

EVALUACIÓN DE RESULTADOS DE 2023
ESTIMACIONES 2024 PROYECCIONES 2024-2028

5 de enero de 2024

documento interactivo pinchar en el logo e imágenes para ir y volver, al inicio

	Página
<u>Inicio</u>	
<u>Objetivo</u>	2
<u>Metodología</u>	2
<u>Visión Global</u>	11
Artículo Jeremy Graham 2020	
Un año más	14
Otros Datos	25
<u>Comité de Inversión inicial</u>	26
<u>Resumen Evaluación y resultados</u>	27
<u>Estrategia GROWTH</u>	28
<u>Estrategia INCOME</u>	31

Fuentes y Agradecimientos;; <http://www.ine.es/>; <http://www.euribor.org/>;
www.tar-six.com, <https://www.federalreserve.gov/>, <https://fred.stlouisfed.org/>,
<https://www.ecb.europa.eu/>, <https://www.bde.es/>, <https://coinmarketcap.com/es/>,
Bloomberg; MorningStar

OBJETIVOS

- Desvelar el horizonte de una evolución posible de las ESTRATEGIAS CUANTITATIVAS en 2024, en el marco de proyección del próximo quinquenio.
- Identificar la *ventana* constituida por los mínimos extremos y los máximos razonables, en base a la volatilidad de los imprevisibles mercados financieros.
- Establecer una zona amplia en la que habrían de desenvolverse los comportamientos del futuro más inmediato.
- Utilizando las valoraciones con series a partir de 1990 ofrecidas por MorningStar, proyectar para los próximos años la evolución previsible de los mercados de referencia.

METODOLOGÍA

La presente explicación va dirigida fundamentalmente a los profesionales que necesitan conocer el proceso de proyección de series temporales. Ofrecemos orientaciones sobre nuestros procedimientos, alejándonos lo más posible del azar, un factor este que, sin duda, tiene una gran importancia en los mercados de referencia.

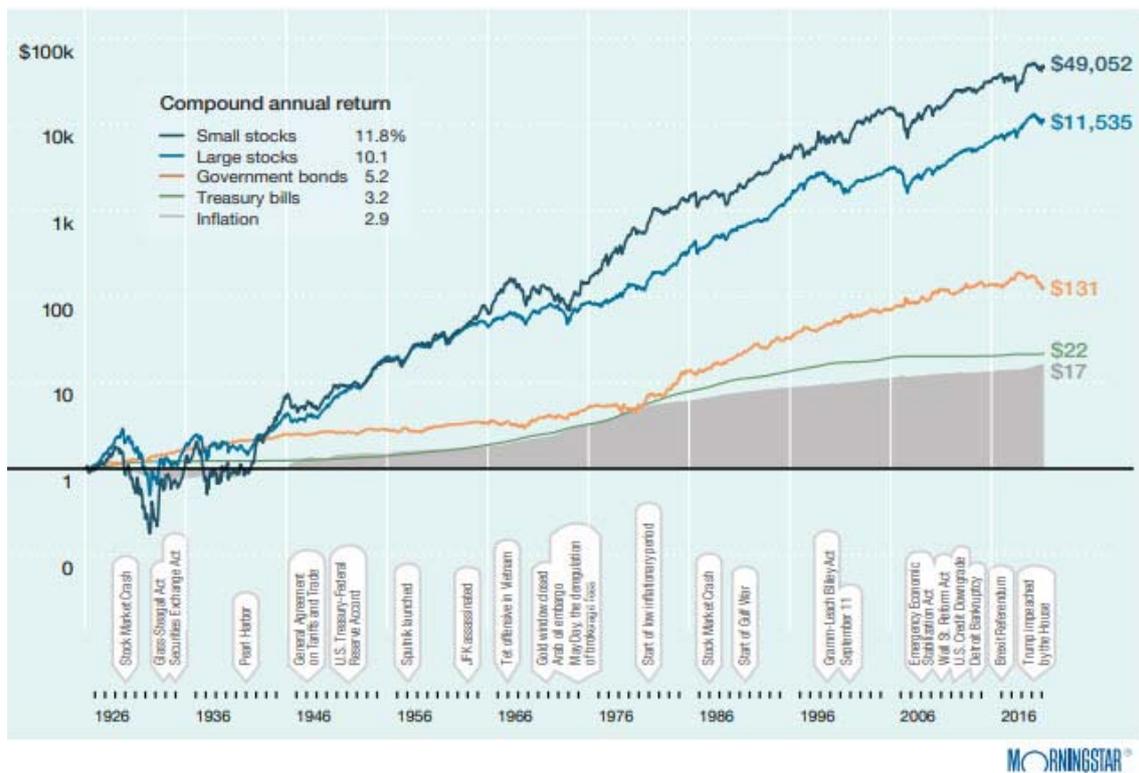
Cualquier ejercicio de Stress Testing debe ser realizado considerando diferentes escenarios, tanto posibles como imposibles, de los mercados de referencia (benchmark). A partir de sus resultados, probablemente caóticos, impredecibles, los gestores deben ser capaces de determinar -y comprometerse a un comportamiento específico, en base a los estilos de gestión de cada uno de ellos y de sus competencias.

Cuando los gestores nos planteamos la realización de estimaciones, normalmente bajo la presión de los inversores, no podemos utilizar demasiados escenarios hipotéticos. Nos vemos llevados a utilizar forzosamente los niveles máximos y mínimos que se nos presentan como razonables. Con ellos obtenemos respuestas a las horquillas empleadas en la definición de los objetivos de cada Estrategia. Miles de estudios realizados en esta materia nos permiten trabajar con la confianza que aportan unas estadísticas que arrojan índices de probabilidad del 95% para los activos de mayor volatilidad y del 99% para la Renta Fija básica. Esas diferencias son las que explican que resulte imposible efectuar predicciones exactas, y que los resultados finales se separen de la realidad, pero dentro de lo previsto.

Nuestras proyecciones están basadas en los rendimientos, la volatilidad y el riesgo esperado para cada modelo. Usamos herramientas basadas en la TIR (Tasa Interna de Rentabilidad) de las diferentes series. El resultado debe ser coherente en el corto, medio y largo plazo y, por ende y de manera independiente, serlo también con respecto al comportamiento de los mercados de referencia. La proyección de dichos mercados la ejecutaremos con los referidos porcentuales: probabilidad del 95% de beneficio o pérdida en los 12 próximos meses (99% en el caso de la Renta Fija) y evolución posterior con respecto a la rentabilidad promedio y/o mediana de la serie. Asumiremos la capacidad de superar dichos registros. Asimilaremos también esas proyecciones coherentes a series estadísticas anteriores, comparando lo ocurrido con lo esperable.

Definición de mercados financieros – Benchmark, estándares

Estamos tan acostumbrados a que, en los mercados financieros, lo que considerábamos imposible termine siendo normal, que hemos asumido que conceptos aparentemente determinantes como la evidencia, la anticipación de los resultados económicos y las habituales razones macroeconómicas resulten insuficientes para definirlos. Sin embargo, no podemos admitir que debamos caminar a ciegas en este bosque y el criterio predominante y generalmente aceptado es que las series norteamericanas, como las comentadas al inicio de esta exposición, sirven de base estándar para los análisis de los que hablamos. Así lo admiten, además, los mejores científicos financieros.



Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBI®) 1926-2022

Es tradicional considerar correlacionados a los mercados americanos y europeos y el impacto de la divisa es un elemento que genera descorrelación y comportamiento caótico.

Actualizamos la tabla de equivalencia por periodos:

	Small Stocks	Large Stocks	Long -Term Government Bonds	U.S. Treasury Bills
1925 - 2023 USD	11.8%	10.3%	5.1%	3.3%
1925 - 1970 USD	10.9%	9.6%	2.8%	2.0%
1971 - 2023 USD	12.6%	10.8%	7.0%	4.4%
1971 - 2023 EUR	11.3%	9.5%	5.8%	3.2%
1990 - 2023 USD	12.2%	10.6%	6.2%	2.4%
1990 - 2023 EUR	12.8%	11.2%	6.7%	3.0%
2000 - 2023 USD	9.4%	7.0%	5.1%	1.6%
2000 - 2023 EUR	9.0%	6.6%	4.7%	1.2%
2010 – 2023 USD	11.7%	13.1%	3.3%	0.9%
2010 – 2023 EUR	13.8%	15.3%	5.3%	2.8%
2020 – 2023 USD	10.1%	12.0%	-4.3%	1.7%
2020 – 2023 EUR	10.5%	12.5%	-3.9%	2.1%

Consideramos cuatro tipos de carteras mixtas:

	Small Stocks	Large Stocks	Long -Term Government Bonds	U.S. Treasury Bills
CRECIMIENTO	25%	60%	5%	10%
MODERADA	15%	40%	10%	35%
PRUDENTE	5%	25%	25%	45%
CONSERVADORA		5%	45%	50%

El efecto de una gestión dinámica

Los “maquillajes” de carteras explican que los análisis efectuados a cierre de trimestre, o de año, arrojen resultados “más amables” que los que las mismas carteras ofrecerían si fueran utilizados en otros periodos de tiempo. Reconocemos que esta realidad podría afectar a nuestras observaciones, debido a la representación de valores extremos o inusuales.

Para evitar este “ruido” falseador de la realidad, practicamos desde el año 2000 un seguimiento semanal y mensual exhaustivo de diferentes carteras dinámicas que nos permite, además de neutralizar cualquier sospecha de manipulación, ampliar considerablemente la transparencia. Replicamos, sin optimizar, un backtesting evolutivo desde 1990, cuyos resultados obtenidos el año pasado:

CRECIMIENTO	10.4%	ESTRATEGIA RV1	9.6%
MODERADA	8.0%	ESTRATEGIA RVM5	8.5%
PRUDENTE	6.5%	ESTRATEGIA RVM2	6.6%
CONSERVADORA	5.3%	ESTRATEGIA RF2	4.9%

Fuente: Ibbotson Estudio Resumen

Resultados actuales Ibbotson desde año 1990

Rentabilidad TIR

CRECIMIENTO	10.6%
MODERADA	8.1%
PRUDENTE	6.5%
CONSERVADORA	5.1%

Rentabilidad TIR

ESTRATEGIA RV1	9.4%
ESTRATEGIA RVM5	7.9%
ESTRATEGIA RVM2	6.1%
ESTRATEGIA RF2	4.9%

Volatilidad Media

CRECIMIENTO	14.3%
MODERADA	11.2%
PRUDENTE	9.5%
CONSERVADORA	9.6%

Volatilidad Media

ESTRATEGIA RV1	11.3%
ESTRATEGIA RVM5	8.4%
ESTRATEGIA RVM2	5.4%
ESTRATEGIA RF2	3.8%

Máximo Estrés

CRECIMIENTO	-42.1%
MODERADA	-33.0%
PRUDENTE	-27.6%
CONSERVADORA	-25.6%

Máximo Estrés

ESTRATEGIA RV1	-24.2%
ESTRATEGIA RVM5	-19.3%
ESTRATEGIA RVM2	-12.5%
ESTRATEGIA RF2	-9.4%

Es significativo que los resultados de la gestión indexada (sin gastos) no siempre consiguen ser superiores a la gestión dinámica (gastos incluidos), consiguiendo esta unos extraordinarios resultados en riesgo, entre 300 y 600 pb de consumo de riesgo sin lograr superar la rentabilidad, considerando los mínimos gastos inevitables en una cartera estable indexada.

Resultados actuales Ibbotson desde año 2000

CRECIMIENTO	6.6%
MODERADA	5.0%
PRUDENTE	4.0%
CONSERVADORA	3.3%

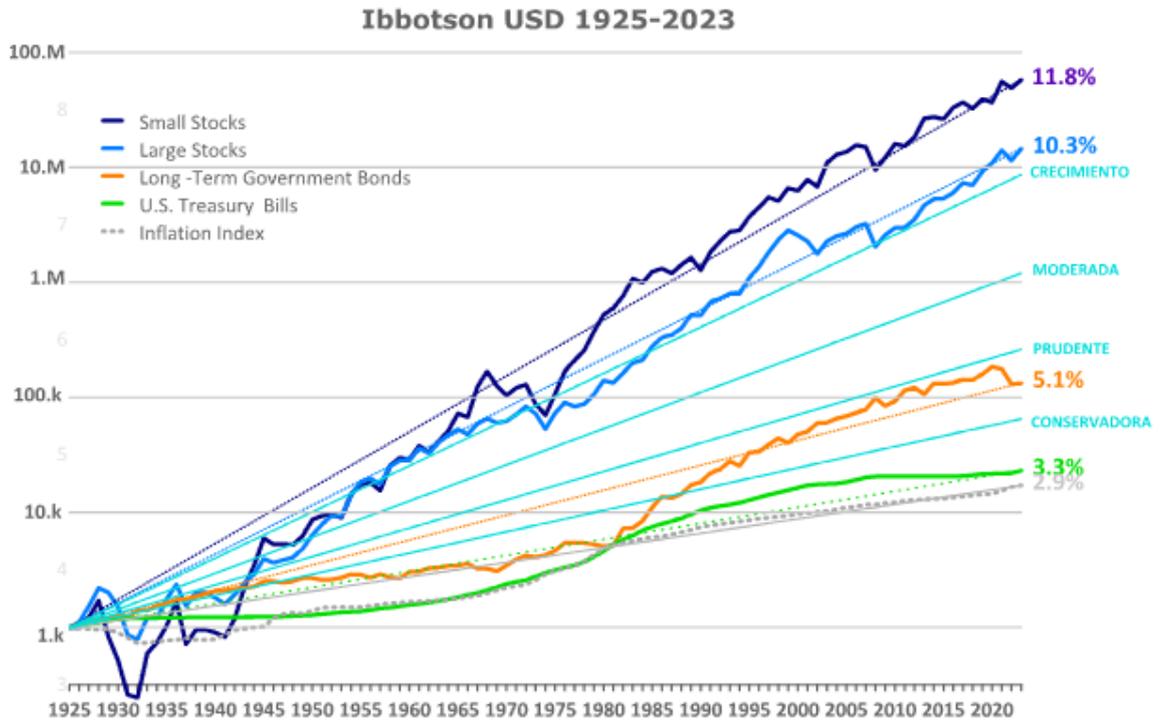
desde año 2010

CRECIMIENTO	13.2%
MODERADA	9.8%
PRUDENTE	7.4%
CONSERVADORA	5.0%

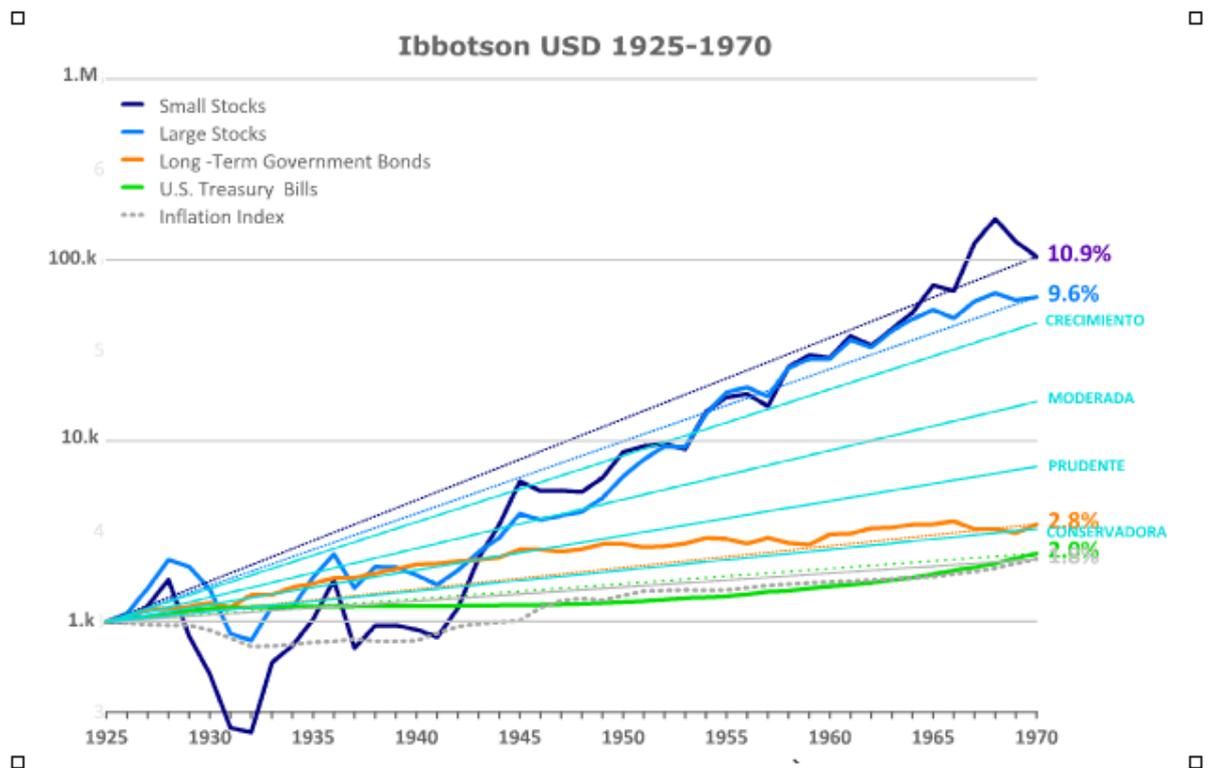
Resultados actuales Ibbotson desde año 2020

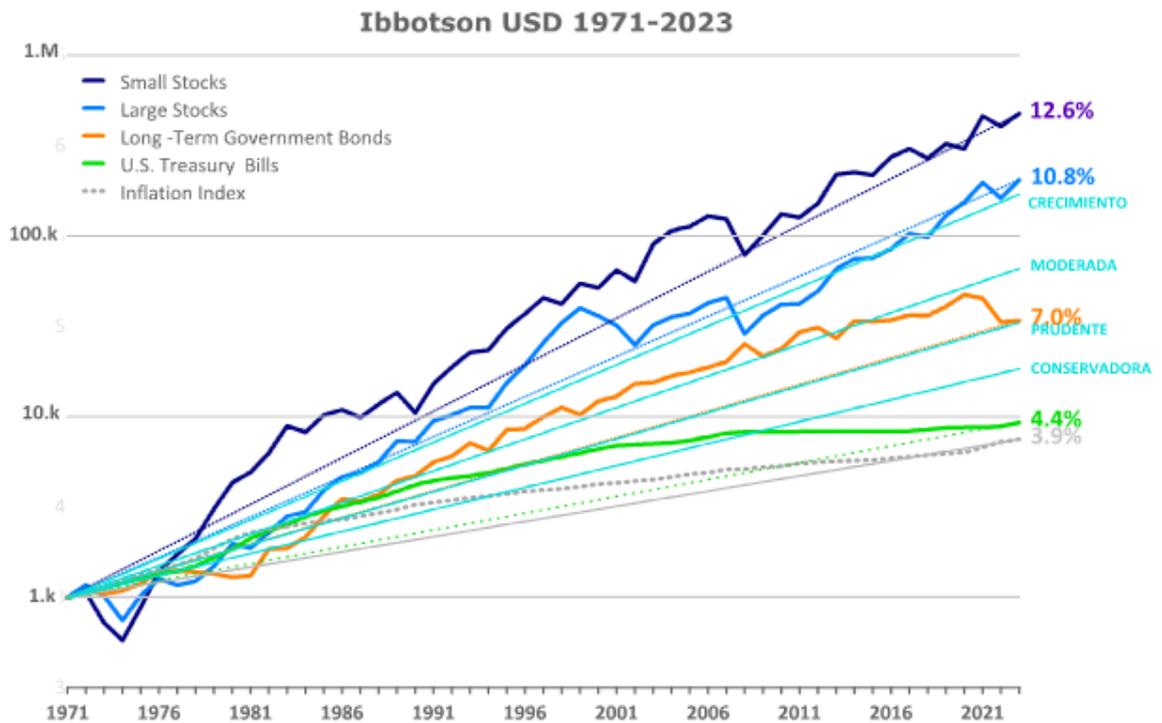
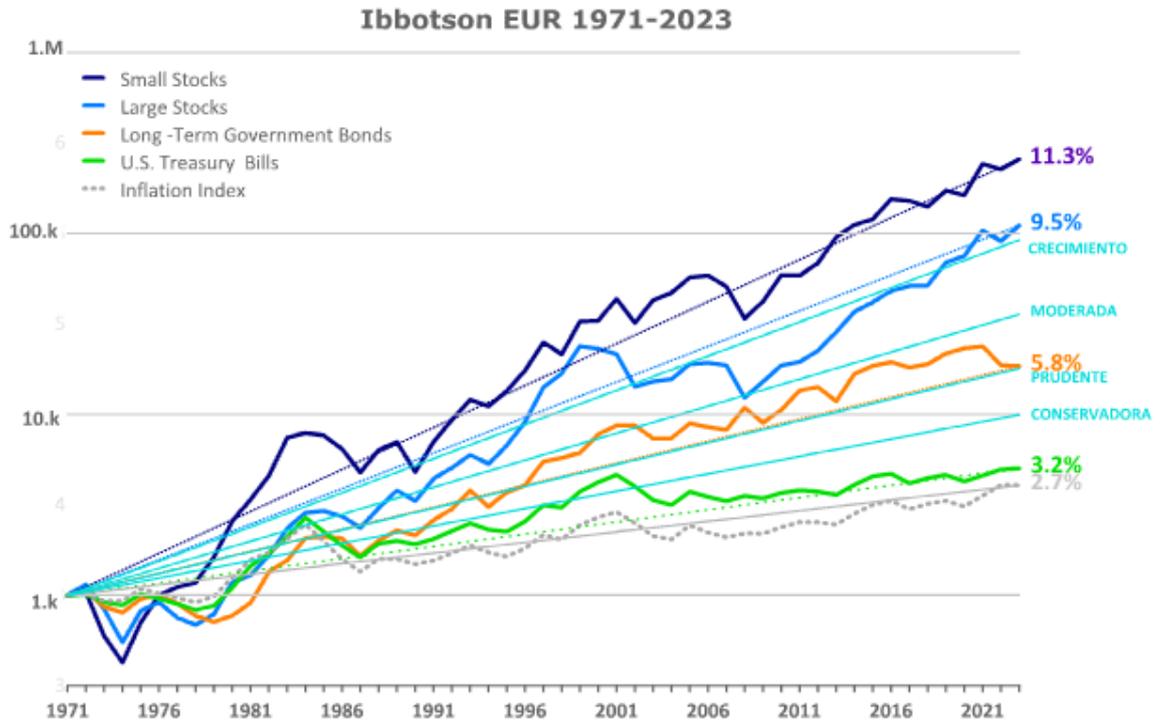
CRECIMIENTO	9.1%
MODERADA	6.4%
PRUDENTE	3.7%
CONSERVADORA	0.7%

Fuente: Ibbotson EstudioResumen

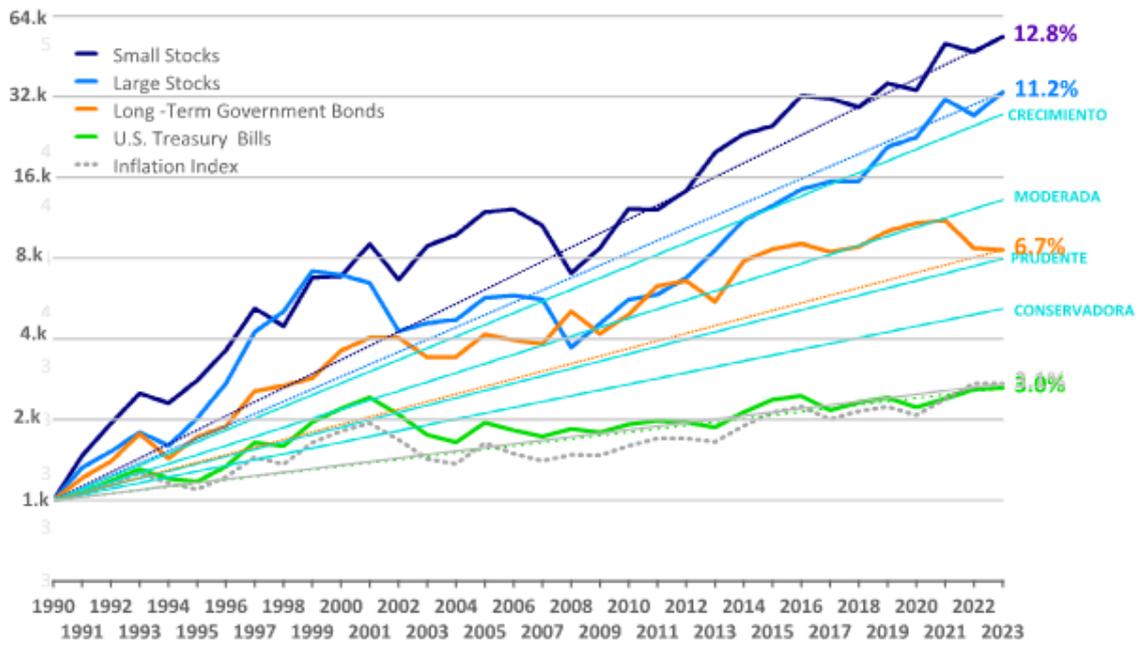


La visión de Ibbotson nos ayudará a calcular objetivos y racionalizarlos en el tiempo compaginándolos con los costes para obtenerlos superando la dificultad del efecto divisa.

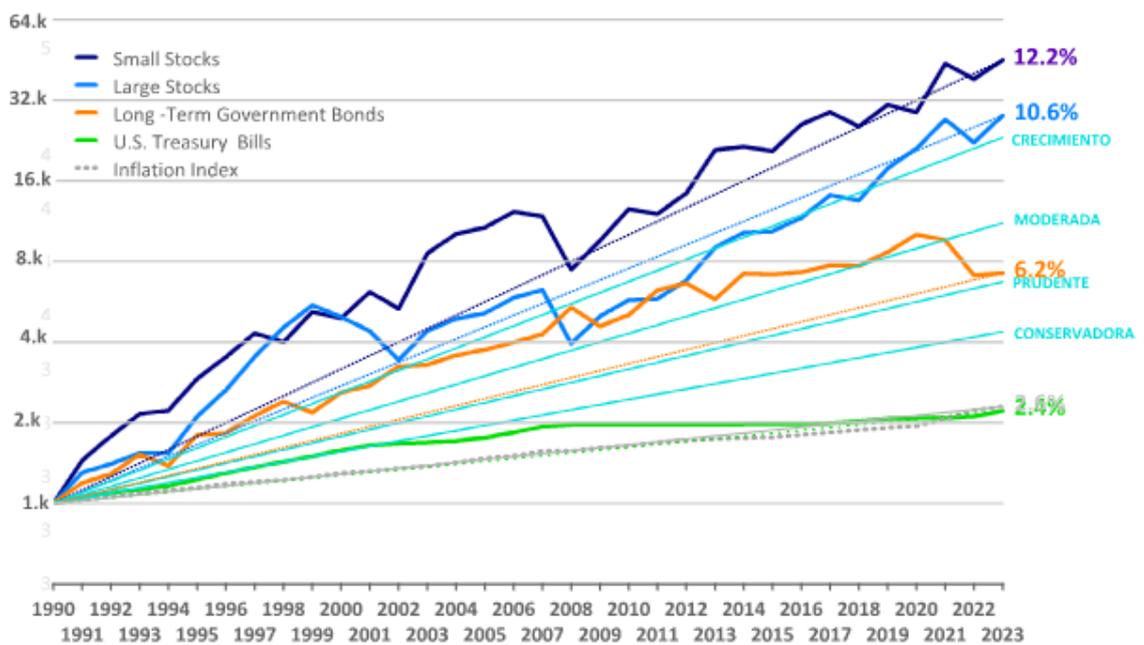




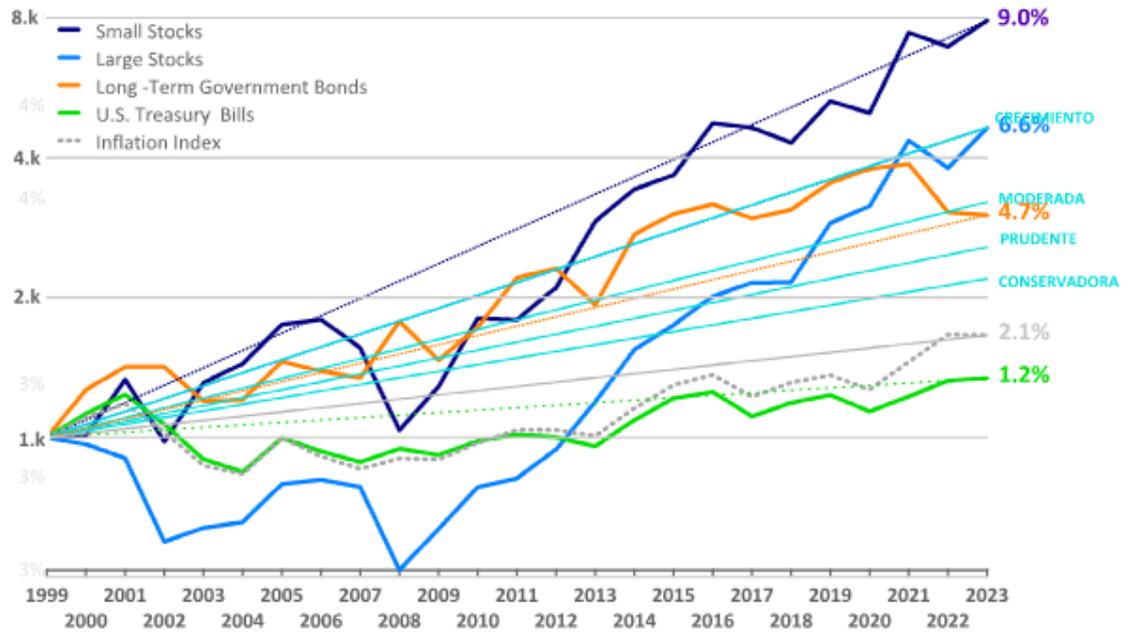
Ibbotson EUR 1990-2023



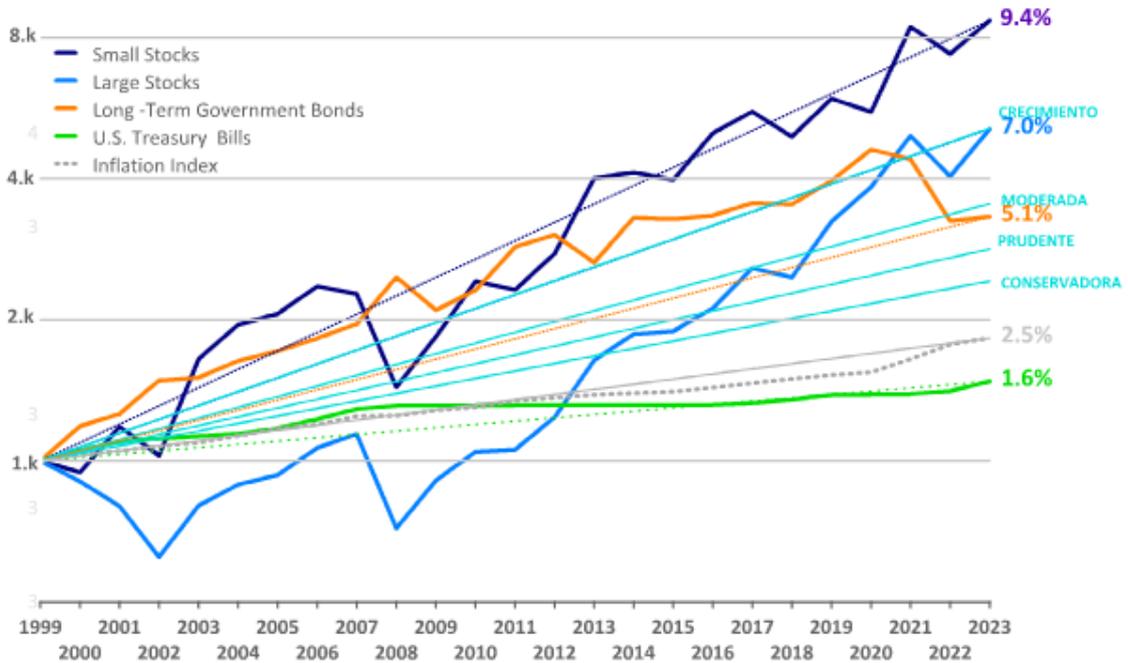
Ibbotson USD 1990 - 2023



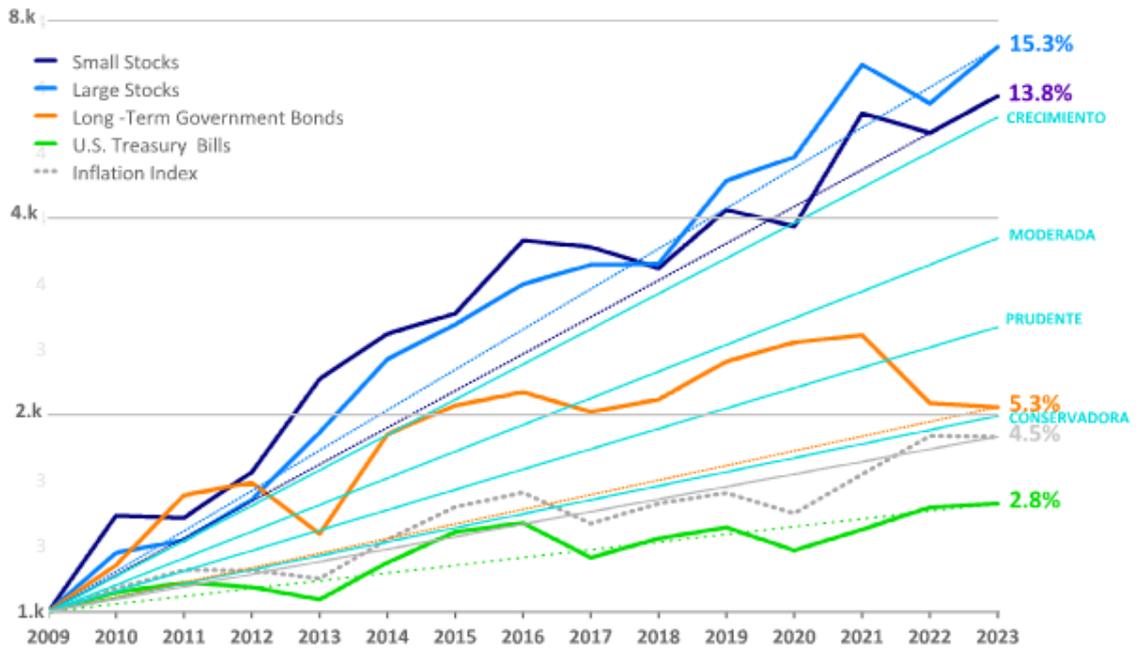
Ibbotson EUR 2000-2023



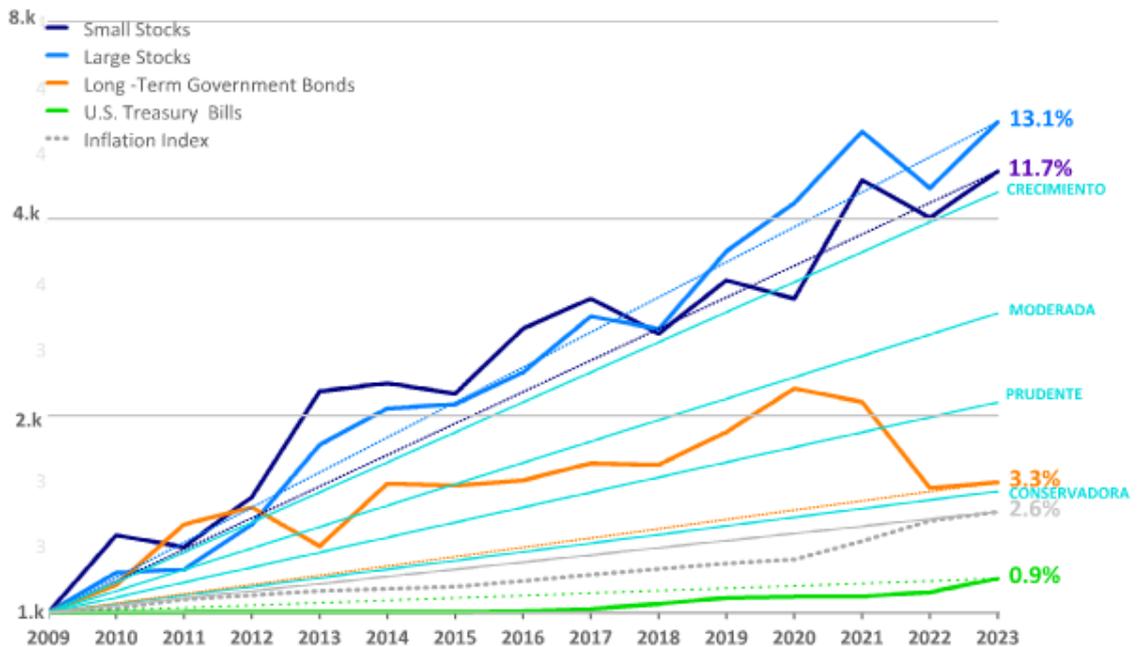
Ibbotson USD 2000-2023



Ibbotson EUR 2010-2023



Ibbotson USD 2010-2023



VISIÓN GLOBAL

La extraordinaria duración del mercado alcista desde 2009 se ha transformado en una grandísima burbuja. Con una sobrevaloración extrema, aumentos explosivos de precios, emisiones frenéticas y un comportamiento históricamente especulativo de los inversores, creo que este evento se registrará como una de las grandes burbujas de la historia financiera, junto con la burbuja del Mar del Sur, la del 1929 y la del 2000.

Estas grandes burbujas son donde se hacen y pierden fortunas, y donde los inversores realmente demuestran su valía. Posicionar una cartera para evitar los efectos del estallido de la burbuja es probablemente lo más difícil. Cada incentivo profesional financiero y cada grieta de la psicología del individuo atraerá nuevos inversores.

Pero esta burbuja estallará a su debido tiempo, por mucho que la Fed trate de apoyarla, con los consiguientes efectos dañinos sobre la economía y las carteras. No se equivoque: para la mayoría de los inversores de hoy, este podría ser el acontecimiento más importante de su vida inversora. Hablar como un antiguo estudiante e historiador de mercados es emocionante y aterrador al mismo tiempo.

"La única realidad que nunca se puede cambiar es que un activo de mayor precio producirá un rendimiento menor que un activo de menor precio. No puedes tener tu pastel y comértelo. Puedes disfrutarlo ahora, o puedes disfrutarlo de manera constante en un futuro lejano, pero no ambos. El precio que pagamos porque este mercado suba más y más es un rendimiento menor en diez años desde los máximos" Jeremy Grantham ⁽¹⁾

La mayoría de las veces las principales clases de activos tienen precios armonizados entre sí. La decisión correcta es hacer inversiones moderadas en aquellos activos que estimamos más baratos y esperar que sean correctas. Con una buena habilidad para evaluar activos, el inversor basado en la valoración puede esperar un pequeño rendimiento superior. "Pequeño" porque las oportunidades en sí mismas son pequeñas. Siendo algo discrepante, podría decir que es poco probable que la asignación de activos en esta fase sea muy importante. Ciertamente ayudaría en estos períodos si el administrador también pudiera agregar valor en la implementación, a partir de la selección efectiva de países, sectores, industrias y valores individuales, así como de las principales clases de activos.

Sin embargo, el verdadero problema con la asignación de activos está en los tiempos restantes cuando los precios de los activos se alejan mucho del valor razonable. Esto no es tan malo en los mercados bajistas porque los mercados bajistas importantes tienden a ser cortos y brutales. La respuesta inicial de los clientes suele ser la de quedarse pasivos, durante la cual el gestor tiene tiempo para reposicionar la cartera y los argumentos para retener al cliente. El verdadero problema está en los principales mercados alcistas que duran años. Los mercados alcistas largos y de subidas lentas pueden estar muchos años por encima del valor razonable. Estas situaciones pueden durar más que la paciencia de la mayoría de los clientes. Y cuando los aumentos de precios son muy rápidos, típicamente hacia el final de un mercado alcista, la impaciencia es seguida por ansiedad y envidia. Como me gusta decir, no hay nada más irritante que ver a sus vecinos hacerse ricos.

¿Cómo pueden los clientes distinguir entre el comportamiento extremo del mercado y un gestor que se ha equivocado? La típica demostración de talento es el éxito en el pasado, pero los ciclos largos del mercado son pocos y distantes entre sí. Ganar en dos de dos eventos o tres de tres no es tan convincente como lo sería una muestra más grande. Peor aún, las principales rupturas del mercado anteriores ya se han olvidado: las de 2008, 2000 o 1989 en Japón están prácticamente en los libros de historia. La mayoría de los protagonistas han cambiado. La satisfacción que sienten otros que finalmente ganaron hace mucho tiempo no es un consuelo para la pérdida actual que usted experimenta. Una forma más sencilla de decir esto puede ser que si Keynes realmente hubiera dicho: "El mercado puede permanecer irracional más tiempo del que el inversor puede permanecer solvente", habría tenido razón.

Hace mucho que estoy retirado del trabajo de gestión de carteras, pero me complace dar mi opinión aquí: es muy probable que estemos en una burbuja importante en el mercado de EE. UU., del tipo que normalmente tenemos cada varias décadas y la última vez fue a finales de los noventa. Es muy probable que acabe mal, aunque nada es seguro. También les diré mi definición de éxito para una señal bajista del mercado. Es simplemente que tarde o temprano llegará un momento en que el inversor se alegrará de haber salido del mercado. Es decir, habrá ahorrado dinero al estar fuera, y también habrá reducido el riesgo o la volatilidad en el viaje de ida y vuelta. Esta definición de éxito no incluye en absoluto el momento preciso. (Predecir cuándo estalla una burbuja no se basa en la valoración. Todos los anteriores mercados en una burbuja han estado extremadamente sobrevalorados, al igual que este. La sobrevaloración es una condición necesaria pero no suficiente para que estallen). Acertar la semana, mes o trimestre del máximo es casi imposible.

Estuve bastante cerca de señalar un pico del mercado alcista en 2008 y acerté el mercado bajista a principios de 2009 cuando escribí "Reinvesting When Terrified". Tuve mucha más suerte de la que podría esperar, incluso en una carrera de 50 años. Es más frecuente adelantarse, por ejemplo, saliendo tres años antes de la burbuja japonesa. En GMO salimos por completo de Japón en 1987, cuando superaba el 40% del índice de referencia EAFE y vendíamos a un PER de 40, frente a un máximo histórico anterior de 25. Parecía prudente salir en ese momento, pero durante tres años obtuvimos un rendimiento inferior, ya que el mercado japonés llegó a un PER de 65 en camino de superar en más del 60% el índice de referencia. Pero también estuvimos completamente fuera durante tres años después del máximo y finalmente ganamos mucho dinero en el viaje de ida y vuelta.

De manera similar, a fines de 1997, cuando el S&P 500 superó su PER máximo anterior de 1929 de 21, vendimos rápidamente nuestras posiciones de renta variable estadounidenses y luego observamos con horror cómo el mercado subía a un PER 35 debido al aumento de las ganancias. Perdimos la mitad de nuestra cartera de negocios, pero en la caída subsiguiente, compensamos con creces nuestras pérdidas.

Sé que estas son historias antiguas. Pero son relevantes. Porque la situación del mercado actual es de hecho la misma vieja historia. Este verano (2020) dije que era probable que estuviéramos en las últimas etapas de una burbuja, con algunas dudas creadas por las características únicas del accidente de COVID. La característica más típica de las últimas etapas de las grandes burbujas de la historia ha sido el delirante comportamiento de los inversores, especialmente de los particulares. En los primeros 10 años de este mercado alcista, el más largo de la historia, no hubo una especulación tan brutal. Pero ahora la hay. En enormes cantidades. Mis colegas Ben Inker y John Pease han escrito sobre algunos de estos ejemplos de locura en la última carta trimestral de OMG, citando Hertz, Kodak, Nikola y, especialmente, Tesla. Como propietario de un **Model 3**, mi dato favorito de Tesla es que su capitalización de mercado, ahora de más de \$ 600 mil millones, asciende a más de \$ 1.25 millones por automóvil vendido cada año frente a \$ 9,000 por automóvil para GM. ¿Qué tiene 1929 para igualar eso? Cualquiera de estas curiosidades quizás podría descartarse como casos aislados, pero las métricas generales parecen aún peores.

El "indicador de Buffett", capitalización total del mercado de valores en relación con el PIB, rompió su récord histórico en 2000. En 2020, hubo 480 OPV (incluidas 248 SPAC⁽²⁾, compañías con un propósito especial de compra), más que las 406 OPV de 2000. Hay 150 empresas con una capitalización de mercado de más de \$ 250 millones que se han más que triplicado en el año, 3 veces más que cualquier año de la década anterior. El volumen de pequeñas compras minoristas, de menos de 10 contratos, de opciones de compra sobre acciones estadounidenses se ha multiplicado por ocho en comparación con 2019, y en 2019 ya estaba muy por encima del promedio a largo plazo. Quizás lo más preocupante de todo: el premio Nobel Robert Shiller, quien alertó de las burbujas de 2000 y 2007 y que es uno de los pocos economistas que respeto, está cubriendo sus inversiones esta vez. Recientemente señaló que el indicador de precios de activos CAPE (que sugiere que las acciones están casi tan sobrevaloradas como en el pico de la burbuja de 2000) muestra una sobrevaloración menos impresionante en comparación con los bonos. Los bonos, sin embargo, son incluso más caros en comparación histórica que las acciones.

Por tanto, no me sorprende en absoluto que desde el verano el mercado haya avanzado a un ritmo acelerado y con crecientes excesos especulativos. Es precisamente lo que se debe esperar de una burbuja en su fase final: es una etapa acelerada, casi vertical, pero generalmente corta. Incluso si es breve, esta etapa al final de una burbuja es difícil y llena de riesgos profesionales para los bajistas.

A medida que los precios se alejan más de la tendencia, a una velocidad acelerada y con un entusiasmo especulativo creciente, mi confianza como historiador del mercado aumenta para afirmar que esta es la última etapa de una burbuja. Una burbuja que empieza a parecer un auténtico monstruo.

La característica más extraña de este mercado alcista es lo diferente que es en un aspecto a todas las grandes burbujas anteriores. Las burbujas anteriores han combinado condiciones monetarias acomodaticias con condiciones económicas que se perciben en ese momento, con razón o sin ella, como casi perfectas, cuya perfección se extrapola al futuro indefinido. El estado de excelencia económica de cualquier burbuja anterior no duró mucho, pero si hubiera podido durar, entonces el mercado se habría vendido con razón a un múltiplo enorme de lo registrado. Pero la economía de hoy es totalmente diferente: solo se recuperó parcialmente, enfrentando una posible doble caída, una desaceleración y un alto grado de incertidumbre. Sin embargo, el mercado está mucho más alto hoy que el otoño pasado cuando la economía parecía mejor y el desempleo estaba en un mínimo histórico. Hoy en día, el PER del mercado está en el menor dato del rango histórico y la economía se encuentra en el peor porcentaje. Esto no tiene precedentes e incluso puede ser una mejor medida de intensidad especulativa que cualquier SPAC⁽²⁾.

Esta vez, más que en cualquier burbuja anterior, los inversores confían en condiciones monetarias acomodaticias y tipos reales cero extrapolados indefinidamente. En teoría, esto tiene un efecto similar al supuesto de un rendimiento económico máximo para siempre: se puede utilizar para justificar rendimientos mucho más bajos en todos los activos y, por lo tanto, precios de los activos correspondientemente más altos. Pero ni las condiciones económicas perfectas ni las condiciones financieras perfectas pueden durar para siempre, y ahí está el problema.

Todas las burbujas terminan con la aceptación casi universal de que la actual no terminará todavía... porque en 1929 la economía había entrado en "un estado permanentemente alto"; porque la Fed de Greenspan en 2000 predecía una mejora duradera en la productividad y prometía lealtad al mercado de valores; porque Bernanke creía en 2006 que "los precios de la vivienda en EE. UU. simplemente reflejan una economía estadounidense fuerte", por la que si ganas, estás solo, pero si pierdes, puedes contar con nuestro apoyo. Yellen, y ahora Powell, mantuvieron este enfoque. Los tres predecesores de Powell afirmaron que los precios de los activos que ayudaron a inflar, a su vez ayudaron a la economía a través del efecto riqueza. El efecto que todos admitimos es real. Pero los tres evitaron reclamar crédito por las consiguientes rupturas del mercado que inevitablemente siguieron: el colapso de la renta variable de 2000 y el colapso de la vivienda de 2008, cada uno con el efecto anti-riqueza que lo acompañaba cuando menos lo necesitábamos, exagerando la debilidad ya garantizada de la economía.

Ahora, una vez más, los precios altos esta vez se mantendrán porque las tasas de interés se mantendrán en torno a cero, en la declaración final de riesgo moral: el riesgo de mercado asimétrico que conocemos y del que dependemos. El mantra de finales de 2020 era que las tasas bajas previstas pueden evitar siempre una caída en los precios de los activos. Pero fue una falacia en 2000 y es una falacia ahora. Al final, el riesgo moral no detuvo la caída de la burbuja tecnológica, con el NASDAQ cayendo un 82%. En 2008, tampoco impidió que los precios de la vivienda en Estados Unidos cayeran por debajo de la tendencia, lo que a su vez garantizó en primer lugar una pérdida de más de ocho billones de dólares de valor percibido en la vivienda; segundo, la consiguiente debilidad de la economía; y tercero, un aumento generalizado de las primas de riesgo y una disminución generalizada de los precios de los activos globales (ver Figura 1). Todas las promesas al final no valieron nada, excepto una: la Fed hizo lo que pudo para ayudar a los mercados a ponerse en marcha para la próxima ronda de precios mejorados y la consiguiente caída. Y aquí estamos de nuevo, esperando el último baile y, finalmente, que la música se detenga.

Figura 1: Burbujas - grandes mientras duran

Burbuja inmobiliaria hasta 30/11/2011, burbuja tecnológica hasta 28/02/2003. Fuente: S&P 500 (burbuja tecnológica); Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios, Oficina del Censo de EE. UU. (Burbuja inmobiliaria)

Nada se repite perfectamente en la inversión. Tampoco las burbujas. Cada forma de exuberancia irracional es diferente; solo buscamos lo que podríamos llamar similitudes intangibles. **Incluso ahora, sé que este mercado puede dispararse hacia arriba durante algunas semanas más o incluso meses; parece que podríamos estar en cualquier lugar entre julio de 1999 y febrero de 2000.** Es decir, puede estallar cualquier día, pero podría seguir subiendo unos meses más. Mi mejor conjetura en cuanto al tiempo que esta burbuja podría sobrevivir es a fines de la primavera o principios del verano, coincidiendo con el amplio lanzamiento de la vacuna COVID. En ese momento se habrá resuelto el problema más urgente que enfrenta la economía mundial. Los participantes del mercado respirarán aliviados, mirarán a su alrededor y se darán cuenta de inmediato de que la economía todavía está en mal estado. El estímulo se reducirá en breve con el fin de la crisis de COVID, y las valoraciones son absurdas. "Compra el rumor, vende las noticias". Pero recuerde que cronometrar el estallido de las burbujas tiene una larga historia de desilusiones.

Incluso en retrospectiva, rara vez es fácil señalar el alfiler que hizo estallar la burbuja. La razón principal de esta falta de claridad es que los grandes mercados alcistas no se rompieron cuando se presentó un importante hecho negativo inesperado. Esos eventos, como el fiasco de los seguros de cartera de 1987, tienden a dar pasos hacia abajo y recuperaciones rápidas. Están en el esquema más amplio de cosas únicas y técnicas y no son parte del flujo y reflujo de las grandes burbujas. Los grandes mercados alcistas normalmente bajan cuando las condiciones del mercado son muy favorables, solo algo menos favorables que ayer. Y es por eso por lo que siempre se pierden.

De cualquier manera, el mercado ahora está revisando todas las características de una gran burbuja. Las características más impresionantes son la intensidad y el entusiasmo de los alcistas, la cantidad de la cobertura de las acciones y el mercado y, sobre todo, la creciente hostilidad hacia los bajistas. En 1929 ser bajista significaba arriesgarse a un ataque físico. Para nosotros, 1999 fue la única experiencia que hemos tenido de clientes que reaccionan como si los priváramos deliberada y maliciosamente de ganancias. En comparación, 2008 no fue nada. Pero en los últimos meses el tono hostil se ha intensificado rápidamente. Sin embargo, la ironía para los bajistas es que es exactamente lo que queremos escuchar. Es un precursor clásico del estallido definitivo, junto con las acciones subiendo, no por sus fundamentales, sino simplemente porque están subiendo.

Otra característica más precisa de un alcista en la etapa última, desde la burbuja del Mar del Sur hasta la burbuja tecnológica de 1999, ha sido la aceleración del tramo final, que en casos recientes ha estado por encima del 60% en los últimos 21 meses hasta el pico, una tasa muy por encima del doble de la tasa normal de ascensos del mercado alcista. Esta vez los índices estadounidenses han avanzado del + 69% para el S&P 500 al + 100% para el Russell 2000 en tan solo 9 meses. ¡No está mal! Y todavía puede haber más escalada por venir. Pero ya ha superado la prueba necesaria del fin de una burbuja.

Es un privilegio como historiador del mercado experimentar una vez más una gran burbuja bursátil. Japón en 1989, la burbuja tecnológica de 2000, la crisis inmobiliaria e hipotecaria de 2008 y ahora la burbuja actual: estos son los cuatro eventos de inversión más importantes y apasionantes de mi vida. La mayoría de las veces, en mercados normales, uno llega a trabajar y hace su trabajo. Y luego, de vez en cuando, el mercado se aleja del valor razonable y la realidad. **Las fortunas se hacen y se pierden rápidamente y los asesores de inversiones tienen una rara oportunidad de justificar realmente su existencia.** Pero, como de costumbre, no hay almuerzo gratis. Estas oportunidades de ser útiles vienen cargadas de riesgos profesionales.

Así que aquí estamos de nuevo. Una vez más, espero que mi apelación a una burbuja cumpla con mi modesta definición de éxito: en alguna fecha futura, cuando sea, habrá valido la pena haberse moderado desde mediados del verano de 2020. Pero pocos inversores profesionales o individuales habrán podido moderarse. La combinación de incertidumbre sobre el tiempo y el arrepentimiento que se acelera rápidamente por parte de los clientes significa que el riesgo profesional y comercial de combatir la burbuja es demasiado grande para las grandes empresas comerciales. Nunca pueden poner todo su peso detrás de los consejos bajistas incluso si el PER llega a 65 como lo hizo en Japón. Lo más cerca que han estado estas grandes instituciones de ofrecer un consejo totalmente bajista en una burbuja fue UBS en 1999, cuya posición era casi idéntica a la nuestra en GMO. Es decir, en algún lugar entre valiente y temerario. Por suerte para nosotros, cambiaron de rumbo y se convirtieron en una recomendación de acciones de crecimiento totalmente invertidas en UBS Brinson y su subsidiaria, Phillips & Drew, en febrero de 2000, justo antes del pico del mercado. Esto eliminó al gorila de 800 libras que de otro modo se habría llevado la mayor parte de las recompensas por su obstinada contrariedad. Por lo tanto, **no espere a que Goldman y Morgan Stanley se vuelvan bajistas: nunca va a suceder. Para ellos es una apuesta pavorosamente no comercial.** Quizás lo sea para cualquiera. Rentable y reductor de riesgos para los clientes, sí, pero comercialmente impráctico para los asesores. **Su mejor política es clara y simple: ser siempre extremadamente optimista.** Es bueno para los negocios e intelectualmente poco exigente. Es atractivo para la mayoría de los inversores que prefieren el optimismo a la evaluación realista, como se atestigua tan vívidamente con COVID. Y cuando todo termine como firme alcista, tendrás ingente compañía. Por eso siempre han tenido consejos alcistas en una burbuja y siempre los tendrán.

Sin embargo, para cualquier gestor que esté dispuesto a asumir ese riesgo, o para el inversor individual, exigir que obtenga el momento adecuado es una extralimitación. Si el obstáculo para invocar una burbuja es demasiado alto, por lo que debe llamar a la parte superior con precisión, nunca lo intentará. Y eso lo condena a cabalgar por el precipicio en cada ciclo, junto con la gran mayoría de inversionistas y gerentes.

¿Qué hacer?

Como sucede a menudo en los picos de la burbuja como 1929, 2000 y el Nifty Fifty de 1972 (una burbuja de segundo nivel en compañía de campeones), el mercado actual presenta disparidades extremas en valor por clase de activo, sector y compañía. Aquellos en el extremo más barato incluyen acciones de valor tradicionales en todo el mundo, en relación con las acciones de crecimiento. **Las acciones de valor han tenido su peor década relativa hasta diciembre de 2019, seguida por el peor año en 2020,** con diferenciales entre el crecimiento y el rendimiento de valor con un promedio de entre 20 y 30 puntos porcentuales para un solo año. De manera similar, las acciones de los mercados emergentes se encuentran en uno de sus tres mínimos relativos, frente a los EE. UU. de los últimos 50 años. Como era de esperar, creemos que es en la superposición de estas dos ideas, Valor y Emergente, que deberían ir sus inversiones, junto con evitar todas las acciones de crecimiento de EE. UU. que su carrera y riesgo empresarial le permitan. ¡Buena suerte!

<https://www.gmo.com/europe/research-library/waiting-for-the-last-dance/>

1 Jeremy Grantham, CNBC, 12 de noviembre de 2020

2 Un SPAC es una Compañía de Adquisición de Propósito Especial, una estructura que se crea con el propósito específico de fusionarse con alguna compañía privada para hacer pública esa compañía más rápidamente de lo que podría haber sido el caso con un proceso normal de oferta pública inicial (OPI).

3 Mi artículo de enero de 2018, " Preparándose para una posible fusión a corto plazo ", tiene sustancialmente más datos y exhibiciones sobre este tema.

<https://www.gmo.com/europe/research-library/bracing-yourself-for-a-possible-near-term-melt-up/>

Un año más

Reproducimos de nuevo, por segunda vez, el artículo que publicamos el año 2021 de Grantham, porque merece la pena su relectura y porque sigue igualmente vigente.

Si en el análisis del horrible año 2022 achacamos, entre otros motivos, al comportamiento de los Bancos Centrales, especialmente el BCE, como causantes, primero del calentamiento financiero desde 2015 y la caída de los mercados por la retirada de estímulos y la brusca evolución de los tipos de interés, el año 2023 asistimos atónitos a subidas de tipos de interés que en el BCE se elevaron del 2.5% al 4.5% lo que ha originado lógicamente el trasvase de máximos históricos de patrimonio a activos indexados al corto plazo.

Pese a ello la Renta Variable Euro (MSCI Euro) subió más de un 15% hasta julio, con tres fuertes correcciones mensuales posteriores en los que retrocedió buena parte, pero que ha recuperado los dos últimos meses del año, es decir mucha volatilidad, lo que lo ha acabado situando muy próximo a máximos históricos.

Nos parecería inexplicable tanta presión compradora o vendedora para elevar o reducir precios si no conociéramos la escasa Liquidez relativa que hay en los mercados que favorece la creación de precios.

	2023
MSCI USA USD ESG	26.8%
MSCI USA USD	25.1%
MSCI TR Gross World USD	24.3%
MSCI World USD ESG	23.1%
MSCI Spain EUR	22.4%
MSCI World USD	21.7%
MSCI USA EUR	20.2%
MSCI EM Latin America USD (EURUSD)	20.1%
MSCI TR World Gross EUR	19.4%
MSCI World EUR	16.9%
MSCI Europe ESG EUR	16.6%
MSCI Euro EUR	16.2%
MSCI Japan EUR	13.9%
MSCI Europe EUR	11.0%
MSCI AC Far East USD (EURUSD)	4.1%
MSCI EM USD (EURUSD)	3.3%

No obstante, en este 2023 la Renta Variable Euro no ha sido el segmento que mayor presión compradora ha tenido. Como vemos el gráfico de índices, excepto algunos emergentes, que también han terminado el año en positivo, la demanda ha sido extraordinaria en todos los mercados, siendo Estados Unidos el que mejor revalorización ha registrado.

Seguimos preguntándonos de donde provienen los flujos monetarios para tanta demanda viendo como la Renta Fija está en máximos patrimoniales y la Renta Variable también, excepto Asia, no vemos desplazamientos de unos sectores a otros.

29 de diciembre de 2023	BASE100						DUP ult	DD ult	MAX H	MIN H	Riesgo	Riesgo VOL
	año 2000	mes	3 meses	1 año	3 años	5 años	3años	3años	3años	3años	SRRI	1 año
RV Internacional	223.8	4.18%	6.00%	15.24%	23.97%	64.35%	23.97%	-1.89%	67.30%	-51.84%	16.10%	11.33%
RV Euro	185.1	3.65%	8.30%	16.43%	22.98%	52.02%	30.05%	0.00%	86.75%	-51.89%	19.06%	14.03%
RV España	183.6	1.36%	7.01%	19.83%	28.62%	27.71%	36.45%	0.00%	103.18%	-43.56%	21.19%	14.46%
RV Europa	193.2	4.25%	7.30%	13.40%	21.22%	51.51%	24.88%	-1.18%	80.30%	-51.51%	17.43%	12.14%
RV EEUU	329.3	4.21%	6.59%	20.42%	38.62%	92.40%	38.62%	0.00%	85.23%	-51.49%	17.76%	12.29%
RV Japón	126.4	3.33%	2.16%	14.45%	8.77%	39.35%	16.68%	-2.93%	108.64%	-59.72%	13.49%	10.67%
RV Asia y Oceanía	319.0	3.58%	3.31%	1.77%	-3.38%	31.23%	9.33%	-13.09%	115.25%	-53.82%	16.36%	12.71%
RV Europa del Este	265.2	-2.25%	0.01%	14.28%	-17.71%	-9.00%	49.07%	-37.64%	219.12%	-63.45%	29.64%	13.19%
RV Latinoamérica	443.6	7.05%	12.75%	23.44%	28.77%	25.19%	43.07%	0.00%	252.39%	-48.52%	29.13%	17.85%
RV Oriente M.-N.África	354.0	3.92%	0.21%	6.40%	51.59%	54.25%	51.59%	-12.81%	213.94%	-50.55%	17.46%	10.19%
RV Emergente Global	287.2	2.59%	3.10%	5.23%	-7.02%	20.46%	7.23%	-16.46%	157.62%	-52.71%	16.64%	12.48%
RV Sector Crecimiento	301.1	5.58%	6.74%	15.01%	7.97%	74.40%	15.01%	-9.62%	97.82%	-63.26%	16.80%	12.70%
RV Sector Defensivo	260.6	2.96%	1.43%	3.83%	36.42%	47.16%	36.42%	-5.38%	79.91%	-40.77%	17.38%	9.15%
	BASE100						DUP ult	DD ult	MAX H	MIN H	Riesgo	Riesgo VOL
	año 2000	mes	3 meses	1 año	3 años	5 años	3años	3años	3años	3años	SRRI	1 año
RV Mixta Euro	149.4	3.45%	5.71%	8.45%	2.20%	17.61%	9.16%	-6.26%	35.50%	-25.54%	9.17%	7.55%
RV Mixta Intl	192.1	2.79%	2.77%	6.31%	12.94%	29.12%	12.94%	-2.98%	41.55%	-32.11%	9.47%	6.23%
RF Mixta Intl	153.4	1.81%	1.05%	3.12%	12.94%	17.77%	9.16%	-4.89%	33.54%	-26.47%	7.42%	4.53%
RF Mixta Euro	147.5	2.94%	5.15%	6.35%	-2.04%	7.21%	7.04%	-5.49%	19.36%	-11.40%	6.14%	5.32%
RF Largo Euro	176.3	3.08%	6.12%	6.38%	-9.03%	-3.14%	6.70%	-9.07%	21.56%	-14.31%	4.83%	4.62%
Repos	139.8	1.10%	2.39%	4.20%	-1.03%	0.18%	4.83%	-1.18%	12.49%	-5.04%	2.19%	1.32%
RF Internacional	182.9	2.86%	3.83%	2.18%	-7.61%	-0.82%	4.55%	-9.13%	34.85%	-12.27%	5.18%	4.03%
RF Convertibles	167.5	3.82%	4.93%	5.91%	-12.75%	10.04%	7.88%	-15.98%	46.65%	-28.77%	10.37%	8.95%
RF Emergentes	350.0	3.01%	3.85%	5.54%	-0.88%	7.92%	7.52%	-5.73%	56.26%	-16.50%	9.78%	5.03%
RF High Yields	319.1	2.29%	2.02%	7.56%	11.94%	23.45%	11.94%	0.00%	79.13%	-25.08%	9.41%	5.21%
RF Largo USD	194.8	1.24%	0.41%	0.63%	2.82%	10.21%	3.88%	-7.51%	39.84%	-23.31%	6.69%	3.91%
RF Corto USD	140.3	-0.27%	-2.34%	1.19%	13.85%	10.46%	13.85%	-6.39%	31.53%	-29.54%	7.02%	6.41%

29 de diciembre de 2023
 Renta Variable 3.41% 4.99% 13.06% 18.52% 43.92%
 Renta Fija Alta Volatilidad 2.16% 2.12% 3.84% 1.23% 10.21%
 Leyenda de colores: verdes en zona de máximos de rentabilidad, rojos lo contrario. Marrones y azules máximos y mínimos en riesgo.

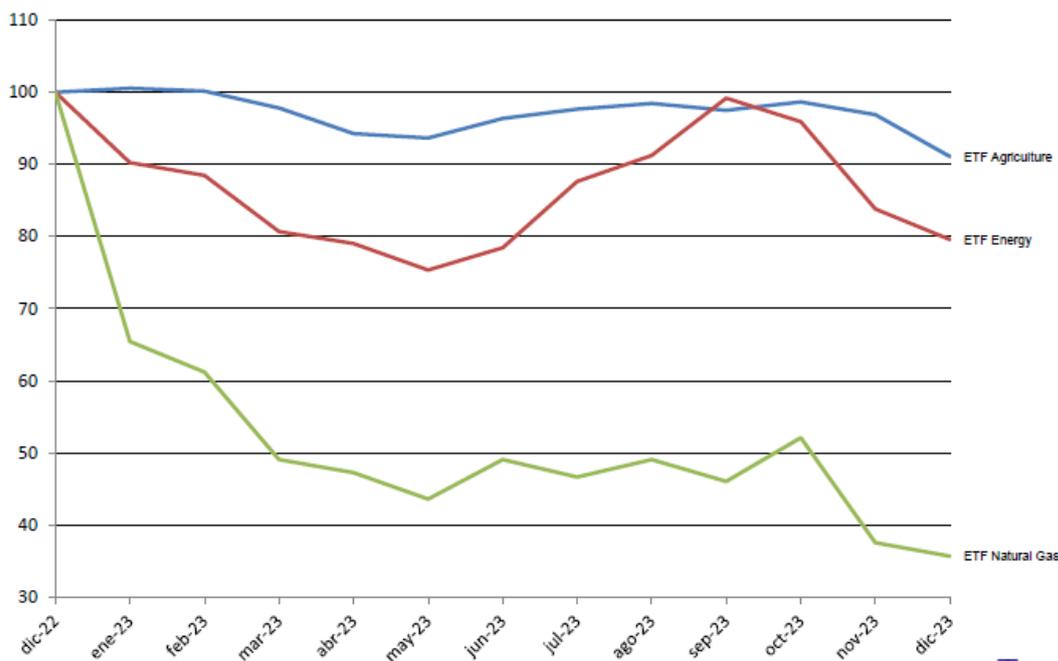
■ Máximo histórico ■ Mínimo histórico ■ Mejor mercado
■ Cerca de máximos históricos ■ Cerca de mínimos históricos ■ Mínimo riesgo / volatilidad
■ Cerca de mínimo riesgo / volatilidad ■ Máximo riesgo / volatilidad ■ Cerca de máximo riesgo / volatilidad

*Ampliar y consultar 2022 pinchando en la imagen

Lo que si se aprecia claramente en el gráfico es el exceso de riesgo que estamos registrando y que el consenso de inversores parece no prestarle importancia entre tanta euforia.

Al gasto inversor hay que sumar este año los gastos de guerra, que lejos de solucionar la que teníamos en marcha se ha iniciado otra más y parece que se está preparando una tercera que compromete miles de millones, de las que creíamos nos iban a complicar el ya abultado desequilibrio económico principalmente por el encarecimiento de las materias primas.

	2023		2023
ETF Coffee	20.9%	ETF Aluminium	-6.4%
ETF Sugar	13.3%	ETF Agriculture	-8.9%
ETF Softs	13.0%	ETF Broad Commodities	-10.9%
ETF Gold	7.7%	ETF Zinc	-10.9%
ETF Gasoline	6.2%	ETF Industrial Metals	-13.7%
ETF Precious Metals	4.5%	ETF Grains	-17.0%
ASR EUR	3.1%	ETF Energy	-20.4%
ETF Copper	-0.5%	ETF Soybean Oil	-22.2%
ETF Petroleum	-2.9%	ETF Corn	-22.3%
ETF Cotton	-2.9%	ETF Lean Hogs	-25.7%
ETF Soybeans	-3.0%	ETF Wheat	-33.4%
ETF Crude Oil	-3.6%	ETF Nickel	-47.2%
ETF Silver	-4.6%	ETF Natural Gas	-64.3%



F_GasNaturalEUR.xlsx

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



En las cuales como vemos tampoco hemos acertado. El precio del gas se iba a multiplicar por 3 o por 4 y lo que ha ocurrido es una caída extraordinaria de su precio, el (-64%) en los mercados internacionales que eleva la tasa anual equivalente desde 2008 al (-28.3%), (-10.3%) en la Energía, (-9.1%) en el Crudo que han reportado enormes beneficios a las energéticas, más importante que no han creado los problemas que esperábamos.

No nos parece que la ayuda energética sea suficiente para justificar tanta bonanza, pero si ha conseguido al menos desplazar el riesgo de recesión que lo teníamos muy claro con el indicador del Eurobund.



El Eurobund ya nos alarmó cuando era inexplicable su evolución al repetir precio de hace casi diez años en 2007. El año pasado se repitió la alarma y este año ha conseguido repetir el precio de hace 12 años, una anomalía que entendemos tendrá consecuencia, todavía la desconocemos, como se desconocía en 2007 que viniese la llamada Crisis Financiera.

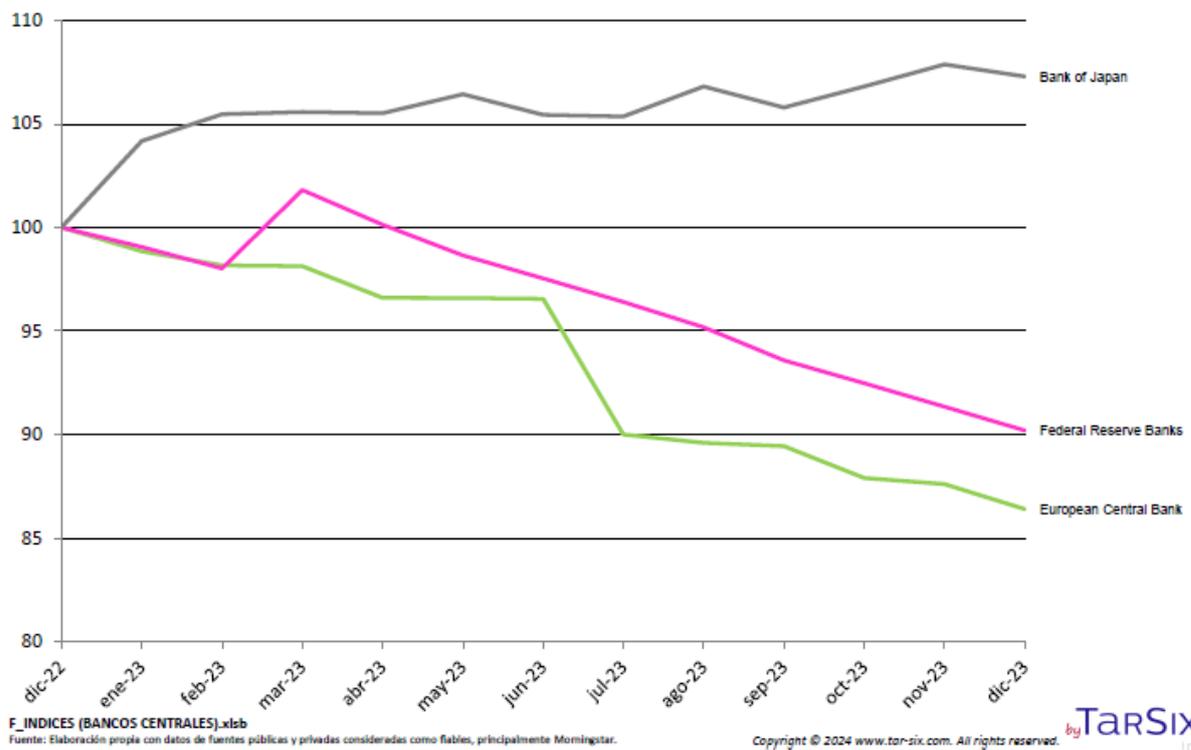
También en 2022 se produjo una importante crisis en las divisas virtuales que pudiera justificar un desplazamiento hacia los mercados financieros tradicionales. Sin embargo, los escenarios bélicos benefician a la llamada Dark Web y el resultado este año ha sido asombroso como refleja una pequeña muestra de las casi 9,000 criptodivisas existentes, aunque el Bitcoin sea algo más del 50% de este mercado.

	2023		2023
Kaspa	2181.4%	Ethereum Classic	39.5%
Solana	914.3%	Tezos	38.1%
Helium	349.3%	Syscoin	36.9%
Oasis Network (Rose)	266.5%	Chia Network	33.2%
The Graph	232.7%	Dogecoin	29.1%
Bitcoin Cash	156.5%	Quant	25.4%
Bitcoin	145.7%	Polygon	23.8%
Cardano	135.5%	RV EEUU	20.4%
Polkadot	92.3%	Cosmos	16.8%
Tron	89.0%	Pax Gold	8.0%
Ethereum	86.2%	Litecoin	6.7%
XRP	77.3%	EOS	-5.1%
Theta Network	73.5%	Zcash	-25.1%
		Dash	-26.9%

Este mercado representa una capitalización de 1.6 Trillones de euros, el BCE tiene un tamaño de 7 Billones de euros para que nos hagamos una idea, y cuyo volumen diario es de más de 100 Billones de euros.

Unas estadísticas financieras y monetarias fiables nos ayudan a tomar decisiones fundamentadas. El BCE y los bancos centrales nacionales elaboran estadísticas oficiales sobre la salud de la economía.

Resulta complejo comprender los movimientos en un momento en los que efectivamente se han ido cumpliendo las intenciones de los bancos centrales en adelgazar sus balances.



Efectivamente, han cumplido razonablemente el objetivo de reducirlos a un ritmo similar al de su crecimiento.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 TAE	
European Central Bank	28.7%	32.3%	22.1%	4.4%	0.5%	49.5%	21.4%	-6.2%	-13.6%	13.8%
Bank of Japan	27.6%	23.4%	9.7%	6.4%	3.8%	24.2%	0.8%	-2.7%	7.3%	10.7%
Federal Reserve Banks	-0.2%	-0.8%	-0.1%	-8.4%	2.2%	77.7%	18.3%	-2.4%	-9.8%	6.2%

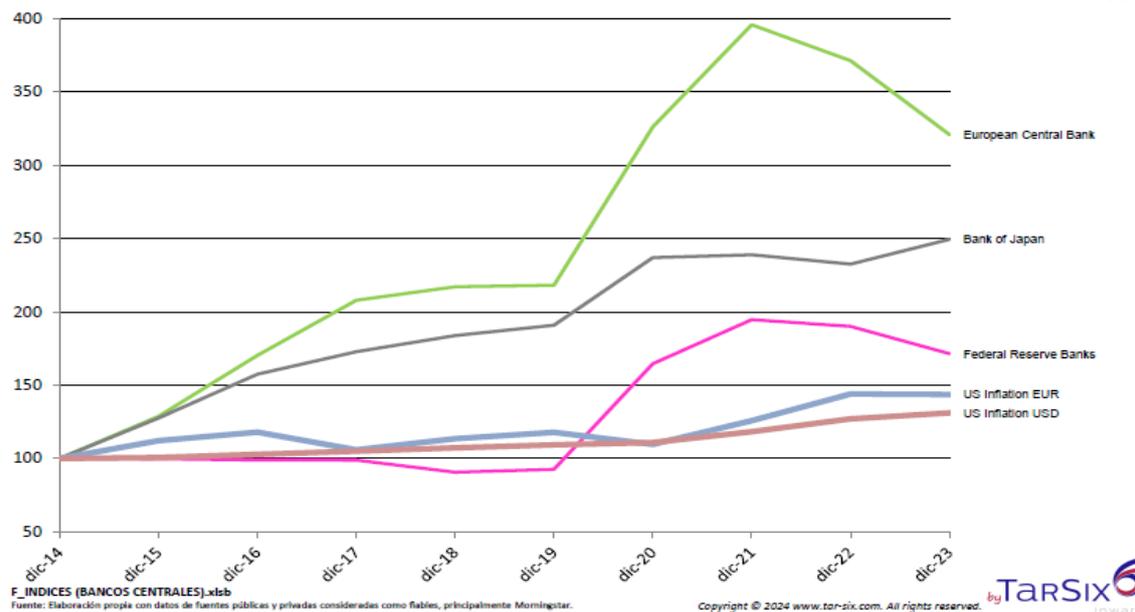
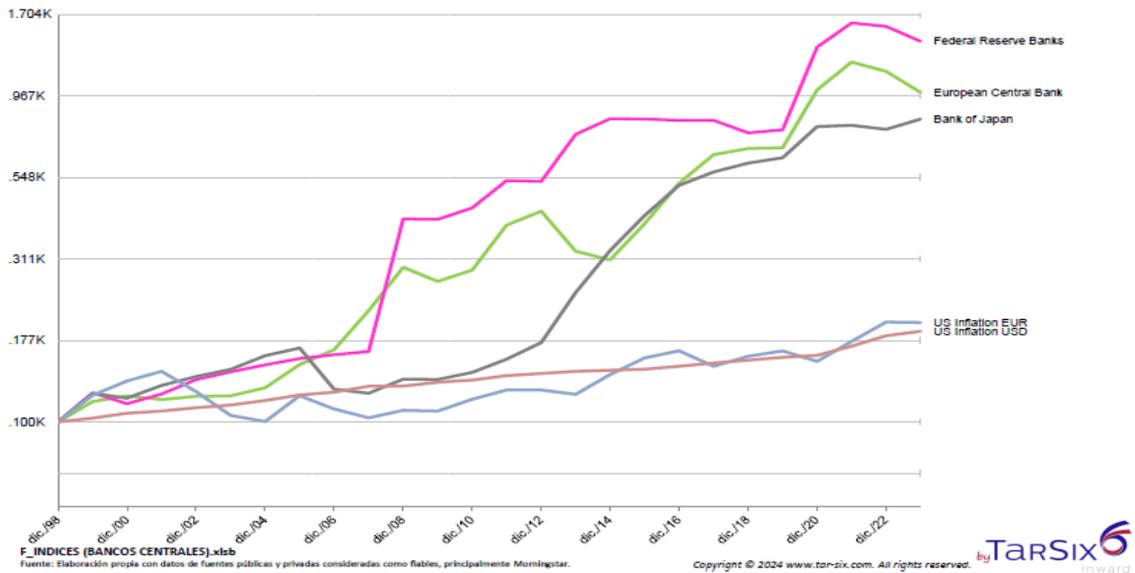
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Federal Reserve Banks	22.4%	-7.4%	7.0%	10.6%	5.4%	5.0%	4.6%
European Central Bank	15.2%	4.0%	-2.4%	2.2%	0.3%	5.9%	17.4%
Bank of Japan	22.0%	-3.4%	9.2%	6.5%	5.0%	10.0%	5.6%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Federal Reserve Banks	2.6%	2.3%	151.3%	-0.2%	8.3%	20.9%	-0.6%
European Central Bank	10.9%	31.3%	35.2%	-9.3%	8.2%	36.5%	10.3%
Bank of Japan	-24.9%	-2.9%	10.3%	-0.2%	5.0%	9.7%	12.2%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Federal Reserve Banks	38.7%	11.5%	-0.2%	-0.8%	-0.1%	-8.4%	2.2%
European Central Bank	-24.3%	-5.9%	28.7%	32.3%	22.1%	4.4%	0.5%
Bank of Japan	41.6%	33.9%	27.6%	23.4%	9.7%	6.4%	3.8%

	2020	2021	2022	2023	TAE
Federal Reserve Banks	77.7%	18.3%	-2.4%	-9.8%	11.2%
European Central Bank	49.5%	21.4%	-6.2%	-13.6%	9.6%
Bank of Japan	24.2%	0.8%	-2.7%	7.3%	8.8%

No obstante, queda mucho por recorrer para regularizar los excesos anteriores.

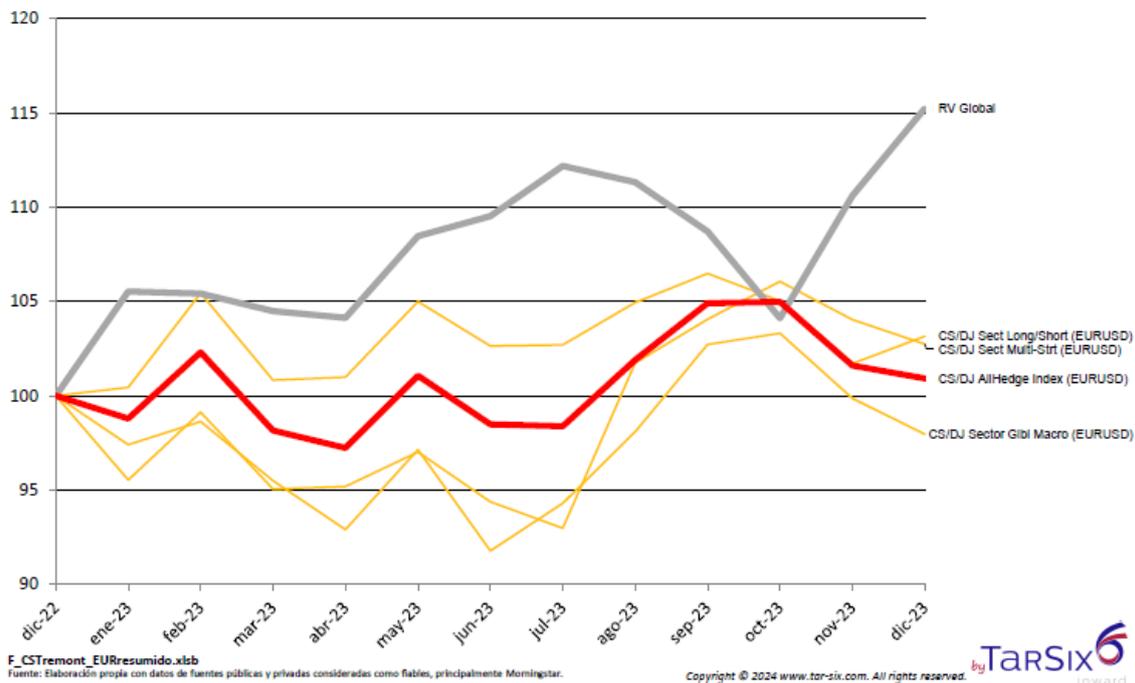


Si la excepcionalidad de la crisis financiera de 2008 pudo justificar los excesos de la política monetaria, desde 2015 vemos como la FED evoluciona, pero ajustándose a la inflación, incluso ganando ventaja sobre ella hasta 2019.

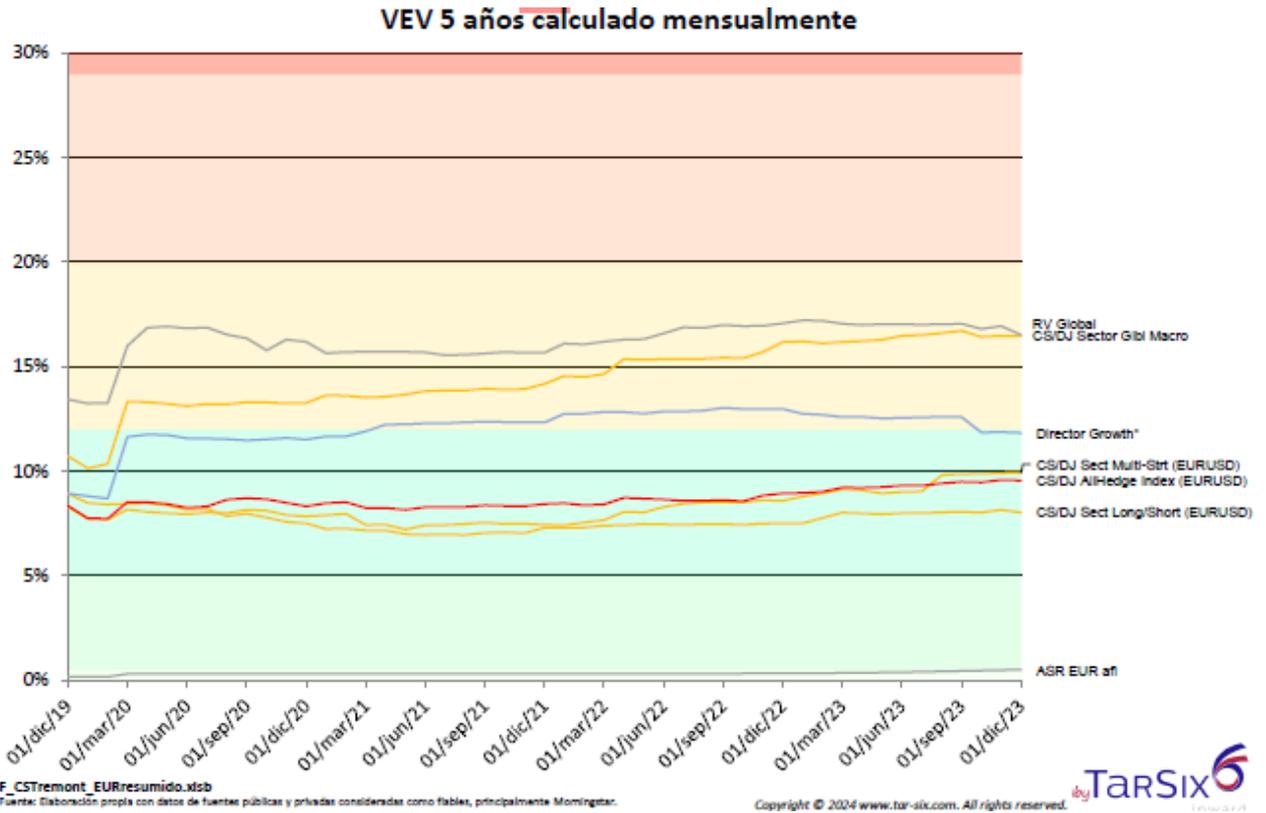
La recogida de información estadística detallada puede ser un gran reto, especialmente en lo que se refiere a la elección de metodologías y métodos de cálculo que aseguren la comparabilidad entre países.

Otra dificultad es obtener información de entidades que operan fuera del sistema bancario y cuyas actividades pueden afectar al sistema financiero y, por tanto, a la política monetaria. Dos ejemplos de ello son los fondos de inversión libre o hedge funds —fondos de inversión que agrupan el dinero de un número limitado de inversores individuales o institucionales— y la banca en la sombra —compuesta por entidades que prestan servicios similares a los de las entidades de crédito, pero que no tienen acceso explícito a la liquidez del banco central ni están sometidas al marco regulatorio de vigilancia de los bancos ordinarios—. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/statistics.es.html>

El segmento de Hedge Funds, con su característica de descorrelación siempre beneficiosa para reducir el riesgo no ha tenido este año tampoco la brillantez que se espera de ellos, es un mercado muy grande y poco controlado.



Los Hedge Funds, han sido durante años la gestión modelo, con alta rentabilidad y riesgo muy controlado. El riesgo siguen controlando pero quizá han sido víctimas de sus propios métodos.



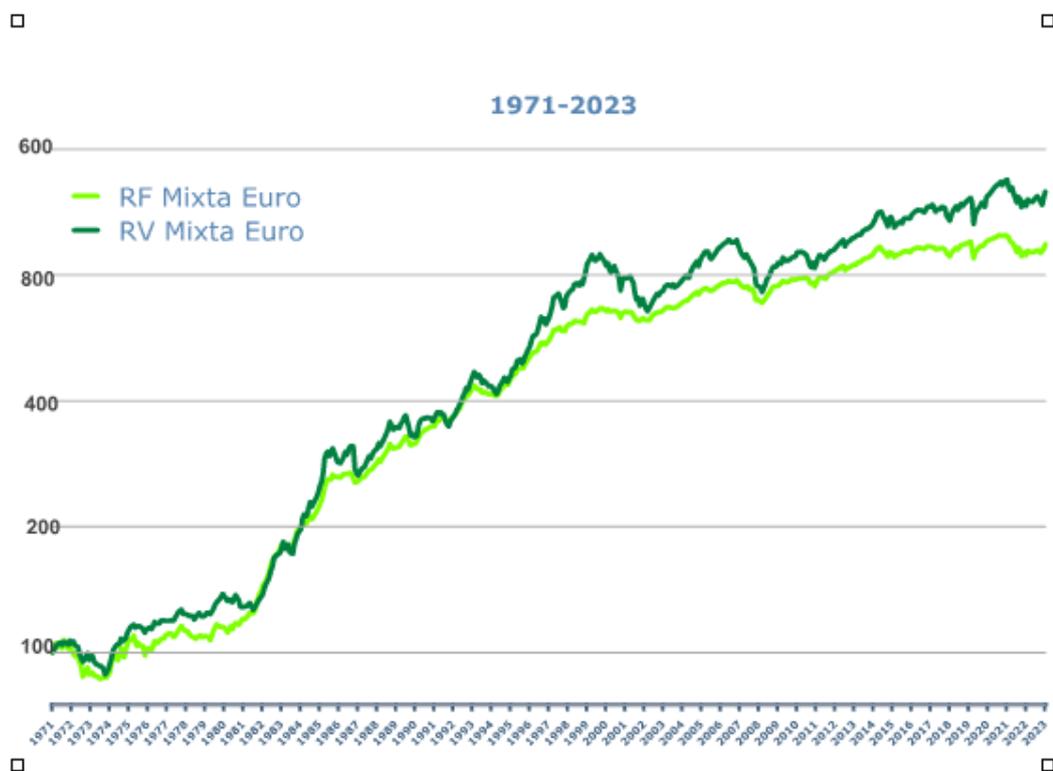
Por otro lado, afortunadamente acabamos el año con un razonable control del IPC en el 3.1%.

Esperábamos para este año todo mal, no por subrayarlo se es más sincero, el futuro no está escrito y surgirán los acontecimientos que lo justifiquen que en este análisis no lo hemos conseguido.

La retirada de activos del mercado debería haber causado una corrección de precios “normal”, el aumento de los tipos de interés hubiera debido ayudar a ello, la desviación de volúmenes hacia las criptomonedas también, las restricciones de producción de petróleo y gas deberían haber conseguido subir los precios y con ellos la inflación, la recesión se hubiese confirmado y los balances deberían estar exhaustos después de los enormes costes de la guerra rusa.

En definitiva, todo debería estar mal, pero está muy bien, cuestión esta para alegrarse moderadamente y que la alegría no enturbie la razón.

En la búsqueda permanente de indicadores que nos puedan orientar en las previsiones de estas estimaciones nos venimos apoyando desde hace años de la evolución inter pares entre un índice de Renta Variable Mixta Euro y otro de Renta Fija Mixta Euro, ambos elaborados por los resultados reales de los fondos de inversión comercializados en España, 1.490 y 562 respectivamente, que son una muestra significativa.



Tenemos datos desde 1971, aunque hasta 1990 no fueron suficientemente representativos.

En el análisis gráfico se observa como en la competición de ambos índices diverge en procesos alcistas y converge en las correcciones.

La peor posición que consigue la RVM es del -5% en 1982 y 1984, que viene de la mejor posición anterior en que la ventaja era de un 20% en 1980.

En 1986 y 1987 recupera una ventaja hasta el 16% que la pierde en 1992.

Posteriormente en marzo de 2000 después de un alargado periodo alcista aventaja la RVM un máximo histórico del 35% y su peor posición tres años después es de un +5%.

En 2007 la RVM consigue una ventaja a la RFM de hasta el 25% con la que se afronta la crisis de 2008 que se recupera rápidamente hasta afronta una crisis localizada en la zona euro de 2011 y recuperando la ventaja de nuevo en 2018 en adelante pasando inadvertida a estos efectos la crisis de la pandemia para llegar casi a máximos diferenciales en 2021, 2022 y sorprendiéndonos este año 2023. Ahora se mantiene la ventaja en un 33.5%.



Retomando una frase conocida ***“hay que volver al pasado sabiendo que el pasado es lo que mas cambia”***

En nuestra opinión el pasado siempre se repite, la representación gráfica desde 1990 vienen a ratificar la visión histórica anterior, el hecho de que en el análisis gráfico la RFM supere a la RVM en la primera década es producto del inicio no elegido del eje de ordenadas que se toma por años naturales.

Varían ligeramente los valores absolutos, pero se mantiene el máximo en marzo de 2000 y el mínimo tres años después.

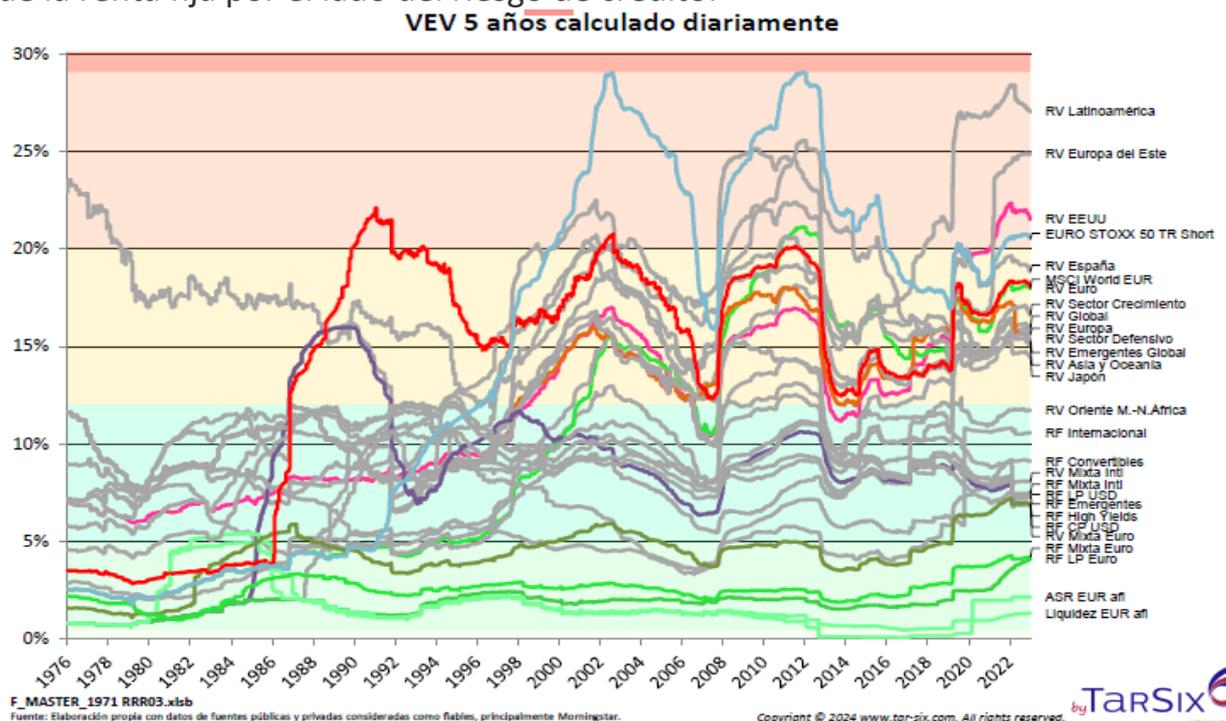
Para recuperar ventaja en 1987 y perderla en 2011, desde donde se inicia la escala alcista de nuevo hasta el presente.

Detectamos una pauta de divergencia y convergencia que debe resolverse en los próximos meses hacia la convergencia, que puede resumirse en dos tipos de movimientos, caídas más rápidas de la Renta Variable o subidas más rápidas de la Renta Fija. La primera hipótesis es más previsible dado que estamos en fase de descuento de los excesos anteriores. Siendo la segunda un gran problema que conocimos en 1982, dentro de la Década Perdida, como se conoce el periodo en USA. En el año 1992 recordamos grandes sustos por enormes fluctuaciones en la Renta Fija a Largo que, después de ir bajando el tipo de interés hasta el 10% (desde el 18-20% del año 80) y se esperaba que siguiera bajando, sin embargo, tuvo un repunte alcista importante.

Todas las situaciones son temporales, después de la tormenta puede venir el huracán o la calma, pero siempre llega al final la calma de la divergencia en la que la Renta Variable sube mucho más que la Renta Fija, que también sube por el efecto inflacionista.

Por lo tanto, el peligro mayor en el largo plazo es la inflación que deteriora el patrimonio.

Afrontaremos este año la aplicación de la normativa en materia de riesgo que de momento aporta más confusión que claridad, pero viene a aliviar el riesgo de la renta variable por el lado del riesgo de mercado y a agravar el de la renta fija por el lado del riesgo de crédito.



Otros datos

	2023		2023
Russell 1000 Growth ETF	36.4%	Moderate Allocation ETF	5.6%
MSCI Mexico ETF	29.7%	MSCI Australia ETF	5.4%
S&P 100 ETF	26.3%	Russell 1000 Value ETF	5.1%
S&P 500 Growth ETF	23.9%	MSCI EAFE Small-Cap ETF	5.0%
Latin America 40 ETF	21.5%	U.S. Real Estate ETF	4.9%
Russell Mid-Cap Growth ETF	20.6%	Conservative Allocation ETF	4.1%
MSCI Spain ETF	20.3%	Cohen & Steers REIT ETF	3.5%
Russell 1000 ETF	20.2%	MSCI United Kingdom ETF	3.4%
MSCI Brazil ETF	20.0%	iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	2.3%
S&P 500 ETF	19.8%	JPM USD Emerging Markets Bond ETF	1.2%
U.S. Transportation ETF	18.6%	U.S. Oil Equipment & Services ETF	1.2%
MSCI Sweden ETF	16.4%	MSCI Emerging Markets ETF	1.0%
MSCI Eurozone ETF	15.5%	iBoxx \$ Investment Grade Corp Bond ETF	0.9%
S&P 500 Value ETF	15.3%	Biotechnology ETF	0.5%
Russell 2000 Growth ETF	14.9%	Preferred and Income Securities ETF	-1.1%
MSCI Germany ETF	13.9%	U.S. Aggregate Bond ETF	-1.7%
Russell 2000 ETF	12.3%	U.S. Oil & Gas Expl & Prod ETF	-2.4%
MSCI Japan ETF	12.2%	MSCI All Country Asia ex Japan ETF	-2.4%
S&P Small-Cap 600 Growth ETF	12.2%	Silver Trust ETF	-2.5%
S&P Mid-Cap 400 Growth ETF	12.1%	MSCI Pacific ex Japan ETF	-2.7%
Aggressive Allocation ETF	11.8%	1-3 Year Treasury Bond ETF	-2.7%
MSCI South Korea ETF	11.7%	TIPS Bond ETF	-2.8%
Russell Mid-Cap ETF	11.3%	North American Natural Resources ETF	-2.9%
S&P Small-Cap ETF	11.2%	MSCI EAFE ETF	-3.2%
S&P Mid-Cap ETF	10.9%	USDEUR	-3.3%
Europe ETF	10.8%	Short Treasury Bond ETF	-3.5%
Gold Trust	10.2%	20+ Year Treasury Bond ETF	-4.5%
U.S. Financial Services ETF	9.8%	MSCI BIC ETF	-5.3%
S&P Mid-Cap 400 Value ETF	9.6%	MSCI Singapore ETF	-6.1%
MSCI EAFE ETF	9.2%	Select Dividend ETF	-6.5%
MSCI Taiwan ETF	9.1%	U.S. Energy ETF	-7.7%
Russell 2000 Value ETF	9.1%	MSCI South Africa ETF	-8.9%
U.S. Financials ETF	9.0%	MSCI Malaysia ETF	-10.4%
Growth Allocation ETF	8.7%	MSCI Turkey ETF	-16.5%
MSCI Canada ETF	7.3%	MSCI Thailand ETF	-18.0%
Russell Mid-Cap Value ETF	6.6%	China Large-Cap ETF	-20.7%
U.S. Basic Materials ETF	6.4%	MSCI Hong Kong ETF	-21.7%

COMITÉ DE INVERSIÓN 25 de diciembre de 2023

El porcentaje destinado a renta variable, renta fija de alta volatilidad, renta fija a largo y corto plazo viene determinado por las características individuales del inversor ajustadas por su perfil de riesgo e inversión.

GESTION DE RENTA VARIABLE

Nuestra posición en el mercado de renta variable para este mes es:

LIQUIDEZ - CORTOS1	*	0%	
LIQUIDEZ - CORTOS2	*	0%	
RV Internacional		5%	Mantenemos posiciones
RV Euro		5%	Mantenemos posiciones
RV España		5%	Mantenemos posiciones
RV Europa		0%	Disminuimos un -5% del segmento RV Europa
RV EEUU		10%	Aumentamos un 5% del segmento RV EEUU
RV Japón		5%	Mantenemos posiciones
RV Asia y Oceanía		0%	
RV Europa del Este		15%	Mantenemos posiciones
RV Latinoamérica		5%	Mantenemos posiciones
RV Medio Oriente África		0%	Aumentamos un 0% del segmento RV Medio Oriente África
RV Emergentes Global		0%	
RV Sectores Crecimiento		5%	Mantenemos posiciones
RV Sectores Defensivos		0%	
Repos	*	45%	Mantenemos posiciones

* Abrir posiciones en derivados para hacer coberturas a la cartera y especialmente cuando actúen como inversión contra mercado requiere conocimiento profesional siendo aconsejable la ayuda de un asesor financiero.

GESTION DE RENTA FIJA DE MAYOR VOLATILIDAD

Nuestra posición en el mercado de renta fija de mayor volatilidad para este mes es:

RF Internacional	0%	
RF Convertibles	0%	Disminuimos un -5% del segmento RF Convertibles
RF Emergentes	20%	Aumentamos un 10% del segmento RF Emergentes
RF Alto Rendimiento	30%	Disminuimos un -5% del segmento RF Alto Rendimiento
Cash3	50%	Mantenemos posiciones

GESTION DE LIQUIDEZ

La liquidez proveniente del exceso de volatilidad que se estime en renta variable, o de la fija de mayor volatilidad, es recomendable darle un tratamiento diferenciado, de acuerdo a la siguiente distribución:

RF LP DÓLAR USA	0%	
RF CP DÓLAR USA	10%	Aumentamos un 5% del segmento RF CP DÓLAR USA
RF Internacional	0%	
RF Convertibles	0%	
RF Emergentes	10%	Aumentamos un 5% del segmento RF Emergentes
RF High Yields	15%	Disminuimos un -5% del segmento RF High Yields
RF LP Euro	15%	Disminuimos un -5% del segmento RF LP Euro
Repos	50%	Mantenemos posiciones

RESUMEN

“Nos piden ser capaces de predecir lo que va a pasar mañana, el mes próximo y el año que viene; y de explicar después por qué fue que no ocurrió lo que se predijo” Wiston Churchill

	Estimado 2023		2023	Estimado 2024	
Renta Variable Mixta Internacional	-7%	+ 27%	6.3%	-15%	+ 19%
ESTRATEGIA GROWTH	5%	+ 35%	2.7%	-13%	+ 31%
Renta Variable Mixta	2%	+ 19%	8.4%	2%	+ 19%
Renta Fija Mixta	7%	+ 13%	6.3%	7%	+ 13%
ESTRATEGIA INCOME	-1%	+ 17%	0.6%	-1%	+ 17%
Renta Fija Largo Euro	2%	+ 12%	6.4%	2%	+ 12%

Los resultados de la Renta Fija han destrozado la serie histórica obligando a aplicar el percentil 99%, que por otra parte es coherente, sin embargo, estos resultados condicionarán los próximos años, ofreciendo estimaciones más positivas que posibles.

“Insisto en que no hago predicciones, me limito más bien a observar lo que ha ocurrido desde el año 1637, cuando los especuladores holandeses vieron en los bulbos de los tulipanes la mágica rueda de su fortuna” (John K. Galbraith)

De forma indirecta, las estadísticas afectan a la vida de muchas personas.

La independencia de las estadísticas oficiales es fundamental para asegurar su calidad.

La recogida de información estadística detallada puede ser un gran reto, especialmente en lo que se refiere a la elección de metodologías y métodos de cálculo que aseguren la comparabilidad.

La armonización de los datos también es esencial, pues permite obtener resultados significativos y efectuar comparaciones fiables.

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/statistics.es.html>

ESTRATEGIA GROWTH

Decíamos a principios de año de 2023:

“En las previsiones para 2023, la Renta Variable Mixta Internacional puede oscilar entre el (-6.6%) y el +26.8%, se recorta ampliamente la posibilidad de incrementos desmesurados, mientras que GROWTH podría oscilar entre el +4.6 y +34.7%.”



La imagen refleja la respuesta de la inteligencia artificial a “un buen año de la bolsa”. De alguna manera, la distorsión y el desenfoque es bastante representativo de lo que ha pasado para que todo vaya bien en un entorno económico en el que todo parece estar mal.

Los precios, se entiende, anticipan beneficios futuros y en consecuencia ven algo que nos cuesta ver. Si el año 22 fue horrible, rompiendo las estadísticas, este año 23 pudo estar justificado como reacción a lo anterior y posterior encuentro al equilibrio, pero la traca de los dos últimos meses del año siguiendo la costumbre de las celebraciones de fin de año auguran movimientos contrarios.

La rentabilidad de la referencia se ha salvado por los tres últimos meses del año que suman un 5.4% del 6.3% conseguido en la parte media baja de las estimaciones del año pasado. GROWTH consigue un 2.8% algo por debajo de las estimaciones coherente a su metodología de salida de mercado ante movimientos bruscos.



Favoreciendo la descorrelación con el mercado facilitando la disminución del riesgo de las Carteras en las que forme parte.

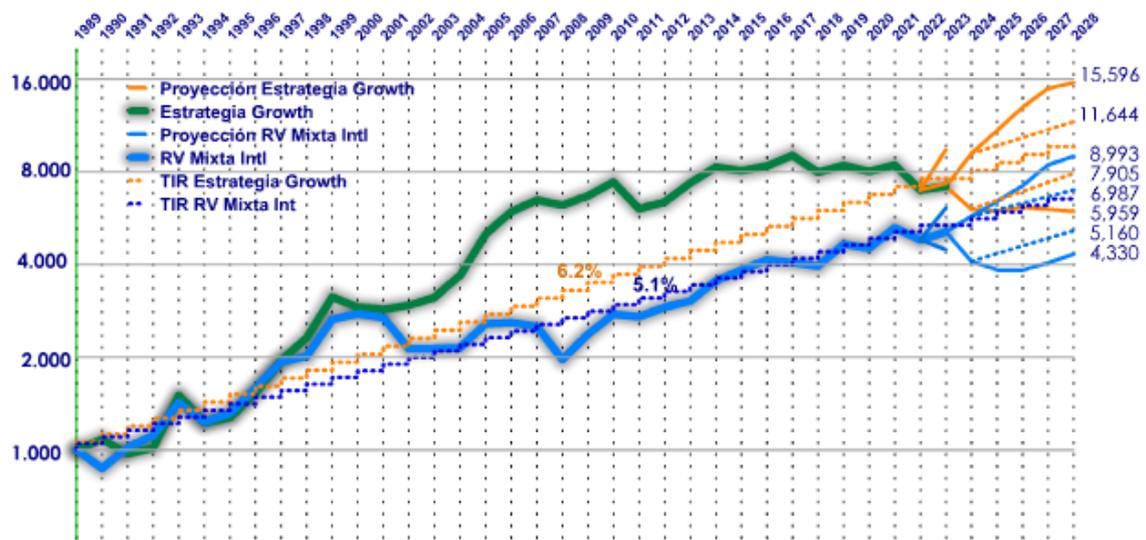
El riesgo de mercado de la Renta Variable ha estado en máximos históricos todo el año, reduciéndose ligeramente al final al igual que la Estrategia GROWTH que registra un 11.3% en el nuevo nivel de riesgo 3 de la escala 1-7, lo que indica claramente la posición ultraconservadora de una Cartera con una vocación de riesgo 4 (riesgo de mercado menor que 20%).

GROWTH dispone de un sistema de alertas sobre las variaciones de todos los activos que componen su Cartera. Diariamente se registran las variaciones superiores al 3%, del 5% en una semana y del 8% del mes en curso. Ninguno de los activos, salvo excepciones (Quality oportunisticas), aparecen en dichas alertas.

El resumen del mapa de riesgo en la última Cartera del año ha sido:

Nombre	% Cartera	Variación	VRRT	VRRT-1	VRRT*	R.Liq	SRI	RR	R.ESG	R.Env	R.Soc	R.Gov
DIRECTOR GROWTH, FI-PIDgd			2		2	2	2	2	2	2	2	2

*Ver detalle pinchando en la imagen.



Las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros

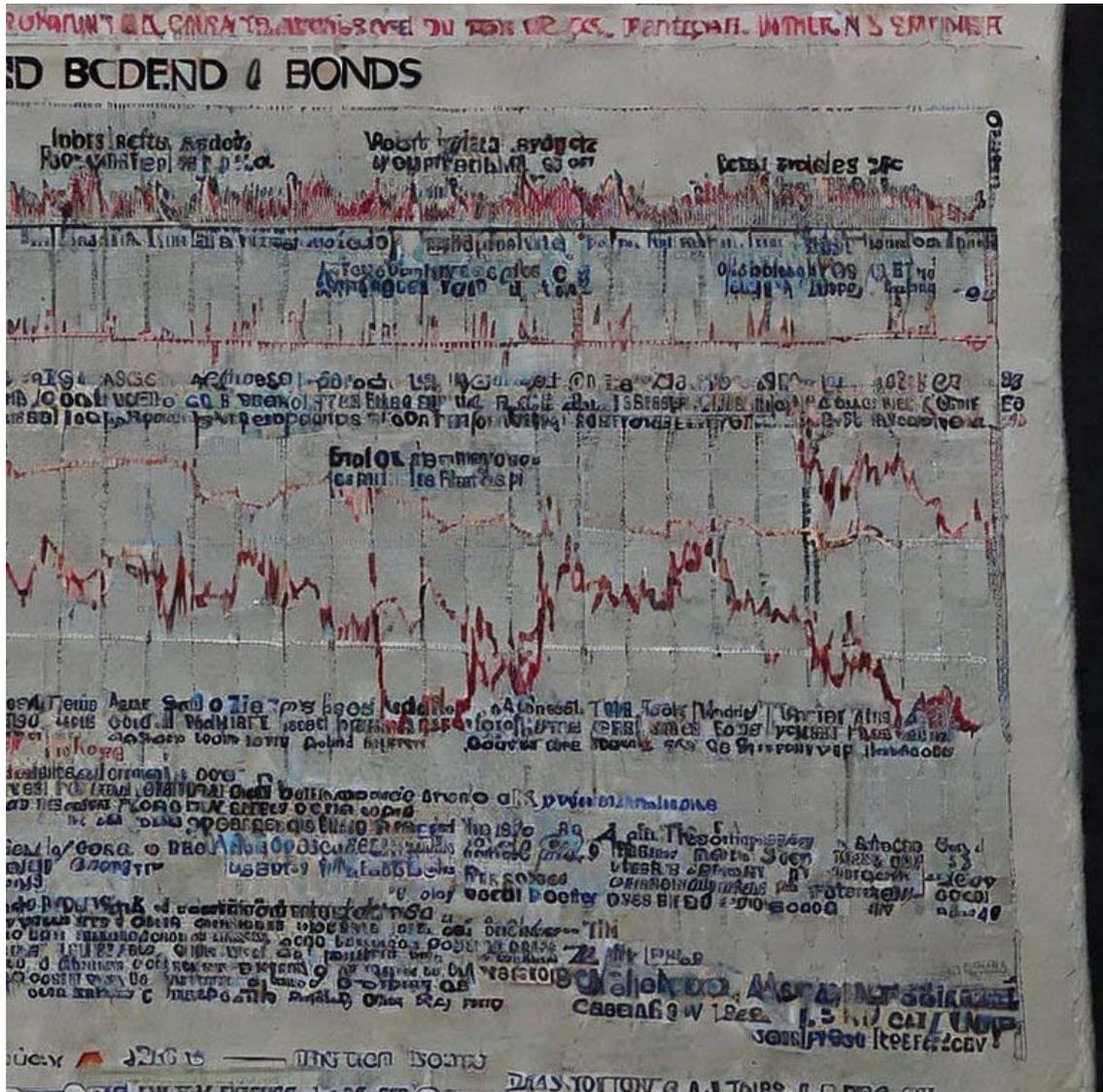
Ya decíamos también que veríamos momentos extremos en algún momento ante tanta anomalía y los seguiremos viendo.

En las previsiones para 2024, la Renta Variable Mixta Internacional puede oscilar entre el (-14.7%) y el +19.2%, que reduce sus expectativas, mientras que GROWTH podría oscilar entre el (-13.4%) y +31.2%.

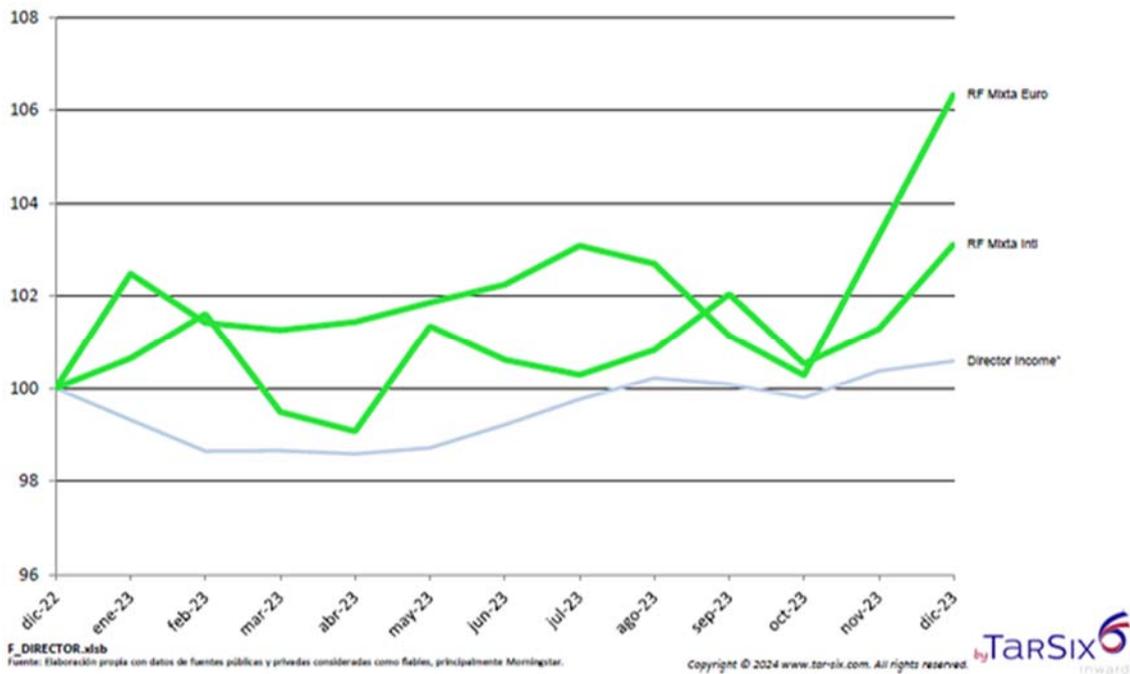
ESTRATEGIA INCOME

Decíamos a principios de año de 2023:

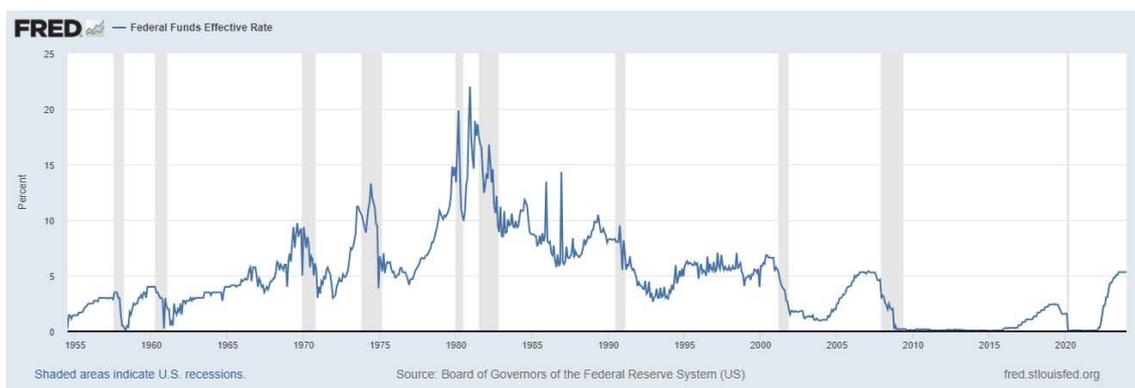
“Esperamos un comportamiento de la Renta Fija Mixta entre el +7.2% y +12.8%, en la que la Estrategia INCOME podría oscilar entre el (-0.5%) y el +17.1%..”



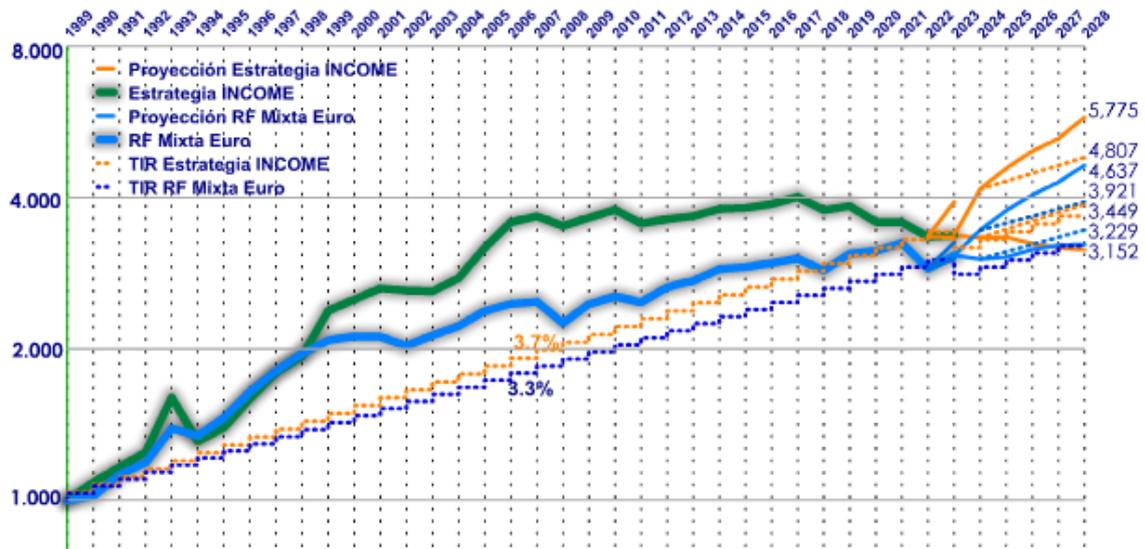
Lo que parecía increíble el pasado año ha sido casi posible gracias al casi 6% conseguido por la Renta Fija Mixta en los dos últimos meses para cerrar el año con el 6.3%. La Estrategia INCOME cierra el ejercicio con un modesto positivo del 0.6% tratando de recuperar una normalidad que no acaba de llegar, y que sin duda llegará mejor en forma de aterrizaje suave, aunque con el riesgo de mercado en máximos todo se puede esperar.



El continuado comportamiento alcista, pase lo que pase, lleva a la tentación de sucumbir a la tendencia del concepto “lo mejor es no hacer nada”, contradicho razonadamente con el análisis histórico reconocido en la teoría de los ciclos que siempre se ha cumplido con mayor o menor desviación y la actual podría ser máxima como máximos han sido los acontecimientos desde 2008.



Ante un cercano cambio de ciclo, si no lo hemos empezado ya, quizá sea conveniente una mayor diversificación en la combinación gestión pasiva y activa que pueda paliar con la descorrelación el incremento de riesgo de mercado de la indexación.



Las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros

Esperamos un comportamiento de la Renta Fija Mixta entre el (-7.1% y +6.0%, en la que la Estrategia INCOME podría oscilar entre el (-6.8%) y el +16.4%.

La cartera a fin de año no puede ser más conservadora:

Nombre	% Cartera	Variación	VRRT	VRRT-1	VRRT'	R.Liq	SRI	RR	R.ESG	R.Env	R.Soc	R.Gov
DIRECTOR INCOME, FI-PIDgd			2		2	2	1	1	2	2	2	2

*Ver detalle pinchando en la imagen.

	2023
MSCI USA USD ESG	26.8%
MSCI USA USD	25.1%
MSCI TR Gross World USD	24.3%
MSCI World USD ESG	23.1%
MSCI Spain EUR	22.4%
MSCI World USD	21.7%
MSCI USA EUR	20.2%
MSCI EM Latin America USD (EURUSD)	20.1%
MSCI TR World Gross EUR	19.4%
MSCI World EUR	16.9%
MSCI Europe ESG EUR	16.6%
MSCI Euro EUR	16.2%
MSCI Japan EUR	13.9%
MSCI Europe EUR	11.0%
MSCI AC Far East USD (EURUSD)	4.1%
MSCI EM USD (EURUSD)	3.3%

30 de diciembre de 2022	BASE100						MAX ult 3años	MIN ult 3años	MAX H 3años	MIN H 3años	Riesgo SRRRI	Riesgo VOL 1 año
	año 2000	mes	3 meses	1 año	3 años	5 años						
RV Internacional	194.2	-4.46%	-0.93%	-14.86%	12.30%	30.34%	42.29%	-14.86%	67.35%	-51.97%	16.68%	16.09%
RV Euro	158.9	-2.28%	11.70%	-12.99%	3.80%	10.61%	41.30%	-12.99%	87.15%	-51.96%	19.22%	18.43%
RV España	153.2	0.58%	13.86%	-2.70%	-5.88%	-9.19%	38.60%	-5.88%	103.26%	-43.57%	21.26%	16.34%
RV Europa	170.4	-2.20%	10.12%	-12.86%	6.04%	15.36%	40.40%	-12.86%	81.03%	-51.55%	17.74%	17.56%
RV EEUU	273.4	-6.10%	-5.80%	-15.72%	22.32%	54.19%	53.04%	-15.72%	85.29%	-51.53%	18.58%	19.18%
RV Japón	110.4	-4.50%	-0.04%	-13.06%	0.19%	7.31%	17.77%	-15.19%	108.65%	-59.83%	14.12%	15.93%
RV Asia y Oceanía	313.5	-1.76%	0.72%	-12.52%	5.72%	14.90%	35.26%	-14.60%	115.53%	-53.91%	16.70%	15.15%
RV Europa del Este	232.1	2.54%	26.76%	-40.01%	-39.16%	-29.85%	30.45%	-45.43%	220.66%	-63.54%	29.70%	42.98%
RV Latinoamérica	359.4	-2.83%	-2.68%	12.44%	-17.37%	-3.06%	51.68%	-17.37%	252.95%	-48.59%	29.83%	29.14%
RV Oriente M.-N.África	332.7	-4.36%	-11.44%	2.86%	28.02%	52.56%	71.67%	-18.05%	214.91%	-50.96%	17.13%	21.37%
RV Emergente Global	272.9	-1.56%	-3.03%	-15.87%	-6.29%	0.20%	25.65%	-20.62%	157.74%	-52.83%	17.13%	8.89%
RV Sector Crecimiento	261.8	-4.20%	-3.57%	-21.41%	13.35%	46.18%	31.92%	-21.41%	98.01%	-63.33%	17.71%	18.55%
RV Sector Defensivo	251.0	-3.62%	0.70%	0.42%	18.95%	30.36%	66.30%	-8.87%	80.04%	-41.03%	17.81%	15.40%

30 de diciembre de 2022	BASE100						MAX ult 3años	MIN ult 3años	MAX H 3años	MIN H 3años	Riesgo SRRRI	Riesgo VOL 1 año
	año 2000	mes	3 meses	1 año	3 años	5 años						
RV Mixta Euro	137.7	-2.27%	0.65%	-13.56%	-3.80%	0.39%	10.38%	-13.56%	35.74%	-25.65%	9.10%	9.29%
RV Mixta Intl	180.7	-3.74%	-4.29%	-8.74%	3.13%	18.29%	17.49%	-8.74%	41.74%	-32.12%	9.68%	9.90%
RF Mixta Intl	148.7	-3.48%	-6.23%	-5.22%	3.13%	14.37%	8.67%	-7.77%	33.61%	-26.52%	7.58%	8.57%
RF Mixta Euro	138.7	-1.57%	0.64%	-11.13%	-6.71%	-4.63%	1.76%	-11.13%	19.39%	-11.46%	5.86%	6.62%
RF Largo Euro	165.7	-1.81%	0.31%	-12.91%	-12.94%	-10.53%	0.31%	-14.58%	21.56%	-13.60%	4.34%	6.96%
Repos	134.3	-0.25%	0.61%	-4.75%	-4.97%	-5.41%	0.61%	-5.16%	12.50%	-5.07%	2.08%	2.56%
RF Internacional	179.0	-2.31%	-4.18%	-10.68%	-10.13%	-1.99%	0.00%	-12.42%	34.86%	-10.23%	5.09%	6.92%
RF Convertibles	158.2	-1.75%	0.71%	-17.60%	-4.58%	-3.53%	6.10%	-20.67%	46.69%	-28.79%	10.04%	10.15%
RF Emergentes	331.6	-1.53%	-1.12%	-10.68%	-9.94%	0.17%	3.55%	-12.17%	56.37%	-16.82%	9.76%	10.29%
RF High Yields	295.8	-2.64%	-3.12%	-6.31%	-0.03%	15.29%	15.43%	-6.31%	77.58%	-24.69%	9.47%	9.46%
RF Largo USD	193.6	-2.69%	-7.19%	-4.34%	-0.50%	12.75%	3.23%	-8.09%	40.02%	-23.44%	7.18%	9.10%
RF Corto USD	138.6	-2.48%	-7.50%	3.98%	3.51%	14.96%	12.51%	-7.50%	31.57%	-29.65%	7.12%	9.30%

30 de diciembre de 2022

Renta Variable	-2.67%	2.80%	-11.25%	3.23%	16.92%
Renta Fija Alta Volatilidad	-2.24%	-3.73%	-7.60%	-3.61%	6.28%

Leyenda de colores: verdes en zona de máximos de rentabilidad , rojos lo contrario. Marrones y azules máximos y mínimos en riesgo.

	Máximo histórico		Mínimo histórico		Mejor mercado
	Cerca de máximos históricos		Cerca de mínimos históricos		Mínimo riesgo / volatilidad
	Cerca de mínimo riesgo / volatilidad		Máximo riesgo / volatilidad		Cerca de máximo riesgo / volatilidad

29 de diciembre de 2023	BASE100						DUP ult	DD ult	MAX H	MIN H	Riesgo	Riesgo VOL
	año 2000	mes	3 meses	1 año	3 años	5 años	3años	3años	3años	3años	SRRI	1 año
RV Internacional	223.8	4.18%	6.00%	15.24%	23.97%	64.35%	23.97%	-1.89%	67.30%	-51.84%	16.10%	11.33%
RV Euro	185.1	3.65%	8.30%	16.43%	22.98%	52.02%	30.05%	0.00%	86.75%	-51.89%	19.06%	14.03%
RV España	183.6	1.36%	7.01%	19.83%	28.62%	27.71%	36.45%	0.00%	103.18%	-43.56%	21.19%	14.46%
RV Europa	193.2	4.25%	7.30%	13.40%	21.22%	51.51%	24.88%	-1.18%	80.30%	-51.51%	17.43%	12.14%
RV EEUU	329.3	4.21%	6.59%	20.42%	38.62%	92.40%	38.62%	0.00%	85.23%	-51.49%	17.76%	12.29%
RV Japón	126.4	3.33%	2.16%	14.45%	8.77%	39.35%	16.68%	-2.93%	108.64%	-59.72%	13.49%	10.67%
RV Asia y Oceanía	319.0	3.58%	3.31%	1.77%	-3.38%	31.23%	9.33%	-13.09%	115.25%	-53.82%	16.36%	12.71%
RV Europa del Este	265.2	-2.25%	0.01%	14.28%	-17.71%	-9.00%	49.07%	-37.64%	219.12%	-63.45%	29.64%	13.19%
RV Latinoamérica	443.6	7.05%	12.75%	23.44%	28.77%	25.19%	43.07%	0.00%	252.39%	-48.52%	29.13%	17.85%
RV Oriente M.-N.África	354.0	3.92%	0.21%	6.40%	51.59%	54.25%	51.59%	-12.81%	213.94%	-50.55%	17.46%	10.19%
RV Emergente Global	287.2	2.59%	3.10%	5.23%	-7.02%	20.46%	7.23%	-16.46%	157.62%	-52.71%	16.64%	12.48%
RV Sector Crecimiento	301.1	5.58%	6.74%	15.01%	7.97%	74.40%	15.01%	-9.62%	97.82%	-63.26%	16.80%	12.70%
RV Sector Defensivo	260.6	2.96%	1.43%	3.83%	36.42%	47.16%	36.42%	-5.38%	79.91%	-40.77%	17.38%	9.15%
	BASE100						DUP ult	DD ult	MAX H	MIN H	Riesgo	Riesgo VOL
	año 2000	mes	3 meses	1 año	3 años	5 años	3años	3años	3años	3años	SRRI	1 año
RV Mixta Euro	149.4	3.45%	5.71%	8.45%	2.20%	17.61%	9.16%	-6.26%	35.50%	-25.54%	9.17%	7.55%
RV Mixta Intl	192.1	2.79%	2.77%	6.31%	12.94%	29.12%	12.94%	-2.98%	41.55%	-32.11%	9.47%	6.23%
RF Mixta Intl	153.4	1.81%	1.05%	3.12%	12.94%	17.77%	9.16%	-4.89%	33.54%	-26.47%	7.42%	4.53%
RF Mixta Euro	147.5	2.94%	5.15%	6.35%	-2.04%	7.21%	7.04%	-5.49%	19.36%	-11.40%	6.14%	5.32%
RF Largo Euro	176.3	3.08%	6.12%	6.38%	-9.03%	-3.14%	6.70%	-9.07%	21.56%	-14.31%	4.83%	4.62%
Repos	139.9	1.10%	2.39%	4.20%	-1.03%	0.18%	4.83%	-1.18%	12.49%	-5.04%	2.19%	1.32%
RF Internacional	182.9	2.86%	3.83%	2.18%	-7.61%	-0.82%	4.55%	-9.13%	34.85%	-12.27%	5.18%	4.03%
RF Convertibles	167.5	3.82%	4.93%	5.91%	-12.75%	10.04%	7.88%	-15.98%	46.65%	-28.77%	10.37%	8.95%
RF Emergentes	350.0	3.01%	3.85%	5.54%	-0.88%	7.92%	7.52%	-5.73%	56.26%	-16.50%	9.78%	5.03%
RF High Yields	319.1	2.29%	2.02%	7.56%	11.94%	23.45%	11.94%	0.00%	79.13%	-25.08%	9.41%	5.21%
RF Largo USD	194.8	1.24%	0.41%	0.63%	2.82%	10.21%	3.88%	-7.51%	39.84%	-23.31%	6.69%	3.91%
RF Corto USD	140.3	-0.27%	-2.34%	1.19%	13.85%	10.46%	13.85%	-6.39%	31.53%	-29.54%	7.02%	6.41%

29 de diciembre de 2023

Renta Variable	3.41%	4.99%	13.06%	18.52%	43.92%
Renta Fija Alta Volatilidad	2.16%	2.12%	3.84%	1.23%	10.21%

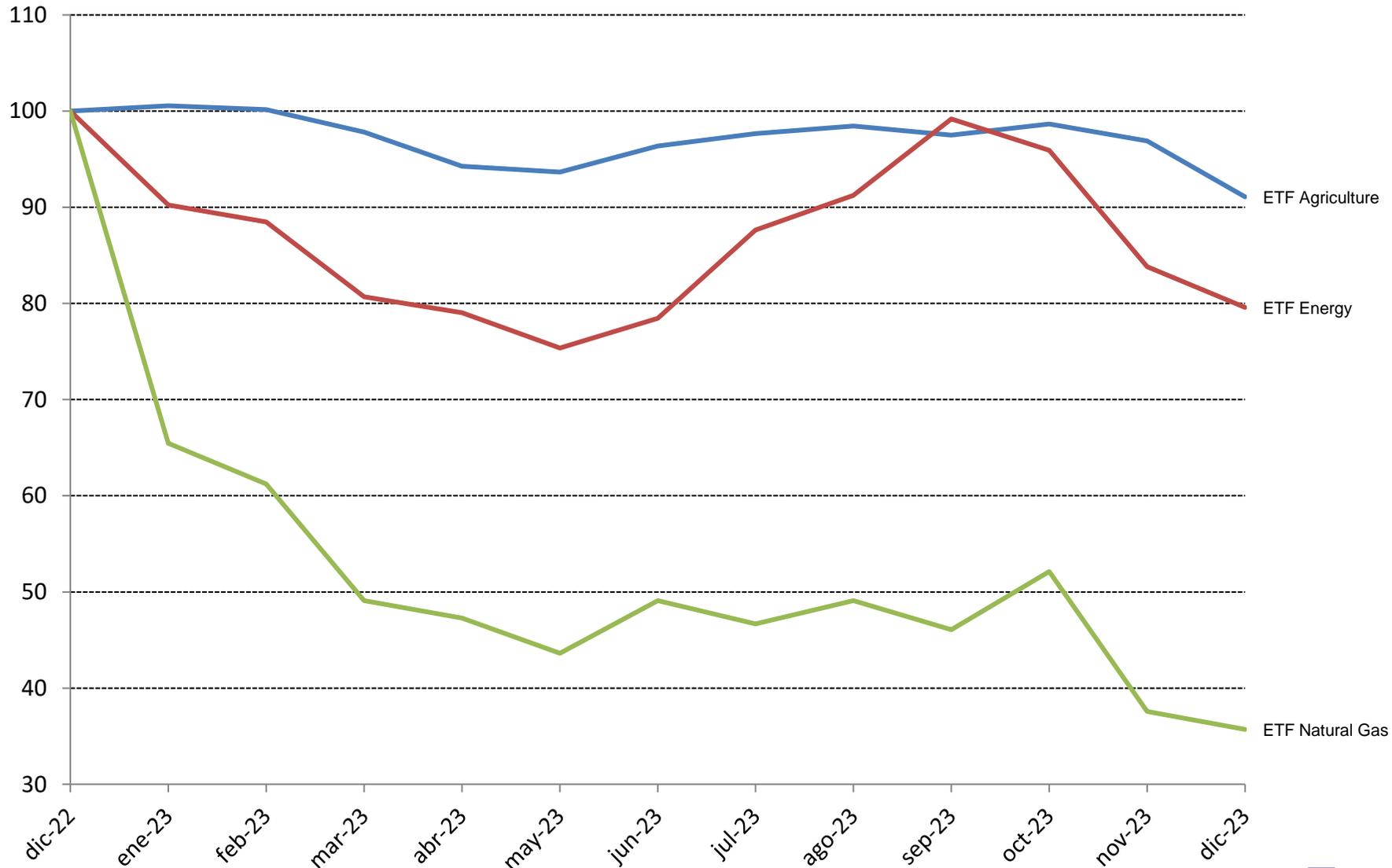
Leyenda de colores: verdes en zona de máximos de rentabilidad , rojos lo contrario. Marrones y azules máximos y mínimos en riesgo.

	Máximo histórico		Mínimo histórico		Mejor mercado
	Cerca de máximos históricos		Cerca de mínimos históricos		Mínimo riesgo / volatilidad
	Cerca de mínimo riesgo / volatilidad		Máximo riesgo / volatilidad		Cerca de máximo riesgo / volatilidad

**Rendimientos Anuales
Hasta dic-2023**

	2023		2023
ETF Coffee	20.9%	ETF Aluminium	-6.4%
ETF Sugar	13.3%	ETF Agriculture	-8.9%
ETF Softs	13.0%	ETF Broad Commodities	-10.9%
ETF Gold	7.7%	ETF Zinc	-10.9%
ETF Gasoline	6.2%	ETF Industrial Metals	-13.7%
ETF Precious Metals	4.5%	ETF Grains	-17.0%
ASR EUR	3.1%	ETF Energy	-20.4%
ETF Copper	-0.5%	ETF Soybean Oil	-22.2%
ETF Petroleum	-2.9%	ETF Corn	-22.3%
ETF Cotton	-2.9%	ETF Lean Hogs	-25.7%
ETF Soybeans	-3.0%	ETF Wheat	-33.4%
ETF Crude Oil	-3.6%	ETF Nickel	-47.2%
ETF Silver	-4.6%	ETF Natural Gas	-64.3%

Equity Mensual



F_GasNaturalEUR.xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.





126.26

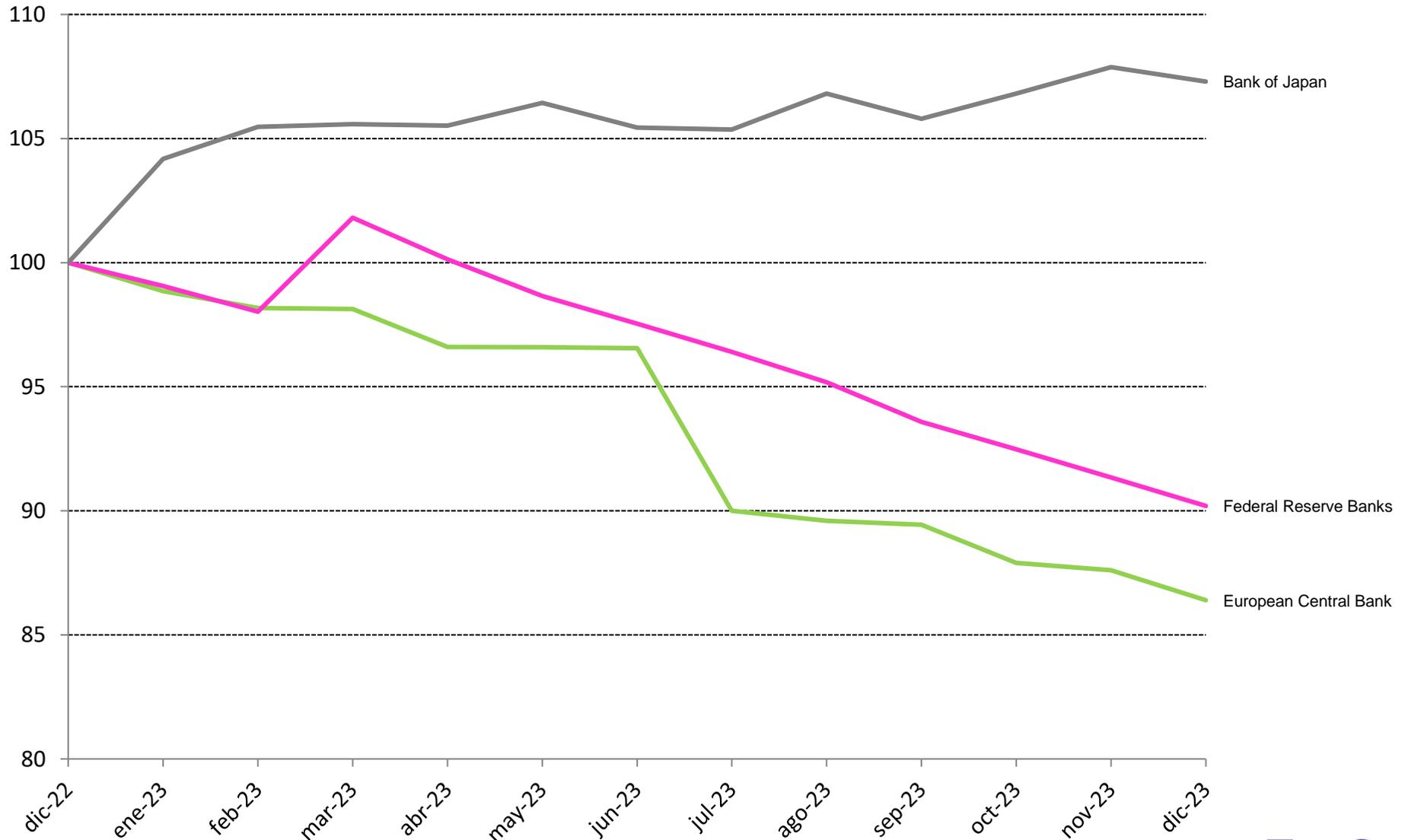
135.47

Sin órdenes

**Rendimientos Anuales
Hasta dic-2023**

	2023		2023
Kaspa	2181.4%	Ethereum Classic	39.5%
Solana	914.3%	Tezos	38.1%
Helium	349.3%	Syscoin	36.9%
Oasis Network (Rose)	266.5%	Chia Network	33.2%
The Graph	232.7%	Dogecoin	29.1%
Bitcoin Cash	156.5%	Quant	25.4%
Bitcoin	145.7%	Polygon	23.8%
Cardano	135.5%	RV EEUU	20.4%
Polkadot	92.3%	Cosmos	16.8%
Tron	89.0%	Pax Gold	8.0%
Ethereum	86.2%	Litecoin	6.7%
XRP	77.3%	EOS	-5.1%
Theta Network	73.5%	Zcash	-25.1%
		Dash	-26.9%

Equity Mensual



F_INDICES (BANCOS CENTRALES).xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.

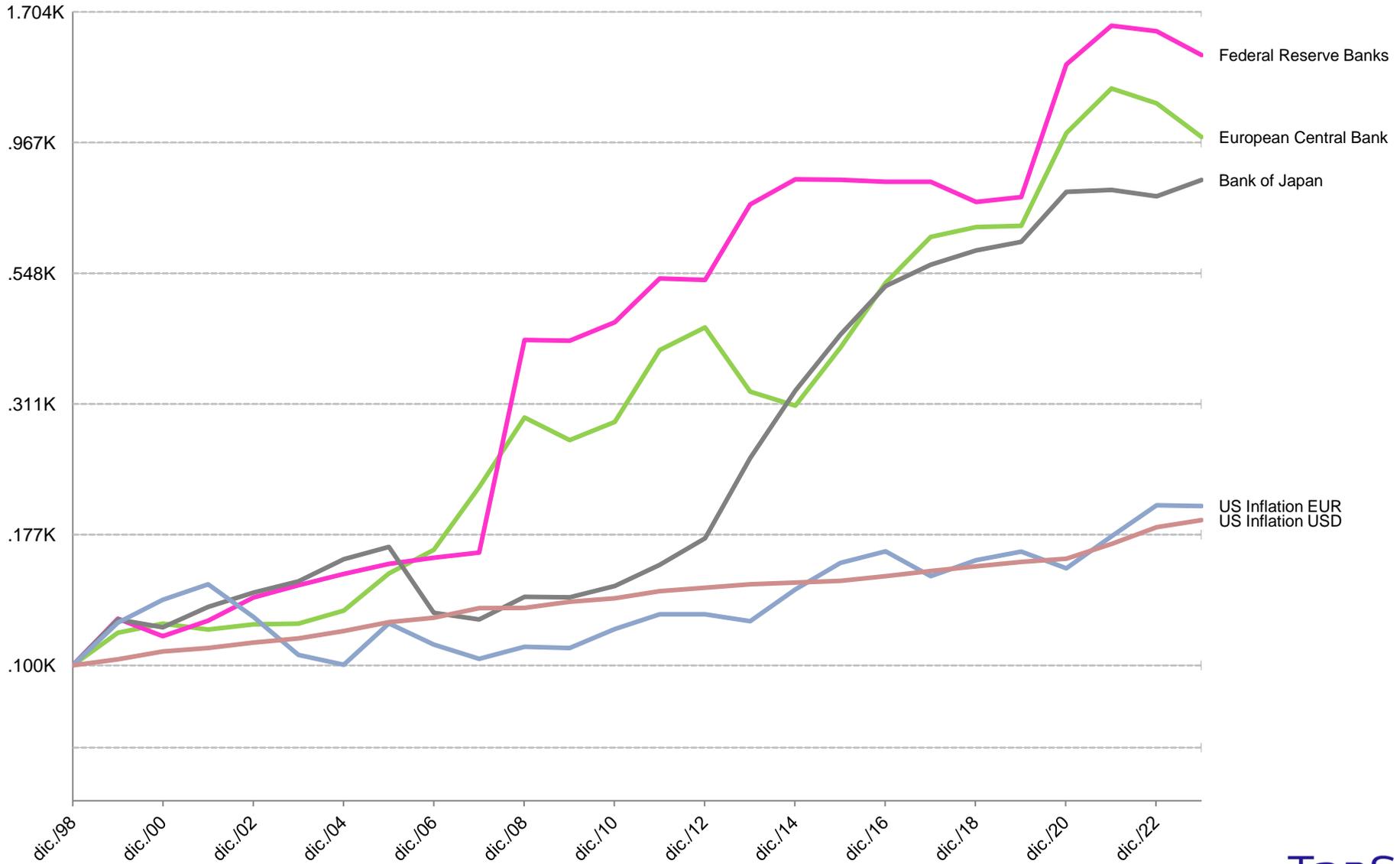


	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 TAE	
European Central Bank	28.7%	32.3%	22.1%	4.4%	0.5%	49.5%	21.4%	-6.2%	-13.6%	13.8%
Bank of Japan	27.6%	23.4%	9.7%	6.4%	3.8%	24.2%	0.8%	-2.7%	7.3%	10.7%
Federal Reserve Banks	-0.2%	-0.8%	-0.1%	-8.4%	2.2%	77.7%	18.3%	-2.4%	-9.8%	6.2%

**Rendimientos Anuales
Hasta dic-2023**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Federal Reserve Banks	22.4%	-7.4%	7.0%	10.6%	5.4%	5.0%	4.6%	
European Central Bank	15.2%	4.0%	-2.4%	2.2%	0.3%	5.9%	17.4%	
Bank of Japan	22.0%	-3.4%	9.2%	6.5%	5.0%	10.0%	5.6%	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Federal Reserve Banks	2.6%	2.3%	151.3%	-0.2%	8.3%	20.9%	-0.6%	
European Central Bank	10.9%	31.3%	35.2%	-9.3%	8.2%	36.5%	10.3%	
Bank of Japan	-24.9%	-2.9%	10.3%	-0.2%	5.0%	9.7%	12.2%	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Federal Reserve Banks	38.7%	11.5%	-0.2%	-0.8%	-0.1%	-8.4%	2.2%	
European Central Bank	-24.3%	-5.9%	28.7%	32.3%	22.1%	4.4%	0.5%	
Bank of Japan	41.6%	33.9%	27.6%	23.4%	9.7%	6.4%	3.8%	
	2020	2021	2022	2023			TAE	
Federal Reserve Banks	77.7%	18.3%	-2.4%	-9.8%			11.2%	
European Central Bank	49.5%	21.4%	-6.2%	-13.6%			9.6%	
Bank of Japan	24.2%	0.8%	-2.7%	7.3%			8.8%	

Gráfica Semilogarítmica



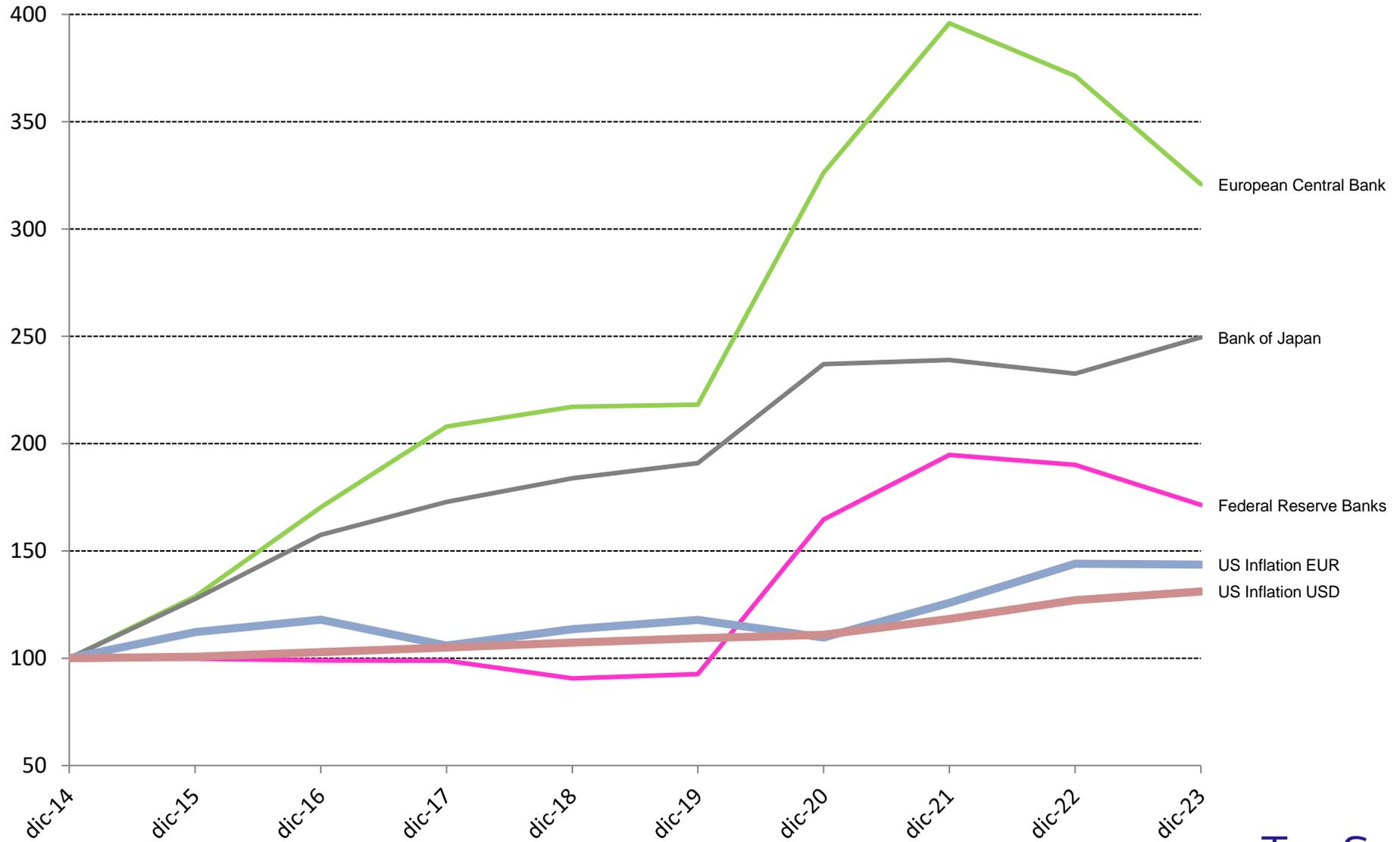
F_INDICES (BANCOS CENTRALES).xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



Equity Anual



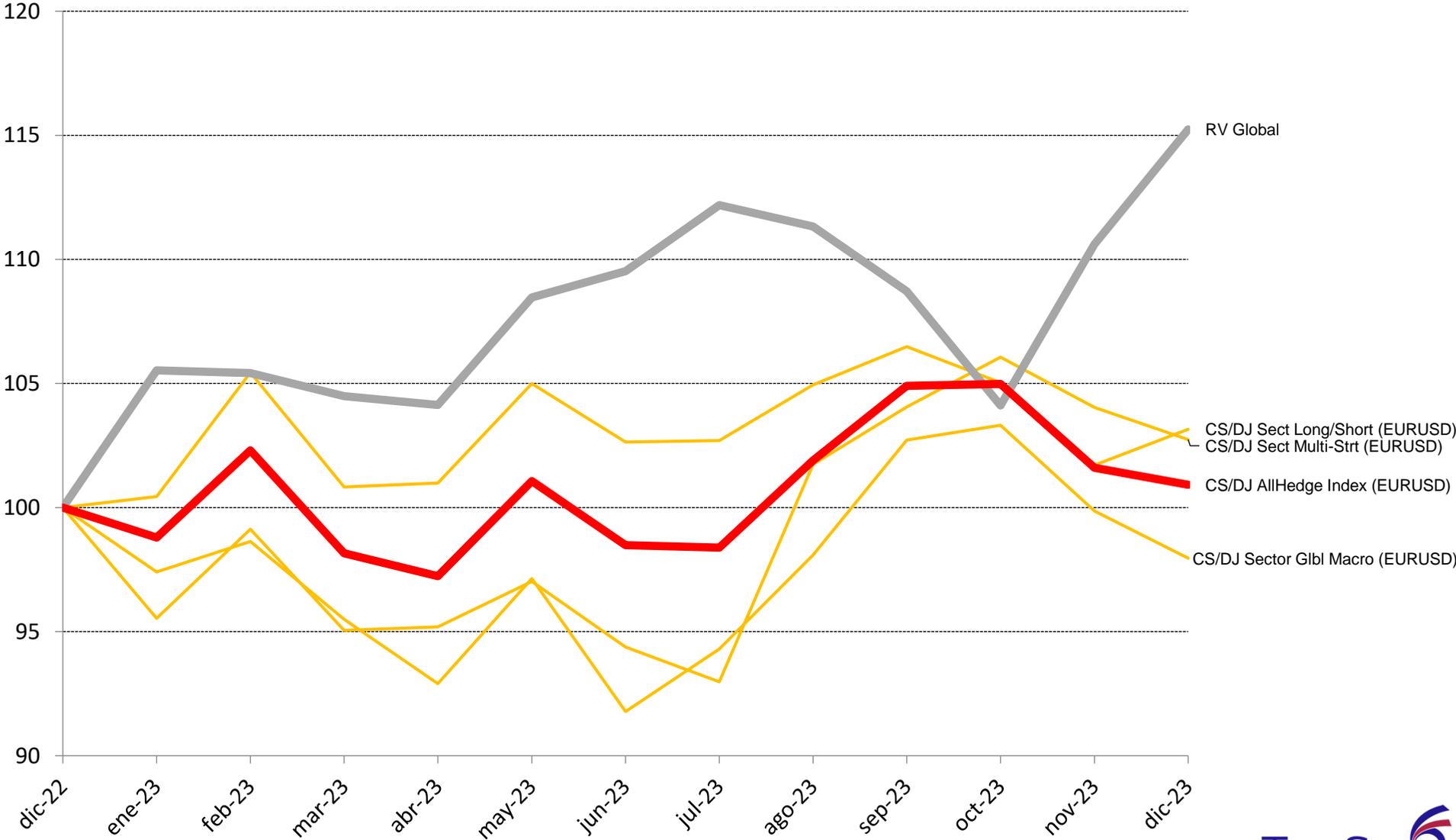
F_INDICES (BANCOS CENTRALES).xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



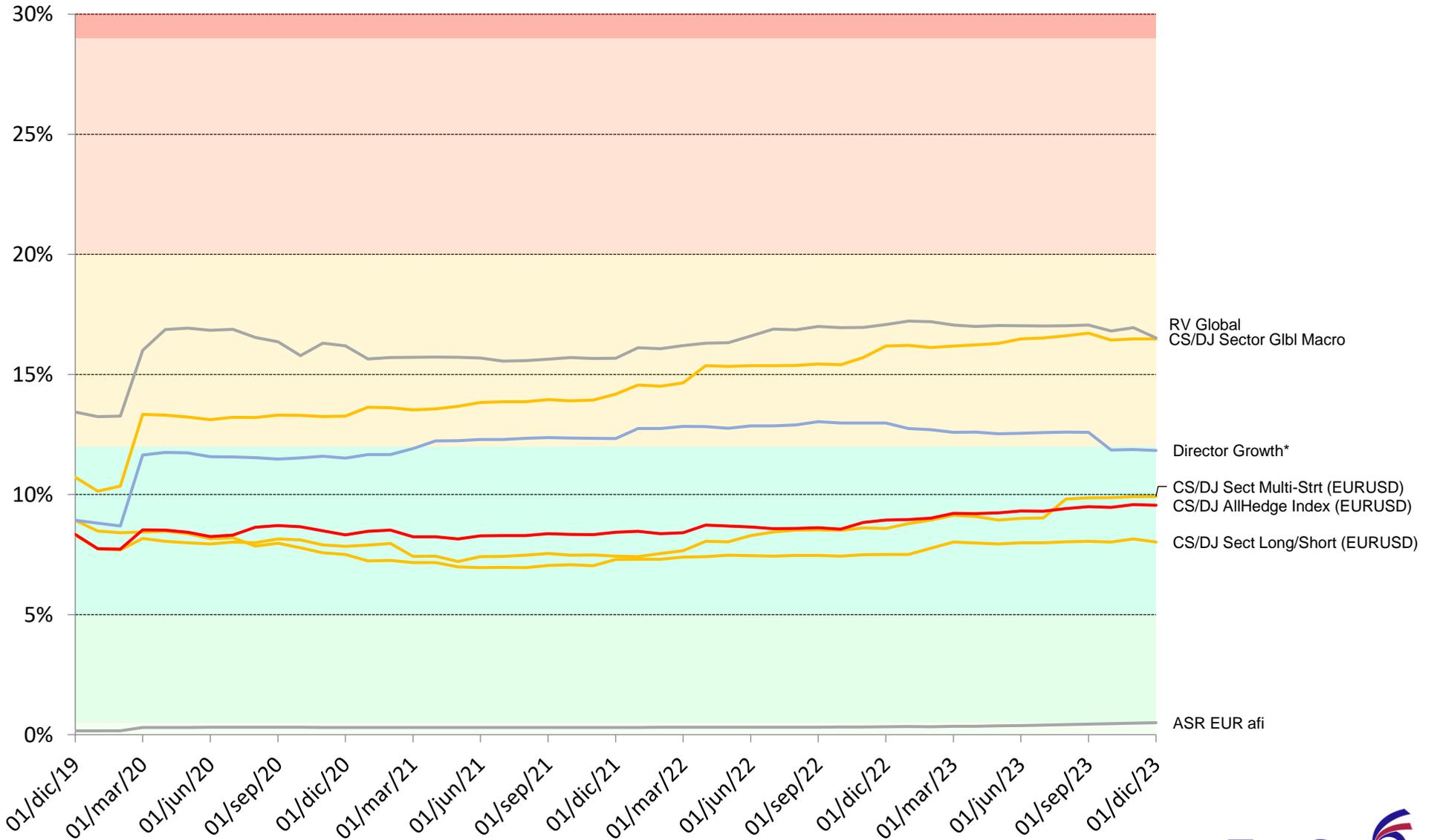
Equity Mensual



F_CSTremont_EURresumido.xlsb
 Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

VEV 5 años calculado mensualmente

RM-0



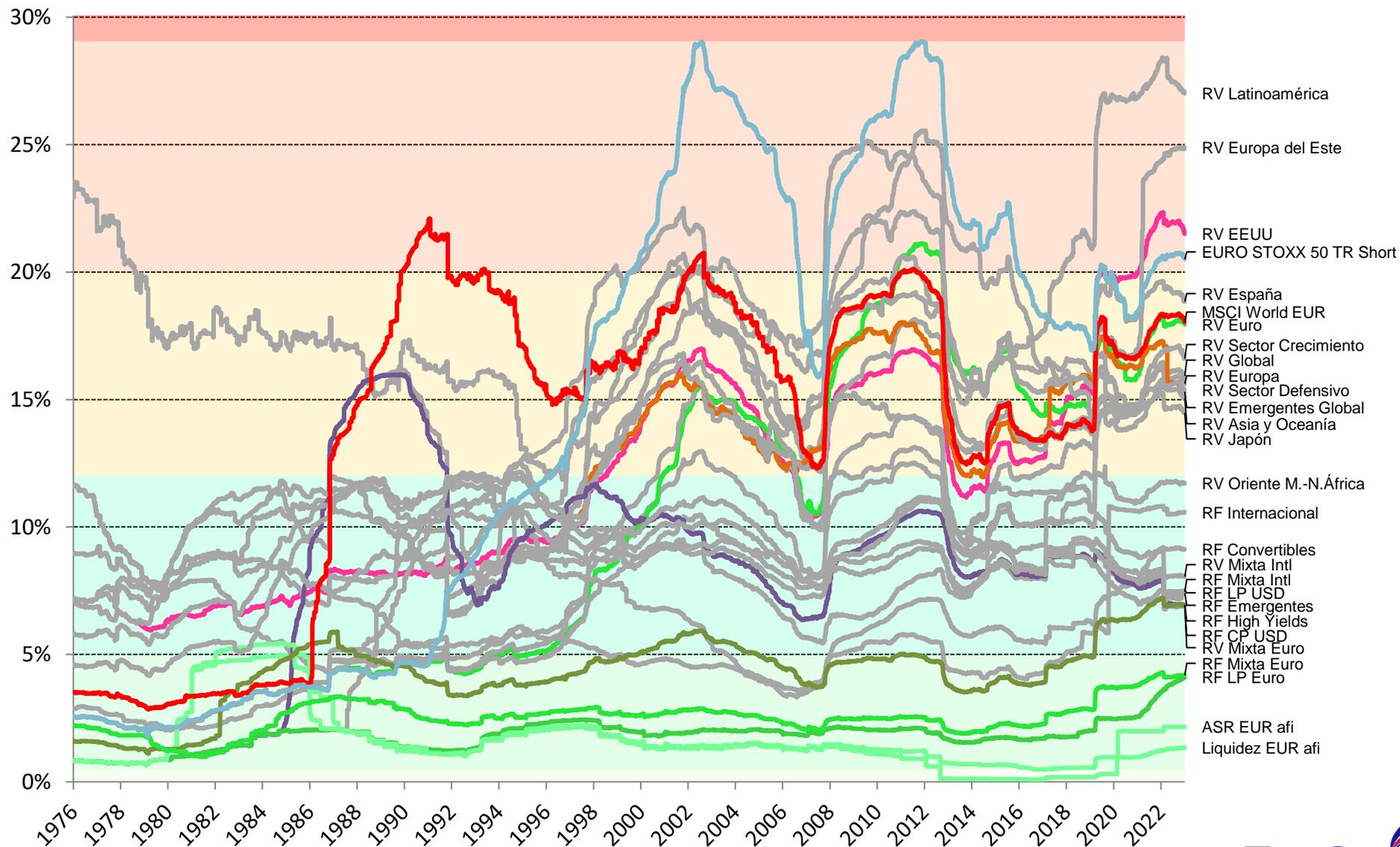
F_CSTremont_EURresumido.xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



VEV 5 años calculado diariamente RM-7



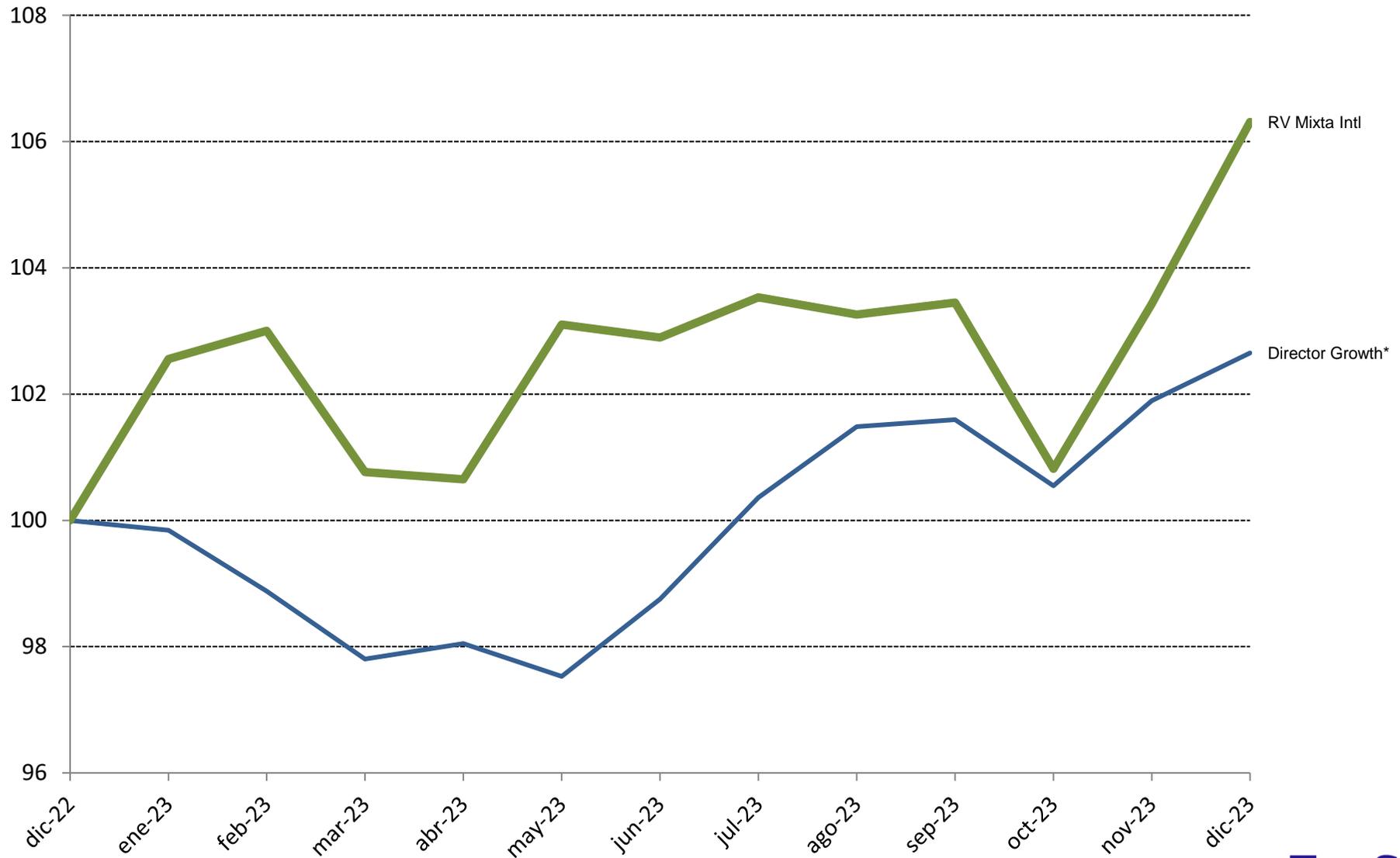
F_MASTER_1971 RRR03.xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



Equity Mensual



F_DIRECTOR.xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



Análisis de la cartera de activos de DIRECTOR GROWTH, FI-PIDgd para el día 06-dic-23. Sintetiza las valoraciones de sus riesgos General (VRRt), SRI, RR, ESG e iLiquidez, así como indica la existencia de posibles Exposiciones, PIA y ODS analizadas.

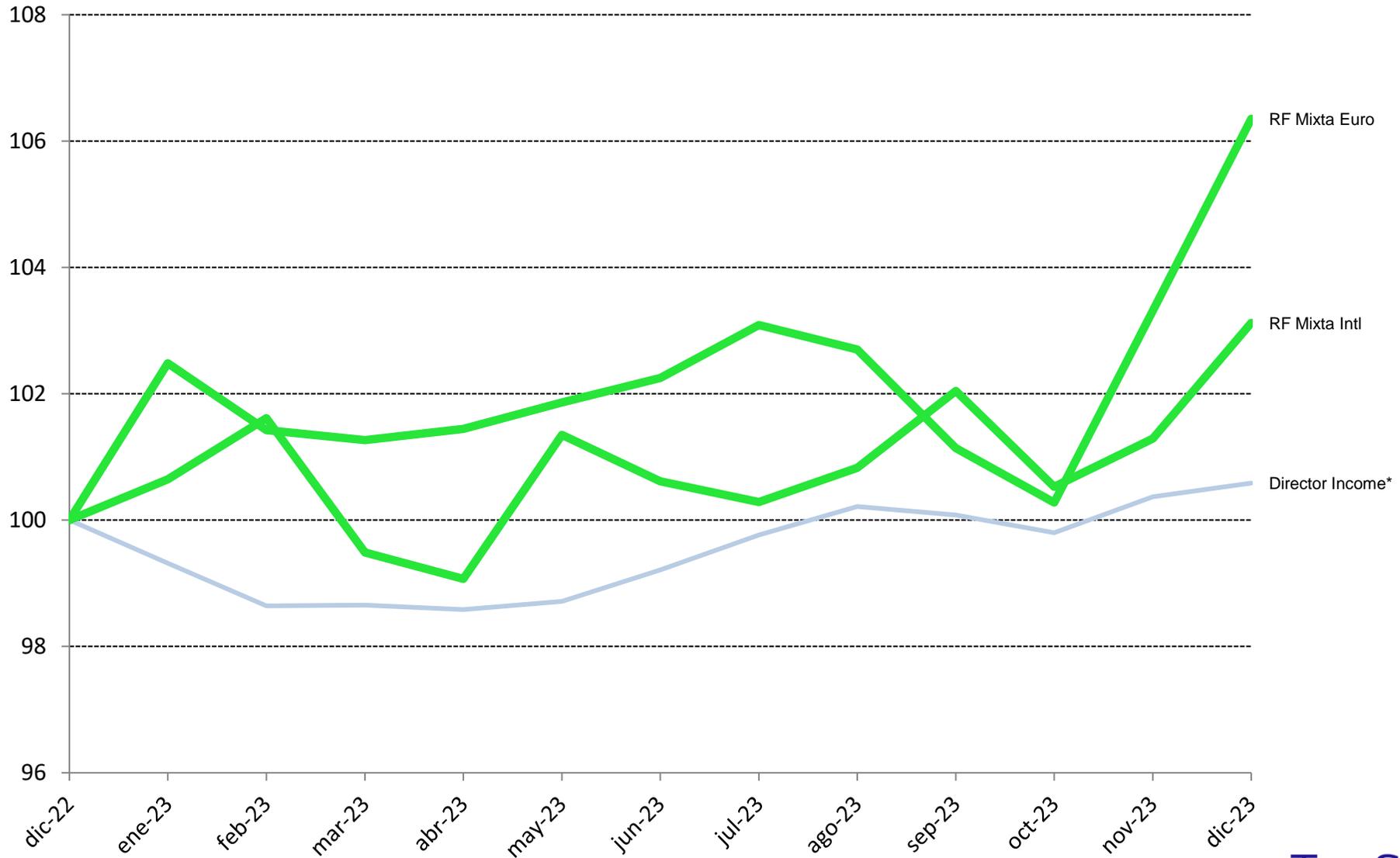
06-12-23

Nombre	% Cartera	Variación	VRRt	VRRt-1	VRRt'	R.Liq	SRI	RR	R.ESG	R.Env	R.Soc	R.Gov	Exp	ODS	PIA	Sus	Mercado	Industria
DIRECTOR GROWTH, FI-PIDgd			2		2													
05_Repos Simultanea	20.81%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	-	No	España	RF Corto
05_Repos Simultanea	20.81%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	-	No	España	RF Corto
05_Repos Simultanea	12.10%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	-	No	España	RF Corto
GS AAA ABS-I Cap EUR	6.44%		1	Mejora	1	5	2	2	3				-	-	-	No	Europa	RF Internacional
G Fund Alpha Fixed Income IC EUR	4.99%		1	Empeora	1	5	2	1	1	4	6	6	-	-	-	No	Unión Europea	RF Largo
05_Liquidez CCs: eur usd etc	4.60%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	-	No	España	RF Corto
GS European ABS-I Cap EUR	4.25%		1	Mejora	1	5	2	2	3				-	-	-	No	Europa	RF Internacional
Lyxor Invmt Fds EuroGvs Rsk Bal IA(EUR)	2.97%		1	Mantiene	1	6		1	1				-	-	-	No	Europa	RF Largo
BlueBay Invmt Grd Str Crdt M EUR	2.85%		2	Empeora	1	5	3	2					-	-	-	No	Global	RF Internacional
AXAWF Global Infl Bds Redex I Acc EUR	1.74%		2	Mejora	1	2	2	2	3				-	-	-	No	Global	RF Internacional
GB-Rolls Royce Group Plc (EURGBP)	1.54%		2	Mantiene	1	1	6	6	4	5	6	1	Sí	No	Sí	-	Industrial	Defensa
ES-ACS	1.44%		4	Mantiene	3	1	6	2	6	5	7	5	Sí	Sí	Sí	-	Industrial	Construcción
USGBR-Manchester United PLC	1.07%		4	Empeora	3	1	6	4					Sí	Sí	Sí	-	Medios	Comunicación
FR-Safran	0.98%		1	Mantiene	1	1	6	3	4	5	5	3	Sí	No	Sí	-	Industrial	Defensa
Allianz Japan Equity AT H EUR	0.86%		2	Mantiene	1	4	4	5	6	5	6	6	-	-	-	No	Japón	RV Japón
IT-Leonardo Finmeccanica	0.86%		2	Mantiene	1	1	6	4	4	5	4	4	Sí	No	Sí	-	Industrial	Defensa
Amundi Funds Equity Japan Target AHE-C Class	0.85%		2	Mejora	1	1	4	5	6	7	7	7	-	-	-	No	Japón	RV Japón
DNCA Invest Alpha Bonds N EUR	0.72%		1	Mejora	1	6	2	3	3				-	-	-	No	Global	RF Internacional
CPR Credixx Invest Grade S	0.57%		1	Mejora	1	2	2	1	2	3	3	3	-	-	-	No	Unión Europea	RF Largo
M&G (Lux) Japan C H EUR Acc	0.55%		2	Mantiene	1	6	5	5	5	5	6	6	-	-	-	No	Japón	RV Japón
US-Digital Realty Trust Inc (EURUSD)	0.47%		1	Mejora	1	1	6	1	1	3	1	4	No	Sí	Sí	-	Inmobiliario	Inmuebles
DK-Novo Nordisk A/S B (EURDKK)	0.46%		1	Mantiene	1	1	5	1	4	2	7	4	Sí	Sí	Sí	-	Salud	Biotecnología
US-Cal-Maine Foods Inc (EURUSD)	0.45%		2	Mantiene	1	1	6	2	7				No	Sí	Sí	-	Consumo D	Envasados
DE-TeamViewer AG	0.41%		1	Mantiene	1	2	5		1	1	1	1	No	No	Sí	-	Tecnología	Software
US-Tanger Factory Outlet Centers Inc (EURUSD)	0.32%		1	Mejora	1	1	6	6	1				Sí	Sí	Sí	-	Inmobiliario	Inmuebles
US-The Mosaic Co (EURUSD)	0.30%		2	Empeora	1	1	6	5	6	7	5	5	No	No	Sí	-	Materiales	Agricultura
US-TransMedics Group Inc (EURUSD)	0.30%		3	Empeora	2	1	7		6				Sí	Sí	Sí	-	Salud	Médica
LSF-Arcano Lw Vol Eurp Inc-ESG Sel VE-AP	0.29%		1	Empeora	1	6	2	2	3				-	-	-	No	Europa	RF High Yield
FR-Danone	0.26%		1	Mejora	1	1	5	1	2	5	3	1	Sí	Sí	Sí	-	Consumo D	Envasados
Jupiter India Select - Class L EUR Acc	0.25%		2	Mantiene	1	5	5	7	7	7	7	7	-	-	-	No	India	RV Asia
SE-Camurus AB (EURSEK)	0.24%		1	Mejora	1	2	6	5	4	4	7	3	Sí	No	Sí	-	Salud	Biotecnología
04_NL-Flow Traders NV	0.23%		5	Empeora	5	4	6	2	4	4	5	7	Sí	No	Sí	-	Finanzas	Financiera
US-Mastercard Incorporated Common (EURUSD)	0.23%		1	Mantiene	1	1	6	2	2	3	2	5	No	No	Sí	-	Finanzas	Financiera
US-Corteva Inc (EURUSD)	0.23%		4	Empeora	2	1	6		7	7	6	3	Sí	Sí	Sí	-	Materiales	Agricultura
US-Coca-Cola Company (EURUSD)	0.19%		1	Empeora	1	1	5	1	4	6	5	1	Sí	No	Sí	-	Consumo D	Refrescos
US-Adobe Inc (EURUSD)	0.17%		1	Mantiene	1	1	6	2	1	2	2	2	Sí	No	Sí	-	Tecnología	Software
US-Lantheus Inc (EURUSD)	0.16%		1	Mejora	1	1	6	6	6				Sí	Sí	Sí	-	Salud	Médica
GB-Unilever Plc (EURGBP)	0.15%		1	Mantiene	1	1	5	1	4	5	4	3	Sí	Sí	Sí	-	Consumo D	Envasados
US-Peloton Interactive Inc (EURUSD)	0.15%		4	Mejora	3	1	7		1	1	3	4	Sí	No	Sí	-	Consumo C	Ocio
US-CF Industries Holdings (EURUSD)	0.14%		1	Empeora	1	1	6	4	6	7	3	1	No	No	Sí	-	Materiales	Agricultura
US-Elanco Inc (EURUSD)	0.14%		4	Empeora	3	1	6	3	4	4	4	7	Sí	No	Sí	-	Salud	Médica
US-General Dynamics Corporation Co (EURUSD)	0.14%		3	Mantiene	2	1	5	1	7	6	7	4	Sí	No	Sí	-	Industrial	Defensa
ES-Telefonica	0.14%		2	Empeora	2	1	6	2	1	3	3	3	Sí	No	Sí	-	Medios	Comunicación
US-Becton, Dickinson and Co. (EURUSD)	0.13%		2	Mantiene	1	1	5	1	4	3	6	4	Sí	Sí	Sí	-	Salud	Médica
US-Bumble Inc (EURUSD)	0.12%		2	Mejora	1	1			3				No	No	Sí	-	Tecnología	Software
US-Brown-Forman Corp (EURUSD)	0.12%		1	Mantiene	1	1	5	1	3	5	4	2	Sí	No	Sí	-	Consumo D	Alcohol
DE-BAYER AG	0.11%		1	Mantiene	1	1	6	3	5	3	7	4	Sí	Sí	Sí	-	Salud	Médica
US-Portillos Inc (EURUSD)	0.10%		5	Empeora	4	2			6				Sí	No	Sí	-	Consumo C	Restaurantes
US-Mondelez INTL (EURUSD)	0.10%		1	Mantiene	1	1	5	1	3	5	4	2	Sí	No	Sí	-	Consumo D	Envasados
US-Match Group Inc (EURUSD)	0.09%		1	Mantiene	1	1	6	4	2	2	4	6	Sí	No	Sí	-	Medios	Internet
GB-Fevertree Drinks PLC (EURGBP)	0.08%		7	Mejora	6	3	6	5	5				Sí	No	Sí	-	Consumo D	Refrescos
US-NovoCure Ltd (EURUSD)	0.05%		7	Mantiene	5	1	6	6	6	5	7	5	Sí	Sí	Sí	-	Salud	Médica

1 Menor **Mayor 7**

El filtro de variación es personalizable por la ESI que encarga el estudio.
 Las valoraciones han sido computadas en euros. Si procede, se indica la divisa de origen en el nombre de cada activo junto alguna indicación personalizada para el cliente.
 Niveles de riesgo: De 1 verde (menor riesgo) a 7 rojo (mayor riesgo)
 VRRt: Valoración de Riesgo Retorno TarSix, algoritmo que sintetiza el conjunto de observaciones.
 VRRt-1: Indica si mejora, empeora o mantiene el riesgo retorno respecto a la anterior observación.
 VRRt': Valoración de Riesgo Retorno TarSix dentro de su categoría.
 R.Liq: Riesgo de liquidez en el mercado, valora la concentración de activos en FI.
 SRI: Indicador Sumario de Riesgo
 RR: Riesgo relativo
 R.ESG: Riesgo desglosado en Env (Medio Ambiente), Soc (Social), Gov (Gobernanza)
 Exp: Exposición a Controversias Éticas
 ODS: Contribución a alguno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible
 PIA: Principales Incidencias Adversas
 Sus: Porcentaje de inversión sostenible > 10% (reportado EET).
 Nombre en fondo gris: existen mejores activos en su categoría.
 Nombre en letras naranjas: hay dudas del cumplimiento normativo.
 Nombre en letras rojas: posible incumplimiento normativo.
 Este informe está diseñado para profesionales y conocedores de la materia y su terminología.

Equity Mensual



F_DIRECTOR.xlsb

Fuente: Elaboración propia con datos de fuentes públicas y privadas consideradas como fiables, principalmente Morningstar.

Copyright © 2024 www.tar-six.com. All rights reserved.



Análisis de la cartera de activos de DIRECTOR INCOME, FI-PIDgd para el día 06-dic-23. Sintetiza las valoraciones de sus riesgos General (VRRT), SRI, RR, ESG e iLiquidez, así como indica la existencia de posibles Exposiciones, PIA y ODS analizadas.

06-12-23

Nombre	% Cartera	Variación	VRRT	VRRT-1	VRRT'	R.Liq	SRI	RR	R.ESG	R.Env	R.Soc	R.Gov	Exp	ODS	PIA	Sus	Mercado	Industria
DIRECTOR INCOME, FI-PIDgd			2		2	2	1	1	2	2	2	2						
05_Repos Simultanea	22.11%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	No	España	RF Corto	
05_Repos Simultanea	19.65%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	No	España	RF Corto	
05_Repos Simultanea	14.74%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	No	España	RF Corto	
GS AAA ABS-I Cap EUR	9.60%		1	Mejora	1	5	2	2	3				-	-	No	Europa	RF Internacional	
G Fund Alpha Fixed Income IC EUR	6.53%		1	Empeora	1	5	2	1	1	4	6	6	-	-	No	Unión Europea	RF Largo	
Lyxor Invmt Fds EuroGvs Rsk Bal IA(EUR)	4.42%		1	Mantiene	1	6		1	1				-	-	No	Europa	RF Largo	
BlueBay Invmt Grd Str Crdt M EUR	3.40%		2	Empeora	1	5	3	2					-	-	No	Global	RF Internacional	
05_Liquidez CCs: eur usd etc	3.40%		2	Empeora	3	1	1	1	1	1	1	1	-	-	No	España	RF Corto	
GS European ABS-I Cap EUR	3.10%		1	Mejora	1	5	2	2	3				-	-	No	Europa	RF Internacional	
Anaxis Short Duration E1	1.43%		2	Mantiene	2	3	2	1	3				-	-	No	Europa	RF High Yield	
DNCA Invest Alpha Bonds N EUR	1.07%		1	Mejora	1	6	2	3	3				-	-	No	Global	RF Internacional	
CPR Credixx Invest Grade S	1.02%		1	Mejora	1	2	2	1	2	3	3	3	-	-	No	Unión Europea	RF Largo	
JPM - Income Opp I perf (acc) EURH	1.00%		3	Empeora	2	4	2	2					-	-	No	Global	RF Largo	
UBS (Lux) BS China Fxd Inc ¥ EURH P acc	1.00%		2	Mejora	1	4	2	1					-	-	No	China	RF Emergente	
Generali IS Central & Eastern European Bond DX	0.76%		1	Mejora	1	5	3	2	1	1	1	1	-	-	No	Europa del Este	RF Emergente	
00_GS Gbl Crdt (Hdg) R Acc EUR Hdg Dur Hdg	0.75%		2	Mejora	1	6	2	3	6	3	7	7	-	-	No	Global	RF Largo	
Raiffeisen-Osteuropa-Rent (R) VT	0.51%		2	Mantiene	1	2	3	3	1	7	1	2	-	-	No	Europa	RF Emergente	
RV España	0.51%		2	Mejora	3	3	6	6	2				-	-	No	España	RV Euro	
GS Gbl Strat Macro Bd R Acc EUR Hdg	0.50%		3	Mantiene	1	2	2	3					-	-	No	Global	RF Largo	
Fidelity MSCI Japan Index EUR P Acc H	0.50%		2	Mejora	1	5	4	5	6	6	5	6	-	-	No	Japón	RV Japón	
01_HSBC - Turkey Eq. AC	0.47%		5	Empeora	2	3	6	7	6	7	7	7	-	-	No	Turquía	RV Europa E	
Amundi Funds Equity Japan Target AHE-C Class	0.31%		2	Mejora	1	1	4	5	6	7	7	7	-	-	No	Japón	RV Japón	
M&G (Lux) Japan C H EUR Acc	0.29%		2	Mantiene	1	6	5	5	5	5	6	6	-	-	No	Japón	RV Japón	
Allianz Japan Equity AT H EUR	0.28%		2	Mantiene	1	4	4	5	6	5	6	6	-	-	No	Japón	RV Japón	
LSF-Arcano Lw Vol Eurp Inc-ESG Sel VE-AP	0.27%		1	Empeora	1	6	2	2	3				-	-	No	Europa	RF High Yield	
Dunas Valor Prudente I FI	0.25%		1	Mantiene	1	4	2	1	1	5	6	6	-	-	No	Europa	RV Euro	
Eurizon Sustainable Japan Equity ZH Acc	0.25%		2	Mejora	1	7	4	5	6	6	6	7	-	-	No	Japón	RV Japón	

1 Menor

Mayor 7

El filtro de variación es personalizable por la ESI que encarga el estudio.

Las valoraciones han sido computadas en euros. Si procede, se indica la divisa de origen en el nombre de cada activo junto alguna indicación personalizada para el cliente.

Niveles de riesgo: De 1 verde (menor riesgo) a 7 rojo (mayor riesgo)

VRRT: Valoración de Riesgo Retorno TarSix, algoritmo que sintetiza el conjunto de observaciones.

VRRT-1: Indica si mejora, empeora o mantiene el riesgo retorno respecto a la anterior observación.

VRRT': Valoración de Riesgo Retorno TarSix dentro de su categoría.

R.Liq: Riesgo de liquidez en el mercado, valora la concentración de activos en FI.

SRI: Indicador Sumario de Riesgo

RR: Riesgo relativo

R.ESG: Riesgo desglosado en Env (Medio Ambiente), Soc (Social), Gov (Gobernanza)

Exp: Exposición a Controversias Éticas

ODS: Contribución a alguno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible

PIA: Principales Incidencias Adversas

Sus: Porcentaje de inversión sostenible > 10% (reportado EET).

Nombre en fondo gris: existen mejores activos en su categoría.

Nombre en letras naranjas: hay dudas del cumplimiento normativo.

Nombre en letras rojas: posible incumplimiento normativo.

Este informe está diseñado para profesionales y conocedores de la materia y su terminología.