo de bonos se empezó a utilizar a mediados de los años '90 por parte de aseguradoras que quieren disminuir la exposición a eventos muy raros pero que generan pérdidas notables.
- Este tipo de riesgo está intrínsecamente descorrelacionado con el de *equity*, duración (los plazos son de menos de 3 años) y crédito (el nominal del bono se custodia en SPVs sin estar expuesto al riesgo de crédito de las aseguradoras).
- Históricamente los retornos ajustados por riesgo de esta estrategia han sido muy buenos; pero en 2022 el huracán Ian generó pérdidas de un 10% que ya se han recuperado por completo.

- Actualmente el índice de *Cat Bonds* ofrece *yield* en USD de casi el 15% frente a una tasa de pérdidas anuales previstas inferior al 3%. Como se puede ver en el segundo gráfico, la *yield* ha sido un buen predictor de los retornos obtenidos en los 3 años siguientes, lo cual nos parece una oportunidad muy atractiva.

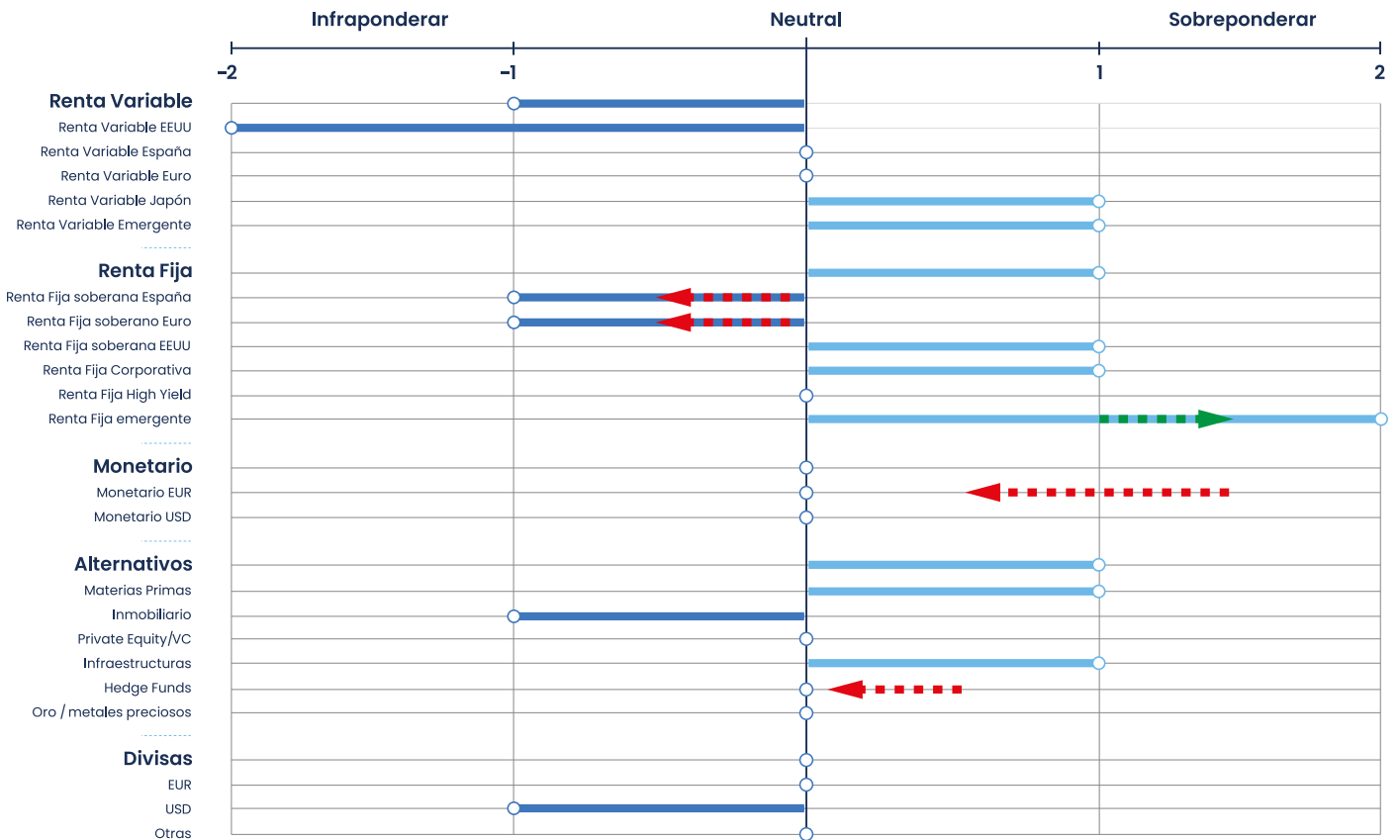
Correlación histórica entre yield y retornos anualizados en los 3 años siguientes



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- La estrategia se está comportando estupendamente, con un retorno del 10% YTD en dólares sin volatilidad. Los próximos meses deberían ser más volátiles al ser el periodo de huracanes en EE.UU., pero la *yield* que ofrece la estrategia sigue compensando esas posibles caídas.

iCapital WEALTH MANAGEMENT SOLUTIONS | Tendencias 2024





www.icapital.es