

Informe de mercado 2022

Invirtiendo en
un mundo en
transición

Índice

Mensajes clave y estrategias 2022	Pág. 4
--------------------------------------	-----------

01

El ciclo continúa después de la recuperación	8
---	---

1.1 La recuperación económica	9
1.2 La recuperación de la actividad	10
1.3 La recuperación de los mercados	11

02

Los retos de la transición en el crecimiento económico	12
---	----

2.1 ASG: La sociedad exige una transición hacia la sostenibilidad	16
2.2 ESTADOS UNIDOS: La transición hacia un menor estímulo fiscal	18
2.3 CHINA: El gobierno pone foco en la estabilidad financiera	20
2.4 Del Siglo de las Luces cortas al de las largas en EUROPA	22

03

Oportunidades de inversión en un entorno de transición	24
---	----

3.1 RENTA FIJA: Los retos de la transición a subidas de tipos	28
3.2 RENTA VARIABLE: En transición a un menor crecimiento	30
3.3 ALTERNATIVOS: Creciente interés por los mercados privados	32
3.4 ASG: Los inversores aprovechan la oportunidad de la sostenibilidad	34

Invirtiendo en un mundo en transición

A medida que nos acercamos al final de 2021 la perspectiva de mercado general sigue siendo positiva, con unas condiciones financieras favorables. La economía mundial se ha recuperado, alcanzando un crecimiento superior al 5%, el mayor en casi 50 años. Los mercados globales de renta variable han disfrutado de fuertes revalorizaciones, gracias a unos sólidos beneficios empresariales. Ante la falta de alternativas de inversión en activos libres de riesgo, los flujos de inversión hacia la renta variable y los mercados privados han sido cuantiosos.

Mirando hacia 2022 nuestro escenario de crecimiento sigue siendo positivo, aunque de creciente complejidad. Los mercados se enfrentan a una **difícil transición hacia un entorno de mayor inflación, menor crecimiento y apoyo menguante de políticas monetarias.** Los inversores tendrán que asimilar una paulatina desaceleración de los estímulos monetarios, crediticios y fiscales, al tiempo que el sector privado deberá tomar el relevo del impulso económico.

Este panorama no está exento de riesgos adicionales. El reciente descubrimiento de Ómicron, una nueva variante de la COVID potencialmente más contagiosa, nos recuerda la existencia de escenarios negativos que, aunque menos probables, no hay que descartar. La volatilidad que se ha hecho presente en los mercados se mantendrá hasta que exista mayor información sobre sus características y su resistencia a las actuales vacunas. Confiamos en que la comunidad científica llegue una vez más a una solución innovadora y razonablemente rápida para contener al virus.

Uno de los retos más fascinantes y urgentes al que nos enfrentamos es el de cumplir el acuerdo climático de París. **El objetivo de lograr emisiones de carbono netas cero a nivel mundial implica acelerar la transición a energías limpias, lo que creará enormes oportunidades de inversión.** La comunidad inversora debe colaborar para lograrlo, aunque es poco probable que la transición hacia este objetivo sea suave, dejando ganadores y perdedores en el proceso.

En un entorno de transición y disrupción como el que nos encontramos, la gestión activa de las inversiones cobra una especial relevancia. Adaptar las inversiones a este contexto cambiante, identificando las tendencias y sectores beneficiados por los cambios, es clave para optimizar el binomio rentabilidad y riesgo del inversor. **Nuestro análisis proyecta interesantes oportunidades en los ámbitos de la innovación, la sostenibilidad y en los mercados privados.**

Como siempre, nuestros esfuerzos siguen centrándose en ofrecer a nuestros clientes el mejor asesoramiento, basado en la experiencia de nuestros equipos globales. **Nuestros gestores y asesores están a su disposición para explicarle las estrategias más eficientes a la hora de adaptar sus carteras a este entorno de transición.**

Gracias una vez más por su confianza para atenderle en sus necesidades de inversión, financiación o planificación patrimonial.

Atentamente,



Víctor Matarranz
Director General
Santander Wealth Management & Insurance

Mensajes Clave 2022

El ciclo continúa después de la recuperación

La capacidad de recuperación de la economía global en la que basábamos nuestro escenario central para el año 2021 se ha visto refrendada por un **sólido marco de crecimiento que nos acerca a los niveles precrisis en múltiples geografías y sectores**. Los niveles de actividad y normalización han mejorado de forma global, aunque persisten repuntes de contagios en los países donde el porcentaje de la población vacunada es bajo. La eficacia de las vacunas ha sido clave en esta recuperación que empezó con gran vigor en el sector manufacturero y que luego se ha ido trasladando al sector servicios. Pero igualmente eficaces han sido las vacunas económicas (estímulos monetarios y transferencias fiscales) que han sido administradas en tiempo y dosis récords. **Durante 2021, la recuperación ha sido tan sólida que cerramos el año con problemas de exceso de demanda**, los cuales están provocando un tensionamiento sin precedentes en las cadenas de suministro globales. No obstante, la propagación de una nueva variante del virus Ómicron con un elevado número de mutaciones podría tener un efecto negativo para las dinámicas de recuperación descritas.

La recuperación del mercado ha sido aún más notable que la económica, y es difícil encontrar un activo financiero que no haya superado con creces los niveles de precios previos a la pandemia. **Los inversores miran más allá de la recuperación y se preguntan por la sostenibilidad del ciclo y por la evolución futura de las variables que están experimentando un mayor grado de incertidumbre (con especial foco en la capacidad de resistencia a las vacunas de la nueva variante)**.

Cambios en el modelo de crecimiento económico

Preveamos un escenario central macroeconómico de cara a 2022 positivo, basado en un paulatino ajuste en las cadenas de aprovisionamiento globales, un lento descenso en las tensiones inflacionistas y un mantenimiento de tasas de crecimiento por encima de las medias pre-Covid.

Este proceso de normalización conllevaría importantes desafíos en los principales bloques económicos al tener implícitos importantes cambios de paradigma. En **Estados Unidos**, el gasto fiscal tiene que pasar el testigo del impulso del crecimiento a un sector privado apoyado por fuertes tasas de ahorro y un mercado laboral que seguiría mejorando. En **China**, las autoridades están intentando pilotar una transición hacia un modelo menos dependiente del sector inmobiliario y más equilibrado ("prosperidad compartida"). Y en **Europa**, la transición energética y las incertidumbres post-Brexit deben conjugarse con el mantenimiento de las favorables condiciones monetarias que tan vitales han sido en la recuperación.

El ciclo económico mantiene unas constantes vitales positivas pero habrá que estar atentos a los difíciles equilibrios políticos implícitos en estos cambios de modelo de crecimiento. El principal riesgo para nuestro escenario de crecimiento (adicional al de las mutaciones del virus) reside en un entorno no transitorio de inflación que tensiona en exceso las curvas de tipos de interés globales.

Esperamos subidas de tipos de interés, aunque retrasadas respecto al aumento de la inflación, con el consiguiente efecto negativo en los rendimientos reales.

Oportunidades de inversión en un entorno de transición

La comunidad inversora observa con satisfacción los retornos obtenidos por los activos de riesgo, pero ve con preocupación las rentabilidades de la renta fija gubernamental, el incremento de la inflación y la desaceleración del crecimiento. El cambio de paradigmas económicos y de mercado obliga a los inversores a profundizar en el mensaje de **necesidad de rediseñar soluciones de inversión** para combatir los retos de este entorno.

Los inversores enfocados en protección de capital han añadido recientemente una **preocupación adicional a la escasez de rentabilidad en los mercados de renta fija: la posibilidad de que el repunte de inflación sea menos transitorio de lo que se pensaba** inicialmente. En este contexto consideramos importante rediseñar carteras de inversión que diversifiquen más allá de la renta fija tradicional y que incorporen un componente de mayor gestión activa.

Para los inversores en renta variable la preocupación se centra en los elevados niveles de valoración, unidos a la desaceleración en el crecimiento y los beneficios empresariales. En este contexto, resulta cada vez más **imprescindible un enfoque geográfico global y reforzar la diversificación, incorporando exposición a mercados privados y activos alternativos**. La transición hacia la sostenibilidad implica también significativas oportunidades de inversión, al igual que la innovación favorecida por el entorno de disrupción continua de las nuevas tecnologías.

Estrategias para invertir en un ciclo en transición

Mantener el nivel de riesgo mientras continúe el ciclo de crecimiento

El impulso económico se está desacelerando, pero nuestras **previsiones siguen apuntando a un crecimiento del PIB superior a su nivel tendencial**. En este contexto, los activos de riesgo (crédito y renta variable) son muy sensibles a la actividad económica y seguirían superando en rentabilidad a las alternativas más seguras (liquidez y deuda pública). La recuperación todavía tiene recorrido, y **aún es pronto para infraponer el riesgo de mercado en las carteras** a pesar de que el mejor momento del ciclo para el mercado ya habría pasado. Ya se habrían superado los niveles máximos del ciclo en crecimiento económico, beneficios y apoyo del sector público. Nuestra propuesta sería **mantener el nivel de riesgo con un enfoque progresivamente defensivo** que se podría reforzar en caso de un revés inmunológico.

Gestionar el impacto de la inflación y buscar retornos reales

Las economías no volverían a los años 70 y no creemos que el mundo se dirija a la estanflación, aunque es probable que las presiones inflacionistas se mantengan durante un periodo prolongado. Las expectativas de inflación para la próxima década están por encima de los objetivos de los bancos centrales y los tipos reales se mantendrían en terreno negativo durante el mismo periodo. **Nuestro análisis propone enfocarse en los rendimientos reales netos de inflación** y explorar vías de diversificación de sus inversiones en busca de protección contra la propia inflación.

Preferencia por estrategias de inversión flexibles en renta fija

Debemos prepararnos para la **volatilidad** en los mercados de bonos a medida que las políticas monetarias pasen a ser menos acomodaticias. Mantenemos nuestra **preferencia por el riesgo de crédito** (se espera que los impagos corporativos sigan siendo muy bajos), pero prevemos la **necesidad de pivotar hacia otros tipos de riesgo a medida que avance el ciclo** y se estrechen los diferenciales. La búsqueda de rendimiento y la necesidad de incorporar bonos de mayor complejidad y riesgo en las carteras requiere mucha experiencia, por lo que proponemos **soluciones de renta fija flexibles que puedan beneficiarse del potencial aumento de la volatilidad**.

Seleccionar compañías con capacidad de defender márgenes

El repunte no tan temporal de la inflación está creando ganadores y perdedores en cuanto a la capacidad de **defender unos márgenes de beneficios** muy elevados. Nuestros analistas de renta variable prefieren sectores como el **financiero**, que se beneficia de la tendencia al alza de los tipos de interés, y ponen foco en compañías con poder de fijación de precios y capacidad de traspasar los mayores costes al consumidor. Las **empresas innovadoras se enfrentan a una menor competencia** y la disrupción tecnológica está abriendo muchas oportunidades interesantes para la generación de ingresos en este tipo de compañías. La inversión en **transición energética y sostenibilidad** podrían ofrecer un gran potencial para captar el crecimiento en la transición hacia un entorno de menor actividad y de márgenes más ajustados.

Posicionarse en las oportunidades del cambio a la sostenibilidad

La presión regulatoria y de la sociedad exige un fuerte compromiso para alcanzar el objetivo de emisiones cero. La sostenibilidad es probablemente la **tendencia y la oportunidad más importante en nuestro radar de inversiones** dado el **impresionante nivel de flujos de inversión de los sectores público y privado** que van a canalizarse para optimizar factores medioambientales. **Consideramos muy importante incorporar la sostenibilidad como un factor clave en la construcción de carteras** y posicionarse en las compañías con estrategias de éxito en aprovechar las oportunidades de esta transición.

Incorporar inversiones alternativas para diversificar y mejorar la rentabilidad

Los inversores están incorporando progresivamente los **mercados privados para ampliar el conjunto de oportunidades de inversión y captar la prima de liquidez**. La flexibilidad de los gestores de carteras de capital privado (*private equity*) y deuda privada (*private debt*) les permite explotar múltiples oportunidades en el entorno de mercado y economías en transición que prevemos para los próximos años. **La escasez de rendimiento de los activos cotizados puede impulsar la inversión en activos diferentes a los tradicionales**.



01 El ciclo continúa después de la recuperación

La capacidad de recuperación de la economía global en la que basábamos nuestro escenario central para el año 2021 se ha visto confirmada por un sólido marco de crecimiento que nos acerca a los niveles precrisis en múltiples geografías y sectores. Nuestra visión a medio plazo se centra en tres principales mensajes:

- **El ciclo económico mantiene un alto crecimiento**
Los niveles de actividad y normalización siguen mejorando y sólo experimentan retrasos en los países donde el porcentaje de población vacunada es menor. La eficacia de las vacunas sigue siendo la variable clave en esta recuperación que empezó con gran vigor en el sector manufacturero y que luego se ha ido trasladando al sector servicios. No obstante, la propagación de una nueva variante del virus (Omicron) podría tener un efecto negativo para las dinámicas de recuperación descritas.
- **El crecimiento tendría menos apoyo público y ello conllevará volatilidad**
La recuperación ha tenido un apoyo extraordinario en políticas ultraexpansivas que ya no se justifican y que empiezan a retirarse. El crecimiento económico dependerá menos de estímulos y deberá ser orgánico, con un mayor protagonismo del sector privado. Esperamos mayores niveles de volatilidad en mercado ante potenciales datos negativos macro al no poder contar con el apoyo incondicional de las políticas fiscales y monetarias.
- **El repunte de precios es temporal, pero la inflación se mantendría elevada**
Durante 2021, la recuperación ha sido tan sólida que cerramos el año con problemas de exceso de demanda, que están provocando un tensionamiento sin precedentes en las cadenas de suministro globales y unos niveles de inflación récord en las últimas décadas. Consideramos temporal este repunte inflacionario, pero al mismo tiempo pensamos que la economía global ha entrado en un ciclo de mayores niveles de precios que en la última década.

La capacidad de recuperación de la economía global en la que basábamos nuestro escenario central para el año 2021 se ha visto confirmada por un **sólido marco de crecimiento que nos acerca a los niveles precrisis en múltiples geografías y sectores**. Ya en el segundo trimestre del año, con datos agregados de Bloomberg Economics, el crecimiento mundial estaba tan sólo un 2% por debajo del nivel que hubiese alcanzado la economía de no haber roto la pandemia la tendencia de crecimiento observada en períodos anteriores (gráfico 1.1).

Los **esfuerzos de los gobiernos en términos fiscales y monetarios**, de ayuda a la conservación del empleo en muchos países y de fondos destinados a la recuperación implementados en 2020, han dado el apoyo suficiente para que las economías vuelvan a crecer de forma orgánica. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en su *World Economic Outlook* publicado en octubre de 2021, el crecimiento mundial esperado para 2021 es de un 5,9% y de un 4,9% para 2022.

La confianza empresarial ha vuelto a los niveles previos a la crisis. En términos de demanda se puede hablar de dos fases en la recuperación: inicialmente se produjo un aumento en la demanda por bienes y, más tarde, la recuperación del sector servicios, directamente relacionada con el aumento de la movilidad. En el gráfico 1.2 se puede observar cómo la confianza manufacturera cayó bastante menos y se recuperó más rápido que la de servicios. El sector servicios se ha ido recuperando en cada país en función de la movilidad.

La parada repentina de la economía a nivel global ha tenido consecuencias importantes para el comercio mundial, aunque eso no ha impedido que recupere los niveles previos a las crisis (gráfico 1.3). El equilibrio tácito que se había producido a lo largo de los años en las cadenas de logística se ha roto pues **la fuerte reactivación de la demanda ha sido mucho más rápida que la capacidad de la estructura productiva para satisfacer esas necesidades**. Esto, unido a los cuellos de botella en el transporte marítimo, a los cierres en puertos asiáticos, o a la falta de mano de obra en los puertos americanos, ha llevado a un repunte importante en la inflación (gráfico 1.4)

Nuestro escenario central para el año 2021 se ha visto refrendado por una rápida recuperación de las economías, que se acercan a niveles precrisis

La fuerte demanda de bienes a nivel global ha sido la constante desde final de 2020. El sector servicios va volviendo a la normalidad a medida que se recupera la movilidad

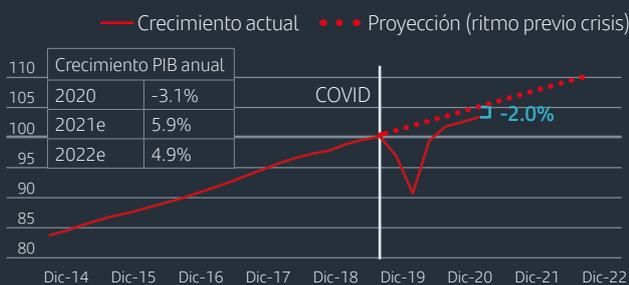
Los cuellos de botella unidos a la fuerte demanda existente, han desencadenado episodios de fuertes repuntes de la inflación

La recuperación económica prácticamente se ha alcanzado

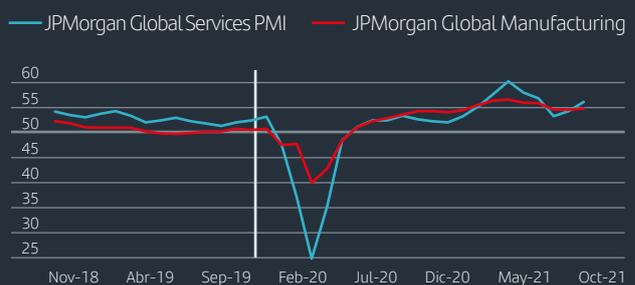
Fuente: Bloomberg, Organización Mundial del Comercio y Santander. (Datos a 15 Nov 2021)

Recuperación en "V" del crecimiento, comercio y confianza empresarial. La inflación también repunta

1.1 Evolución PIB Mundial (Dic 19=100)



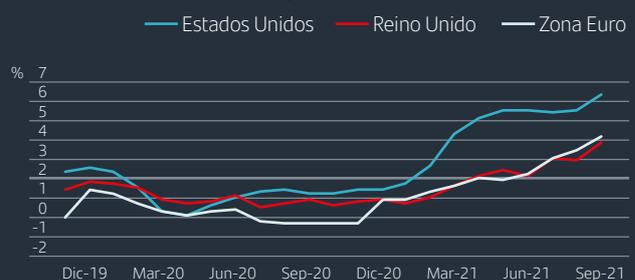
1.2 Índices globales de confianza empresarial (PMI)



1.3 Volumen de comercio mundial, 2015-2022 (base 100=2015)



1.4 Evolución de la inflación en países desarrollados



El año 2021 ha estado marcado por la carrera por conseguir la inmunización mediante la vacunación masiva de la población. Los países desarrollados fueron los que primero tuvieron acceso a mayor cantidad de vacunas, y en este proceso países como Israel o Chile destacaron por la velocidad a la que la población en edad de vacunación fue inoculada. Los **países europeos en general y Estados Unidos han alcanzado niveles de vacunación superiores al 70%**, lo que compara con alrededor de un 45% a nivel mundial (gráfico 1.5). Esto se explica por las bajas tasas de vacunación en África. Con el paso del tiempo se ha ido detectando la necesidad de reforzar las vacunaciones con una tercera dosis para mantener su eficacia.

La vacunación no ha evitado que se sigan produciendo contagios, pero lo que sí ha conseguido es que disminuyan las estadísticas de hospitalización y mortalidad respecto a 2020. En el gráfico 1.6 se puede observar cómo las nuevas **olas de contagio se siguen produciendo en algunos países en donde el porcentaje de población vacunada es menor**.

A la vez que se iba alcanzando un mayor porcentaje de la población vacunada y que se observaban mejores números en los contagios, **las restricciones a la movilidad han ido desapareciendo en la gran mayoría de los países**, el control de aforos se ha ido relajando y se ha ido permitiendo al sector servicios, especialmente hostelería, volver a las condiciones de práctica normalidad. Países como Australia, o algunos del continente asiático han mantenido el confinamiento durante un período más prolongado, aunque para los últimos meses del año los han ido levantando.

La lucha por la erradicación global de la pandemia tiene un balance positivo al cierre de 2021 (efectividad de las vacunas, avances en los tratamientos,...) pero también existen razones para mantener la alerta (resistencia de un segmento de la población a las vacunas, falta de acceso a vacunas en países menos desarrollados y **aparición de nuevas variantes** y focos de contagio). Los mercados deberán seguir atentos a los avances epidemiológicos de cara a 2022.

La vacunación ha sido fundamental para que los países hayan ido relajando las medidas de contención

La movilidad vuelve a los niveles previos a la pandemia en gran cantidad de países, dando impulso al sector servicios, especialmente a los viajes y el ocio en general

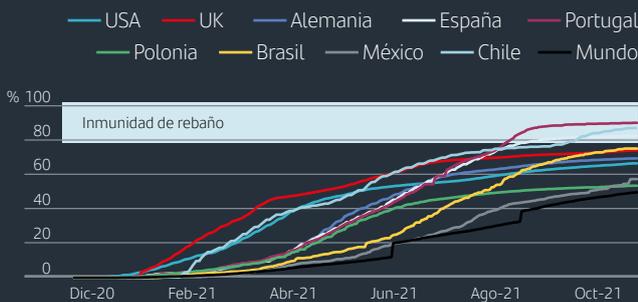
A la vez que se han incrementado los brotes, la nueva variante Ómicron alimenta otra vez la incertidumbre y cuestiona la reapertura de las economías

La actividad se recupera gracias a la inmunización

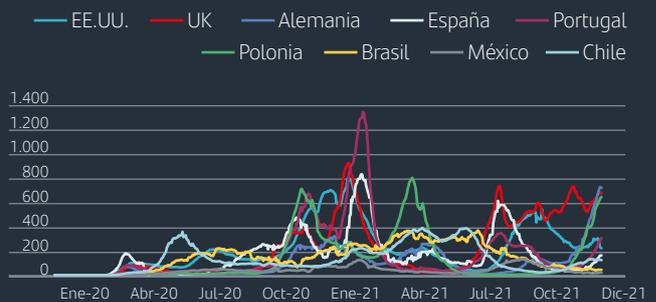
Fuente: Hannah Ritchie, Edouard Mathieu, Lucas Rodés-Guirao, Cameron Appel, Charlie Giattino, Esteban Ortiz-Ospina, Joe Hasell, Bobbie Macdonald, Diana Beltekian and Max Roser (2020) - "Coronavirus Pandemic (COVID-19)". Published online at OurWorldInData.org. Retrieved from: 'https://ourworldindata.org/coronavirus' [Online Resource]. Datos a 28 nov 2021

Se mantienen niveles de contagio entre la población no vacunada

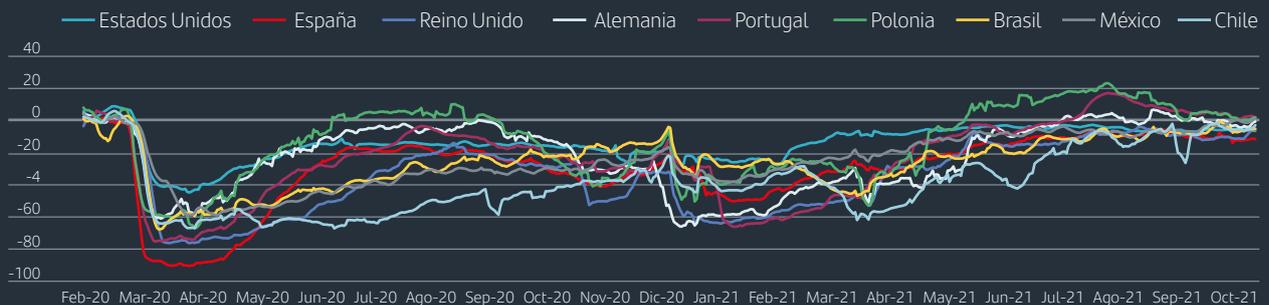
1.5 Porcentaje de población vacunada (dosis completa)



1.6 Número de contagios por millón de habitantes



1.7 Índices de movilidad (Google)



El año 2021 ha sido para el mercado financiero y el de materias primas una continuación de la recuperación ya iniciada en el año 2020. La fortaleza de esa recuperación ha sido extraordinaria, especialmente en los mercados de renta variable. Es de destacar que ya para junio de 2020 el S&P 500 había recuperado los niveles de diciembre de 2019 y para agosto de 2020 superaba los niveles máximos observados en febrero, justo antes del inicio de la pandemia. En 2021 continúa tocando nuevos máximos. En el caso europeo, la historia de recuperación ha tardado algo más (los niveles de diciembre de 2019 se recuperaron a inicios de 2021) aunque la rentabilidad en este año ha sido tan elevada como la de los índices estadounidenses. **Los mercados emergentes, por su parte, aunque también recuperaron los niveles prepandémicos hacia agosto de 2020, se han visto fuertemente afectados en 2021 por el mal comportamiento de la bolsa china,** impactada por los problemas de crédito de las compañías inmobiliarias.

Las **materias primas** (gráfico 1.9) han tenido **fuertes subidas de precios**, especialmente de los combustibles fósiles, que se ha traducido en una subida generalizada de los precios de la electricidad a nivel mundial, aunque también las llamadas "soft commodities" como el algodón o el café han visto incrementos importantes. El índice de materias primas CRB, que cayó cerca de un 10% en 2020, ha tenido un aumento superior al 30% en 2021.

El rendimiento de **los bonos soberanos de los países desarrollados ha repuntado al consolidarse la recuperación de la economía.** Sólo en el caso del bono de Estados Unidos a 10 años, la tasa de rendimiento no ha tocado aún el nivel en el que se situaba a finales de 2019. Las medidas de política monetaria son claves en el comportamiento de los bonos soberanos, así que, con la futura retirada de estímulos monetarios por cuenta de la recuperación económica, es de esperar que veamos niveles superiores a futuro. La recuperación de los diferenciales de crédito ha sido igualmente destacada, completando un **escenario generalizado de recuperación del mercado.**

La recuperación del mercado ha sido más rápida y vigorosa que la de la economía

El favorable entorno de tipos de interés bajos, junto con la recuperación económica, han beneficiado especialmente a la renta variable y las materias primas

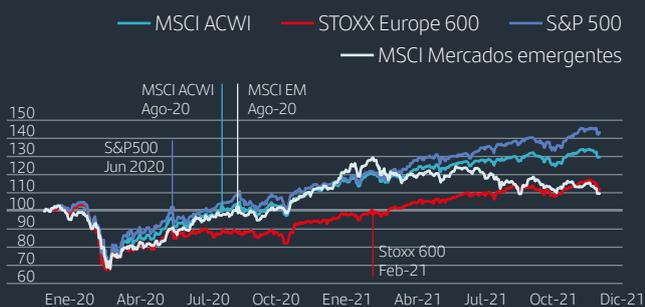
Los diferenciales de crédito se han estrechado hasta recuperar los niveles previos a la pandemia

Los mercados han anticipado la recuperación económica

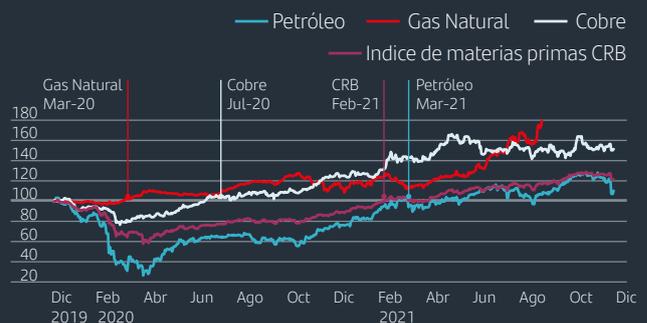
Fuente: Bloomberg y Santander (Datos a 28 nov 2021)

Los mercados de países desarrollados han superado en revalorización a los emergentes

1.8 Evolución bolsas mundiales (Dic 2019 = 100)



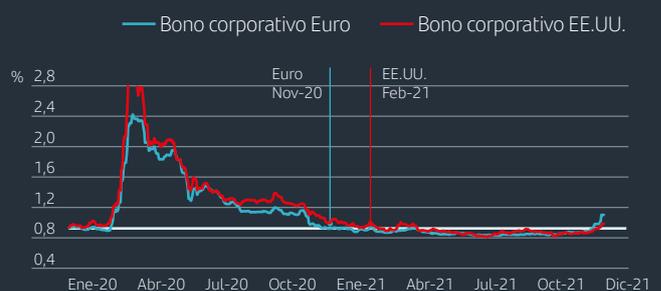
1.9 Evolución precios materias primas (Dic 2019=100)



1.10 Evolución tipos de largo plazo (10 Años) bonos de gobiernos



1.11 Evolución diferenciales de crédito bonos corporativos



02

Los retos de la transición en el crecimiento económico

Prevedemos un escenario central macroeconómico para 2022 positivo basado en un paulatino ajuste en las cadenas de aprovisionamiento globales, un lento descenso en las tensiones inflacionistas y un mantenimiento de tasas de crecimiento por encima de las medias pre-Covid. Este proceso de normalización conllevaría importantes desafíos en los principales bloques económicos, ya que implicaría importantes cambios de paradigma. En concreto, estaremos atentos a las siguientes transiciones a nivel macroeconómico:

- **Cambio en políticas monetarias: inicio del ciclo de subidas de tipos**
Los inversores en renta fija tendrán que enfrentarse a la progresiva normalización de los niveles de tipos de interés, que ya está avanzada en las economías emergentes y que paulatinamente se extendería a las economías desarrolladas en 2022, con la probable excepción de la zona Euro y Japón.
- **Los gobiernos priorizan la sostenibilidad en sus políticas**
Se mantiene un elevado gasto fiscal en Europa y Estados Unidos, con un especial énfasis en la transición energética y el cambio climático. En China también se está produciendo una transición hacia un crecimiento menos dependiente del apalancamiento en el sector inmobiliario y con un mayor enfoque en la estabilidad social y financiera.
- **Cambio hacia menores tasas de crecimiento**
El crecimiento económico se enfrenta a una inevitable desaceleración y a importantes cambios en su composición sectorial y geográfica. El ciclo económico mantiene unas constantes vitales positivas, pero habrá que estar atentos a los difíciles equilibrios políticos implícitos en estos cambios de modelo de crecimiento. El principal riesgo para nuestro escenario de crecimiento reside en un entorno no transitorio de inflación que tensione las curvas de tipos de interés globales.
- La nueva variante Ómicron representa un riesgo a nuestro escenario central de crecimiento.

Transición de modelo en el crecimiento macro global

Nuestro escenario central de crecimiento se basa en una convergencia hacia las medias existentes previas a la pandemia, aunque el resurgimiento de los casos de Covid en varias regiones podría crear algunos vientos en contra en los próximos meses. Estimamos un crecimiento anual del PIB superior al 5% en el presente ejercicio y más del 4% en 2022 para la economía global. En tiempos normales, estos ritmos de crecimiento serían insostenibles y darían lugar a todo tipo de desequilibrios, pero en un contexto de recuperación post-pandemia son factibles. Proyectamos una moderación del crecimiento mundial, y las ralentizaciones siempre son motivo de preocupación para el mercado financiero: ¿significan que se acerca una nueva recesión? ¿Es probable un proceso de estanflación (bajo crecimiento e inflación elevada)? Creemos que la respuesta a ambas preguntas es "no". Más bien, esta pauta de crecimiento fuerte, pero en desaceleración, es simplemente un reflejo de la dinámica post-Covid. Hay **cuatro factores principales que respaldan nuestra visión optimista del crecimiento económico** para los próximos trimestres:

1) Fuerte demanda reprimida y mercados laborales

A diferencia de lo ocurrido durante la anterior crisis financiera mundial -cuando una gran parte de la sociedad se opuso a las medidas para rescatar a las empresas financieras-, los sectores económicos más afectados por la pandemia despertaron todo tipo de simpatías y recibieron un aluvión de programas de ayuda. **Gracias a las generosas transferencias fiscales, en términos generales, los hogares han acumulado importantes ahorros** (especialmente en EE.UU.) y, al mismo tiempo, los pagos de intereses de la deuda están cerca de su nivel más bajo registrado gracias a las bajadas de tipos de interés. Pero el **factor más importante que apoya la demanda estable del sector privado es la paulatina recuperación del empleo**. A pesar de la rápida reactivación económica, el empleo en EE.UU. sigue estando 4 millones por debajo de su pico pre-pandémico y la tasa de participación laboral sigue deprimida (véase el gráfico siguiente). Hay margen para que el mercado laboral siga mejorando si atendemos a los niveles récord de vacantes sin cubrir. **La recuperación global del empleo se une al aumento de la confianza de los consumidores y la normalización del sector servicios para dibujar un panorama favorable de la economía para los próximos 12 meses.**

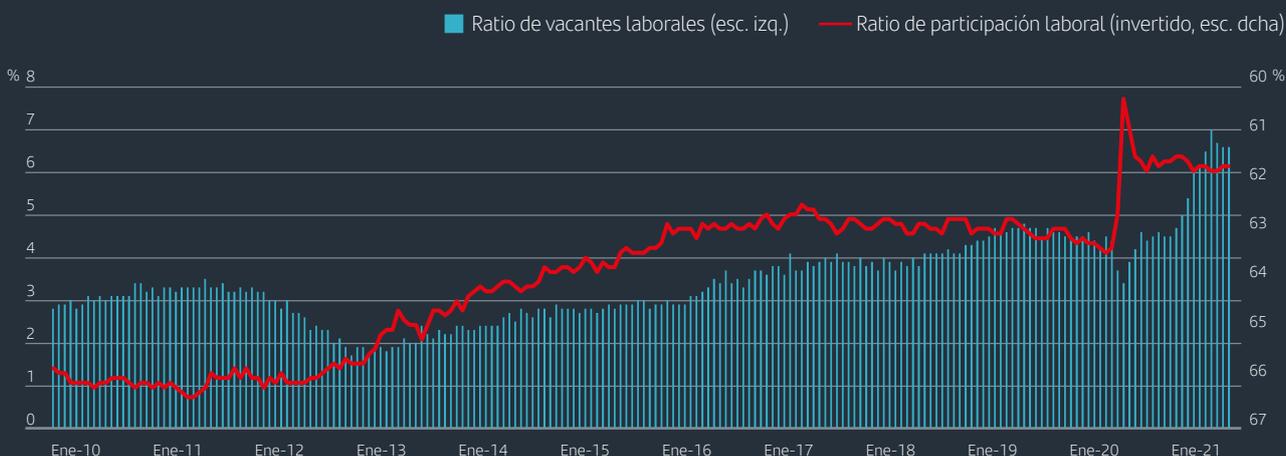
La economía mundial se encuentra en un punto de inflexión en cuanto al ritmo de crecimiento, pero sigue apuntando a un crecimiento superior a la tendencia

La actividad económica cuenta con el apoyo del elevado nivel de ahorro de los hogares, el buen momento del mercado laboral y los positivos niveles de confianza empresarial respecto a planes de inversión

2.0.1 El consumo privado en EE.UU. goza del apoyo de un mercado laboral muy favorable

Fuente: Bloomberg y Oficina de Estadísticas Laborales de EE.UU. (Bureau of Labor Statistics)

El mercado laboral americano tiene capacidad de recuperación en los próximos 12 meses



2) Lenta recuperación en las cadenas de suministros globales

El sistema de comercio mundial no estaba preparado para hacer frente a los impactos y distorsiones causados por la pandemia. La combinación de sistemas de inventario "just-in-time" y complejas redes de proveedores interconectadas y distantes implicó que los cuellos de botella en una parte de la economía mundial se filtraran rápidamente a otras geografías y sectores. Las estadísticas más recientes de transporte marítimo y producción de semiconductores sugieren que **los problemas de suministros podrían remitir en los próximos meses** (gráfico 2.0.2). Una posible señal de punto de inflexión lo tenemos en el dato de ventas de automóviles en EE.UU. (13,1 millones en octubre, frente a los 12,3 millones en septiembre). Contemplamos en nuestro escenario central que los **desajustes entre la oferta y la demanda disminuyan a lo largo de 2022**, a medida que se normalicen los patrones de consumo, se repongan los inventarios y se resuelvan los cuellos de botella en el transporte. Un elemento que apoya nuestro escenario de crecimiento está en los niveles mínimos de inventarios de las empresas, con la consiguiente necesidad de reabastecimiento.

Las presiones del lado de la oferta deberían disminuir en los próximos meses a medida que mejore la disponibilidad de semiconductores, los cuellos de botella en el transporte y, los precios de la energía se reduzcan y la escasez de mano de obra sea menor

3) Presión a la baja en las tasas de inflación

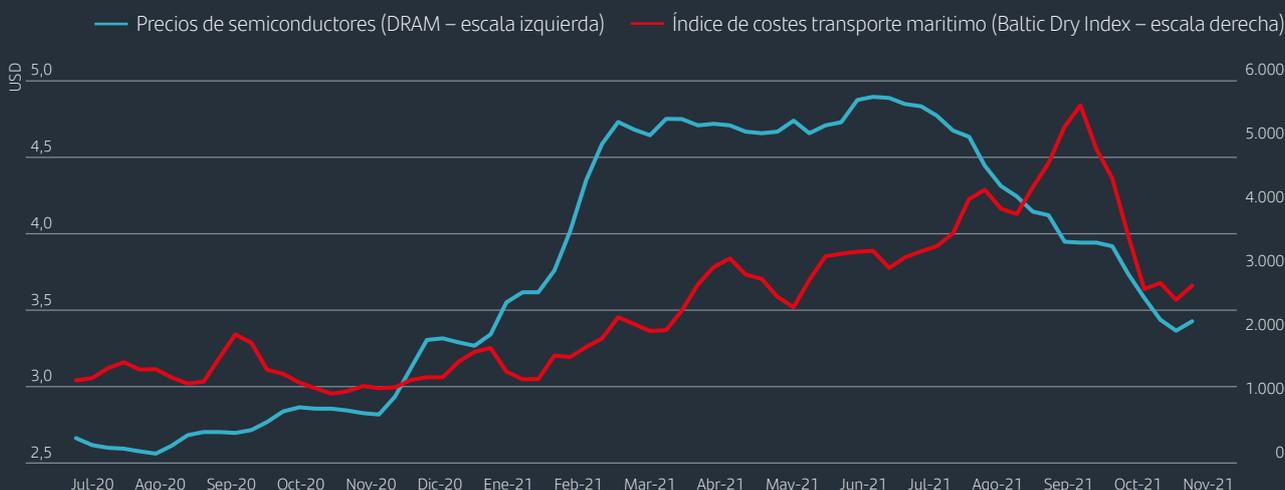
En nuestro escenario central pensamos que gran parte del reciente aumento de la inflación será transitorio y retrocederá en 2022 a medida que las economías se reabran más. Los bancos centrales de la mayoría de los mercados desarrollados comparten esta opinión y la utilizan para justificar el mantenimiento de su postura laxa en materia de política monetaria. Los recientes cambios en sus mandatos sobre la inflación han facilitado esta tarea y han permitido transmitir al mercado un mensaje de que en este ciclo va a ser posible cierto grado de permisibilidad con la inflación al priorizarse la recuperación total del impacto de la pandemia. Dicho esto, habrá que estar atentos a que se produzca un punto de inflexión en las tensiones de precios, y vigilar cómo el mercado las asimila a través de los niveles de expectativas de inflación (ver gráfico 2.0.3). Consideramos que el principal riesgo para nuestro escenario de continuidad del ciclo reside en un potencial shock en las todavía favorables condiciones monetarias en el caso de que no se resuelvan las tensiones inflacionistas.

Estimamos que la inflación se mantenga por encima de los niveles anteriores a la pandemia, pero con una tendencia a la baja a partir del primer trimestre de 2022

2.0.2 Primeros indicios de alivio en las cadenas de suministro globales

Fuente: Bloomberg. Datos a 28 nov 2021

Los principales cuellos de botella están en el transporte marítimo y en el suministro de chips



4) Reducción moderada de los estímulos fiscales y monetarios

Los responsables políticos deben mantener un difícil equilibrio a la hora de continuar con el apoyo a la recuperación y, al mismo tiempo, prepararse para actuar rápidamente si las expectativas de inflación se alejan de los objetivos. **Los bancos centrales del G-7 mantienen, de momento, un discurso de que las presiones inflacionistas son temporales** e intentan evitar un endurecimiento prematuro de las políticas hasta que haya más claridad sobre la dinámica de los precios subyacentes. El tensionamiento monetario no parece especialmente pronunciado según las curvas de tipos de interés, pero es un proceso irreversible. La siguiente cuestión tras el *tapering* (desaceleración de compras de activos) es cuándo subirá la Fed los tipos de interés, y esperamos que eso ocurra a finales de 2022, a medida que el mercado laboral se acerque a la plena recuperación. Las políticas fiscales de las economías desarrolladas están empezando un largo proceso de normalización (el nivel actual de déficit presupuestario es insostenible) aunque la reducción del gasto va a ser moderada. **Tanto la Unión Europea (puesta en marcha del *NextGenerationEU*) como Estados Unidos (reciente aprobación del plan de infraestructuras de Biden) mantendrán un importante gasto fiscal** de cara a 2022. Los menores incentivos fiscales reducirían el crecimiento en 2022, aunque el sector privado puede compensar parcialmente esta esperada desaceleración.

En definitiva, consideramos que **el escenario económico global mantendría unas constantes vitales muy favorables que permitirán un crecimiento económico por encima de la media de la última década**. La muy moderada disminución de los estímulos monetarios y fiscales y la saludable situación financiera del sector privado posibilitarían a Estados Unidos y Europa apuntalar el crecimiento global y compensar la desaceleración del crecimiento de China. Esta dinámica positiva en los próximos trimestres no estaría exenta de episodios de dudas e incertidumbre al estar produciéndose profundos cambios de modelo en múltiples geografías. El equilibrio macroeconómico puede ser puesto en entredicho por el mercado en la medida en que se vayan produciendo transiciones desde unos paradigmas de crecimiento a otros. En los siguientes capítulos nuestros equipos de análisis profundizarán en las consecuencias de que se produzca un relevo en los estímulos crediticios, monetarios, fiscales y comerciales que han permitido una recuperación económica tan rápida y efectiva.

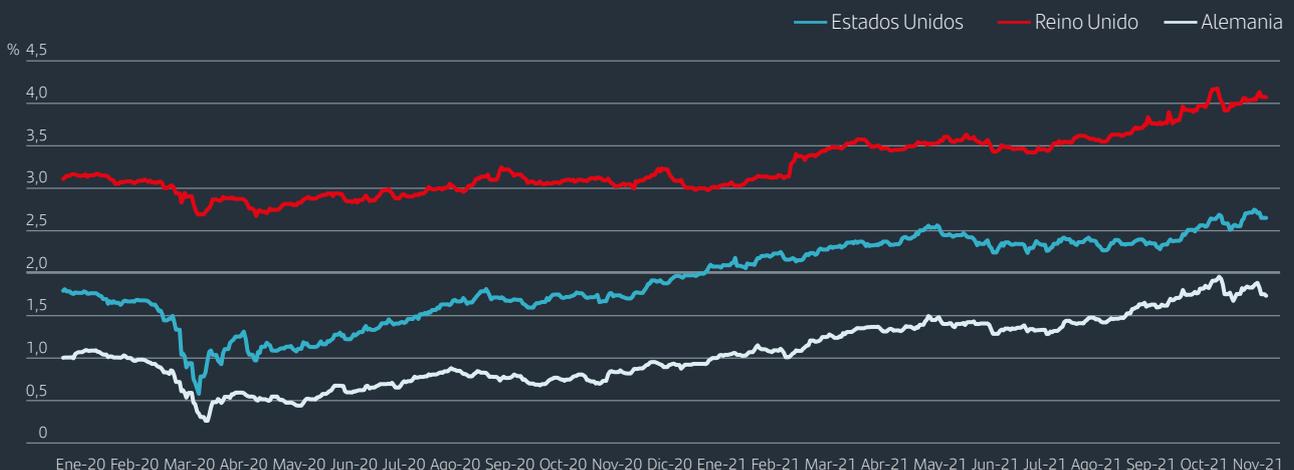
Las extraordinarias medidas fiscales y monetarias han cumplido su objetivo, y esperamos que la retirada de estos estímulos sea moderada en 2022

Los temores de estanflación probablemente alcanzarán su punto máximo en los próximos meses, pero los inversores tendrán que enfrentarse a un entorno con menos apoyos y más incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento e inflación

2.0.3 Progresivo aumento de las expectativas de inflación (*Breakevens* 10 años)

Fuente: Bloomberg y Santander. (Datos a 22 nov 2021)

Para mantener el poder adquisitivo, las inversiones en renta fija tienen que tener muy en cuenta los mayores niveles de inflación



ASG: la sociedad exige una transición hacia la sostenibilidad



José Mazoy
SAM Global CIO

La inversión sostenible ha dejado de ser un área de nicho; se está convirtiendo en la corriente principal. Las estrategias de inversión sostenible son uno de los segmentos de mayor crecimiento en activos del sector de la gestión de patrimonios. Esta demanda parece destinada a acelerarse, impulsada por los cambios sociales y demográficos, el aumento de la regulación y la atención gubernamental, y una mayor convicción en este tipo de inversión. Para alcanzar los **objetivos del Acuerdo de París sobre el clima** y limitar el aumento de las temperaturas medias mundiales a un nivel muy inferior a 2°C, la sociedad debe alcanzar las emisiones netas de gases de efecto invernadero de larga duración a mediados de siglo. Esta gran transformación solo será posible si sustituimos, a gran escala, la base de activos productivos de la economía mundial por tecnologías no contaminantes.

Más de 190 países alcanzaron un acuerdo, en la cumbre de las Naciones Unidas celebrada en Glasgow en noviembre de 2021, que pretende acelerar la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero en todo el mundo y reducir los combustibles fósiles, aunque sólo se acordó la necesidad de "reducir" y no de "eliminar" el carbón. La cumbre consiguió llegar a un acuerdo sobre cuestiones como la forma en que los países informan de sus emisiones y las normas para los mercados mundiales de carbono. El acuerdo establece nuevas normas para el comercio de créditos de carbono entre países, permitiendo a los gobiernos alcanzar sus objetivos de emisiones financiando proyectos de reducción de gases de efecto invernadero en otro país. Los funcionarios esperan que las normas sienten las bases de un mercado internacional de carbono.

El número de países que se han comprometido a alcanzar las emisiones netas cero ha crecido rápidamente en el último año y ahora abarca más del 80% de las emisiones mundiales de

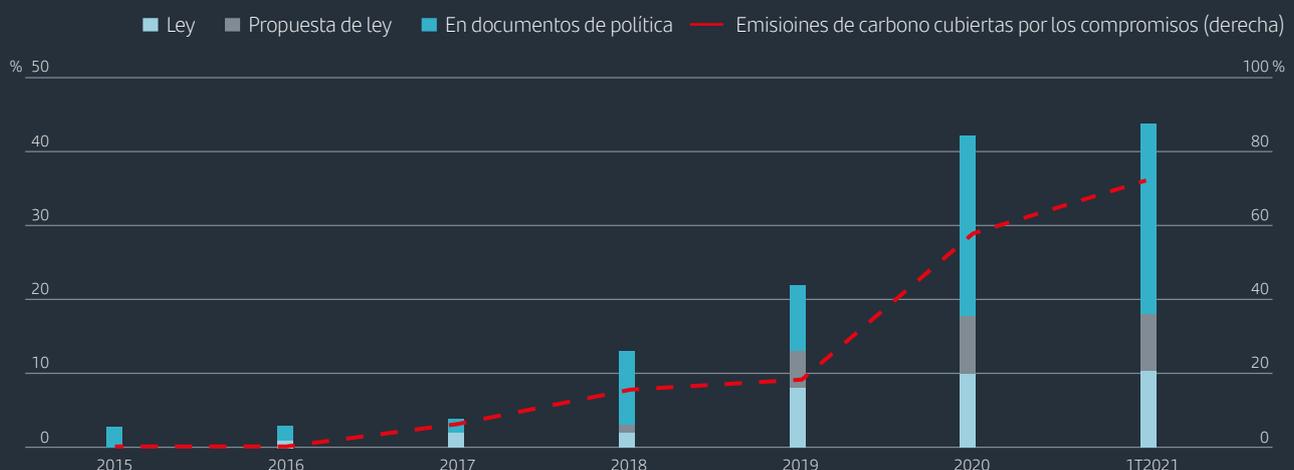
El riesgo climático es un riesgo de inversión, y el estrechamiento del margen de maniobra de los gobiernos para alcanzar los objetivos de cero emisiones significa que los inversores debería ser considerado en la composición de las carteras

Existe una voluntad común de abordar la descarbonización. El mundo está buscando soluciones de financiación e inversión para lograrlo

2.1.1 Número de países con compromiso de emisiones netas cero "Net zero pledge" y porcentaje de emisiones de CO₂ cubiertas

Fuente: Agencia Internacional de Energía

Los gobiernos del mundo se comprometen cada vez más a reforzar los compromisos de emisiones



dióxido de carbono (gráfico 2.1.1). En 2018 esa cifra era sólo del 15%. Aunque el sector privado tendrá que hacer el trabajo pesado, **tanto el proyecto de ley bipartidista de infraestructuras de Estados Unidos como el fondo Next Generation de la UE apoyarán la transición con un gasto considerable** en infraestructuras "verdes" durante los próximos cinco años (ver tabla 2.1.2).

El reciente marco presentado por la Casa Blanca a través de la Ley **Build Back Better** (BBB), aún pendiente de aprobación por la Cámara de Representantes y el Senado, incluye 555.000 millones de dólares estadounidenses (USD) para inversiones en energías limpias y lucha contra el cambio climático, de los cuales el 57% se destinará a créditos fiscales en diferentes sectores productivos para la transición a las energías limpias, principalmente el transporte y el residencial. Otra parte importante del proyecto de ley se destinará a las tecnologías de energías limpias y a la contratación pública federal de programas que cuiden el medioambiente.

El marco BBB implica una asignación masiva de fondos para reducir las emisiones de dióxido de carbono como los vehículos eléctricos, la producción de hidrógeno verde o la captura de carbono. También constituye una enorme oportunidad para el sector financiero como impulsor del cambio.

Junto con la ya aprobada Ley de Infraestructuras, que se centra principalmente en las iniciativas de transición energética, el marco de energía limpia de la Administración Biden establece una ambición, y también un compromiso. De aquí a 2030, el mundo no sólo se centrará en las promesas, sino, sobre todo, en la responsabilidad y el cumplimiento.

Lo mismo ocurre con el **Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de la Unión Europea**, el instrumento clave europeo de nueva generación para ayudar a la UE a salir más fuerte y resistente de la crisis actual y hacer que las economías europeas sean más sostenibles, resistentes y estén mejor preparadas para los retos y oportunidades de la transición ecológica y digital. Esto se denomina "Transiciones gemelas: Verde y Digital". Cada plan nacional tendrá que incluir un mínimo del 37% de los gastos para inversiones y reformas climáticas.

La oportunidad es ahora y es global. El papel del sector financiero en esta transición es crucial, canalizando el dinero de los inversores hacia las empresas que realizan una transición sostenible con éxito y hacia las economías más comprometidas con ella. **La transición ASG, no sólo verde sino también social, es la mayor oportunidad en nuestro radar de inversión y el tema de la próxima década.**

Las promesas de los gobiernos no son suficientes por sí solas para cumplir los objetivos de energía limpia para 2050. Necesitamos que el sector privado se sume y acelere esta transición

Los cambios que se están produciendo en estos momentos para afrontar los retos de un mundo de emisiones cero en 2050 representan la mayor oportunidad en nuestro radar de inversiones

2.1.2 Estados Unidos y la Unión Europea destinan una recursos importantes para la transición verde

Fuente: La Casa Blanca, Bloomberg NEF, Bruegel y Santander

La aprobación del marco "**Build Back Better**" es fundamental para fortalecer la transición verde en Estados Unidos

	Estados Unidos (USD)		Unión Europea (USD)	Total (USD)
	Ley de Infraestructura (aprobada)	<i>Build Back Better</i> (pendiente de aprobación)	Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de la UE*	
Transición verde	77	555	250	882
Infraestructura tecnológica	65		112	177
Social	1	955	62	1.018
Infraestructura física	341	150	0	491
Otros	64	90	118	272
Total*	548	1.750	542	2.840

* Suma total de los planes nacionales ya presentados y aprobados. Importes en miles de millones de USD. EURUSD=1.126
El mecanismo puede llegar a un máximo de 723M de euros

Estados Unidos: la transición hacia un menor estímulo fiscal



Michelle Chan
SPB USA - Estrategia Macro

La crisis del coronavirus provocó un despliegue de estímulos fiscales muy superior a los de la Gran Crisis Financiera (GCF) en 2008. Fue crucial dar soporte a los hogares y a las empresas para apoyar a la recuperación. Sin embargo, ese estímulo fiscal fue desigual entre los países, ya que casi el 90% lo llevaron a cabo las economías avanzadas y China. **Como resultado, las economías avanzadas han podido recuperarse a un ritmo mucho más rápido que las economías emergentes**, que disponían de menores recursos fiscales y menor capacidad de aprovisionamiento de vacunas.

A diferencia de la respuesta fiscal de la GCF, que terminó prematuramente y fue insuficiente para promover una recuperación sostenida, durante esta crisis pandémica el **gobierno estadounidense ha gastado hasta ahora más del 25% del PIB en estímulos fiscales directos, lo que está muy por encima de otros países**. Por ejemplo, en la Zona Euro, los ocho países más grandes han gastado en media un 9%.

Además, esta vez, la mayor parte del estímulo fiscal estadounidense se ha concentrado en las transferencias fiscales a los hogares con menores ingresos, que son los que tienen una mayor propensión al consumo. El ahorro de las familias se ha acumulado y esto está apoyando el consumo a pesar de la expiración de los subsidios de desempleo. **La transición del gasto del sector público a la inversión y el consumo del sector privado se está produciendo lentamente**. Además, el patrimonio neto de los hogares (valor de todos los activos financieros y no financieros de las familias menos el valor de todos los pasivos pendientes) está en el nivel más alto desde 1980. **La solidez del mercado laboral, las elevadas tasas de ahorro y el aumento de la riqueza de los hogares respaldarían el consumo del sector privado en los próximos trimestres**.

El 5 de noviembre la Cámara de Representantes aprobó el plan de renovación de infraestructuras por valor de un billón de USD

La aprobación marco de acción social "Build Back Better" por valor de 1,75 billones de USD que da prioridad a las necesidades sociales y al cambio climático, se ha ido retrasando por desacuerdos dentro de propio Partido Demócrata

2.2.1 El crecimiento en EE.UU. encontrará apoyo en el consumo de los hogares

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2021

La riqueza de los hogares y el ahorro de las familias están en niveles históricamente altos



El **gasto en consumo personal (PCE en inglés)** es el motor del crecimiento de Estados Unidos, y representa alrededor del 70% de la actividad económica. La mayor parte del PCE es el consumo de servicios, que supone el 60%, mientras que el consumo de bienes representa el 40% restante. El consumo, que tuvo una recuperación en forma de V, ya está por encima del nivel prepandémico, pero su recuperación ha sido desigual. Inicialmente la recuperación fue impulsada por el consumo de bienes, en particular de bienes duraderos, que ha aumentado un 18% con respecto a los niveles previos a la crisis, mientras que los bienes no duraderos han aumentado un 14% con respecto a los niveles prepandémicos. Por otro lado, el consumo de servicios se ha recuperado a un ritmo más lento y sigue estando un 1,8% por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

El gráfico 2.2.2 muestra **el enorme estímulo fiscal que desempeñó un papel relevante en la rápida recuperación en forma de V. Ese estímulo fiscal aún no ha terminado.** Tras aprobarse en noviembre de 2021 el proyecto de ley de infraestructuras por valor de 550.000 millones de USD, el Gobierno está intentando aprobar un paquete de estímulo social de casi 2 billones de USD, o el 8% del PIB. Aunque los programas fiscales no han terminado, el punto más alto de la acomodación parece haber pasado. Incluso si el Presidente Biden consigue aprobar la mayor parte de su plan social adicional, los economistas estiman un impacto en crecimiento por el menor gasto fiscal durante el próximo año. A corto plazo, todavía hay vientos de cola importantes para el crecimiento. En primer lugar, la disminución de los casos de la variante Delta y el aumento de la vacunación, que deberían dar apoyo al sector servicios aunque habrá que ver las implicaciones de la variante Ómicron. En segundo lugar, como se ha mencionado, los balances de los hogares siguen siendo sólidos. En tercer lugar, las empresas necesitan incrementar inventarios y aumentar las inversiones desde niveles históricamente bajos. Esto último debería apoyar el crecimiento incluso cuando la demanda disminuya. Estos vientos de cola contrarrestarían el lastre fiscal previsto para el próximo año.

Teniendo esto en cuenta, según la encuesta de noviembre de Bloomberg News, **los economistas esperan que el crecimiento de EE.UU. se ralentice del 5,5% este año al 3,9% el próximo, lo que sigue siendo un crecimiento robusto** teniendo en cuenta que el potencial de crecimiento de EE.UU. se sitúa en torno al 2%. El crecimiento debería ser más fuerte en la primera mitad del año, ya que la reapertura, el ahorro reprimido y la dinámica del ciclo de los inventarios desempeñarían un papel más importante frente al arrastre fiscal.

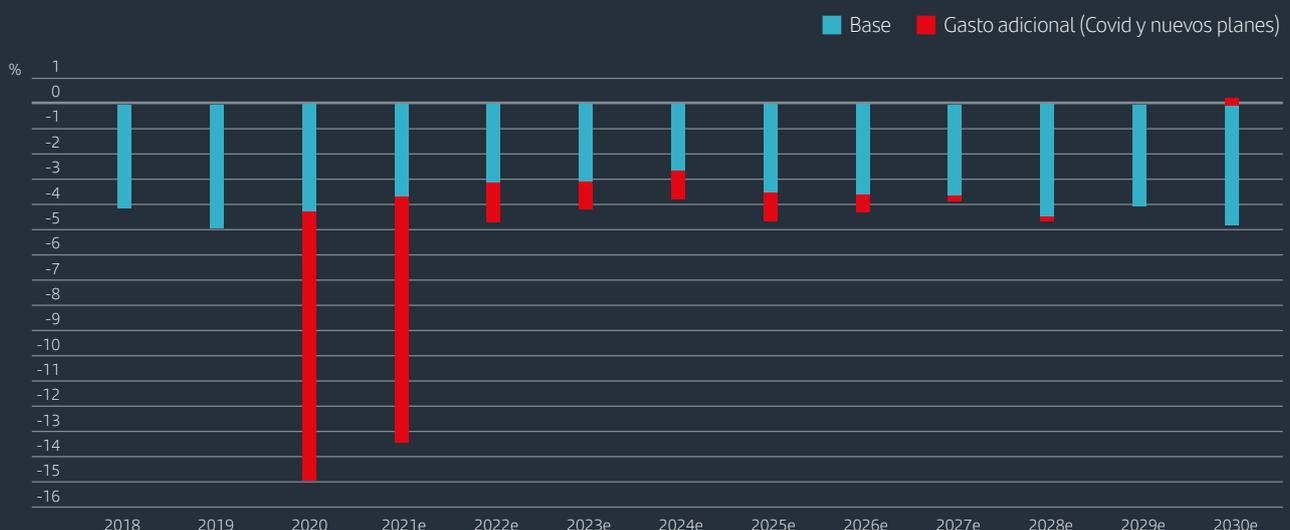
El consumo privado seguiría soportado por la demanda embalsada, los importantes estímulos fiscales y las ganancias provenientes de los mercados de renta variable e inmobiliario

El menor estímulo fiscal se vería compensado por un consumo privado fuerte, que se apoya en las dinámicas positivas del mercado laboral y en el efecto riqueza

2.2.2 El abundante estímulo fiscal ha permitido una rápida recuperación en Estados Unidos

Fuente: Congressional Budget Office (CBO) y Santander

El momento de mayor estímulo fiscal ya ha pasado, pero el déficit seguiría siendo alto



China: el Gobierno pone foco en la estabilidad financiera



Agustín Carles, CFA
SAM - Responsable Análisis Macro Global

Desde el inicio de la pandemia, **la evolución de la economía china ha sido bastante diferente** a la de la mayoría del resto de economías del mundo. No sólo porque fue la primera en entrar en recesión (en el primer trimestre de 2020), sino, sobre todo, porque el trimestre posterior el PIB ya había recuperado en su totalidad el nivel previo a la crisis y, casi más inusual, porque es **la única del mundo que incluso a final del año pasado ya había recuperado** el nivel que probablemente habría tenido el PIB si no hubiera habido crisis.

El férreo control de los contagios a las pocas semanas del estallido de la crisis, así como la implementación de medidas extraordinariamente expansivas tanto fiscales como monetarias y crediticias, explican buena parte de esa evolución.

Sin embargo, desde comienzos de 2021, una vez que la economía se normalizó totalmente, el ritmo de crecimiento se ha ralentizado con claridad, de tal manera que parece que, **superada la crisis, la economía ha retomado la tendencia de desaceleración gradual** que ya venía mostrando desde hacía 10 años. Así, desde el 10.7% de 2010, el PIB ha ido reduciendo gradualmente su ritmo de crecimiento hasta el 6% de 2019.

¿Qué hay detrás de este proceso de desaceleración del crecimiento que ha estado en vigor en los 10 años previos a la pandemia y que ahora parece haberse retomado? Ese crecimiento de doble dígito posterior a la crisis de Lehman Brothers se debió a la **fuerte expansión de la inversión**, así como al consecuente aumento de la deuda empresarial que servía para financiar esa inversión. Como resultado de este patrón de crecimiento, la inversión llegó a pesar en torno a un 45% en el PIB, mientras que la **deuda empresarial ha alcanzado un nivel del 160% del PIB**, cifras que no sólo

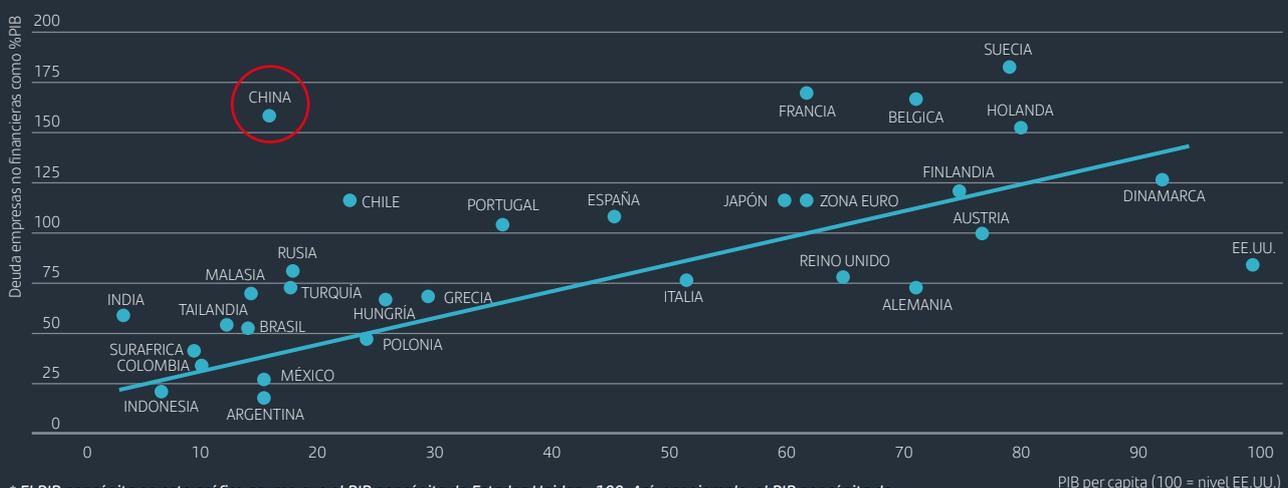
La economía china ha disfrutado de una rápida recuperación en forma de "V", pero el repunte ha sido desigual

El sector manufacturero de China ha impulsado la recuperación, pero el gasto de los consumidores se ha quedado rezagado, lo que ha incrementado la débil contribución del consumo privado al PIB

2.3.1 Deuda de las empresas no financieras como %PIB y PIB per cápita 2021

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Santander Asset Management

La deuda de las empresas no financieras como % de PIB en China se sitúa en niveles que constituyen un riesgo para la estabilidad financiera



suponen máximos históricos para China, sino también niveles muy elevados para los estándares internacionales, y no sólo en la actualidad, sino incluso de los últimos 50 años. (gráfico 2.3.1)

Por este motivo, en los años previos a la pandemia, a la vista de **falta de sostenibilidad de ese modelo de crecimiento**, las autoridades económicas intentaron reducir esos desequilibrios a través de una **moderación gradual del crecimiento del crédito**, especialmente a empresas. La pandemia hizo saltar por los aires este proceso de ralentización del crédito. Sin embargo, una vez la economía recuperó la tendencia previa al Covid, dicho proceso se ha vuelto a retomar y, dado que los niveles tanto de inversión como de deuda empresarial siguen siendo muy altos, no daría marcha atrás.

Una de las medidas adoptadas por el Gobierno para el sector inmobiliario fue la llamada "tres líneas rojas", una campaña de desapalancamiento para evitar posibles problemas. Este año, **Evergrande, una de las mayores compañías del sector, y la más endeudada, no pudo cumplir con sus obligaciones al no poder aumentar más su endeudamiento**. Se evitó una crisis aunque se hizo más evidente la importancia de la estabilidad financiera.

¿Se está quedando entonces la economía china sin palancas de crecimiento? Antes que nada, hay que tener en cuenta que si la inversión ha alcanzado el peso que ha alcanzado es porque el ahorro doméstico ha sido muy elevado (ya que ha sido éste y no el externo el que ha financiado a la primera). El reverso de ese elevado ahorro ha sido un muy bajo nivel de consumo. Aquí tiene China otro desequilibrio que poco a poco debe ir reduciendo, y que básicamente debe dar pie a que **el peso del consumo privado en el PIB, actualmente inferior al 40%, se acerque al 50%/70%**, más acorde con los estándares internacionales (gráfico 2.3.2).

Las políticas de crédito de las autoridades están orientándose a cambiar ese *mix* de crecimiento, no ya basado en la inversión sino en el consumo. Así, mientras que la deuda empresarial se encuentra en la actualidad en un nivel semejante al de 2017, la de los hogares, aun siendo todavía bastante baja, ha aumentado del 40% al 65% en dicho periodo.

Por este motivo, aunque los necesarios ajustes tanto de la deuda empresarial como de la inversión harían inevitable que China vaya a seguir moderando su ritmo de crecimiento en los próximos años, creemos que **el consumo compensará al menos en parte el menor protagonismo de la inversión**, y que esto podría producirse de manera controlada, dando una baja probabilidad a una desaceleración abrupta.

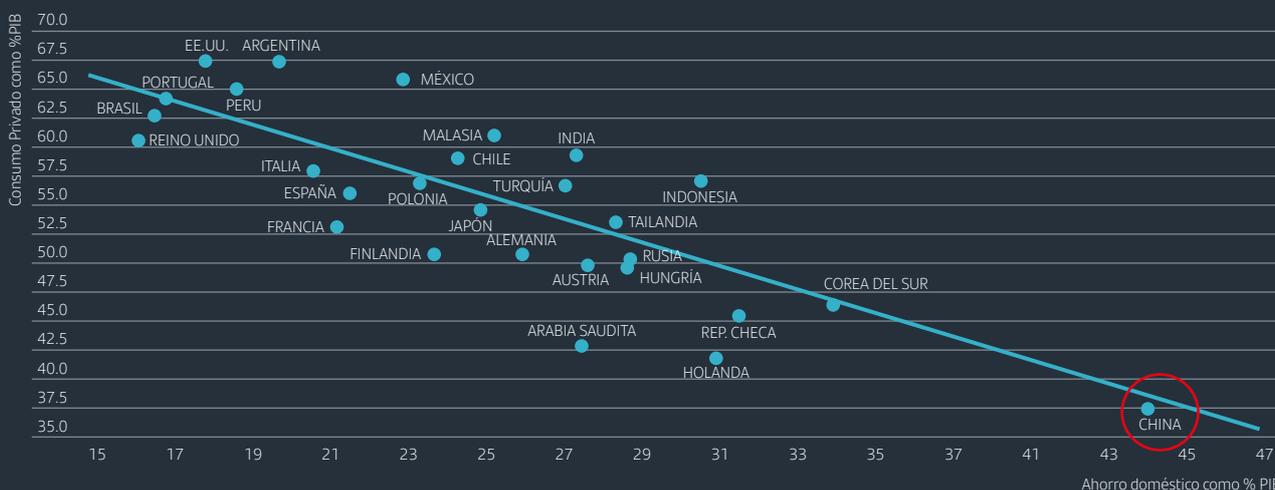
Las autoridades chinas están poniendo un peso cada vez mayor a objetivos distintos del crecimiento del PIB, tales como la desigualdad, la estabilidad financiera o la descarbonización

China aspira a una mayor autosuficiencia fomentando el consumo, la producción local e invirtiendo en tecnología que haga crecer las cadenas de suministro nacionales

2.3.2 Consumo privado y ahorro doméstico como % del PIB

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Santander Asset Management

El elevado nivel de ahorro doméstico ha provocado que el consumo privado esté en niveles muy inferiores a los habituales de una economía



Del Siglo de las Luces cortas al de las largas en Europa



Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA
BP España - Director de Análisis y Estrategia

En lo que llevamos de siglo XXI, la actuación de las autoridades de la Unión Europea y la zona Euro, y específicamente en materia fiscal y monetaria, se ha caracterizado por la reactividad y el cortoplacismo, más que por la proactividad y la perspectiva. Ejemplos de ello, en lo malo, pero también en lo bueno, los hallamos en (i) la subida de tipos de interés de 25 pb (hasta el 4,25%) que acometió el Banco Central Europeo en julio de 2008, poco más de dos meses antes del agravamiento de la Gran Crisis Financiera (GCF); (ii) la contundencia con que desde Bruselas se apremió a los Estados miembros periféricos a consolidar sus cuentas en un período, 2011-2013, en que la ortodoxia económica de la contraciclicidad recomendaba lo contrario, o (iii) el despliegue de estímulo a través de numerosas facilidades de diversa índole para paliar la profunda mella económica del Covid. Muestras de actuaciones con un marcado aroma de urgencia (inflación, mercado, pandemia... en los ejemplos susodichos), pero con **nula vocación de legado**.

A punto de comenzar el año 2022, consideramos que Europa se halla en una encrucijada dibujada por el **despliegue de los Fondos de Recuperación** (NextGenerationEU) y la **nueva normalidad post-pandemia**, y que **sólo si desde el seno de las instituciones se adopta un enfoque largoplacista** en la gestión de los **dos principales desafíos** que afronta, **el Viejo Continente logrará trazar un punto de inflexión** hacia una mejora de los estándares de vida de los ciudadanos europeos.

El **primer desafío es la elevación del crecimiento potencial en la región**, llave para un bienestar creciente y la reducción de la desigualdad, cuya trayectoria desde 2007, en la antesala de la GCF, sólo puede calificarse como decepcionante, situándose en la actualidad por debajo del 2% y de los

En lo que va de siglo, la inmediatez y cierta improvisación han llevado el timón de las grandes decisiones adoptadas por las instituciones europeas

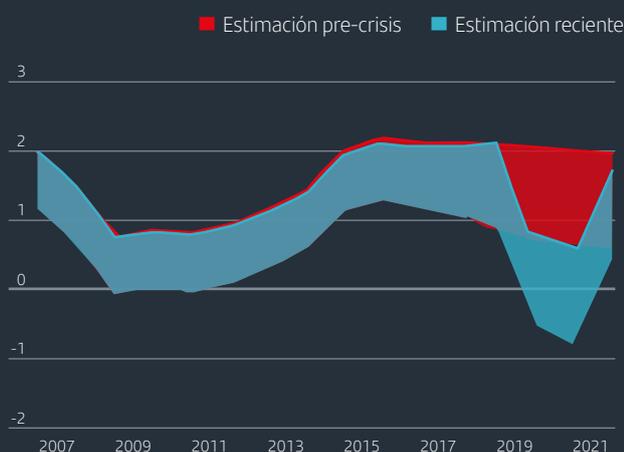
Europa tiene una oportunidad histórica para, de una aplicación correcta del principio de "destrucción creativa" tras la pandemia y al calor del despliegue de los fondos NextGenerationUE, dar un salto cuantitativo y cualitativo en materia de crecimiento

2.4.1 Elevar el crecimiento potencial como llave hacia una mayor prosperidad

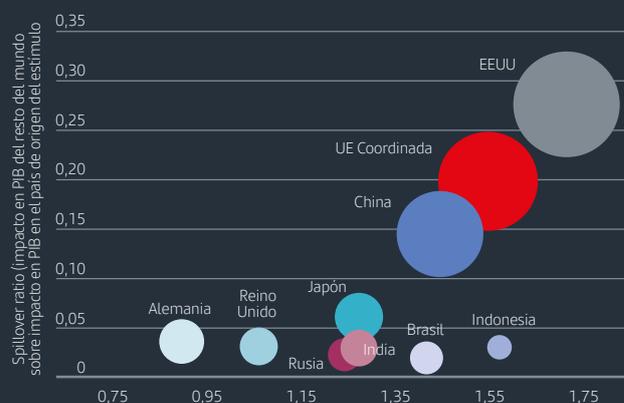
Fuente: BCE y Oxford Economics

El elevado multiplicador fiscal en Europa es una oportunidad para optimizar la eficacia de los Fondos de Recuperación

Zona Euro - Crecimiento potencial (% variación promedio anual)



Multiplicador fiscal* y efectos indirectos



*el multiplicador fiscal es en cuantas unidades se incrementa el PIB cuando se produce una expansión fiscal de una unidad.

Tamaño de la burbuja= tamaño de la economía en USD corrientes

niveles de hace quince años. De sus tres variables explicativas, mejorar la **dinámica demográfica** en un horizonte temporal razonable parece utópico, pero sí hallamos motivos para el optimismo en los factores productividad y *stock* de capital. Después de un período de *cuasi* estancamiento en la última década, el salto en **productividad**, principal termómetro de prosperidad, que se derivaría a partir de ahora por el hecho de haber atravesado el umbral de adaptación (en torno a siete años) del último salto tecnológico puede ser importante. Por lo que respecta al **stock de capital**, la movilización de los fondos NextGenerationEU, con destino prioritario hacia la inversión (foco en la transición energética, la digital y la gestión del envejecimiento/dependencia), y el bajo nivel de crecimiento de la propia inversión desde la GCF podrían ejercer un efecto multiplicador en crecimiento importante. En definitiva, **sí hay argumentos para prever que en el próximo decenio asistiremos a una elevación del crecimiento potencial.**

El **segundo desafío que debe afrontar Europa es cerrar la brecha de rendimiento tecnológico con EEUU**, *gap* que el mercado ha reflejado en un claro mejor comportamiento bursátil de las cotizadas del sector estadounidense frente a las europeas en las dos últimas décadas. **No es algo utópico.** Hay que tener en cuenta que el nuevo salto tecnológico en que nos hallamos inmersos descansa en la inteligencia artificial y la robótica, con foco en la digitalización de los procesos industriales. Y en la industria manufacturera, el *software* es condición necesaria, pero no suficiente, para solucionar la ecuación de la digitalización. Son necesarias, además, una amplia experiencia en el sector de *hardware* y el establecimiento de relaciones duraderas con los clientes como base del conocimiento profundo de su negocio, algo en lo que muchas **empresas europeas cuentan con ventajas competitivas.** Y es que la diferencia del actual con el anterior salto tecnológico es que aquel (comienzos del siglo XXI) se focalizaba más en la órbita del consumidor a través de internet.

Las cifras demuestran que **Europa sí está ejerciendo de líder en materia de "capitalismo responsable"**. En la lista de las 100 empresas que mejor han cumplido con los criterios ASG en 2021, más de la mitad del total y tres de las cinco primeras son europeas. La sostenibilidad es un objetivo prioritario de la Unión Europea. El "*Green Deal*" de la UE supone la movilización de 1 billón de euros con el objetivo de ser el primer continente neutro en carbono en 2050. Como señaló en su momento la presidenta de la Comisión Europea, Von der Leyen, es algo "equivalente a la llegada del hombre a la Luna". Y en este terreno, Europa cuenta también con varias empresas líderes en el terreno de transición energética.

Productividad y stock de capital, vértices que pueden salir muy beneficiados

En el ámbito de la tecnología y la innovación, Europa cuenta con mimbres para desterrar su reputación de "vieja economía"

Europa podría ser el modelo a seguir en el proceso de transición energética

2.4.2 Más de 800 mil millones EUR para forjar una nueva Europa

Fuente Consejo Europeo

Adecuación a las prioridades de la UE, afrontar los desafíos de cada país, apoyar la transición ecológica y fomentar la transformación digital, ejes de actuación



03 Oportunidades de inversión en un entorno de transición

Los inversores comprueban con satisfacción los retornos obtenidos por los activos de riesgo durante la recuperación, pero observan con preocupación las rentabilidades de la renta fija sin riesgo, el incremento de la inflación y la desaceleración del crecimiento.

El cambio de paradigmas sugiere que los inversores deberían adaptar sus carteras para enfrentar los retos de las transiciones en que están inmersos los principales activos financieros. La visión de nuestros analistas para los próximos trimestres sugiere:

- **Mantener niveles de inversión con un enfoque menos agresivo que en 2021.**
La fase del ciclo más propicia para el mercado (máximos en crecimiento y en apoyo de estímulos) ya habría pasado.
- **Incorporar gestión activa.**
El ciclo continúa, pero se enfrenta a una fase de mayor volatilidad, en la que será clave la gestión activa del riesgo y maximizar la diversificación.
- **Maximizar la flexibilidad en la renta fija.**
El doble reto de los bajos tipos y la inflación conlleva la necesidad de rediseñar carteras de inversión que diversifiquen más allá de la renta fija tradicional.
- **Incorporar un enfoque en sostenibilidad.**
En un entorno de escaso crecimiento, la transición hacia un mundo de emisiones cero representa una enorme oportunidad.
- **Seleccionar compañías con márgenes sostenibles.**
La presión en los costes implica retornos muy diferentes en función del poder de fijación de precios y la capacidad de innovación de las empresas.
- **Diversificar en activos alternativos.**
La inversión en mercados privados ha generado retornos muy elevados y diversifica exposición a nuevos sectores de la economía.

Los inversores deben prestar atención a las dinámicas de cambio en el entorno macro y buscar oportunidades en los movimientos de precio de los diferentes mercados. **El cambio más importante en el actual paradigma de inversión es la transición hacia una mayor incertidumbre en política monetaria.** A medida que las presiones inflacionistas se acumulan y las economías se recuperan, los banqueros centrales se están quedando sin justificaciones para mantener los tipos en niveles tan bajos y ya han empezado a reducir la inyección de liquidez vía compras de bonos (QE). El entorno de inversión de 2022 implicará a buen seguro cambios, y el más significativo de ellos sería el muy probable inicio de las subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. **Los mercados de bonos han empezado a sentir el vértigo de la retirada de apoyos de los bancos centrales, pero la volatilidad de momento ha sido contenida.**

Nuestro escenario central en términos monetarios incorpora un **nivel de inflación más elevado que en la época prepandemia durante los próximos dos años y el inicio de un moderado proceso de subidas de tipos (finales de 2022 para la Fed y de 2023 para el BCE).** Esto implicaría tipos de interés reales negativos y obligaría a los inversores a buscar alternativas para **proteger el poder adquisitivo.** Los próximos meses serán probablemente un difícil acto de equilibrio para los bancos centrales y proporcionarán un entorno volátil para los inversores en bonos. Dada la complejidad del entorno y la necesidad de invertir en instrumentos menos convencionales **consideramos invertir en renta fija a través de fondos y vehículos de inversión flexibles** que puedan gestionar la volatilidad para optimizar la rentabilidad en las carteras.

A lo largo de 2021 los bonos corporativos del espectro de alto rendimiento (*high yield*) han proporcionado una fuente de rendimientos positivos, pero los diferenciales se han estrechado por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Evaluar otro tipo de activos dentro de la renta fija, teniendo en cuenta la gama de rendimientos que podrían ofrecer los diferentes bonos de alta calificación crediticia, puede ofrecer oportunidades de inversión. **A medida que avanza el ciclo económico,** los inversores podrían considerar **reducir la sobreponderación en el riesgo de crédito hacia instrumentos menos sensibles a la economía e incrementar la calidad y la duración.** Estaremos también atentos a oportunidades selectivas en los mercados emergentes, al considerar que el riesgo de endurecimiento de la política monetaria está más descontado que en los mercados desarrollados. Los **productos estructurados** (que ofrecen distintos grados de protección del capital) y los bonos de los **mercados emergentes** pueden ser complementos para optimizar el binomio rentabilidad-riesgo y generar rentas adicionales.

Hay que preparar las carteras de inversión para los cambios de rumbo en políticas económicas y de entorno de mercados

Mantenemos la cautela en los bonos de larga duración hasta que se ajusten las curvas al nuevo escenario monetario

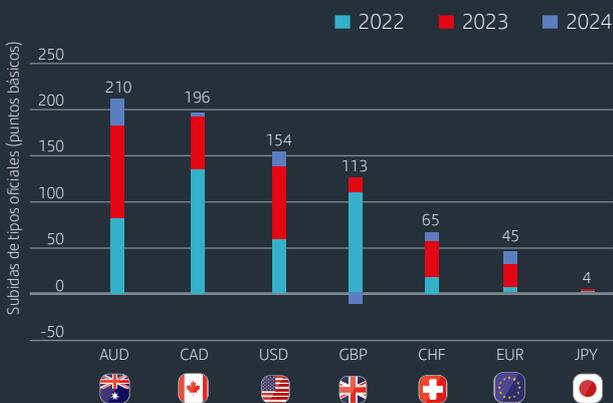
Los niveles de tasas reales de rendimiento negativas implican pérdida del poder adquisitivo para la gama de inversiones sin riesgo

3.0.1 Subidas de interés implícitas en los próximos tres años

Fuente: Bloomberg (Datos a 24 nov 2021)

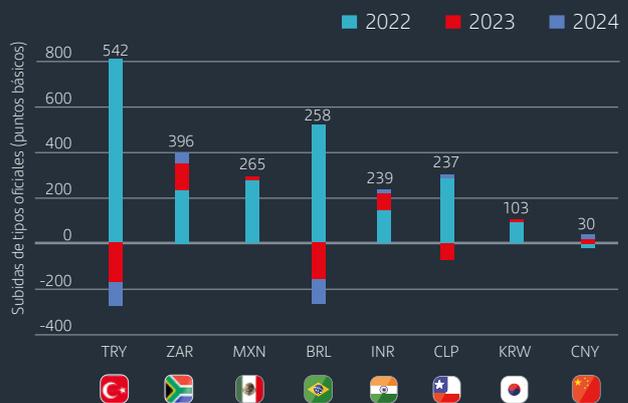
Los inversores se enfrentan a un cambio de rumbo en las condiciones monetarias

Mercados Desarrollados



Tipo actual	0,10%	0,25%	0,13%	0,10%	-0,75%	-0,50%	-0,05%
Subidas 2021 (pbs)	0	0	0	0	0	0	0

Mercados Emergentes



Tipo actual	15,0%	3,50%	5,00%	7,75%	4,00%	2,75%	0,75%	2,20%
Subidas 2021 (pbs)	0	25	100	575	0	225	50	0

La buena noticia para 2022 es que el crecimiento volvería a ser sólido y eso proporciona apoyo a los beneficios y al riesgo de crédito. La mala noticia es que la política monetaria se está endureciendo y muchas primas de riesgo son reducidas con perspectiva histórica. **Seguimos siendo constructivos con la renta variable en nuestra asignación de activos por mantenerse el entorno de crecimiento y el flujo de inversiones que buscan fuentes de rendimiento fuera de la renta fija.** Adicionalmente, la renta variable sigue contando con el apoyo fundamental del crecimiento de los beneficios. La reciente publicación de resultados ha permitido comprobar la capacidad de las compañías para absorber el repunte en los precios de los insumos y mantener unos muy elevados márgenes empresariales.

Mantenemos una perspectiva positiva sobre los beneficios empresariales para los próximos trimestres. Los balances de los hogares y de las empresas han recibido el soporte de las políticas económicas, las encuestas de confianza son positivas y los problemas de suministro están impulsando los incentivos para que las empresas inviertan en *capex*. **A pesar de la inflación (que es favorable para la bolsa en dosis moderadas), hay razones de peso para que los mercados bursátiles coticen cerca de sus máximos históricos.** Los beneficios del tercer trimestre sorprendieron al alza, las presiones de la cadena de suministro mundial parecen mejorar lentamente y se han pospuesto las onerosas subidas del impuesto de sociedades. Las perspectivas para la renta variable siguen siendo constructivas apoyadas por fuertes flujos de inversión, elevados niveles de confianza empresarial y del consumidor y niveles de valoración relativos razonables.

Los grandes impulsores del aumento de los márgenes de beneficio en los últimos años -el estancamiento de los costes de los insumos y de la mano de obra y la disminución de los gastos por intereses e impuestos- correrían el riesgo de revertirse en el futuro, pero el deterioro en 2022 parece moderado. **Mantenemos nuestra preferencia por la renta variable entre las principales clases de activos sobre una base estratégica, ya que consideramos que las valoraciones son razonables tras tener en cuenta la trayectoria prevista de los tipos de interés.** El gráfico siguiente ilustra cómo la renta variable sigue disfrutando de una prima de riesgo razonable con respecto a la renta fija, pero es necesario diferenciar entre regiones, sectores y empresas. **La selección de acciones de empresas con poder de fijación de precios en el actual escenario de incertidumbre inflacionista será fundamental para lograr rentabilidades positivas.**

En un entorno de economías en transición en el que es probable que los tipos de interés reales y nominales se mantengan en niveles bajos, creemos que tiene sentido tratar de

Las bolsas se enfrentan a un entorno de menor crecimiento y mayores costes pero los márgenes están aguantando el primer impacto de esta transición

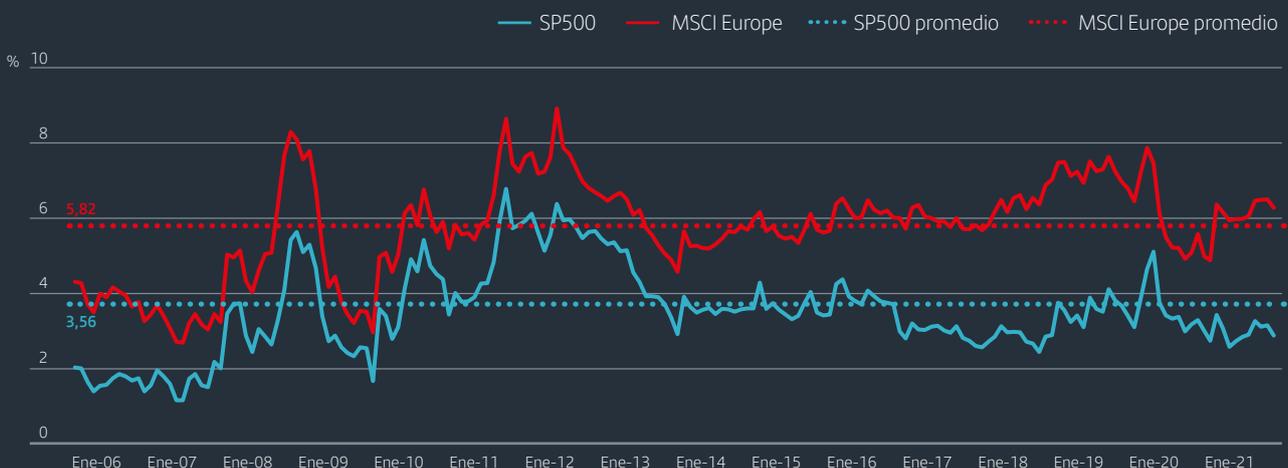
El potencial de rentabilidad de la renta variable se ha reducido por la fuerte apreciación pero se mantiene el soporte de los beneficios y la valoración relativa

La decisión de reducir el riesgo de las carteras de inversión, de acuerdo a la visión de nuestros analistas, debería postergarse al momento en que se retire el apoyo monetario y se desacelere el crecimiento

3.0.2 Prima de riesgo de la renta variable (Rendimiento beneficios menos rendimiento bono)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos al 31 de octubre 2021

La solidez del crecimiento de los beneficios da soporte a los niveles de valoración relativa



maximizar la oportunidad en las estrategias de renta fija con mandatos flexibles que puedan aprovechar todo el conjunto de oportunidades globales. También tiene sentido, en nuestra opinión, **buscar alternativas como el crédito privado o los activos reales.**

Los inversores más sofisticados están consiguiendo mitigar el escenario de baja rentabilidad de los mercados tradicionales incrementando el uso de estrategias de inversión alternativas enfocadas en los mercados privados. Las estrategias de inversión alternativas están diseñadas para aprovechar los factores de rentabilidad idiosincrásicos y pueden ayudar a los inversores a gestionar el riesgo de la cartera mediante beneficios de diversificación y la posibilidad de mejorar la rentabilidad global de la cartera. Los mercados privados (*Private Equity* y *Private Debt*) están experimentando altas tasas de crecimiento en flujos, transacciones y rentabilidades. Adicionalmente, estas estrategias han demostrado históricamente un buen comportamiento (generando rendimientos reales positivos) durante los periodos de aumento de la inflación. **Seguimos recomendando incrementar la exposición a los mercados privados para aprovechar la prima de iliquidez y la diversificación.**

Creemos **que la sostenibilidad es un motor de prosperidad**, por su potencial de mejora del compromiso de los consumidores, retención de talento y mayor acceso a mercados de capital y de oportunidades de mercado. Las empresas no pueden ignorar la sostenibilidad en sus estrategias de creación de valor, los inversores están tomando decisiones de asignación en consecuencia, y los gobiernos la están favoreciendo a través de la regulación. **Los inversores de todo el mundo están captando la oportunidad económica de la sostenibilidad** y nuestro compromiso de creación de valor lo estamos plasmando en una **amplia oferta de productos y de soluciones ASG.**

La innovación es también un factor dinamizador del crecimiento y de los rendimientos, ya que los sectores económicos y las sociedades siguen inmersas en una gran disrupción como resultado de los cambios tecnológicos y sociodemográficos. Seguimos recomendando un posicionamiento complementario en la inversión temática que haga hincapié en las oportunidades de la transición energética, la inteligencia artificial (semiconductores), la ciberseguridad y la innovación sanitaria.

A medida que las economías y los mercados transitan hacia un nuevo paradigma, los inversores podrían considerar las oportunidades existentes y posicionarse en **inversiones sostenibles y sectores innovadores, diversificar sus carteras y aprovechar la gestión activa** como opciones para evitar la trampa de los tipos de interés reales negativos.

La visión de nuestros analistas propone incrementar la protección contra la inflación ante un ciclo de mayor tolerancia a las subidas de precios

La sostenibilidad y la innovación constituyen oportunidades interesantes para incorporar de una manera integral en las carteras de inversión

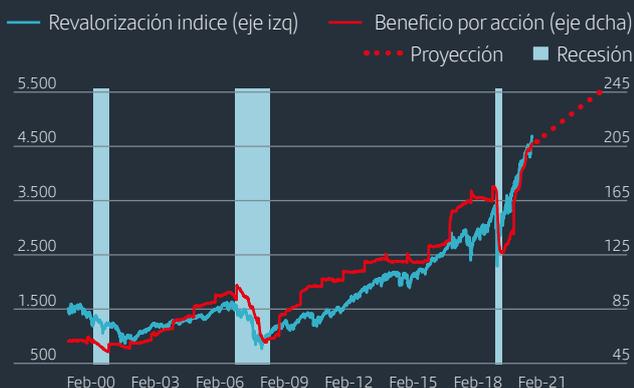
Explorar opciones en estrategias de inversión alternativas para capturar primas de iliquidez y tener mayor diversificación en las carteras

3.0.3 Correlación de largo plazo entre el comportamiento de la renta variable y el crecimiento de los beneficios de las empresas

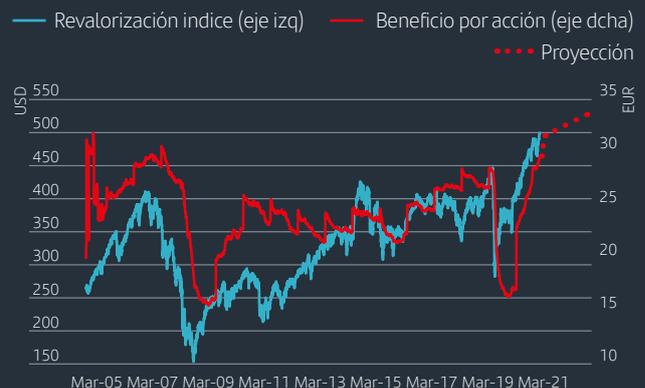
Fuente: Bloomberg y Factset (Datos a 9 nov 2021)

La bolsa estadounidense se ha comportado mejor que la europea debido a un mayor crecimiento de los beneficios empresariales

 **Bolsa EE.UU. (S&P 500)**



 **Bolsa Europa (Stoxx 600)**



RENTA FIJA: los retos de la transición a subidas de tipos



José Rodríguez, CFA
SPB - Estrategia Renta Fija

Los mercados de renta fija se enfrentan a turbulencias al atravesar diversos puntos de inflexión en variables macro (crecimiento, apoyo de políticas económicas, e inflación) con importantes implicaciones en las curvas de tipos de interés. Después de varias décadas de tendencia a la baja en la inflación, las métricas a nivel global están experimentando un repunte y las expectativas de inflación empiezan a reflejar cierto escepticismo respecto a la narrativa de la transitoriedad. Esto unido a la **retirada paulatina de estímulos monetarios** y la proximidad de las subidas de tipos configura un mercado de gran complejidad para la inversión en instrumentos de renta fija.

Los mercados de futuros empiezan a descontar **las primeras subidas de tipos en EE.UU. para finales de 2022**, pero de momento consideran que el **ciclo de tipos al alza va a ser moderado y poco restrictivo** (la curva sólo descuenta algo más de seis subidas de tipos, que es prácticamente la mitad que en anteriores ciclos restrictivos). Este escenario compara favorablemente con episodios previos de restricción monetaria y podría verse cuestionado por múltiples factores, por lo que **mantenemos la cautela en el posicionamiento en bonos de larga duración**. La reciente renovación de Jerome Powell al frente de la Fed reafirma los mensajes de progresiva normalización de los tipos de interés. No obstante, el principal factor de desequilibrio lo percibimos en el creciente diferencial entre los niveles de inflación y de rendimientos nominales de la deuda gubernamental (ver gráfico inferior). De mantenerse en el tiempo este diferencial, implicaría importantes **pérdidas en el poder adquisitivo de los inversores en renta fija**, con especial impacto en el ahorro más conservador.

En el caso de la **deuda pública europea**, dadas los reducidos niveles de tipos en todos los tramos y el escenario de recuperación, esperamos un **movimiento similar de tensionamiento de tipos** pero centrado en la parte larga de la curva. Sin embargo, la oferta gubernamental

Un amplia mayoría de los bonos de grado de inversión cotizan con rendimientos netos de inflación negativos

La Fed tomará la decisión de subida de tipos en función de la recuperación del mercado laboral, que esperamos se complete en 6-12 meses

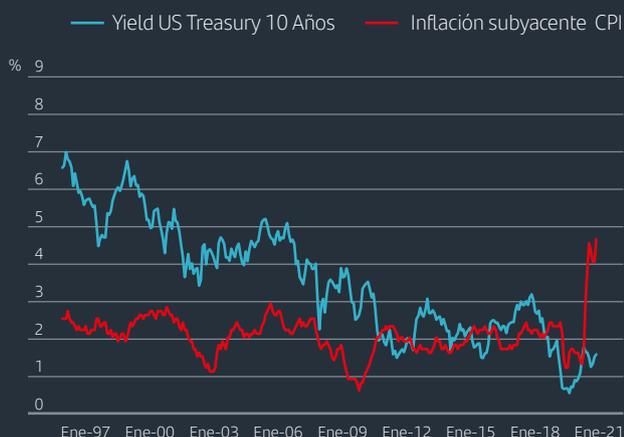
La escasez de bonos con rendimientos reales positivos conlleva la necesidad de generar rentas de manera no convencional y buscar gestión activa

3.1.1 Los rendimientos de los bonos gubernamentales son muy bajos en relación a la inflación

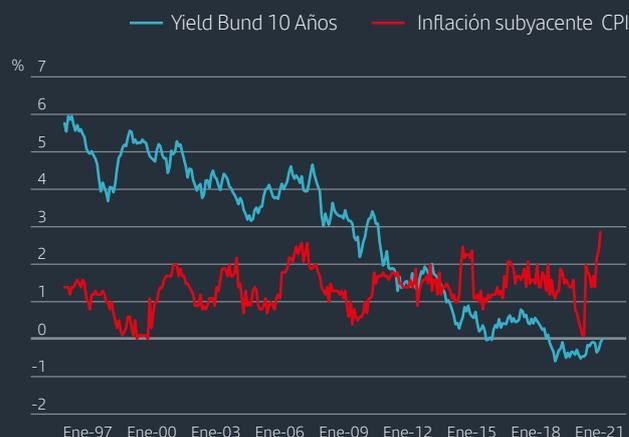
Fuente: Bloomberg (Datos a 31 oct 2021)

Los inversores se enfrentan a rendimientos negativos netos de inflación por mucho tiempo

Rendimiento Tesoro a 10 Años EE.UU. vs. inflación



Rendimiento Bund alemán a 10 Años vs. inflación



neta negativa (el **BCE al contrario que la Fed mantiene un elevado nivel de compras**) debería limitar las turbulencias en los precios de los Bunds (bonos del gobierno alemán). Mantenemos un posicionamiento favorable en bonos de la periferia, dado que la política monetaria y fiscal mantendrían un sesgo acomodaticio (España e Italia recibirán grandes partes de los fondos del *NextGenerationEU* hasta 2026).

La mayoría de los escenarios implícitos en un entorno de subida de tipos dan lugar a rendimientos negativos para la mayoría de los vencimientos. En consecuencia, tiene sentido mantener la duración de la cartera baja, una alta diversificación en alternativas con *carry* positivo y la preferencia por gestores activos que puedan añadir valor en períodos de volatilidad. Las políticas monetarias más restrictivas presionarían al alza los rendimientos de los bonos mundiales durante los próximos 6-12 meses, pero no de forma equitativa. Mantenemos la infraponderación en los países en los que es más probable el *tapering* y las subidas de tipos (EE.UU., Reino Unido, Canadá o Nueva Zelanda) en relación con los países en los que las subidas serían más dilatadas en el tiempo (zona Euro o Japón).

La exposición crediticia en las carteras de renta fija sigue siendo fundamental, dado el escaso rendimiento de los bonos del Estado y la necesidad de buscar fuentes de rentabilidad adicional. Dados los **bajos diferenciales actuales de los bonos con grado de inversión**, nos mostramos más cautelosos en cuanto a la exposición a este segmento del mercado de crédito, ya que **la era de la mejora de los balances ha terminado**.

Seguimos manteniendo una sobreponderación en emisores de alto rendimiento (*high yield*) en base a nuestro escenario central de crecimiento económico superior a la media y la probabilidad de que continúe la contracción de los diferenciales. Para la segunda mitad del año podríamos contemplar una oportunidad para pivotar las posiciones en crédito de alto rendimiento hacia grado de inversión y comenzar a reducir la infraponderación en duración.

Las **curvas de deuda de los mercados emergentes están tensionadas** debido a que los bancos centrales de estos países no han podido tratar la inflación como algo transitorio. Con los datos de precios superando los rangos objetivos, la mayoría de los bancos centrales han respondido aumentando sus tipos de interés este año. Consideramos que hay indicios de que las presiones sobre las cotizaciones de los bonos emergentes pueden estar empezando a ceder y eso podría desencadenar una **oportunidad para posicionar las carteras** en emisores de este segmento de mayor rendimiento.

Mantenemos la preferencia por el riesgo de crédito y por un posicionamiento de cautela en duración

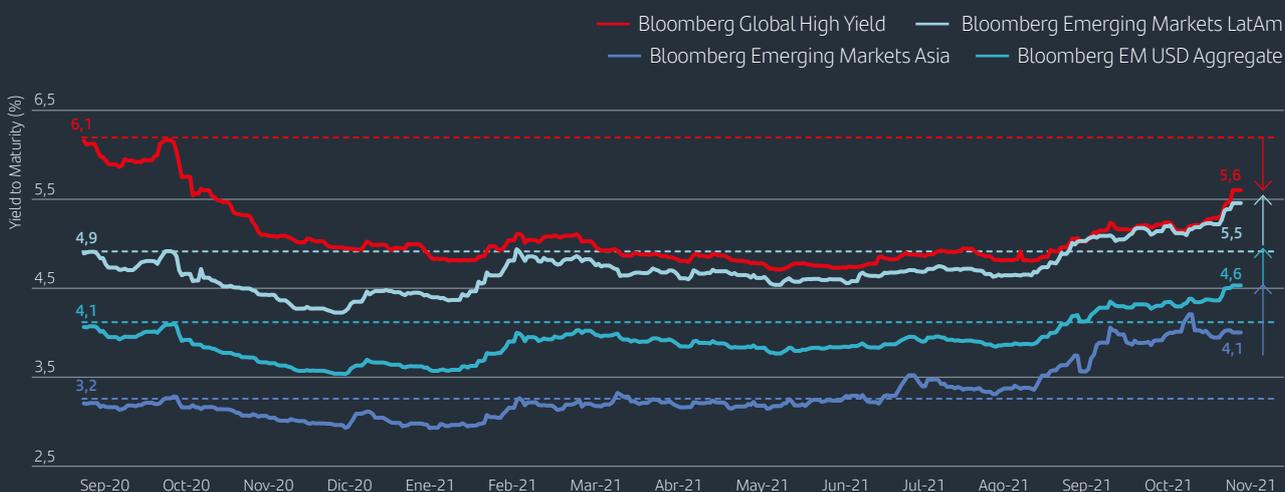
En la segunda mitad del año pueden surgir oportunidades para reducir riesgo en bonos de calidad inferior y posicionarse para la fase final del ciclo económico

Recomendamos empezar a posicionarse en bonos emergentes al haberse reflejado en buena medida en precios el incremento de riesgos políticos y monetarios

3.1.2 Evolución de los rendimientos en los últimos 12 meses de los índices *High Yield* y Mercados Emergentes

Fuente: Bloomberg (Datos a 28 nov 2021)

Los inversores en *high yield* han obtenido las mejores rentabilidades en renta fija en 2021



RENTA VARIABLE: En transición a un menor crecimiento



Carlos Shteremberg, CFA
SPB Estratega Renta Variable

En los próximos 12 meses los inversores en acciones tendrán que acomodarse a un menor ritmo de crecimiento de los beneficios y a un apoyo gubernamental menguante. Tal y como se observa en los gráficos hacia **la elevada apreciación de los índices de bolsa ha estado basada prácticamente en su totalidad en el excelente comportamiento de los beneficios** (con un mayor protagonismo de los de las empresas norteamericanas). Los elevados múltiplos con los que actualmente cotiza la bolsa reducen su capacidad de aporte de revalorización y pone el foco en el crecimiento orgánico de beneficios como variable clave para el buen comportamiento futuro. Si bien es cierto que los mercados de renta variable siguen estando caros en comparación con la historia, sus valoraciones son en realidad razonables si se comparan con los rendimientos de los bonos. Esta **rentabilidad relativa superior de las acciones sobre los bonos sigue apoyando el flujo de inversiones desde la renta fija a la renta variable** y no prevemos que esa tendencia vaya a revertirse en el corto plazo.

Estimamos que se mantengan las perspectivas favorables para la renta variable en los próximos trimestres, aunque disminuya el ritmo de apreciación en línea con la desaceleración del crecimiento económico. **Adicionalmente, otro factor a tener en cuenta, es que en entornos de elevada inflación, la historia favorece en términos relativos a la bolsa frente a los bonos.** Si analizamos los periodos anteriores en los que se han producido tensiones inflacionistas, observamos que, si el punto de partida de la inflación es moderado, las acciones tienen un buen comportamiento relativo. Sin embargo, si el repunte de precios ocurre en un entorno de inflación ya elevada, el efecto en los precios de las acciones empieza a ser negativo por la compresión de márgenes y la caída de la demanda. Estaremos **atentos a que no se produzca una desaceleración más pronunciada del crecimiento y a señales de no transitoriedad de la inflación** que puedan poner en peligro nuestro escenario favorable para las bolsas.

Estimamos una **desaceleración de los beneficios durante los próximos trimestres, pero vemos posible batir las expectativas de los analistas**

Si bien es cierto que los **niveles de valoración absoluta de las bolsas son elevados, se pueden justificar en términos de valoración relativa con los índices de renta fija**

3.2.1 Las compañías estadounidenses obtienen márgenes mayores que los de sus homólogas europeas

Fuente: Bloomberg y Santander. (Datos a 22 nov 2021)

Los márgenes de la "nueva economía" (innovación, *pricing power* y calidad) en Estados Unidos superan a los de la "vieja economía" (financieras, *utilities*) en Europa



La correlación entre bonos y bolsa ha variado a lo largo de los últimos trimestres y **las acciones se han desligado del mal comportamiento de los precios de la deuda**. La falta de alternativas, la fortaleza del crecimiento de los beneficios y el impulso de los flujos han dado soporte a los índices de acciones a nivel global (con la excepción de Asia).

Es probable que las acciones generen rendimientos de un solo dígito (<10%) el próximo año, pero claramente superiores a los rendimientos ofrecidos por los bonos y la liquidez.

No obstante, la abundante liquidez está llegando a su fin, y los mercados de renta variable tendrán que depender del crecimiento de los beneficios para seguir obteniendo buenos resultados. Aunque las estimaciones de crecimiento de los beneficios siguen siendo sólidas, es natural que se desaceleren con respecto a los niveles astronómicamente altos observados en el segundo trimestre de este año. Esto no debería asustar necesariamente a los inversores, ya que históricamente, durante los periodos de desaceleración del crecimiento de los beneficios, se han podido obtener rendimientos positivos.

Aun así, los **periodos de desaceleración del crecimiento de los beneficios han ido históricamente acompañados de un aumento de la volatilidad y de la dispersión sectorial**. Creemos que la historia se repetirá. A medida que se desarrolle esta dinámica, los inversores se pueden beneficiar de la gestión activa y el entorno puede favorecer a compañías de crecimiento que suelen tener mejor comportamiento respecto a las de valor cuando hay escasez de oportunidades de mejorar beneficios. **Dentro de los segmentos de valor, tenemos una opinión positiva sobre el sector financiero** y, en particular, sobre los bancos, ya que se encuentran en una buena posición para aprovechar la subida de los tipos de interés. **De igual manera, vemos de manera positiva las dinámicas de sostenibilidad de márgenes, crecimiento e innovación en el sector salud.**

A nivel micro, la **identificación de empresas con poder de fijación de precios es crucial para los inversores**, ya que los márgenes corporativos podrían empezar a sentir la presión del aumento de los precios de las materias primas y la estrechez de los mercados laborales. Si la inflación se vuelve menos transitoria de lo que espera el mercado, las empresas con modelos de negocio digitales y menos dependencia de las cadenas de suministro físicas podrían obtener mejores resultados. Nuestros analistas proponen **exposición a temáticas de innovación con altas tasas de crecimiento y márgenes resilientes**, como ciberseguridad, la transición energética, inteligencia artificial e internet de las cosas.

La clave de los beneficios en 2022 está en la sostenibilidad de los márgenes empresariales

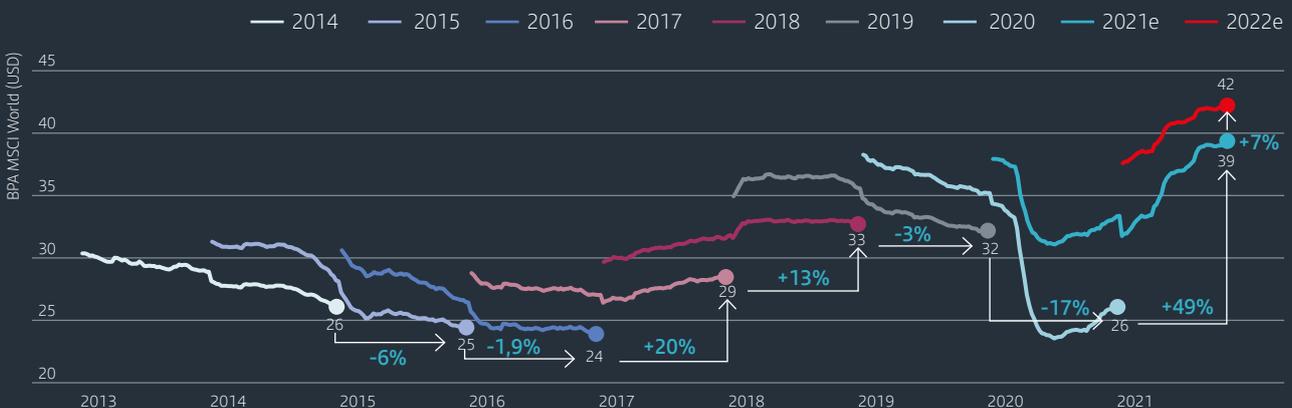
A medida que se retira la liquidez de los bancos centrales, las bolsas dependerán cada vez más del crecimiento de los beneficios

Esperamos un buen comportamiento de las empresas de crecimiento (salud y temáticas de innovación) y de sectores como el financiero

3.2.2 El rally de mercado del 2021 ha estado apoyado en un crecimiento récord de los beneficios

Fuente: Bloomberg y Factset. (Datos a 10 nov 2021)

Los analistas esperan un crecimiento global de los beneficios del 7% para 2022 (6% en Europa y 8% en EE.UU.)



El gráfico representa el beneficio por acción (BPA) estimado por los analistas a lo largo del tiempo. Las estimaciones para 2020, por ejemplo, empezaron a mediados de 2019. El punto representa el BPA final de ese año, 26 en este caso. Si se compara éste con el esperado para el cierre de 2021, que es 39, implica un crecimiento de 49% en el BPA. Para 2022, las estimaciones actuales asumen un crecimiento del 7% frente a 2021.

ALTERNATIVOS: creciente interés por los mercados privados



Borja Díaz-Llanos
SAM Responsable
de alternativos



Isidro Fernandez
SPB Responsable
de alternativos

En un entorno de mercado en el que las valoraciones de la renta variable siguen disparándose a máximos históricos y los tipos de interés se mantienen en mínimos, **la capacidad de añadir inversiones alternativas a una cartera diversificada adquiere cada vez mayor importancia**. El interés se ha reforzado aún más desde el inicio de la pandemia debido al deseo de los inversores de buscar fuentes diferenciadas de rentabilidad y rendimiento. Un ejemplo lo tenemos en la captación creciente de fondos de deuda privada con entradas de capital para el sector en 2021 que se sitúan en 130.000 millones de USD. Al analizar las rentabilidades históricas de la deuda privada, encontramos que el rendimiento sigue siendo competitivo con el de los mercados públicos en los últimos 20 años, produciendo un rendimiento significativamente superior a la vez que se reduce la volatilidad.

Las últimas añadas (vintages) de inversión de los fondos de capital riesgo han producido unos rendimientos extraordinarios (ver gráfico inferior), al beneficiarse los gestores de la enorme volatilidad de precios provocada por la pandemia. La flexibilidad de los gestores de capital privado para captar capital, invertir con perspectiva de largo plazo y desinvertir en el momento óptimo puede generar grandes oportunidades de inversión respecto a los gestores que están obligados a estar siempre invertidos.

Las **asignaciones de los inversores institucionales a los activos alternativos han aumentado de forma generalizada**, habiéndose duplicado en los últimos 10 años. Según Preqin, las inversiones mundiales en activos alternativos aumentarán un 60% de aquí a 2025, con una tasa de crecimiento anual del 14,9%. Se espera que una gran parte de este crecimiento

El complejo panorama de los mercados cotizados ha despertado el interés por otras alternativas

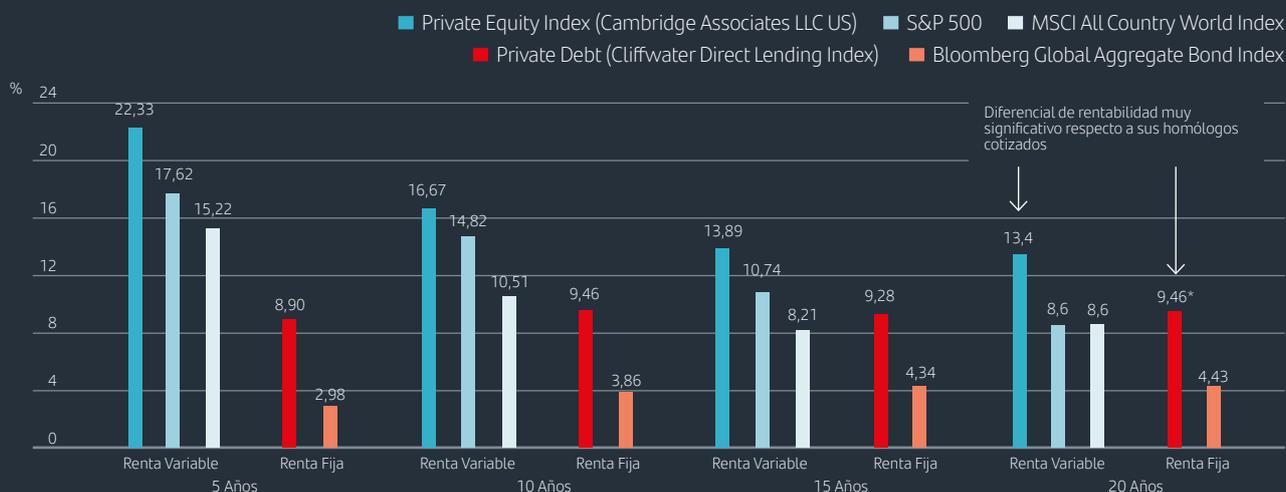
Los mercados privados pueden desempeñar un papel cada vez más importante por su potencial para mejorar los rendimientos y ayudar a mitigar el riesgo

El *private equity* y *private debt* han generado rentabilidades históricas superiores a sus homólogos cotizados

3.3.1 Rendimientos históricos mercados privados vs mercados cotizados

Fuente: Cambridge Associates, Cliffwater, Bloomberg y Santander. Datos a Junio 2021

La rentabilidad diferencial del *private equity* y del *private debt* ha sido consistente en el tiempo



* Datos desde Sept 2004 (fecha comienzo del índice).

proceda de clientes de banca privada, al haber cada vez más disponibilidad de vehículos que permiten el acceso a clientes no institucionales.

El universo de la inversión alternativa está creciendo no sólo en tamaño, sino también en amplitud de estrategias. Por ejemplo, dentro de la deuda privada hay muchas subclases (deuda *senior* garantizada, la deuda *mezzanine*, etc.), y muchos subsectores de especialización (deuda inmobiliaria y de infraestructuras, *leasing*...). Esta diversificación permite a los inversores no sólo atender a determinados vencimientos o ventanas de liquidez, sino también a determinados objetivos de rentabilidad, rendimientos de caja, diversificación geográfica y, en la mayoría de los casos, con una baja correlación con los mercados públicos, ya que mitigan la volatilidad del mercado. También permiten una exposición a sectores menos representados en los mercados públicos. **La amplitud y profundidad de los mercados privados ofrece muchos elementos que pueden optimizar las carteras de instrumentos cotizados.**

A medida que los clientes buscan soluciones básicas y diversificadas en el espacio de los mercados privados, la introducción de fondos semilíquidos multi-gestor se ha convertido en algo frecuente. Después de haber sido evitados durante mucho tiempo en el espacio del capital privado, los **fondos de fondos (FoF) han atraído importantes captaciones de capital entre los clientes de la banca privada.** El aumento de los mandatos de multigestión ha permitido a los inversores construir sus carteras de forma más eficiente mediante una **mayor diversificación** de las mismas y mejorar la gestión del riesgo al acceder a múltiples clases de activos alternativos.

Los inversores también pueden mejorar su conjunto de **oportunidades en la transición hacia la sostenibilidad con estrategias en los sectores del capital riesgo y las energías renovables.** No debemos olvidar que muchas de las estrategias alternativas tienen como núcleo la transformación de la economía, desde la tecnología financiera hasta las ciencias de la vida. Probablemente, el mejor ejemplo de esto es el segmento del capital riesgo (*venture capital*) especializado en la descarbonización de la economía con nuevas tecnologías clave.

En respuesta a las valoraciones en máximos de los mercados tradicionales, la creciente correlación entre la renta fija y variable, y los rendimientos persistentemente bajos de los bonos con un riesgo asimétrico, **los inversores están dando un giro decidido hacia las inversiones alternativas.**

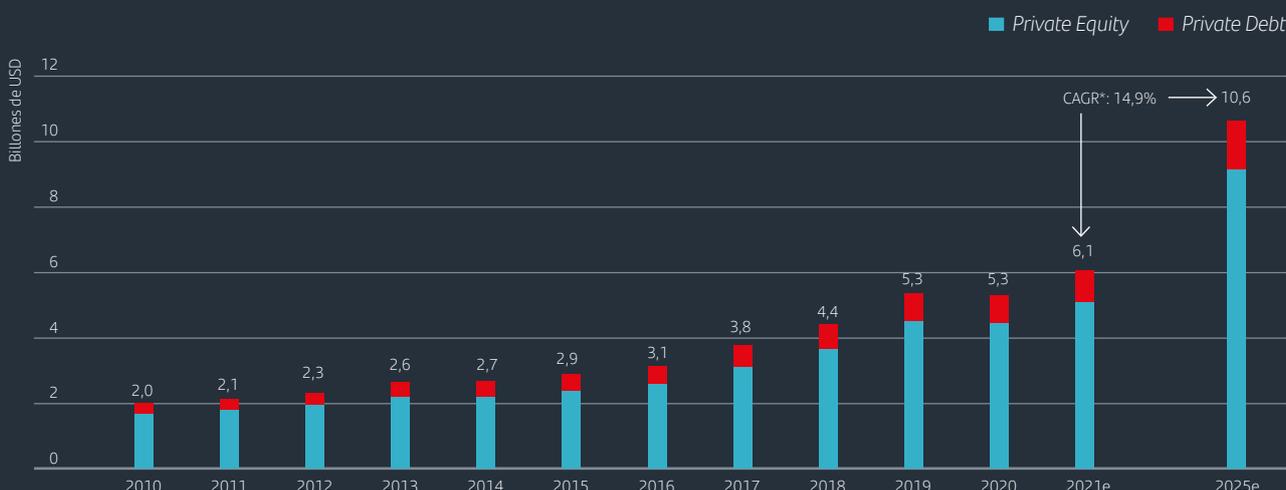
El crecimiento de los mercados privados ha favorecido el aumento del número de productos disponibles, proporcionando a los inversores una mayor capacidad de elección y encaje en carteras

Los mercados privados pueden ofrecer una vía de alta calidad para acceder a temas sostenibles e invertir en las oportunidades a largo plazo de la transición a las emisiones cero

3.3.2 Se espera un crecimiento de la inversión en mercados privados del 15% hasta 2025

Fuente: Preqin. (Datos a 30 jun 2021)

La industria de la inversión en mercados privados se ha duplicado en la última década



ASG: los inversores aprovechan la oportunidad de la sostenibilidad



Ana Rivero, CIIA, CESGA®
SAM - Responsable Global ASG

La sostenibilidad y las oportunidades de negocio se están uniendo para transformar la forma en que las empresas elaboran su estrategia, impulsan su rendimiento y comunican sus resultados. **Cada vez hay más pruebas de que los resultados de las empresas en relación con los factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) contribuyen al éxito empresarial.** La inversión en ASG ya no es algo que los clientes e inversores deban considerar como un sacrificio, sino una condición previa para la creación de valor a largo plazo.

Un número cada vez mayor de inversores se ha centrado en las cuestiones ASG, no sólo por su alineación con la inversión a largo plazo, sino también por el plus de impacto añadido que supone la creación de externalidades positivas. Los fondos centrados en cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) vieron cómo sus activos combinados ascendían a 3,9 billones de USD a finales de septiembre. El número de fondos sostenibles incluidos en el universo global sostenible de Morningstar ha crecido más del 51% durante el tercer trimestre, alcanzando los 7.486 fondos a finales de septiembre.

Un gran paso en la transición hacia un mayor énfasis en la sostenibilidad es la **necesidad de crear normas y un lenguaje común sobre las métricas ASG** para evitar el *greenwashing*, y Europa está liderando este proceso con un conjunto de nuevas regulaciones (SFDR). La SFDR exige a los gestores de activos que incluyan los riesgos relacionados con la sostenibilidad (ASG) en sus decisiones de inversión y pide que los fondos se clasifiquen claramente en función de su "ecología", al tiempo que documentan sus objetivos, políticas y metodologías en los folletos, sitios web e informes periódicos. Una segunda medida importante ha sido la exigencia de que los gestores de activos midan sus impactos adversos sobre la base de "cumplir o explicar" sus inversiones tanto a nivel de empresa como de fondo a través de un conjunto prescrito de 18 indicadores ASG obligatorios.

La mejora de los datos y de la información permite crear carteras sostenibles sin comprometer los objetivos financieros

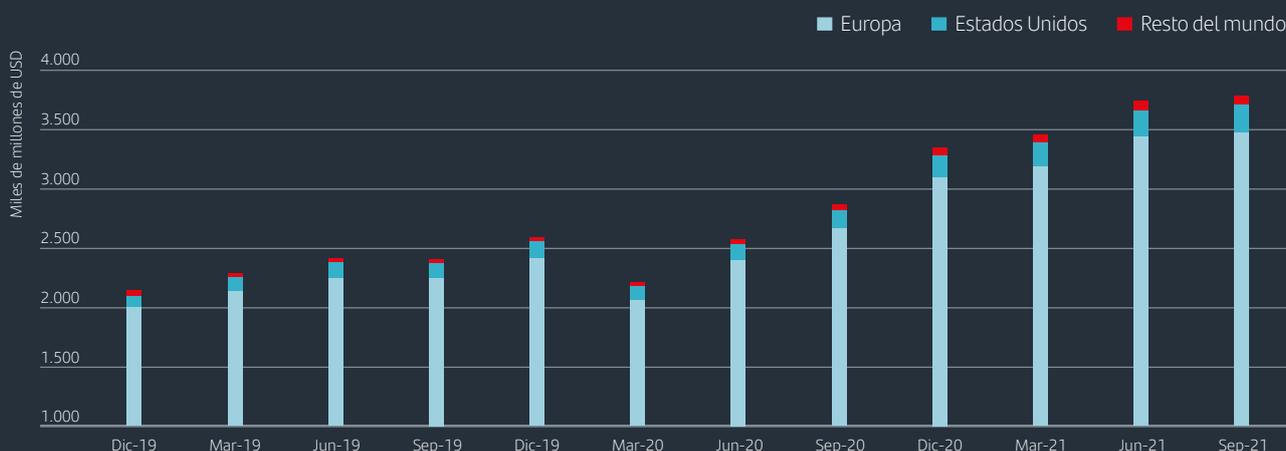
Los flujos de capital y los reguladores están obligando cada vez más a las empresas no sólo a publicar sus propios informes de sostenibilidad, sino a incluir métricas ASG en sus estados financieros

Los inversores están empezando a aplicar una lente de sostenibilidad a las inversiones actuales y futuras. La ASG es importante y es un factor clave para el rendimiento futuro

3.4.1 Los inversores centran cada vez más su atención en las cuestiones ASG y se orientan hacia la inversión en sostenibilidad

Fuente: Morningstar (Datos a 30 sep 2021)

Los activos bajo gestión en fondos de inversión sostenibles mundiales alcanzan un récord al final del tercer trimestre



La transición de lo marrón a lo verde, la adopción más rápida de nuevas tecnologías y los cambios post-pandémicos en las cadenas de suministro y las preferencias crearán igualmente una serie de ganadores y perdedores y reforzarán la importancia de la gestión activa en la selección de empresas tanto en los mandatos de renta fija como de renta variable. Los líderes de la comunidad inversora deben comprometerse y educar a nuestros clientes sobre las implicaciones transformadoras de la inversión ASG en términos de lograr una mejor rentabilidad ajustada al riesgo a largo plazo. **La ASG debe ser entendida más allá del simple ámbito regulatorio, representa una enorme oportunidad para liberar a las empresas de las limitaciones del cortoplacismo y mejorar la rentabilidad de nuestros clientes.**

El principal motor del auge de las inversiones sostenibles desde 2015 ha sido el establecimiento de los **Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU en el marco del Acuerdo de París**, allá por la COP21, que se ha convertido en una referencia mundial. Los inversores institucionales han comenzado a adaptar sus inversiones tradicionales en materia de ASG a los objetivos climáticos, exigiendo principalmente contribuir a la descarbonización de la economía. La adaptación progresiva de la oferta de productos de los gestores de activos para hacer frente a estas necesidades, junto con la aplicación del SFDR y algunas otras normativas, como la taxonomía climática de la UE, ha dado lugar a **un auge de nuevos fondos de inversión relacionados con el clima, aumentando el alcance de las posibilidades de inversión sostenible también para los inversores minoristas.**

El reto ahora es **educar a los inversores para que tomen decisiones informadas sobre el impacto que puede tener su dinero, además del rendimiento financiero que esperan.** La buena noticia es que cualquier inversor, desde el tipo conservador hasta los más agresivos, puede elegir invertir de forma responsable y sostenible a través de un vasto universo de fondos de inversión en cada clase de activo o estrategia. Renta variable, renta fija, asignación de activos, alternativos... cualquier estrategia que se ajuste a los intereses de un inversor puede realizarse de forma sostenible con una inclinación o filtro ESG. Y lo cierto es que los flujos masivos hacia estos activos están dando sus frutos. Tomemos la estrategia alemana de los "bonos gemelos": desde su creación, el bono verde gemelo ha ganado sistemáticamente una prima sobre el homólogo (Bund) tradicional.

Un nuevo mundo se está formando ante nuestros ojos. La importancia de la sostenibilidad como factor clave de decisión en las inversiones irá aumentando con el tiempo. El capital institucional irá perdiendo interés en aquellas alternativas que no son sostenibles. Consideramos que es una oportunidad para participar en esta transición.

La ASG no es una moda reglamentaria o de marketing, es una inversión inteligente enfocada en la tendencia hacia la sostenibilidad

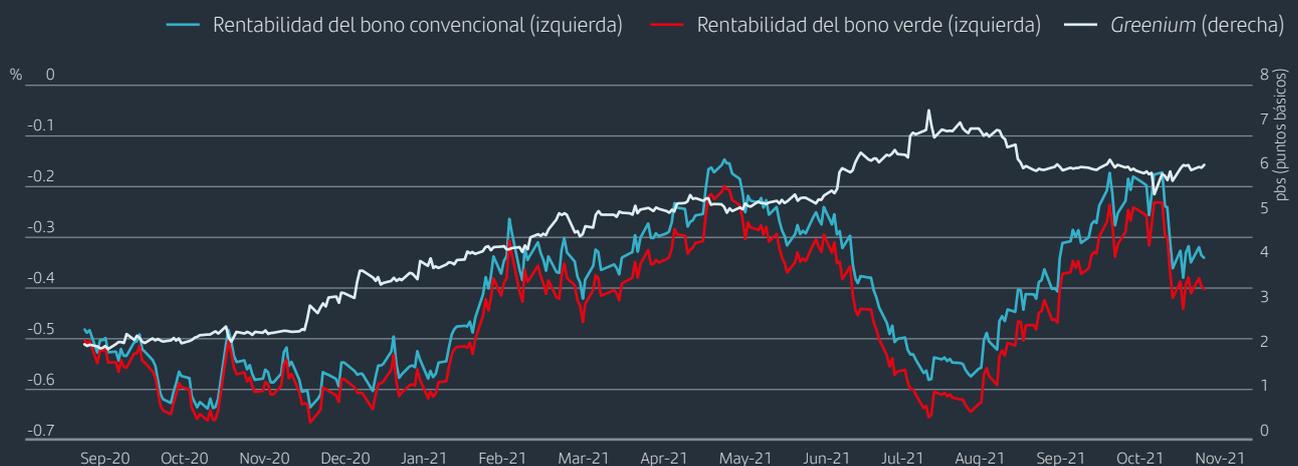
La inversión sostenible se ajusta al perfil de riesgo y al objetivo financiero de cada cliente

La afluencia de dinero a la transición sostenible ofrece una enorme oportunidad de inversión a los fondos de inversión

3.4.2 Oportunidades para crear valor en la renta fija - Bonos verdes

Fuente: Bloomberg y Santander Asset Management. (Datos a 16 nov 2021)

"Greenium" - La prima que disfrutaron los emisores gracias a los bonos verdes



Anexo tablas

Rentabilidades de los principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 22 de noviembre de 2021	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	0,1%	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,0%	1,1%	0,6%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	-0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	-3,2%	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,5%	4,3%	3,2%	1,8%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	0,5%	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,6%	5,5%	3,6%	3,0%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	1,2%	1,1%	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	3,6%	2,3%	1,7%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	-0,7%	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,2%	8,0%	5,4%	4,8%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	-4,5%	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	4,3%	7,8%	6,6%	7,1%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	1,0%	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-1,5%	3,2%	2,0%	4,0%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	1,6%	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-1,8%	3,8%	2,3%	4,5%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	-0,6%	4,7%	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-0,3%	3,0%	2,0%	3,9%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	2,9%	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	5,7%	4,5%	7,5%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	1,3%	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,6%	6,4%	4,8%	5,3%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	-5,1%	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-3,0%	4,9%	4,2%	4,4%
MSCI World (USD)	-2,7%	5,3%	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	19,7%	17,5%	13,5%	11,1%
S&P 500 (USD)	-0,7%	9,5%	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	25,1%	21,0%	16,4%	14,7%
MSCI Europe (EUR)	5,5%	-0,5%	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	21,8%	10,5%	6,9%	7,6%
MSCI Emerging Markets (USD)	-17,0%	8,6%	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-1,7%	9,2%	8,2%	3,4%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	-9,4%	6,8%	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-0,2%	13,1%	11,4%	8,1%
MSCI Latin America (USD)	-32,9%	27,9%	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-14,7%	-6,9%	-2,2%	-5,2%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged; ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U; ⁽⁶⁾ Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁷⁾ Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁸⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽⁹⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽¹⁰⁾ Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU; ⁽¹¹⁾ Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged; ⁽¹²⁾ Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged; ⁽¹³⁾ Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD.

Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 22 de noviembre de 2021

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada		
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2019	2020	2021	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	4.698		1.258		4.698	28,9%	16,3%	26,0%	21,0%	16,4%	14,7%
	DOW JONES INDUS.	35.602		12.218		35.820	22,3%	7,2%	17,2%	13,3%	13,4%	12,0%
	NASDAQ	16.057		2.605		16.057	35,2%	43,6%	24,8%	32,1%	24,5%	20,3%
Europa	Stoxx 50	3.769		2.257		3.769	23,3%	-8,7%	21,7%	9,3%	5,9%	5,8%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.347		2.119		4.347	24,8%	-5,1%	22,7%	11,6%	7,4%	7,4%
	España (IBEX 35)	8.765		6.090		11.521	11,8%	-15,5%	9,5%	-0,6%	0,3%	1,0%
	Francia(CAC 40)	7.104		3.017		7.104	26,4%	-7,1%	28,5%	12,8%	9,4%	9,5%
	Alemania (DAX)	16.142		5.898		16.142	25,5%	3,5%	17,8%	13,1%	8,6%	11,3%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.223		5.321		7.749	12,1%	-14,3%	12,6%	1,2%	1,3%	3,3%
	Italia (MIB)	27.270		12.874		27.272	28,3%	-5,4%	23,4%	13,6%	10,8%	6,7%
	Portugal (PSI 20)	5.539		3.945		7.608	10,2%	-6,1%	13,1%	4,6%	4,5%	0,5%
	Suiza (SMI)	12.511		5.850		12.511	26,0%	0,8%	17,2%	12,5%	9,7%	8,7%
	LatAm	México (MEXBOL)	50.811		34.555		53.305	4,6%	1,2%	15,1%	7,2%	2,8%
Brasil (IBOVESPA)		103.035		40.406		126.802	31,6%	2,9%	-12,2%	5,9%	11,2%	6,4%
Argentina (MERVAL)		85.695		2.257		85.695	37,6%	22,9%	67,3%	41,5%	38,5%	42,5%
Chile (IPSA)		4.712		3.439		5.855	-8,5%	-10,5%	13,1%	-2,9%	2,0%	1,3%
Asia	Japón (NIKKEI)	29.774		8.455		29.774	18,2%	16,0%	8,5%	11,2%	10,5%	13,6%
	Hong-Kong (HANG SENG)	24.951		18.434		32.887	9,1%	-3,4%	-8,4%	-1,4%	2,2%	3,2%
	Corea (KOSPI)	3.013		1.755		3.297	7,7%	30,8%	4,9%	13,3%	8,9%	5,1%
	India (Sensex)	58.466		15.455		59.307	14,4%	15,8%	22,4%	18,7%	17,8%	13,8%
	China (CSI)	4.912		2.140		5.352	36,1%	27,2%	-5,7%	15,2%	7,4%	6,5%
Mundo	MSCI WORLD	3.220		1.178		3.220	25,2%	14,1%	19,7%	17,5%	13,5%	11,1%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 22 de noviembre de 2021

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			Ratios		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2019	2020	2021	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	3.220		1.178		3.220	25,2%	14,1%	19,7%	17,5%	13,5%	11,1%	20,27	1,67
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	1.390		810		1.422	19,3%	-3,0%	8,2%	6,1%	5,8%	5,7%	13,83	3,65
	MSCI World Momentum	3.987		950		3.987	27,7%	28,3%	16,8%	23,0%	20,1%	16,0%	17,37	1,41
	MSCI World Quality	4.047		966		4.047	36,1%	22,2%	25,3%	26,0%	20,3%	16,0%	25,30	1,32
	MSCI World Minimum Volatility	4.608		1.767		4.635	23,2%	2,6%	11,3%	10,9%	10,5%	10,6%	20,66	1,97
	MSCI World Value	11.497		4.695		11.534	21,7%	-1,2%	18,6%	10,4%	9,2%	9,9%	14,19	2,73
	MSCI World Small Cap	710		218		710	26,2%	16,0%	18,2%	17,1%	13,4%	13,0%	20,79	1,55
	MSCI World Growth	9.869		2.262		9.869	33,7%	33,8%	23,4%	28,4%	21,6%	16,3%	32,74	0,73
	Sector	Energía	301		164		428	11,5%	-31,5%	37,4%	-2,0%	-0,5%	0,2%	12,02
Materiales		557		229		573	23,3%	19,9%	12,8%	16,9%	12,9%	7,6%	12,25	3,24
Industriales		510		168		510	27,8%	11,7%	16,7%	16,2%	12,6%	12,4%	22,87	1,57
Consumo Discrecional		620		127		620	26,6%	36,6%	23,1%	27,1%	20,4%	17,6%	29,96	0,83
Consumo Básico		443		183		443	22,8%	7,8%	7,8%	10,6%	9,0%	9,7%	21,42	2,71
Salud		498		134		507	23,2%	13,5%	15,1%	15,8%	14,6%	14,9%	18,98	1,58
Financiero		256		88		263	25,5%	-2,8%	27,6%	13,0%	10,7%	12,0%	12,07	2,52
Tecnología		683		93		683	47,6%	43,8%	30,1%	38,6%	30,1%	22,3%	31,13	0,73
Inmobiliario		492		206		495	23,0%	-5,0%	22,4%	11,2%	9,8%	9,5%	30,80	2,63
Servicios de comunicación		211		78		220	27,4%	23,0%	18,1%	21,3%	13,6%	10,5%	20,00	1,14
Servicios Públicos		308		147		316	22,5%	4,8%	3,4%	9,6%	10,1%	7,7%	18,84	3,45

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 22 de noviembre de 2021

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	10 años			Variación en pb			Pendiente en pb 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Rango últimos 10 años			Mes	Año	A 1 año	
						Mínimo	Rango	Máximo				
Desarrollados												
EEUU	AA+	0,25%	0,54%	1,58%		0,53%		3,14%	3	67	74	104
Alemania	AAA	-0,50%	-0,76%	-0,33%		-0,70%		1,93%	-21	25	26	44
Francia	AA	-0,50%	-0,80%	0,02%		-0,40%		3,15%	-24	37	36	82
Italia	BBB	-0,50%	-0,33%	0,88%		0,54%		7,11%	-28	35	26	122
España	A	-0,50%	-0,67%	0,40%		0,05%		6,86%	-21	35	32	107
Reino Unido	AA	0,10%	0,51%	0,90%		0,10%		3,02%	-11	73	62	39
Grecia	BB	-0,50%	n.d.	1,18%		0,61%		34,96%	-14	56	55	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,80%	0,32%		0,03%		16,40%	-20	29	29	112
Suiza	AAA	-0,75%	-0,79%	-0,22%		-1,05%		1,06%	-16	36	33	57
Polonia	A-	1,25%	2,92%	3,28%		1,15%		5,88%	47	206	206	35
Japón	A+	-0,10%	-0,13%	0,08%		-0,27%		0,99%	-2	5	4	20
Emergentes												
Brasil	BB-	7,75%	12,09%	11,78%		6,49%		16,51%	-46	485	380	-32
México	BBB	5,00%	6,81%	7,49%		4,49%		9,16%	1	197	172	69
Chile	A	2,75%	5,69%	5,87%		2,19%		6,26%	-39	322	307	18
Argentina	CCC+	38,00%										
Colombia	BB+	2,50%	n.d.	8,06%		4,85%		8,98%	2	267	255	n.d.
Turquía	B+	15,00%	18,21%	19,38%		6,21%		20,69%	34	691	749	117
Rusia	BBB-	7,50%	8,76%	8,54%		5,55%		12,98%	41	431	426	-22
China	A+	2,89%	2,49%	2,91%		2,51%		4,58%	-5	-23	-36	42
India	BBB-	4,00%	4,55%	6,35%		5,84%		8,86%	-4	48	44	180

* Tipo de intervención, salvo en los países de la Zona Euro, donde se emplea la facilidad marginal de depósito.

Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 22 de noviembre de 2021

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2019	2020	2021	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,1274		1,05		1,39	-2,2%	-8,2%	-7,8%	-0,4%	1,2%	-1,8%
EUR/GBP	0,84		0,70		0,92	-5,9%	-5,3%	-6,0%	-1,8%	-0,3%	-0,3%
EUR/CHF	1,05		1,03		1,24	-3,5%	0,4%	-3,0%	-2,7%	-0,5%	-1,6%
EUR/JPY	129		96		148	-3,2%	-3,5%	2,4%	0,0%	1,8%	2,2%
EUR/PLN	4,69		4,04		4,69	-0,8%	-6,7%	3,1%	2,9%	1,1%	0,5%
GBP/USD	1,34		1,22		1,71	3,9%	-3,0%	-1,9%	1,4%	1,5%	-1,5%
USD/CHF	0,93		0,88		1,03	-1,6%	9,2%	5,2%	-2,3%	-1,7%	0,2%
USD/JPY	114		76		124	-1,0%	5,2%	11,1%	0,4%	0,6%	4,0%
USD/MXN	20,91		12,13		24,17	-3,7%	-5,0%	5,3%	1,0%	0,4%	4,1%
USD/ARS	100,45		4,30		100,45	58,9%	-28,8%	19,4%	40,2%	45,5%	37,2%
USD/CLP	807		471		855	8,4%	5,6%	13,9%	6,5%	3,7%	4,9%
USD/BRL	5,60		1,72		5,75	4,0%	-22,5%	7,2%	13,6%	10,7%	11,9%
USD/COP	3.915		1.763		4.056	0,8%	-4,4%	14,3%	7,0%	4,4%	7,4%
USD/CNY	6,38		6,05		7,16	1,2%	6,7%	-2,2%	-2,7%	-1,5%	0,0%
EUR/SEK	10,13		8,34		10,93	3,4%	4,5%	0,5%	-0,6%	0,7%	0,9%
EUR/NOK	10,06		7,29		11,48	-0,6%	-6,1%	-4,4%	1,1%	2,1%	2,6%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2019	2020	2021	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	78,6		21		124	24,9%	-23,0%	55,5%	8,3%	17,9%	-10,1%
Petróleo (W. Texas)	76,1		19		108	34,5%	-20,5%	58,5%	11,8%	17,0%	-8,0%
Oro	1.842,3		1.060		1.971	18,9%	24,4%	-3,8%	14,4%	15,0%	2,6%
Cobre	9.646,5		4.561		10.258	3,5%	25,8%	24,2%	15,5%	20,2%	9,6%
Índice CRB	235,0		117		322	9,4%	-9,7%	40,1%	8,3%	7,9%	-8,9%
Rogers International	3.206,8		1.560		3.915	11,9%	-7,7%	42,7%	10,5%	13,1%	-4,2%
Soja	501,5		334		697	6,8%	37,2%	-3,6%	12,7%	7,4%	3,1%

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos*

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
RV EE.UU.	S&P 500 TR	9,6% Gobierno Zona Euro	20,9% RV Japón	54,4% RV Japón	16,7% Gobierno España	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	2,6% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	30,7% Materias Primas
RV Japón	Topix TR	7,4% Gobierno España	19,3% HY Global	32,4% RV EE.UU.	13,7% RV EE.UU.	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	2,4% Gobierno Zona Euro	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergente	23,2% RV EE.UU.
RV España	Ibex35 TR	2,6% HY Global	18,22% RV Emergente	27,8% RV España	10,3% Gobierno Zona Euro	1,6% Gobierno España	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	16,8% RV Mundial
RV Emergentes	MSCI EM TR	2,1% RV EE.UU.	18,1% RV Europa	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	1,4% RV EE.UU.	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	16,6% RV Europa
RV Europa	Eurostoxx50 TR	2,0% IG Europa	16,0% RV EE.UU.	21,5% RV Europa	8,6% RV España	0,3% Gobierno Zona Euro	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	07,4% RV Japón	9,0% RV Japón
Materias Primas	Commodity RB TR	0,9% Liquidez	15,8% RV Mundial	11,0% Gobierno España	8,3% IG Europa	-0,1% Liquidez	4,8% IG Europa	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	4,4% Gobierno España	5,3% RV España
RV Mundial	MSCI World TR	-5,5% RV Mundial	13,2% IG Europa	8,0% HY Global	4,9% RV Mundial	-0,5% IG Europa	4,2% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	13,7% HY Global	3,0% Gobierno Zona Euro	-0,3% HY Global
IG Europa	ERLO TR	-7,7% RV España	5,5% Gobierno España	2,3% IG Europa	4,0% RV Europa	-0,9% RV Mundial	4,0% Gobierno Zona Euro	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	11,8% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,4% Liquidez
Liquidez EUR	Eonia TR	-8,2% Materias Primas	4,6% Gobierno Zona Euro	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-3,5% RV España	3,7% RV Europa	1,7% Materias Primas	-11,5% RV España	8,6% Gobierno España	-0,5% Liquidez	-0,9% IG Europa
HY Global	HW00 TR	-14,1% RV Europa	2,8% RV España	-2,3% Gobierno Zona Euro	-0,1% HY Global	-4,2% HY Global	2,6% RV España	1,1% Gobierno España	-12,0% RV Europa	6,3% IG Europa	-3,2% RV Europa	-1,0% Gobierno Zona Euro
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-17,0% RV Japón	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,3% RV Japón	-0,4% Liquidez	-14,6% RV Emergente	3,0% Gobierno Zona Euro	-9,3% Materias Primas	-1,7% Gobierno España
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-18,4% RV Emergente	-3,3% Materias Primas	-5,0% Materias Primas	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-1,4% Gobierno Zona Euro	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-4,34% RV Emergente

+
↑
Rentabilidad
↓

*Datos a 30 de noviembre de 2021.

Índices de rentabilidad total, incorporan cambios en los precios de las acciones, pagos de dividendos y otros tipos de remuneración a los accionistas. El índice refleja así el efecto que estos pagos tienen en una cartera que sigue el índice.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Wealth Management & Insurance



-  Jacobo Ortega
-  Cristina Rodríguez Iza, CFA
-  Francisco Simón, CFA

 Mario Felisberto

-  Kent Peterson, CFA, FSA
-  David Sterland
-  Haydn Davies
-  Stefano Amato

-  Alfredo Sordo
-  Javier Concha

 Diego Ceballos

 Nicolás Guaiá

-  José Mazoy
-  Borja Díaz-Llanos
-  Ana Rivero, CESGA®, CIAA
-  Agustín Carles, CFA



-  Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA
-  Alfonso García Yubero, CIAA, CESGA®, CEFA
-  Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Isidro Fernandez

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs, CFA, CAIA

 Duarte Nunes

 Paulo Jorge Sa Luis

 Carlos Mansur

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

 Mafalda da Gama, CFA

 Aralar Pérez Azpiroz

Aviso legal importante:

El presente informe ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander. S.A. (**WM&I**, junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "**Santander**"). Contiene pronósticos económicos e información recopilada de varias fuentes. La información contenida en el presente informe puede haber sido recopilada de terceros. Todas estas fuentes se consideran fiables, si bien la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni de forma expresa ni implícita, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este informe no deben considerarse irrefutables y pueden diferir, o ser de cualquier forma inconsistentes o contradictorias con las opiniones expresadas, bien sea de forma oral o escrita, o con las recomendaciones o decisiones de inversión adoptadas por otras unidades de Santander.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Ha sido realizado con fines exclusivamente informativos. Este informe no constituye una recomendación, asesoramiento de inversión, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "**Activos Financieros**"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la simple puesta a disposición del mismo a un cliente o cualquier tercero, no implica la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión u oferta del mismo.

Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos jurídicos de un determinado Activo Financiero, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el *Federal Deposit Insurance Corporation*. No representan una obligación de Santander ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

En cualquier momento, Santander (o sus empleados) pueden tener posiciones alineadas o contrarias a lo establecido en este informe para los Activos Financieros, comprar o vender Activos Financieros como principal o agentes, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de un Activo Financiero o a una sociedad vinculada con el emisor de los mismos.

La información contenida en esta presentación es confidencial y pertenece a Santander. Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por WM&I.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literario (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.



Con la colaboración de

