



RESET

Informe de mercado 2023

El gran ajuste
de los tipos de
interés

Índice



Mensajes clave 2023

Página 4



Estrategias para invertir tras el reajuste de tipos

Página 6



En profundidad:

01 El gran ajuste en los tipos de interés

Página 8

02 El camino hacia la estabilidad monetaria

Página 16

03 Atentos a oportunidades en activos cíclicos

Página 24

El impacto en las inversiones del gran ajuste de tipos de interés

El entorno de estabilidad de precios y bajos tipos de interés de las últimas décadas se ha visto alterado de forma estructural en este año, con datos de inflación que han llegado a superar el 10%. Los bancos centrales se han visto obligados a incrementar de forma enérgica los tipos de interés, y el efecto negativo en crecimiento se verá en próximos trimestres. Si bien este **panorama complejo de inflación y crecimiento aconseja un posicionamiento inicial de cautela**, consideramos que se **están sentando los cimientos para una recuperación de los mercados en 2023 en dos fases bien diferenciadas**.

La inflación ha alcanzado ya un punto de inflexión en algunos de sus componentes, lo que ha propiciado el inicio de la **primera fase de la recuperación: la estabilidad monetaria**. Esperamos que en el primer trimestre de 2023 se confirme **el pico de inflación, permitiendo a los bancos centrales frenar la subida de tipos de interés e iniciándose el proceso de recuperación de los mercados de renta fija**. Los inversores vislumbran la cercanía del final de las subidas de tipos y empiezan a **valorar su lado positivo, que les permite asegurar una mayor rentabilidad futura sin asumir riesgo adicional**. El reajuste de tipos de interés ha acarreado un cambio dramático en las valoraciones de los activos, pero permite pasar página a la larga etapa en la que solo se podía obtener rentabilidad si se incrementaba el nivel de riesgo.

A partir de la segunda mitad de 2023 podremos ver la recuperación de activos más cíclicos como la renta variable, en la medida en que los bancos centrales puedan anunciar próximas bajadas de tipos. Entre el momento de la pausa de tipos de interés y el del pivot, el mercado probablemente experimentará episodios de volatilidad, que podrán ser aprovechados para incrementar el peso en los activos más sensibles a la recuperación económica (bolsa y bonos de menor calidad crediticia). La experiencia de anteriores correcciones nos demuestra que los mercados se anticipan, por lo que **recomendamos estar muy atentos a las señales de reactivación del ciclo**.

La transición entre estas dos fases no está exenta de riesgos y en este informe exploramos algunos de los que podrían retrasar la recuperación. Los próximos meses van a requerir mucha atención en la gestión del riesgo, aunque este **foco en lo inmediato no debe hacernos olvidar el atractivo de posicionarse en activos de elevado crecimiento futuro**. El mundo debe afrontar cambios de enorme calado estratégico que ofrecen oportunidades de inversión en temáticas de innovación (ASG en general, transición energética, biomedicina, inteligencia artificial o agricultura sostenible, entre otros). Igualmente es clave mantener un posicionamiento en inversiones alternativas con especial énfasis en mercados privados. Es necesario más que nunca **combinar la visión del corto y del largo plazo a la hora de gestionar las inversiones**. Nuestros asesores estarán atentos para explicarles alternativas personalizadas en estos momentos de reajuste.

Una vez más le agradecemos su confianza para atender sus necesidades de inversión, financiación o planificación patrimonial.



Víctor Matarranz
Director General
Santander Wealth Management & Insurance



Mensajes clave 2023

El gran ajuste de los tipos de interés

El shock inflacionario cambia el escenario

El fuerte repunte de la inflación no sólo es debido a la invasión de Ucrania, sino también es el resultado de importantes cambios estructurales en la economía (mayor rigidez en el mercado laboral, transición energética...) y en la geopolítica (pausa en la globalización).

El actual proceso de reajuste en las políticas monetarias nos está trasladando a un nuevo entorno de tipos de interés. El futuro nivel de equilibrio de estos dependerá más del mercado que de la intervención de los bancos centrales, y será previsiblemente más elevado que en la década anterior.

Estamos cerca de la pausa en el ajuste de tipos

Nuestro escenario central contempla un proceso de ajuste que ya estaría llegando a su fase final en la parte monetaria. Consideramos que estamos cerca del nivel de llegada en este ciclo de los tipos de referencia y que el tensionamiento monetario reflejado en las curvas será suficiente para cambiar el rumbo de la inflación. Esta fase de estabilización monetaria se extendería durante gran parte de 2023 y no esperamos un movimiento a la baja de tipos hasta que se produzcan señales más claras de que la inflación está bajo control. Las buenas noticias llegarían primero a los activos defensivos (renta fija) y luego a los activos cíclicos (renta variable).

El camino a la estabilidad monetaria

Cambio de tendencia en la inflación a partir de 1T23

Los bancos centrales han dejado claro el mensaje de que la prioridad en el entorno actual reside en lograr la estabilidad de precios, incluso a costa de sacrificar crecimiento económico.

Al analizar las dinámicas de inflación y diferenciar sus distintos componentes se observan dos factores positivos: el anclaje de las expectativas y la relajación de las tensiones en los mercados de bienes. Esperamos noticias positivas en la evolución de la inflación a partir del primer trimestre de 2023, aunque la batalla por la estabilidad monetaria sería dilatada. La pausa parece cercana, pero el pivote se puede aplazar en el tiempo.

Vuelve el valor al mercado de bonos

Las subidas de tipos de interés acometidas por los bancos centrales han supuesto un duro ajuste para las valoraciones de los activos, pero permiten obtener rentabilidad real en los tramos cortos de las curvas. El entorno monetario vuelve a ser favorable para la inversión en renta fija después de un periodo prolongado de tipos artificialmente bajos. La disciplina de mercado ha vuelto a la valoración de la deuda y los rendimientos vuelven a tener lógica al retirarse la acción compradora de los bancos centrales. La tasa libre de riesgo, por fin, ofrece rentabilidad real y los guardianes de la ortodoxia financiera penalizan los excesos monetarios.

Atentos a oportunidades en activos cíclicos

Escenario de recesión, pero no de crisis

El tensionamiento monetario, el mayor coste del crédito, la pérdida de poder adquisitivo del consumidor y la elevada incertidumbre harán mella en el crecimiento de 2023. El consenso de economistas otorga ya una elevada probabilidad de contracción del PIB en los próximos trimestres, mayor en Europa y menor en EE.UU.. En contraposición, el sector privado parte de niveles de ahorro superiores a otras crisis y el sector financiero goza de sólidos ratios de solvencia. Esperamos un entorno complejo para el crecimiento en 2023, pero no percibimos factores que puedan desencadenar una crisis como las de 2000 ó 2008.

Esperando al ajuste final en las primas de riesgo

La prima de los activos de riesgo se ha incrementado notablemente a medida que se ha ido elevando la probabilidad de una desaceleración profunda de la economía. Analizamos este ajuste en las primas de riesgo de los activos cíclicos, como la renta variable (más sensibles al ciclo económico) en periodos similares de desaceleración. Estimamos que el ajuste está bastante avanzado, pero preferimos mantener un posicionamiento defensivo. Estaremos atentos a que se confirmen los avances en el control de la inflación y se aclare el impacto de la desaceleración en los beneficios empresariales para poder retomar posiciones en renta variable y *high yield*.



Estrategias para invertir tras el reajuste de tipos

Capturar el valor de la curva de tipos en el corto plazo

Los bancos centrales (con la Reserva Federal y los emergentes a la cabeza) han acelerado el proceso de subidas y empieza a vislumbrarse el momento en que se llegue al tipo de interés terminal. Hay valor en los tramos cortos de las curvas y **existen soluciones de inversión (fondos y productos estructurados) que permiten anticipar las, cada vez más escasas, subidas adicionales de tipos que descuenta el mercado.**

Las subidas de tipos han sido el "villano" del mercado en 2022, pero a futuro pueden ser el punto de partida para generar rentabilidad con bajo riesgo. Para los inversores conservadores es muy positivo que la liquidez haya dejado de estar penalizada.

La renta fija vuelve a ofrecer cobertura a los portafolios

Los rendimientos mínimos de la deuda pública, como resultado de los programas de relajación cuantitativa, tuvieron un efecto secundario para las carteras de inversión: la incapacidad de los bonos para compensar las pérdidas de las posiciones de riesgo en momentos de estrés como el experimentado en 2022.

El extraordinario repunte en los rendimientos de los tramos largos de las curvas dota de nuevo a los bonos de larga duración de capacidad para mitigar los impactos negativos de las posiciones en renta variable. El retorno del poder de diversificación de la renta fija es, para los inversores, la parte positiva del gran ajuste de los tipos de interés.

Mantener exposición a activos reales con sesgo defensivo

Si bien esperamos un punto de inflexión en las tensiones de precios, consideramos que existen cambios estructurales que implicarán un mayor nivel de inflación que en las últimas décadas.

Es clave mantener el **posicionamiento en activos (renta variable y activos inmobiliarios) capaces de generar retornos en el medio plazo que se ajusten a inflación (dividendos y rentas).** Vemos oportunidad en sectores y empresas con capacidad de mantener márgenes positivos en la fase de ajuste cíclico. El recorte de los múltiplos de valoración mejora las perspectivas futuras de rentabilidad en los mercados privados (*private debt* y *private equity*).

Priorizar la calidad crediticia en los bonos corporativos

El deterioro de las expectativas de crecimiento global y la elevada probabilidad de recesión (más o menos técnica) conlleva un **posicionamiento de cautela en la gestión del riesgo crediticio.** Sin embargo, el mercado ya ha descontado un elevado grado de pesimismo y los diferenciales de crédito empiezan a compensar el esperado empeoramiento de las condiciones financieras.

Consideramos que los niveles actuales de rendimiento de los bonos corporativos son atractivos en los tramos de elevada calidad crediticia. **El riesgo de posicionarse en bonos de empresas con balances sólidos es reducido y está bien remunerado.**

El pivote de la Fed daría la señal de entrada en sectores cíclicos

Las estimaciones de beneficios esperados por el mercado todavía son demasiado optimistas para el entorno de fuerte desaceleración de nuestro escenario central. **Mantenemos cautela en la asignación de activos en la renta variable** a la espera de que se produzcan avances en el ajuste de beneficios. Estimamos un menor riesgo de ajuste en la renta variable estadounidense y en sectores como consumo estable, salud y energía.

No obstante, los múltiplos de valoración ya se encuentran en zonas atractivas en comparación con sus medias históricas. También estaremos **atentos pivot o cambio de dirección al cambio de sesgo por parte de la Fed para posicionarnos en renta fija de alta rentabilidad (emergentes y high yield).**

Invertir en innovación en energía, sostenibilidad, seguridad y salud

Las temáticas de innovación han sufrido un mayor grado de ajuste en sus valoraciones por ser más sensibles al repunte de los tipos de interés. En un contexto de mayor estabilidad de tasas, **el mercado probablemente vuelva a enfocarse en el potencial de las empresas innovadoras para generar mayores tasas de crecimiento.**

Las mayores oportunidades estarían en los campos de biotecnología, transición energética, ciberseguridad, *foodtech*, robótica y sostenibilidad. Destacamos, en particular, el potencial de crecimiento en energías renovables dada la prioridad de garantizar el suministro energético de una manera sostenible a nivel global.



En profundidad:

01

El gran ajuste en los tipos de interés

El shock inflacionario cambia el escenario

El fuerte repunte de la inflación no sólo es debido a la invasión de Ucrania, sino también es el resultado de importantes cambios estructurales en la economía (mayor rigidez en el mercado laboral, transición energética...) y en la geopolítica (pausa en la globalización).

El actual proceso de reajuste en las políticas monetarias nos está trasladando a un nuevo entorno de tipos de interés. El futuro nivel de equilibrio de estos dependerá más del mercado que de la intervención de los bancos centrales, y será previsiblemente más elevado que en la década anterior.

Estamos cerca de la pausa en el ajuste de tipos

Nuestro escenario central contempla un proceso de ajuste que ya estaría llegando a su fase final en la parte monetaria. Consideramos que estamos cerca del nivel de llegada en este ciclo de los tipos de referencia y que el tensionamiento monetario reflejado en las curvas será suficiente para cambiar el rumbo de la inflación. Esta fase de estabilización monetaria se extendería durante gran parte de 2023 y no esperamos un movimiento a la baja de tipos hasta que se produzcan señales más claras de que la inflación está bajo control. Las buenas noticias llegarían primero a los activos defensivos (renta fija) y luego a los activos cíclicos (renta variable).

2022: Choque geopolítico y de mercado

Hasta finales de 2021, la volatilidad macroeconómica parecía cosa del pasado, con niveles de inflación persistentemente bajos y bancos centrales amortiguando los *shocks* de mercado con inyecciones ingentes de liquidez. La disciplina fiscal brillaba por su ausencia con enormes déficits destinados a mitigar los efectos de la pandemia y el conflicto bélico en Ucrania.

2022 ha supuesto una repentina llamada de atención, para los agentes económicos y los inversores que han tenido que adaptarse a una nueva realidad a medida que se han hecho palpables las múltiples ramificaciones de la invasión de Ucrania en la economía real y financiera. Es difícil enumerar todos los aspectos en los que el panorama económico ha cambiado de forma radical: niveles de inflación de doble dígito, peligro de desabastecimiento energético, emergencias alimentarias, tensiones geopolíticas de máxima intensidad, giros radicales en política monetaria o eventos de iliquidez.

En el gráfico inferior enumeramos algunos acontecimientos importantes que han afectado a los mercados globales de renta fija y renta variable. El impacto acumulado de estas sorpresas negativas se ha traducido en caídas generalizadas cercanas al 20% para los principales índices de bolsa y bonos. El aspecto más significativo de este comportamiento de los principales activos financieros no reside en la magnitud del ajuste sino en su efecto generalizado al impactar tanto a las carteras conservadoras como a las más agresivas. La tradicional diversificación entre bonos y acciones no ha funcionado al golpear el repunte de inflación de forma indiscriminada a todos los activos a través de la correa de transmisión de las subidas de tipos de interés.

El mercado ha sufrido los efectos de una tormenta perfecta de *shocks* inflacionarios

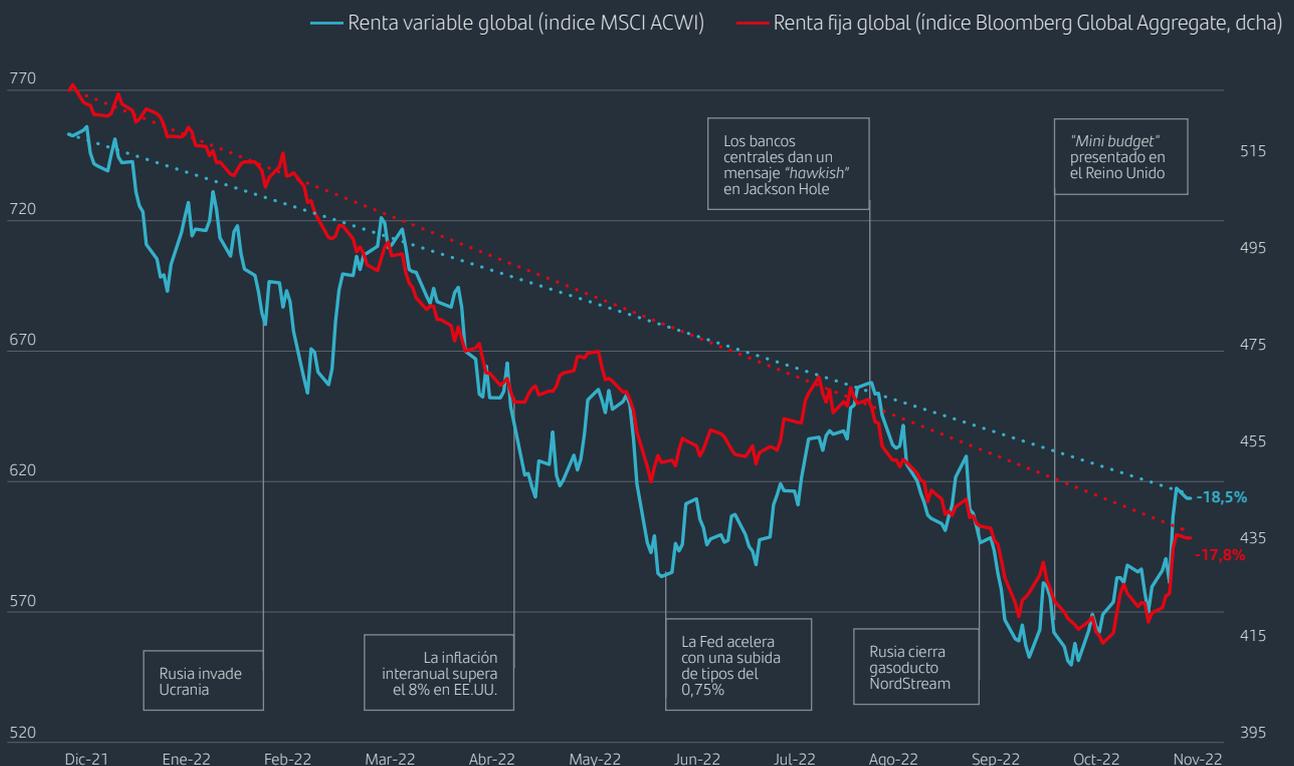
Las sorpresas negativas de inflación y desaceleración han golpeado a bonos y acciones

2022 será recordado como el año del ajuste de los tipos de interés

2022: La invasión de Ucrania desata una tormenta perfecta en los principales monitores del mercado

Fuente: Bloomberg. Datos a 15/11/2022

El notable ajuste de tipos impacta en las valoraciones de todos los activos



El ejercicio 2022 se recordará como el año en que los tipos de interés se ajustaron a una nueva normalidad donde la variable inflación emergió del olvido para volver a ser la gran protagonista. Esta es la razón por la que hemos titulado el informe "El gran ajuste de tipos de interés" por ser el factor catalizador del cambio de escenario. Después de un dilatado periodo de tiempo en el que la volatilidad macroeconómica estaba adormecida por la actuación de los bancos centrales, los inversores encaran un nuevo régimen en el que habrá que estar muy atentos a los desequilibrios macro.

Los gráficos inferiores nos permiten **comparar con perspectiva histórica los retornos en 2022 de los mercados de renta fija y renta variable**. Utilizamos como referencia Estados Unidos, ya que nos posibilita realizar este análisis desde la década de los 70. Mirando el histograma de los retornos por año natural en la bolsa norteamericana (S&P 500), podemos constatar la magnitud del ajuste, pero al mismo tiempo observamos que existen precedentes en crisis como las experimentadas en 1974, la burbuja puntocom o la crisis financiera de 2008. Por el contrario, realizando esta comparación histórica con los retornos del índice de renta fija nos encontramos con un entorno de mercado sin precedentes. **Una contracción superior al 10% en los mercados de renta fija globales no tiene antecedentes en la experiencia histórica de los últimos 50 años**. El gran reajuste de tipos de interés ha tenido un impacto extraordinariamente negativo para los inversores en bonos por dos razones: la magnitud del ajuste en las políticas monetarias y el punto de partida con niveles mínimos de rendimientos en las curvas de tipos. El rendimiento medio del mercado de bonos en la Zona Euro hace 12 meses era inferior al 0,5% (1% adicional en el caso de los bonos estadounidenses) y al mismo tiempo la duración media de los bonos

El ajuste monetario ha sido el más acelerado de las últimas décadas, con efectos demoledores en la renta fija

No existen referencias históricas de retornos tan negativos para los mercados de bonos globales

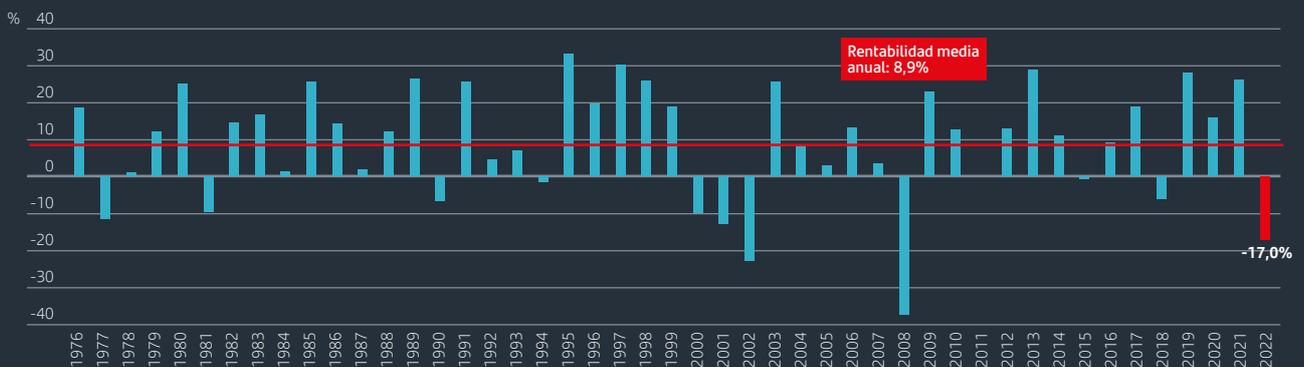
El *shock* monetario ha ocurrido en el peor momento posible para la renta fija con mínimos niveles de rendimientos iniciales y un alto grado de sensibilidad a tipos

Rentabilidades negativas en 2022 tanto para la renta fija como la renta variable

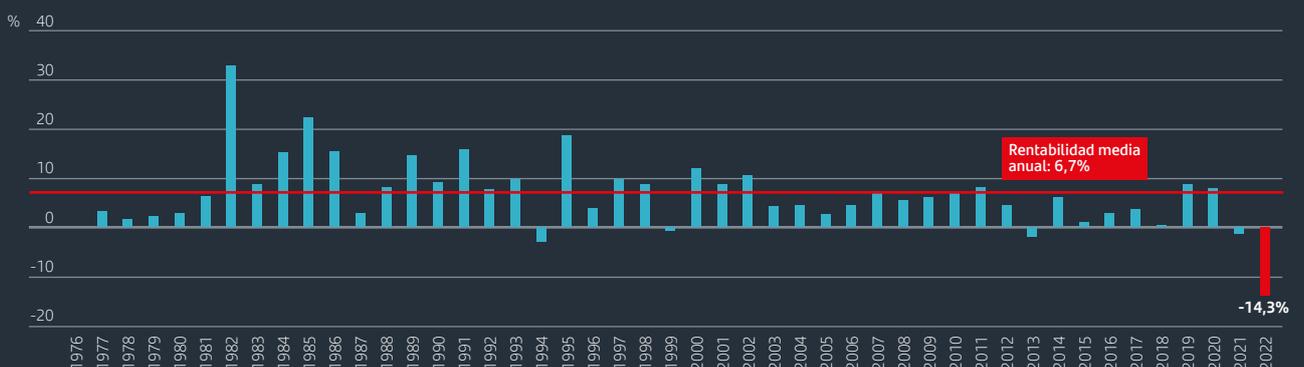
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 15/11/2022

Las caídas en los mercados de renta fija son las más elevadas desde los años 70

Histograma de retornos anuales de la renta variable en Estados Unidos (S&P 500)



Histograma de retornos anuales de la renta fija en Estados Unidos (Índice Bloomberg US Agg USD)



emitidos estaba cercana a los máximos históricos. **El shock de inflación y el consiguiente ajuste de tipos de interés ha sucedido en el peor contexto posible para los inversores en renta fija** al ocurrir en un momento de máxima sensibilidad a los movimientos de tipos (elevada duración) y mínima capacidad para absorber pérdidas (niveles mínimos de rendimientos).

Un escenario en que los dos componentes fundamentales en las carteras de inversión tradicionales (renta fija y renta variable) experimentan correcciones simultáneas es el más temido por la comunidad de gestores y asesores financieros. En estos entornos de mercado **se rompe la tradicional correlación negativa entre bonos y acciones que es de vital importancia al permitir obtener los beneficios de la diversificación** y reducir el riesgo de experimentar revaloraciones negativas en el conjunto de las inversiones.

El gráfico inferior muestra la dificultad de gestionar el impacto de un shock de inflación, como el actual, con decisiones de asignación de activos en las carteras. **Los dos únicos activos que han experimentado rentabilidades positivas en este contexto de repunte de la inflación y deterioro de las expectativas de crecimiento han sido el dólar estadounidense y las materias primas.** A las mencionadas pérdidas de las acciones y los bonos, hay que unir la depreciación de la inversión en inmuebles cotizados y bonos ligados a inflación, por su elevada sensibilidad a tipos de interés, y la falta de protección de los metales preciosos. Una vez pasado el seísmo inicial, los activos reales (renta variable e inmuebles) sí han demostrado históricamente una capacidad para generar rentabilidades positivas en entornos inflacionarios.

Una correlación positiva entre bonos y acciones dificulta sobremanera la gestión de carteras de inversión

Los bonos ven reducida su capacidad de mitigar la pérdida de las bolsas en contextos de bajos tipos de interés

Durante 2022 sólo las materias primas y el US\$ han aportado valor como coberturas

En 2022, el dólar estadounidense y las materias primas han sido los únicos activos con rentabilidades reales positivas

Fuente: Bloomberg. Dic 2021=100. Datos a 15/11/2022

Existen pocas maneras de mitigar en el corto plazo un *shock* adverso de inflación



En el gráfico inferior mostramos la evolución de inflación y tipos de interés de las economías desarrolladas en las últimas décadas, diferenciando tres períodos. En el primero, que denominamos **“la gran moderación”**, los bancos centrales pudieron reducir los tipos de interés de forma significativa al anclar los niveles de inflación en niveles muy cercanos a su objetivo oficial. **Las economías se beneficiaron de dinámicas desinflacionistas propiciadas por el fuerte impulso a la globalización.**

La Crisis Financiera Global propició una nueva fase donde las tendencias deflacionarias se aceleraron, dando lugar a **“la gran expansión monetaria”**. En esta fase se implementaron medidas ultraexpansivas de política monetaria con compras masivas de activos por parte de los bancos centrales, con el objetivo de impulsar el crecimiento y evitar la deflación. La inflación media durante este período se situó en el 1,3% y los tipos de interés llegaron a terreno negativo en algunos países y regiones (Suiza, Japón, Zona Euro...). La crisis de la deuda periférica en el Viejo Continente y la disrupción inicial de la pandemia en 2020 fueron factores que **empujaron a la baja los niveles de inflación y de actividad incrementando aún más la necesidad de aplicar políticas monetarias y fiscales acomodaticias.**

La reapertura de la economía global derivó en un exceso de demanda con cuellos de botella en las cadenas de suministro. La inflación se aceleró y entramos en la **fase actual de “el gran reajuste de tipos”**, donde los bancos centrales han tenido que cambiar radicalmente su discurso y sus prioridades. La invasión de Ucrania provocó un nuevo choque inflacionario, pero no podemos obviar otra serie de **factores de carácter más estructural que también están empujando al alza el nuevo equilibrio de los tipos de interés.** Entre ellos destacan factores que afectan al **mercado laboral**, tales como las restricciones a la inmigración o el envejecimiento de la población, y factores que están **reduciendo el impulso de la globalización**, como el *on-shoring* (producir localmente) o la imposición de tarifas o sanciones a las transferencias tecnológicas de Estados Unidos a China. Y no nos podemos olvidar de las dificultades en la **transición energética** que están provocando aumentos en los precios y tensiones de

Los inversores se habían acostumbrado a un entorno de reducida inflación y elevado apoyo vía estímulos monetarios y fiscales

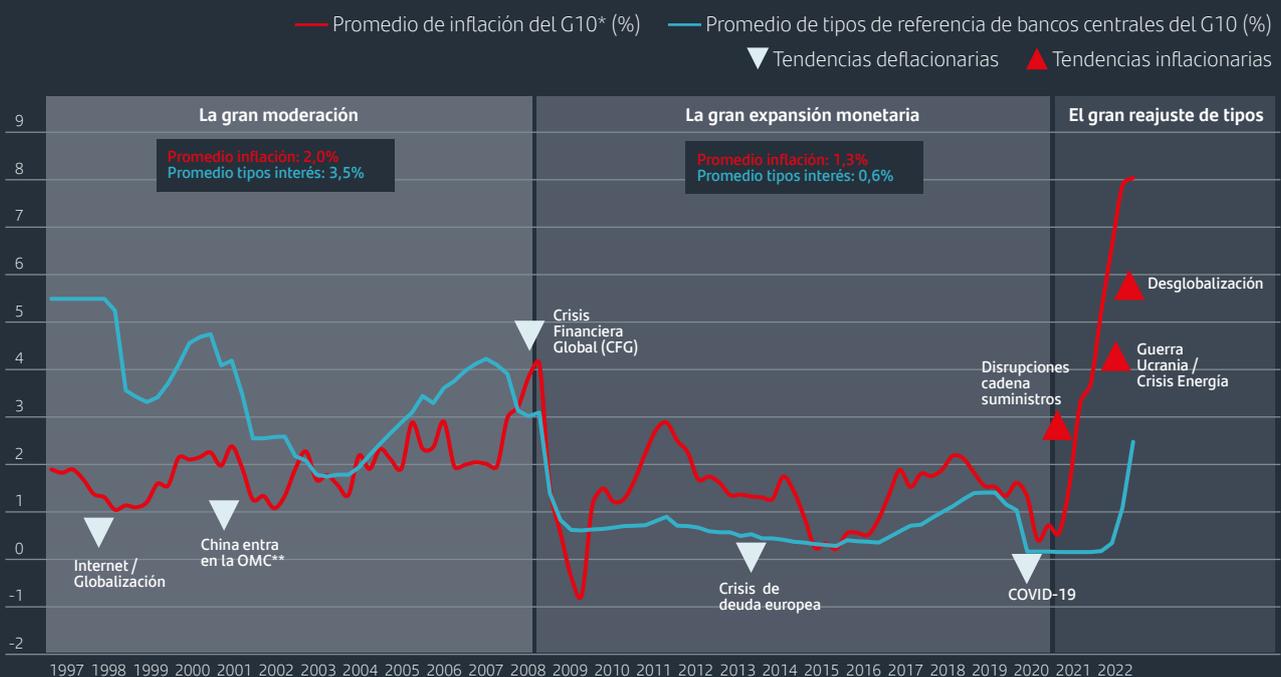
La reapertura de la economía global y la invasión de Ucrania han sido los detonantes, pero el repunte de la inflación tiene origen también en cambios estructurales

Esperamos un nuevo equilibrio en niveles de inflación y tipos de interés superior al periodo de la gran expansión monetaria

El reajuste de los tipos de interés: un cambio de régimen en política monetaria

Fuente: FMI, Bloomberg y elaboración propia

Se cierra un ciclo de políticas expansivas y niveles mínimos de inflación y tipos de interés



* G10: Estados Unidos, Zona Euro, Japón, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Suiza, Dinamarca, Noruega, Suecia.
 ** OMC: Organización Mundial del Comercio.

suministro en el desarrollo de energías renovables. **Nos encontramos ante un previsible cambio de régimen de inflación al acumularse factores estructurales que empujan al alza los precios y ello conlleva un nivel de tipos de interés más elevado que en el pasado.**

Consideramos, por tanto, que tenemos que hacer un **reset o cambio de paradigma** en el que no podremos ignorar la variable inflación y tendremos como referencias tipos de interés más elevados que en el pasado reciente. Eso no quiere decir que vayamos a un escenario de inflación no controlada, o que los niveles actuales de tipos e inflación sean la nueva normalidad. Nuestro **escenario de cara a 2023 se resume en la tabla inferior, en la que identificamos tres fases en el proceso de normalización y tres hitos importantes.**

La primera fase sería la de la **estabilización monetaria**, que explicamos en detalle en el segundo capítulo del informe y cuyo hito más importante reside en el punto de inflexión en la evolución de las presiones de precios. El momento en que se produzca el **pico de inflación** dependerá de la geografía y del tipo de inflación, pero en líneas generales consideramos que a lo largo del primer trimestre de 2023 se podrían apreciar señales inequívocas de un cambio de tendencia. Los avances en la estabilidad monetaria darían lugar a multitud de **oportunidades en los activos de renta fija, cuyos rendimientos se han normalizado** y comparan muy favorablemente con años anteriores.

La siguiente fase se iniciaría una vez las subidas de tipos lleguen al nivel terminal y los bancos centrales pongan **pausa al tensionamiento monetario** para evaluar sus efectos en la lucha contra la inflación. Esta fase de transición puede abarcar una gran parte de 2023 y en ella la inversión en los activos cíclicos todavía puede ser compleja al convivir con un **entorno de desaceleración económica**. La última fase, de estabilidad económica, más favorable a la inversión en bolsa y crédito sólo tendría lugar una vez los bancos centrales indiquen la proximidad del **pivote hacia potenciales bajadas de tipos**. En el tercer capítulo explicamos los condicionantes que tienen que darse para que los bancos centrales vuelvan a bajar tipos y se inicie la **senda de la recuperación**.

Nuestro escenario central contempla una paulatina normalización a lo largo de 2023 de las variables inflación y crecimiento

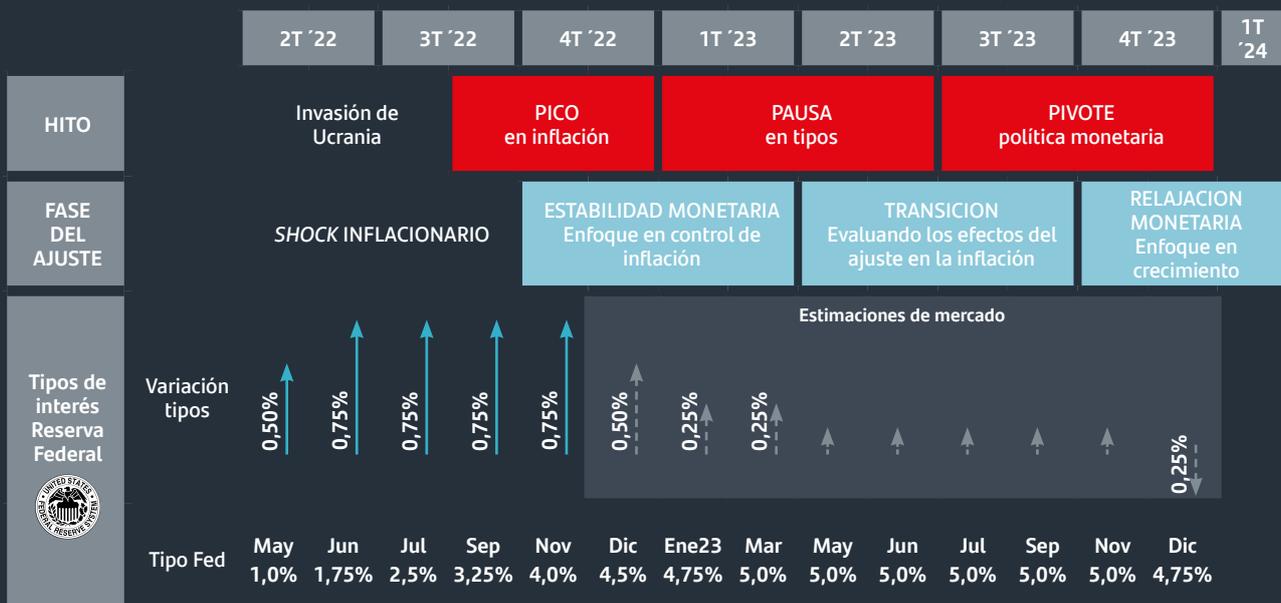
El proceso de normalización depende de tres hitos: pico en la inflación, pausa en las subidas de tipos y pivote de los bancos centrales

No esperamos un cambio de sesgo (pivote) en los tipos de interés hasta la segunda mitad de 2023. La política monetaria restrictiva tarda un tiempo en hacer efecto en la economía

Escenario central 2023: desaceleración económica como precio a pagar por la estabilidad monetaria

Fuente: elaboración propia y Bloomberg (estimaciones de subidas de tipos del mercado)

La recuperación sólo será posible después de un ajuste en tipos de interés y crecimiento



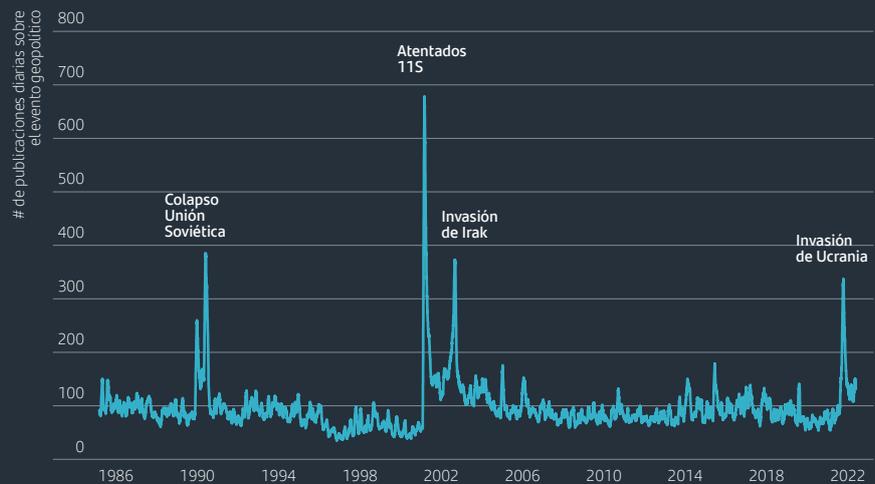
El escenario central que estamos considerando es moderadamente positivo, aunque no está exento de riesgos, entre los cuales encontramos las tensiones geopolíticas, el riesgo de liquidez, la sostenibilidad de la deuda y la apreciación del dólar frente a todas las divisas y sus implicaciones.

Riesgos globales con potencial de afectar negativamente al escenario central

1) Tensiones geopolíticas: enfrentamiento Europa-Rusia y Estados Unidos-China

Fuente: Geopolitical Risk Index (GPR) desarrollado por Dario Caldara and Matteo Iacoviello

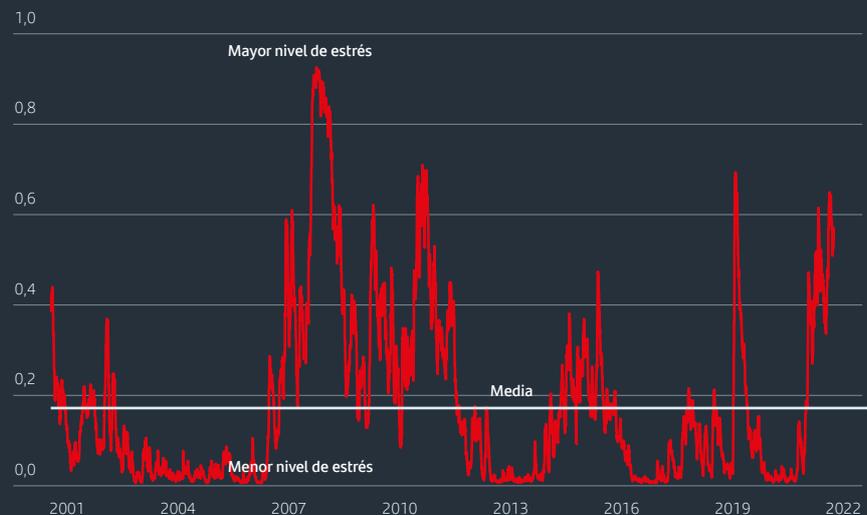
Los índices de riesgo geopolítico global permanecen en niveles elevados. El conflicto en Ucrania se ha enquistado y se han intensificado las tensiones entre Estados Unidos y China con restricciones en el comercio de semiconductores y la amenaza de conflicto sobre la cuestión de Taiwan.



2) Riesgo de liquidez: deterioro en las condiciones de liquidez en el mercado

Fuente: Bloomberg. ECB Systemic Stress Indicator (Eurozone Systemic Stress Indicator Composite Index)

El reciente episodio de iliquidez en bonos gubernamentales en el Reino Unido ha desvelado la fragilidad del mercado en un contexto de retirada de los programas de compras por parte de los bancos centrales. Este deterioro de las condiciones de liquidez aumenta la probabilidad de movimientos de precios muy amplios en los precios de los activos financieros.



3) Riesgo sostenibilidad de la deuda pública

Fuente: Bloomberg. Datos a 15/11/2022

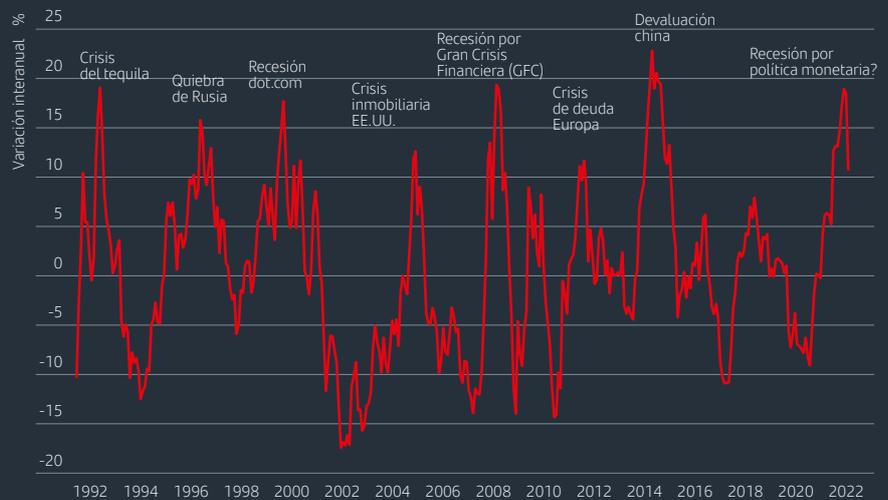
El elevado nivel de endeudamiento público y el aumento del coste de la deuda elevan el peligro de una potencial pérdida de credibilidad fiscal ante los inversores en bonos. La atención se centra en los planes fiscales del nuevo gobierno en Italia y las próximas negociaciones para elevar el techo de la deuda en EE.UU.



4) Tensiones mercados de divisas: Apreciación del US\$ se sitúa en niveles que pueden ser preocupantes

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 15/11/2022

La divisa estadounidense ha experimentado un fuerte fortalecimiento respecto a la gran mayoría de divisas. La apreciación cercana al 20% anual supone un estrés para los acreedores internacionales que han emitido deuda en esa divisa. Si persistiera este tendencia de revalorización del US\$, aumentaría la probabilidad de que ocurran crisis en ciertos países emergentes.





En profundidad:

02 El camino hacia la estabilidad monetaria

Cambio de tendencia en la inflación a partir de 1T23

Los bancos centrales han dejado claro el mensaje de que la prioridad en el entorno actual reside en lograr la estabilidad de precios, incluso a costa de sacrificar crecimiento económico.

Al analizar las dinámicas de inflación y diferenciar sus distintos componentes se observan dos factores positivos: el anclaje de las expectativas y la relajación de las tensiones en los mercados de bienes. Esperamos noticias positivas en la evolución de la inflación a partir del primer trimestre de 2023, aunque la batalla por la estabilidad monetaria sería dilatada. La pausa parece cercana, pero el pivote se puede aplazar en el tiempo.

Vuelve el valor al mercado de bonos

Las subidas de tipos de interés acometidas por los bancos centrales han supuesto un duro ajuste para las valoraciones de los activos, pero permiten obtener rentabilidad real en los tramos cortos de las curvas. El entorno monetario vuelve a ser favorable para la inversión en renta fija después de un periodo prolongado de tipos artificialmente bajos. La disciplina de mercado ha vuelto a la valoración de la deuda y los rendimientos vuelven a tener lógica al retirarse la acción compradora de los bancos centrales. La tasa libre de riesgo, por fin, ofrece rentabilidad real y los guardianes de la ortodoxia financiera penalizan los excesos monetarios.

El camino a la estabilidad monetaria

El epicentro del seísmo que ha sacudido al mercado se sitúa en el dramático *shock* de precios y su amenaza estancacionaria. Tal y como explicábamos en la sección anterior, la recuperación tendría su inicio cuando se logre la estabilidad de la variable causante de la incertidumbre. Este mismo diagnóstico ha sido transmitido por los bancos centrales, con Jerome Powell, presidente de la Fed, como portavoz principal del mensaje de **priorizar el equilibrio de precios sobre cualquier otra consideración**. La lección de la década de los 70 es clara: el mayor peligro para la economía está en la inflación, y es mejor errar por exceso que por defecto a la hora de administrar las dosis necesarias de subidas de tipos.

En el gráfico inferior mostramos cómo los bancos centrales de distintas geografías han ido reaccionando al choque inflacionario y las expectativas del mercado de cara a futuras decisiones de tipos de interés. Las autoridades monetarias de países con mayor tradición en presiones inflacionistas (Brasil o México) fueron los primeros en reaccionar y no dudaron en subir tipos de manera agresiva. **Los bancos centrales de los países desarrollados tardaron en percatarse de que el repunte de precios no era transitorio**. La Reserva Federal tuvo que acelerar el proceso de subidas para intentar recuperar el terreno perdido. El tensionamiento monetario no sólo ha sido el más rápido de las últimas décadas, sino que en términos acumulados supone un muy importante endurecimiento de las condiciones monetarias. **Las repercusiones de las subidas de tipos empiezan a transmitirse a la economía real y se escuchan numerosas voces pidiendo una pausa para valorar el efecto de enfriamiento en precios y crecimiento**.

Llegaremos, en los próximos meses, al punto en que los tipos de los bancos centrales sean lo suficientemente restrictivos, manteniéndolos ahí por un tiempo para evaluar cuidadosamente los efectos en la economía. El mercado empezará a preguntarse por el timing del próximo hito: el manido pivote o señal al mercado de un cambio de sesgo a bajadas de tipos. La transición de la pausa al pivote no sería rápida y es probable que se prolongue hasta que los bancos centrales perciban señales claras de que la inflación está contenida.

Los bancos centrales están aplicando las lecciones aprendidas en la década de los 70 y priorizando la lucha contra la inflación, asumiendo el coste económico de las subidas de tipos

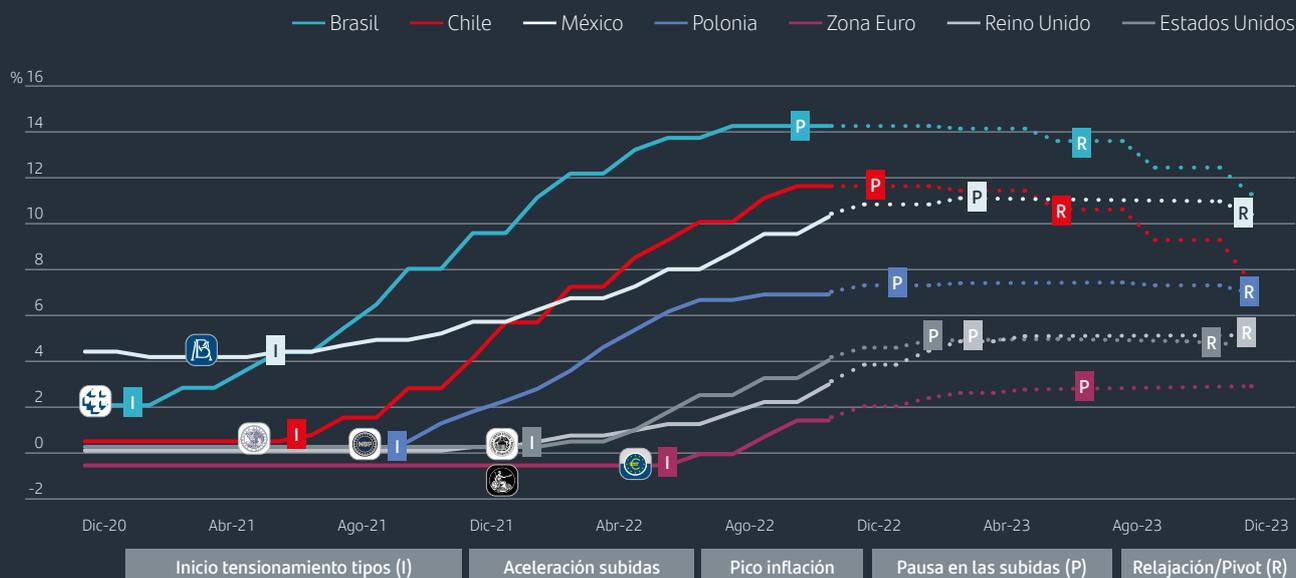
Parece acercarse el momento de la pausa en las subidas, pero los tipos se mantendrían elevados durante un tiempo prolongado

Los bancos centrales no cambiarían el sesgo restrictivo hasta que haya señales inequívocas de estabilización de la inflación

Fases en el cambio de sesgo en las políticas monetarias de los bancos centrales

Fuente: Bloomberg WIRP. Datos a 15/11/2022

Nos estaríamos acercando al esperado momento de las pausas en las subidas de tipos de interés



Las perspectivas para las diferentes economías en los próximos trimestres dependen en gran medida de las dinámicas de inflación y de la ecuación de respuesta de sus bancos centrales. Es necesario analizar en profundidad las distintas variables que afectan al fenómeno de la inflación, así como los mecanismos de transmisión de las presiones de precios, para entender cómo evoluciona este fenómeno monetario.

En el gráfico inferior se desagrega la inflación de la economía estadounidense en sus principales componentes: los más volátiles (energía y alimentos), los bienes duraderos y los servicios, y también muestra las expectativas futuras. Se observa cómo la tendencia antes de 2021 era deflacionista, con prácticamente todos los indicadores en lecturas inferiores al 2% que tiene marcado la Reserva Federal como objetivo de estabilidad de precios. Esta tendencia de bajas presiones de precios se rompió por el **efecto combinado de sucesivos shocks inflacionistas**. El primero de ellos tuvo su origen en la reapertura de las economías después del confinamiento y en los amplios programas de estímulos fiscales que provocaron una enorme demanda de bienes. Los precios del petróleo repuntaron desde niveles muy deprimidos y causaron cuellos de botella en elementos críticos de la cadena de suministros (fletes y semiconductores). Este primer episodio **de inflación por el lado de oferta** se vio amplificado de manera exponencial por todos los eventos que ha desencadenado la invasión de Ucrania, con múltiples ramificaciones en escasez de suministro en energía y alimentos. **Estos dos choques de oferta empezaron a filtrarse a las estadísticas de inflación de servicios a partir del segundo semestre a través de los denominados efectos de segunda ronda.**

Las subidas de precios ocurren en un contexto de mercado laboral rígido con niveles de desempleo en mínimos, lo cual ejerce presión sobre los salarios. Si bien se observan

El fenómeno inflacionario se ha trasladado desde el lado de la oferta (energía y bienes) al de la demanda (servicios)

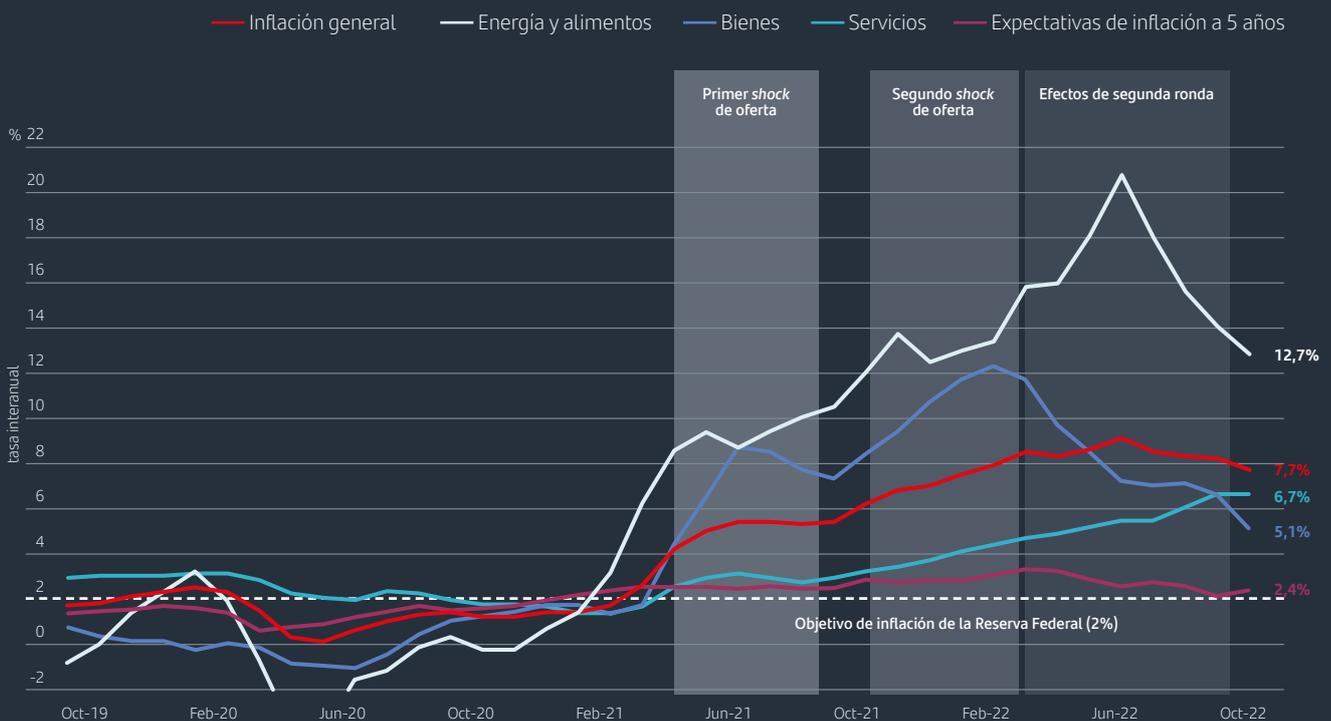
Los bajos niveles de desempleo y la pérdida de poder adquisitivo presionan al alza las revisiones salariales

Es clave que se mantenga la credibilidad de los bancos centrales y las expectativas de inflación futura sigan ancladas en torno al 2%

Las distintas fases de la inflación en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a octubre 2022

El choque de precios se está trasladando del lado de la oferta (bienes) al lado de la demanda (servicios)



señales de menores tensiones de precios en bienes y energía, el objetivo de las autoridades monetarias se centra en que se produzca un punto de inflexión en la inflación de servicios y en que no cristalice el contagio más peligroso de todos: el repunte de las expectativas de inflación de los agentes económicos. Precisamente, **la única buena noticia de la inflación en 2022 es el anclaje de estas expectativas a medio plazo en niveles cercanos al objetivo del 2%**.

Las encuestas de expectativas de inflación a medio plazo y los niveles implícitos en la valoración de los bonos ligados a inflación evidencian un elevado grado de confianza en que este repunte no sea permanente.

El diagrama inferior nos permite analizar las dinámicas susodichas en Estados Unidos, desglosando cada uno de los componentes de la inflación en algunos de sus epígrafes principales. En el caso de la evolución de los precios de energía y alimentación, podemos observar que el pico de inflación se produjo en el mes de junio, siendo la gasolina la principal responsable del punto de inflexión (electricidad y alimentos todavía están en zona de máximos). La buena noticia es que Estados Unidos se ha librado de lo peor de la crisis del gas, crisis que está causando estragos en Europa. **Los mayores progresos se están produciendo en la inflación de bienes, al solucionarse los problemas de desabastecimiento en autos y otros bienes de consumo.** Dentro de la inflación de servicios, los alquileres tienen un peso muy elevado y es uno de los componentes que ha sorprendido al alza en los últimos meses. Si bien es probable que el pico de la inflación estadounidense haya quedado atrás, los datos recientes confirman que la inflación subyacente muestra señales de mayor persistencia y no cambiaría de rumbo con mayor consistencia hasta que se enfríe la economía y el mercado laboral.

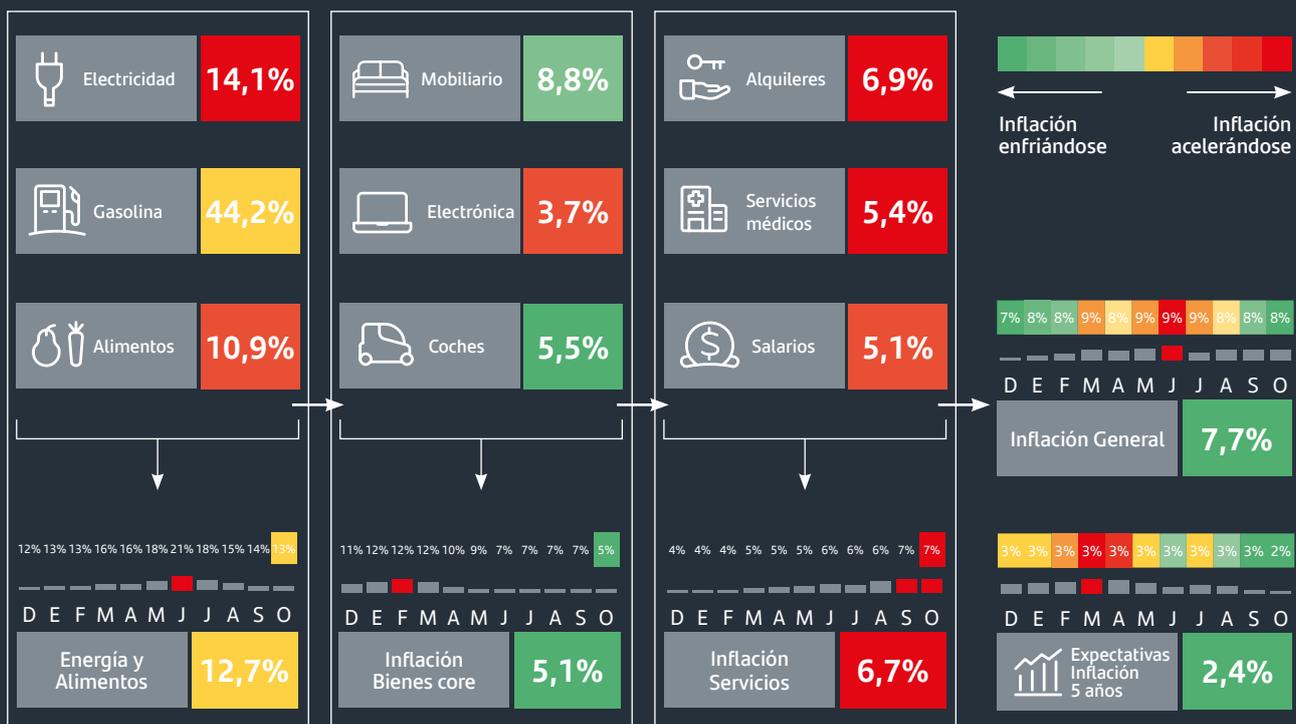
La inflación subyacente en Estados Unidos se resiste a moderar con cierta consistencia y requiere todavía de una política monetaria restrictiva para lograr la estabilidad de precios

Esperamos noticias, más positivas en la evolución de la inflación a partir del primer trimestre de 2023, empezando por el enfriamiento de los alquileres en Estados Unidos

Evolución de la inflación en Estados Unidos desglosada por componentes (% de variación interanual)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a Octubre 2022

Brotos verdes en la inflación de bienes, pero efectos de segunda ronda en salarios y servicios



La inflación en Estados Unidos es también un fenómeno de exceso de demanda, y no sólo un defecto de oferta como en Europa, y va a requerir un reequilibrio en el mercado laboral, que podría producirse en la primera mitad de 2023.

Durante la práctica totalidad de 2023, la Reserva Federal mantendría los tipos de interés elevados y evaluaría cuidadosamente sus efectos en la economía. El mercado empezará a preguntarse por el momento concreto del próximo hito: el pivote o señal al mercado de un cambio de sesgo a bajadas de tipos. La transición de la pausa al pivote no sería rápida y es probable que se prolongue hasta que haya señales claras de que la inflación está contenida.

En la zona Euro, el principal motor de la inflación son los precios de la energía. Consideramos que **la inflación en este caso es, sobre todo, un fenómeno importado y relacionado con la oferta**, por lo que el BCE se enfrenta a una ardua tarea: la reducción de la demanda no necesariamente frenará la inflación a corto plazo, mientras que el endurecimiento de las condiciones financieras puede pesar aún más sobre la oferta.

Los recientes paquetes de gasto público en Europa han tratado de amortiguar el golpe de los precios de la energía. A pesar de ello, el incremento de los precios de la electricidad se sitúa en el 40% interanual en la zona Euro (tres veces superior a la subida en Estados Unidos). La contrapartida positiva está en la inflación de servicios, que, si bien mantiene una tendencia creciente, todavía está en el 4,4% interanual frente al 6,6% interanual de Estados Unidos, gracias a la moderación de los salarios. **La clave en la batalla por controlar la inflación va a residir en las revisiones salariales, en este sentido, y en el corto plazo es probable que haya presiones alcistas.** El alivio de las tensiones energéticas permitiría en breve que haya un punto de inflexión en la inflación, pero es probable que se materialicen

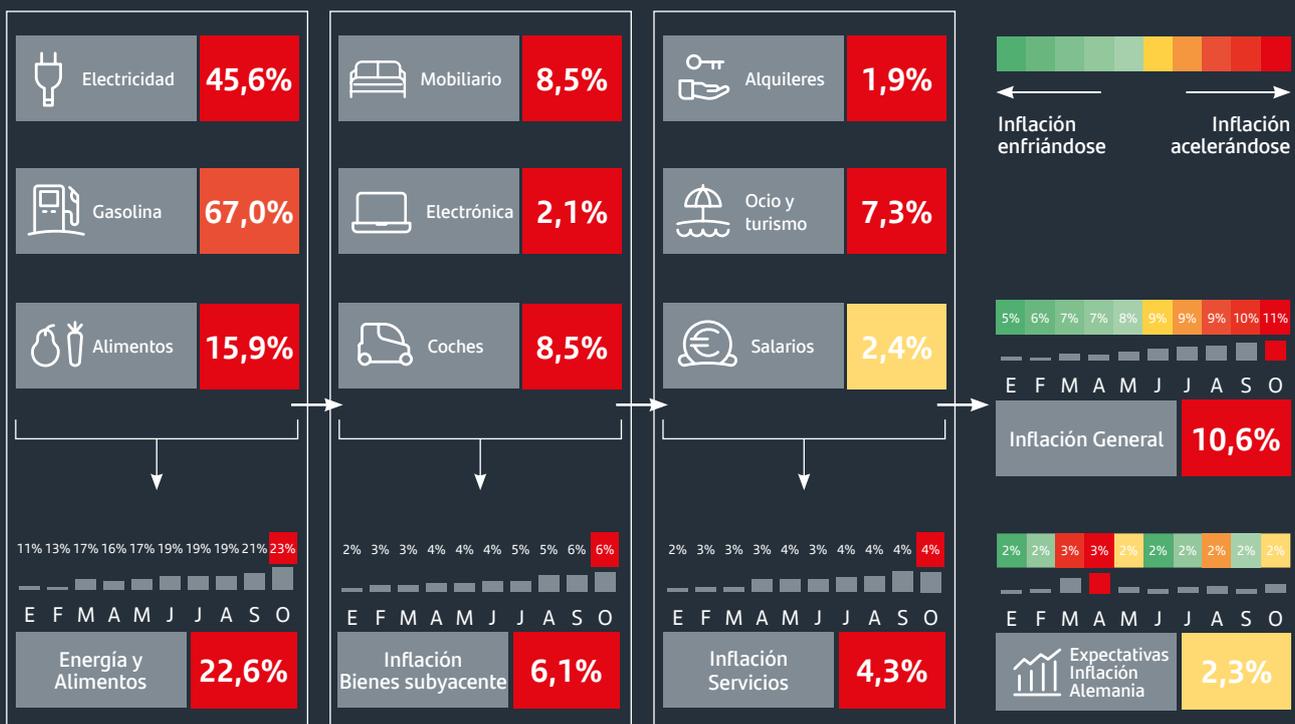
La inflación en Europa todavía no habría llegado al punto de inflexión por la gravedad del tensionamiento en los precios de la energía

Los efectos de segunda ronda han sido limitados en el Viejo Continente y la inflación de servicios se mantiene contenida

Evolución de la inflación en la zona Euro desglosada por componentes (% de variación interanual)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Menores presiones salariales pero mayor choque inflacionario en energía y alimentos



algunos efectos de segunda ronda en salarios dada la importante pérdida de poder adquisitivo experimentada en 2022.

El escenario monetario todavía es muy incierto, aunque se acerca el momento en que culmine el gran ajuste de tipos de interés. **En la medida en que los inversores puedan tener un cierto grado de certeza sobre el nuevo nivel de equilibrio de los tipos de interés se podrá iniciar la tarea de reconstruir las carteras de inversión, que tan duramente han sido castigadas durante la fase de reajuste de tipos.** Es clave que se culmine el proceso de alza de tasas y se establezcan los tipos terminales (niveles de tipos de interés máximos que descuenta el mercado).

La buena noticia es que podríamos estar cerca de este momento. En el gráfico inferior podemos observar cómo se han movido al alza las expectativas de tipos terminales, que han repuntado por encima del 3% en el caso de la zona Euro y por encima del 5% en el caso de Estados Unidos. En términos absolutos, esto significa un **aumento en torno al 3% en la remuneración de la inversión sin riesgo desde principios de año**, y en términos relativos una retribución real positiva si comparamos los tipos con la inflación esperada a medio plazo. Si estas expectativas de inflación se mantuvieran, nos encontraríamos con una excelente noticia para la retribución a la inversión libre de riesgo: **los tipos de interés de corto plazo ya ofrecen rentabilidades reales positivas.** Estos rendimientos reales son un oasis en lo que ha sido durante mucho tiempo un desierto, dada la ausencia de rentabilidades atractivas en todos los tramos de la curva (en particular, en los tramos cortos). El momento en que los tipos de intervención se igualen con los tipos terminales esperados por el mercado (y no haya revisiones adicionales al alza) sería variable en función de la geografía (pero tanto en EEUU, como en el Reino Unido y la zona Euro, con ciertos decalajes, se produciría a lo largo del primer semestre). **Los inversores ya tienen a su disposición soluciones de inversión (fondos**

El gran ajuste de tipos de interés se acerca a su fase final y con ello los inversores disponen de una referencia sólida de valoración

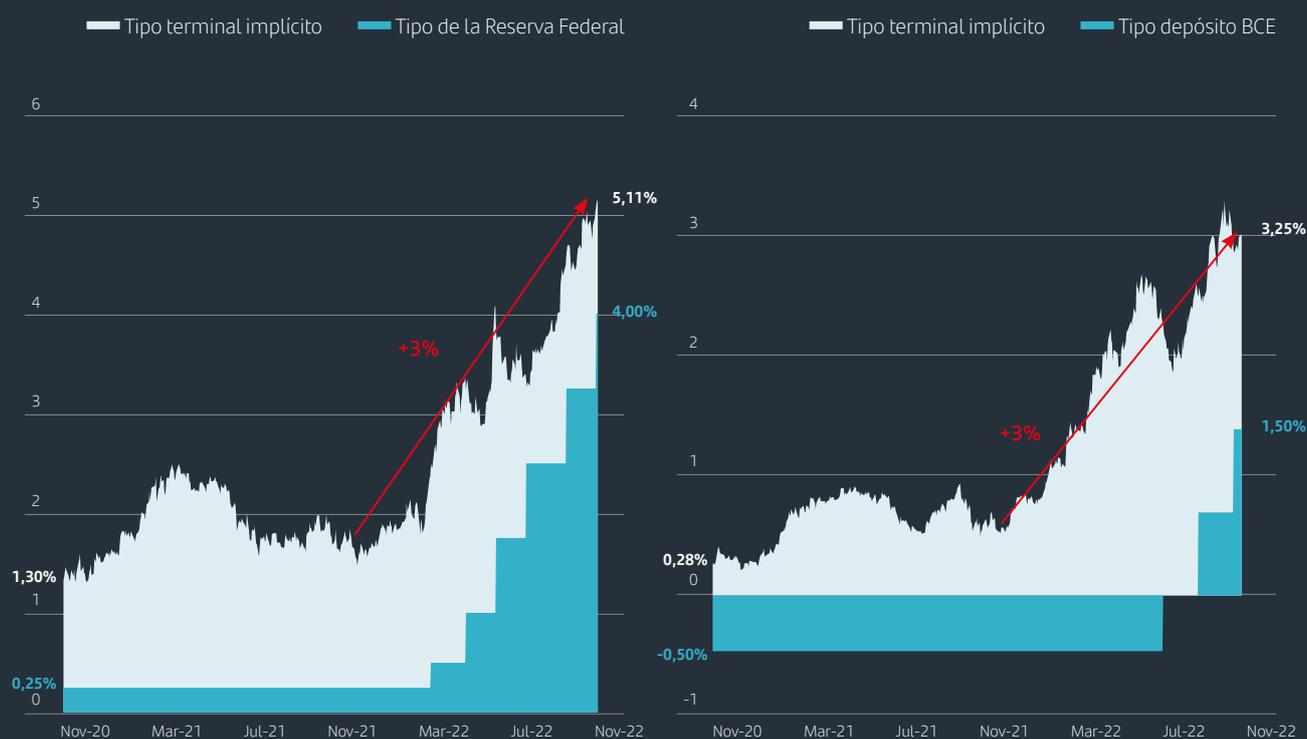
El entorno monetario vuelve a ser favorable y el inversor conservador tiene a su disposición rentabilidades reales sin riesgo

La tasa de libre de riesgo ya no está exenta de rentabilidad y existen soluciones de inversión para capturar el valor de los tramos cortos de las curvas

El 5% de la Fed y el 3% del BCE podrían ser por fin los tipos terminales

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 15/11/2022

Menor camino a recorrer hasta que las subidas de tipos alcancen el pico de tensionamiento



y estructurados) que permiten anticipar las, cada vez más escasas, subidas adicionales de tipos que descuenta el mercado.

Podemos observar de forma muy visual este cambio de escenario de rentabilidad en los gráficos inferiores. Las barras de color azul simbolizan el nivel de rendimientos disponible a mediados de noviembre de 2022 en los distintos segmentos de la renta fija para emisiones en euros y en US\$, y los recuadros en rojo marcan la diferencia existente con los rendimientos de principio de año.

Adicionalmente, los rendimientos mínimos de la deuda pública, resultado de los programas de relajación cuantitativa, tuvieron un efecto secundario para los portafolios de inversión: la incapacidad de los bonos de compensar las pérdidas de las posiciones de riesgo en momentos de estrés como el experimentado en 2022. **El extraordinario repunte en los rendimientos de los tramos largos de las curvas dota de nuevo a los bonos de larga duración de su capacidad para mitigar los impactos negativos para las posiciones en renta variable.** El retorno de la capacidad de diversificación de la renta fija es una consecuencia positiva para los inversores del gran ajuste de tipos de interés. La probabilidad de tener retornos negativos invirtiendo en renta fija de elevada calidad crediticia ha disminuido considerablemente y los bonos vuelven a recuperar su valor en la construcción de carteras, asegurando rendimientos cuasi seguros y correlación negativa con los activos de riesgo.

La ortodoxia parece haber vuelto a la política monetaria y el cese del extraordinario flujo de liquidez compradora de los bancos centrales ha devuelto la disciplina a los mercados de renta fija. **Entramos en un ciclo de mercado con marcado acento "bondholder friendly" (amigable para la inversión en bonos) después de más de una década en la que la inversión tradicional en renta fija ha estado muy penalizada.**

El mercado de bonos podría experimentar un renacimiento en la primera mitad del 2023 en la medida que se culmine el *repricing* de tipos

La rentabilidad de los bonos vuelve al terreno de la normalidad y desaparecen los rendimientos negativos

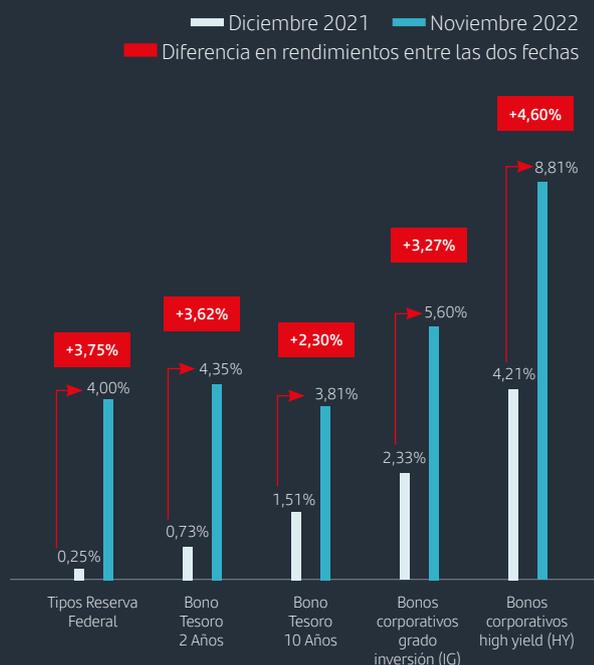
La renta fija vuelve a recuperar su esencia y razón de ser ofreciendo rendimientos y protección ante *shocks* de mercado

Aumento generalizado de los rendimientos para los inversores en bonos en euros y US\$

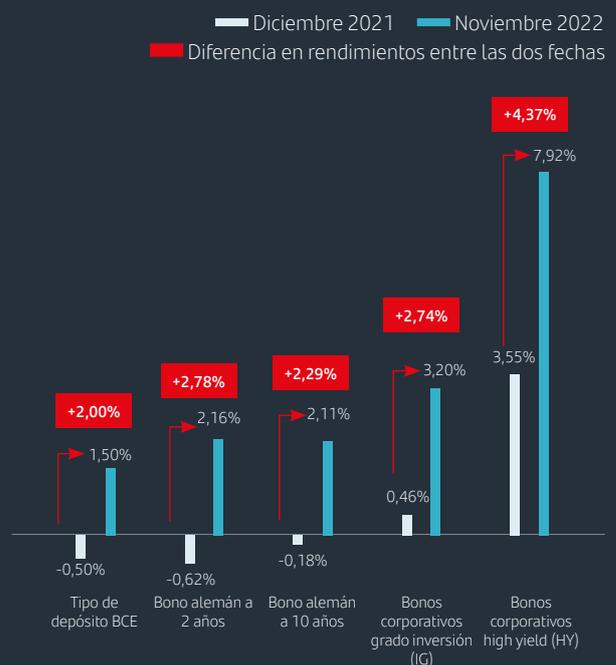
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El *repricing* de tipos y primas de riesgo ha permitido un cambio el escenario de rentabilidad de los bonos

Estados Unidos: de nuevo hay valor en la renta fija



Zona Euro: la rentabilidad de los bonos empieza a ser atractiva





En profundidad:

03 Atentos a oportunidades en activos cíclicos

Escenario de recesión, pero no de crisis

El tensionamiento monetario, el mayor coste del crédito, la pérdida de poder adquisitivo del consumidor y la elevada incertidumbre harán mella en el crecimiento de 2023. El consenso de economistas otorga ya una elevada probabilidad de contracción del PIB en los próximos trimestres, mayor en Europa y menor en EE.UU.. En contraposición, el sector privado parte de niveles de ahorro superiores a otras crisis y el sector financiero goza de sólidos ratios de solvencia. Esperamos un entorno complejo para el crecimiento en 2023, pero no percibimos factores que puedan desencadenar una crisis como las de 2000 ó 2008.

Esperando al ajuste final en las primas de riesgo

La prima de los activos de riesgo se ha incrementado notablemente a medida que se ha ido elevando la probabilidad de una desaceleración profunda de la economía. Analizamos este ajuste en las primas de riesgo de los activos cíclicos, como la renta variable (más sensibles al ciclo económico) en periodos similares de desaceleración. Estimamos que el ajuste está bastante avanzado, pero preferimos mantener un posicionamiento defensivo. Estaremos atentos a que se confirmen los avances en el control de la inflación y se aclare el impacto de la desaceleración en los beneficios empresariales para poder retomar posiciones en renta variable y *high yield*.

Atentos a las oportunidades cíclicas

En este último apartado nos centramos en explicar el escenario de mercado probable posterior a la estabilización en las variables inflación y tipos de interés. Nuestro **escenario central de cara a 2023** coincide en líneas generales con el consenso de economistas que publican sus previsiones en Bloomberg (ver tabla inferior). En este se observa un descenso significativo de los niveles de inflación para 2023 (entre un 2% y un 4%) y un **equilibrio final en torno al 2% del avance de los precios en 2024 debido al tensionamiento acumulado de tipos**. Ese equilibrio monetario conlleva una factura en términos de crecimiento que será plenamente visible en los primeros trimestres del próximo ejercicio. **2022 está siendo el año del ajuste de tipos y en 2023 serán más visibles los efectos del ajuste en el crecimiento**.

La **severidad de la desaceleración económica sería distinta en función de las geografías, siendo Europa la zona más afectada por la incertidumbre geopolítica y la mayor intensidad de las subidas de los precios energéticos**. Los economistas esperan que Alemania experimente un crecimiento negativo, y los indicadores adelantados ya corroboran esta percepción con múltiples industrias afectadas por la incertidumbre derivada del suministro energético. Las **perspectivas para el crecimiento económico en Reino Unido también tienen un cariz negativo** de cara a los próximos trimestres, tal y cómo reconoció el Banco de Inglaterra en su último informe de política monetaria. Los consumidores europeos han empezado ya a dosificar el gasto discrecional por el encarecimiento del coste de la vida y la confianza de los empresarios ha disminuido a niveles que anticipan recortes futuros en inversión y empleo.

En lo que respecta a la **economía china**, el cambio de enfoque en las políticas del Gobierno de Pekín no tendría un impacto especialmente favorable en el crecimiento a largo plazo. A corto plazo, sin embargo, **la actividad económica podría reaccionar positivamente a medida que las políticas por la Covid se relajen**, el próximo año los promotores inmobiliarios reciban financiación adicional que les permita completar proyectos retrasados, y las autoridades aceleren el ritmo de los estímulos.

El entorno para el crecimiento es adverso por el endurecimiento de las condiciones monetarias y los elevados precios de la energía

Europa sería la región más negativamente afectada

La economía china podría ganar ritmo de actividad en 2023 si se relajan las restricciones a la movilidad y se estimula al sector inmobiliario

Escenario macroeconómico del consenso de analistas de Bloomberg

Fuente: Bloomberg Economic Forecasts Consensus (EFCF). Datos a 15/11/2022 (PIB e IPC en tasa promedio anual)

El tensionamiento de las condiciones financieras lastra decisivamente el crecimiento en 2023

	Crecimiento económico (PIB)				Inflación (IPC General)				Desempleo			
	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e
Estados Unidos	5,9%	1,8%	0,4%	1,4%	4,7%	8,1%	4,2%	2,4%	5,4%	3,7%	4,3%	4,7%
China	8,1%	3,3%	4,8%	5,0%	0,9%	2,2%	2,4%	2,1%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%
Japón	1,8%	1,6%	1,4%	1,1%	-0,3%	2,3%	1,6%	0,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%
Zona Euro	5,3%	3,1%	-0,1%	1,5%	2,6%	8,3%	5,6%	2,1%	7,7%	6,8%	7,1%	7,1%
Alemania	2,6%	1,5%	-0,6%	1,5%	3,2%	8,5%	6,2%	2,4%	5,7%	5,3%	5,6%	5,5%
Francia	6,8%	2,5%	0,4%	1,4%	2,1%	5,8%	4,7%	2,1%	7,9%	7,4%	7,6%	7,6%
Reino Unido	8,5%	4,2%	-0,5%	1,1%	2,6%	9,0%	6,3%	2,6%	4,6%	3,8%	4,4%	4,7%
Italia	6,7%	3,4%	0,0%	1,3%	2,0%	8,0%	5,4%	1,9%	9,5%	8,2%	8,5%	8,5%
España	5,5%	4,5%	1,0%	2,0%	3,0%	8,8%	4,5%	2,2%	14,8%	13,0%	13,3%	12,9%
Portugal	5,4%	6,3%	1,0%	2,0%	0,9%	7,6%	4,3%	2,4%	6,6%	6,0%	6,2%	6,1%
Polonia	5,9%	4,0%	1,0%	2,9%	5,1%	14,3%	12,5%	5,9%	3,4%	5,2%	5,5%	5,3%
Brasil	4,8%	2,7%	0,8%	1,9%	8,3%	9,2%	5,0%	3,9%	13,5%	9,5%	9,7%	10,0%
México	4,8%	2,1%	1,2%	2,0%	5,7%	8,0%	5,7%	3,9%	4,1%	3,5%	3,7%	3,5%
Chile	11,7%	2,1%	-0,9%	2,2%	4,5%	11,7%	7,8%	3,6%	9,1%	7,7%	8,3%	7,5%

En lo que respecta a la **economía estadounidense** observamos todavía **cierta resiliencia del consumo privado, auspiciado, en gran medida, por la fortaleza del mercado laboral y el ahorro acumulado**. La pérdida de poder adquisitivo (menor crecimiento de los salarios respecto a la inflación) terminaría haciendo mella en el crecimiento del gasto doméstico, pero la tendencia reciente sigue siendo de fortaleza. Sin embargo, hay **señales claras de desaceleración en el sector residencial** (encarecimiento hipotecas) y en el sector exportador (apreciación del dólar). **No descartamos un escenario de recesión técnica en la segunda mitad de 2023 en la medida en que la Reserva Federal mantenga elevados los tipos de interés**, y ello impacte al consumo y la inversión. Los efectos de las subidas de tipos de interés de la Fed se deberían notar más hacia el segundo trimestre, teniendo en cuenta el efecto retardado de la política monetaria en la actividad. En todo caso, consideramos que la economía estadounidense parte de una situación de fortaleza, y; de producirse una contracción, esta sería moderada en comparación con episodios pasados de recesión.

En definitiva, **nuestro escenario central implica ausencia de crecimiento en los próximos trimestres, con algunos países experimentando episodios de recesión de intensidad moderada**. No contemplamos, sin embargo, un escenario generalizado de recesión y vemos improbable ajustes económicos similares a los ocurridos en la Gran Crisis Financiera (GCF) de 2008 o la tecnológica de 2000. Los principales argumentos que soportan **esta visión de desaceleración, pero no de crisis**, se basan en la **relativa situación de fortaleza tanto del sector privado como del sector bancario**. En el gráfico inferior izquierdo podemos observar un incremento significativo de los **niveles de capitalización del sector bancario** en las principales economías desarrolladas respecto a la situación previa a la GCF. El gráfico de la derecha nos muestra, para el mismo período, que las **familias han reducido su nivel de endeudamiento y tienen una mejor posición financiera** de cara a no tener que realizar ajustes drásticos de su nivel de gasto durante el escenario de desaceleración económica previsto.

En línea con esta visión de desaceleración económica, recomendamos mantener un **perfil moderado de riesgo en la asignación de presupuesto en las carteras durante la primera mitad del ejercicio con posiciones en bonos de gobierno y bonos corporativos de alta calidad**.

La economía en Estados Unidos todavía da señales de fortaleza en el consumo y no esperamos debilidad en el crecimiento hasta el segundo semestre de 2023

Las familias en las economías desarrolladas han reducido su nivel de endeudamiento y disponen de un colchón de ahorro razonable

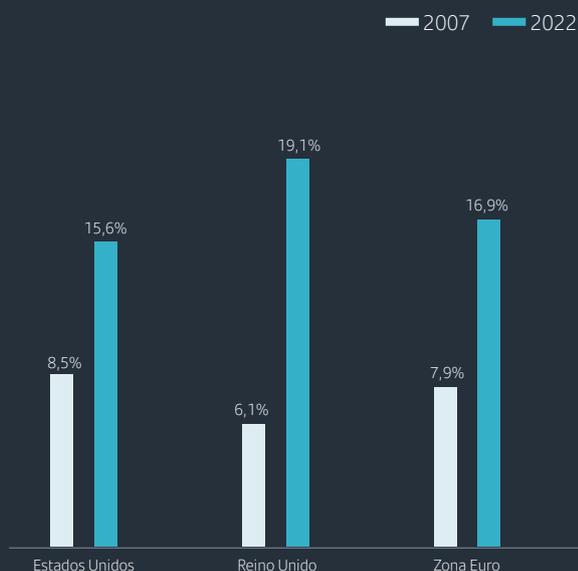
El sector financiero dispone de una muy elevada capitalización de cara a afrontar un deterioro del entorno económico

Disminución del apalancamiento de las familias y mejora en la capitalización de la banca desde 2007

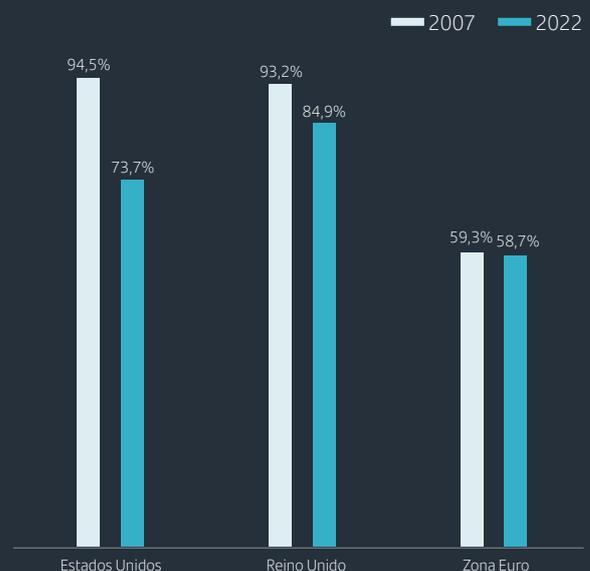
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo y Reserva Federal de Saint Louis

El sector privado y sector bancario parten de una situación de fortaleza financiera

Nivel de capitalización sistemas bancarios (Tier 1 Capital Ratio)



Deuda de los hogares como % de PIB



Consideramos que **habrá oportunidades en la segunda mitad de 2023 para posicionarse más agresivamente en activos cíclicos** (bolsa y bonos corporativos, principalmente), aunque es recomendable esperar a que se confirmen las señales de estabilización de las variables inflación y crecimiento.

Uno de los activos sensibles al ciclo económico que ya ha experimentado un ajuste importante es el de los **bonos corporativos**. En el gráfico inferior se puede observar el rendimiento (*yield*) de la renta fija corporativa en el segmento de mayor calidad (*investment grade* o grado de inversión). La línea azul representa la rentabilidad que ofrece la curva de tipos de bonos gubernamentales (en este caso de Estados Unidos, por ser la curva en US\$). Podemos observar que **el ajuste ha sido muy intenso, por lo que la remuneración por el riesgo de tipo de interés parece adecuada**. La línea roja muestra la prima de riesgo de crédito que remunera al inversor, adicional al tipo libre de riesgo, por la probabilidad de impago de los emisores de los bonos. Si observamos el comportamiento histórico de esta prima de riesgo, comprobamos que existe una elevada correlación con los periodos de desaceleración económica. También podemos comprobar que las primas de riesgo suelen seguir incrementándose durante los periodos en los que los tipos de interés empiezan a descender, debido al deterioro de la actividad económica. En línea con este comportamiento histórico, prevemos que todavía pueda incrementarse el diferencial de prima de riesgo durante los primeros meses de 2023. Ello puede restar algo de recorrido alcista a la rentabilidad de los bonos corporativos de alta calidad crediticia en las fases iniciales de la desaceleración, pero **la suma de los dos rendimientos (tipos gobierno y diferencial de crédito) ofrece un colchón de rentabilidad para mitigar la volatilidad**.

Esta visión positiva en bonos corporativos de alta calidad crediticia no la hacemos todavía extensiva al segmento de **high yield** o al de **emisores de países emergentes**. Este tipo de bonos tienen una mayor sensibilidad al ciclo económico y **pueden experimentar presiones en precios mientras no haya señales claras de que la ralentización económica haya tocado fondo**. En lo que respecta a la inversión en bonos emergentes, estaremos pendientes de que disminuya el grado de apreciación de la divisa estadounidense para posicionarnos con mayor intensidad.

Recomendamos incrementar el riesgo de crédito en las carteras a medida que se produzcan avances en el ajuste monetario

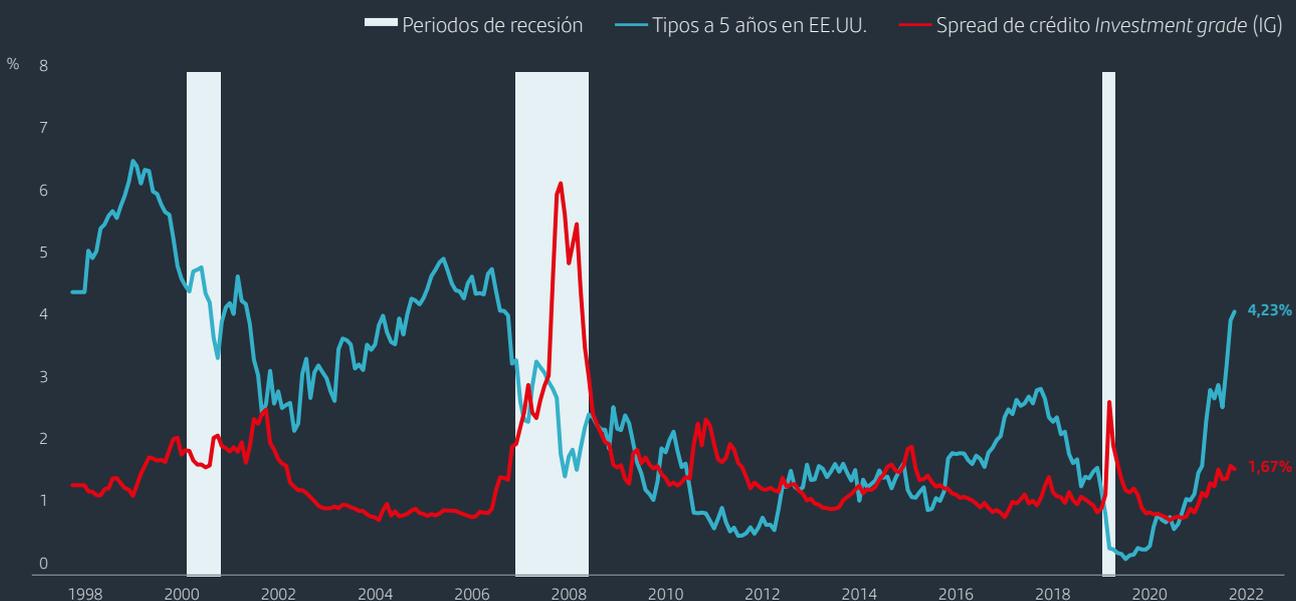
Durante la fase de desaceleración económica la inversión en renta fija con el mejor binomio de rentabilidad riesgo son los bonos corporativos de grado de inversión

El *timing* para posicionarse en *high yield* y bonos emergentes vendrá ligado al cambio de sesgo en política monetaria

El rendimiento de los bonos corporativos se ha elevado notablemente durante el reajuste de tipos

Fuente: Bloomberg. Datos a 15/11/2022

La suma de los ajustes en tipos de interés y en diferenciales de riesgo de crédito permite niveles de rendimiento relativamente elevados



En lo que respecta a la **inversión en renta variable** consideramos razonable aplicar una estrategia similar a la de la renta fija: **partir de un posicionamiento más defensivo para pivotar hacia estrategias con mayor potencial de recuperación en la medida que el efecto de la política monetaria se confirme**. No es descartable que los índices bursátiles experimenten volatilidad y vendrán ocasiones de incrementar el peso. Consideramos que **el hito clave en la recuperación de la renta variable vendrá ligado al momento del pivote de los bancos centrales**. Es probable que la transición de la preocupación por la inflación a la preocupación por el crecimiento esté acompañada de elevada volatilidad hasta que tengamos confirmación de un cambio de sesgo en la política monetaria y visibilidad sobre un escenario de menores tipos de interés.

Otro factor a considerar de cara al *timing* para volver a sobreponderar la renta variable es el relativo al grado de **ajuste en los niveles de valoración de las acciones**. En el gráfico inferior analizamos este ajuste descomponiendo la valoración de la renta variable en sus dos componentes fundamentales: nivel de beneficios y múltiplos de valoración de los beneficios esperados. La parte superior del gráfico muestra la valoración histórica de la bolsa estadounidense como múltiplo de beneficios (ratio PER) y cómo compara con su media histórica. Podemos observar que, después de la corrección en precios ocurrida en 2022, **la renta variable estadounidense ya cotiza a múltiplos de valoración similares a su media histórica**. El panel inferior refleja la evolución del crecimiento de beneficios, pudiéndose observar que, en épocas de recesión económica (zona sombreada), se suele producir una contracción de los beneficios. Vemos probable que se sigan revisando a la baja las expectativas de crecimiento de beneficios en línea con nuestras expectativas de desaceleración económica para 2023. **El factor principal por el que partimos de una posición conservadora en renta variable reside en la percepción de que el ajuste a la baja de las expectativas de beneficios aún es incompleto**.

Los **mercados de renta variable se anticipan y eventualmente reaccionaran positivamente si se confirma que hay progresos en el control de la inflación** y la política monetaria restrictiva confirma su efectividad. A medida que se produzca esta validación, buscaremos oportunidades para aumentar la exposición a la renta variable y posicionarnos para la dinámica del inicio del ciclo

La transición entre la pausa y el pivote de tipos probablemente genere turbulencias y ventanas para incrementar el peso en acciones

La renta variable ya ha ajustado a la baja sus niveles de valoración en línea con el nuevo escenario de tipos de interés

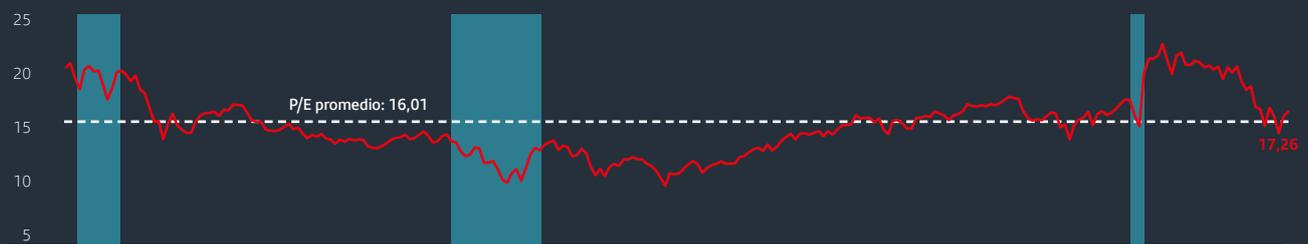
El ajuste de las expectativas de beneficios ha comenzado, pero sería todavía incompleto

Los múltiplos de valoración ya se encuentran en zonas atractivas en comparación con la media histórica

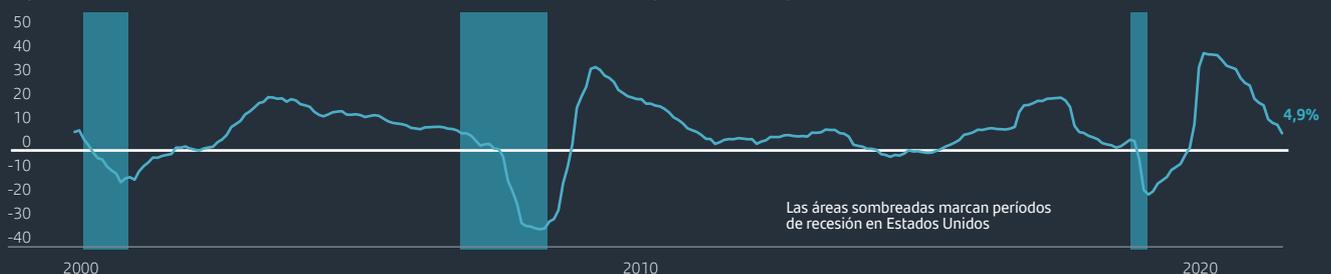
Fuente: Factset. Datos a 15/11/2022

El ajuste de expectativas de beneficios ha comenzado, pero es todavía incompleto

Valoración por múltiplos de beneficios bolsa estadounidense (ratio PER índice S&P 500)



Expectativas de crecimiento interanual de beneficios bolsa estadounidense (índice S&P 500)



de recuperación. El gráfico inferior permite observar como **la rentabilidad a doce meses vista de la inversión en bolsa es muy elevada en los periodos posteriores a los momentos en los que la confianza del consumidor confirma que ha tocado fondo**. El proceso inverso se manifiesta en la rentabilidad posterior a los momentos de pico en optimismo por parte del consumidor.

Adicionalmente, no podemos perder de vista los cambios estructurales que mencionábamos en el primer capítulo respecto a un nuevo equilibrio de inflación en niveles más elevados. Un escenario futuro en donde la media de inflación se sitúe por encima del 2% implica una necesidad de incrementar el nivel neutral de posicionamiento en **activos reales como la renta variable, las infraestructuras y los inmuebles, que se caracterizan por generar rendimientos (alquileres, dividendos, o tarifas) susceptibles de ajustarse con la inflación**. Si bien el posicionamiento de partida para este ejercicio es de cautela recomendamos mantener posiciones en renta variable para los inversores con un horizonte temporal de medio plazo. Tácticamente, a corto plazo consideramos que la renta fija ofrece un mejor binomio de rentabilidad potencial respecto a riesgo asumido, pero con una visión más estratégica aprovecharíamos episodios de volatilidad para incrementar el peso en bolsa. **En un potencial entorno futuro de mayor inflación respecto a la norma de los últimos quince años, preferimos rendimientos reales a nominales y un posicionamiento estructural más constructivo en renta variable que en renta fija.**

El proceso de ajuste va a ser desigual por sectores y geografías por lo que recomendamos una **menor exposición a los sectores más cíclicos** y a economías como la europea en donde existe una mayor probabilidad de escenarios adversos de crecimiento económico y revisión de beneficios. En la selección de compañías mostramos **preferencia por sectores y modelos de negocio con márgenes resilientes a los entornos de desaceleración y sesgo value**.

Anticipamos que los retornos en **inversiones alternativas** durante los próximos trimestres no van a ser inmunes al contexto de subidas de tipos y de deterioro económico, por lo que esperamos ajustes en las valoraciones, pero en menor escala que las inversiones tradicionales, y en línea con el desempeño de la clase de activo en crisis anteriores. Al igual que ha ocurrido en episodios anteriores, estas correcciones mostrarán una enorme dispersión y ello validaría nuestro foco en la selección de los gestores con *track record* más sólido y

No conviene esperar a que la recuperación sea completa para volver a sobreponderar la renta variable

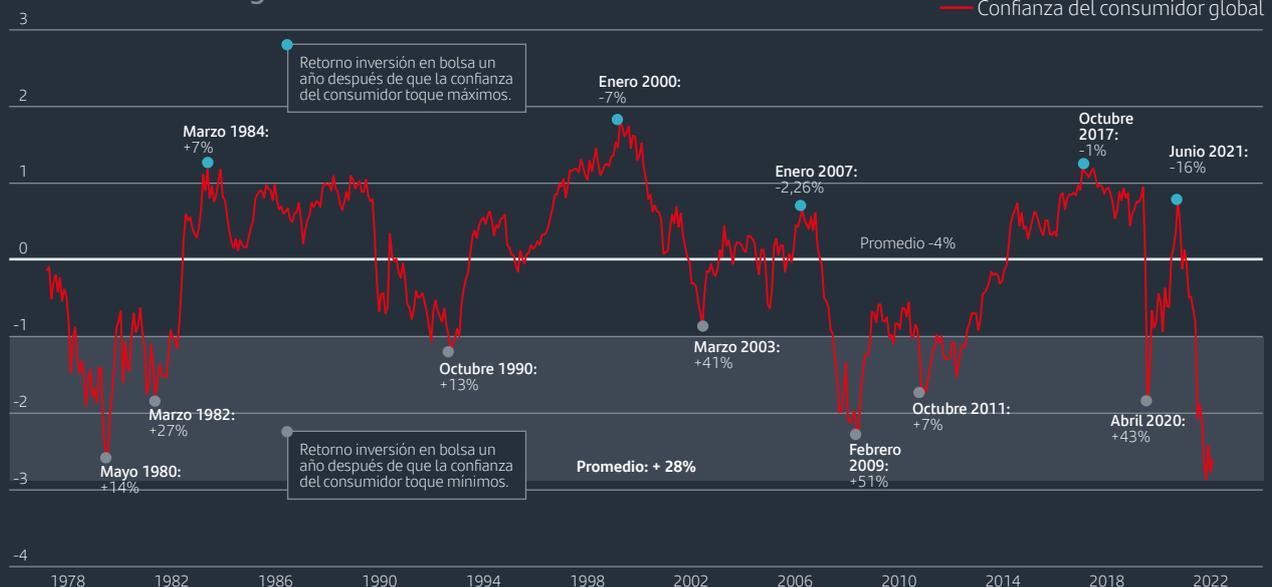
En los momentos extremos, el pesimismo da mejores señales de entrada para el inversor en bolsa que el exceso de optimismo

Los activos reales (bolsa e inmobiliario) son claves en un escenario futuro de mayor inflación estructural

Confianza del consumidor e índice global de renta variable (MSCI World)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Caídas similares de la confianza en el pasado han visto recuperaciones importantes en bolsa en los siguientes 12 meses



experiencia gestionando en momentos de volatilidad y sobre todo centrados en estrategias diversificadas. Los vehículos de *private equity* y *private debt* disponen de elevados niveles de liquidez por lo que pueden beneficiarse de la corrección actual de valoraciones para aprovechar la oportunidad de invertir en compañías atractivas que requieran inyecciones de liquidez. El segmento de crédito privado en particular se está beneficiando de la situación económica con la subida de tipos incrementando las tasas de retorno y a su vez las gestoras exigiendo mayores protecciones en los préstamos para proteger potenciales impagos. Consideramos que las estrategias alternativas de inversión mantienen su **atractivo de largo plazo en su capacidad de diversificar el riesgo y obtener rentabilidades diferenciales**. Los años de ralentización económica suelen ser momentos óptimos para incrementar el posicionamiento y apalancarse en los menores múltiplos de valoración en estrategias de mercado secundario, tácticas (*distressed* y situaciones especiales), crédito privado, y mercado inmobiliario.

Los próximos meses van a requerir mucha atención en los indicadores y la gestión del riesgo, pero este foco en lo inmediato no debe hacernos olvidar el atractivo de posicionarse en activos de elevado crecimiento futuro. Seguimos recomendando un **posicionamiento estratégico en temáticas de innovación**. El entorno inmediato favorece más a las empresas tradicionales con generación de *cashflows* más cercana pero los inversores deben tener un balance entre la visión de corto plazo y las tendencias y oportunidades de largo plazo. La sociedad actual está experimentando un reajuste no sólo en variables monetarias sino también en las prioridades económicas y geopolíticas, y este **cambio de paradigmas está acelerando tendencias de innovación en innumerables campos: transición energética, sostenibilidad alimentaria, seguridad digital o inteligencia artificial**. En un contexto de mayor estabilidad de los tipos de interés, los inversores volverán a enfocarse en el potencial de las empresas innovadoras para generar crecimiento independientemente del ciclo. Destacamos en particular el **potencial de crecimiento en energías renovables dada la prioridad de garantizar el suministro energético de una manera sostenible** a nivel global y de forma acelerada en Europa. La innovación en el desarrollo de las energías limpias no sólo ayuda a los objetivos climáticos, sino que ahora se considera una estrategia clave para mejorar la seguridad energética. Los mercados y las economías mundiales se enfrentan a grandes retos pero históricamente la capacidad de reajuste y de innovación de los agentes económicos ha permitido superarlos generando oportunidades de crecimiento.

El mejor punto de entrada en *private equity* coincide con periodos de adverso entorno económico en los que hay un ajuste en múltiplos para comprar empresas

El escenario de reajuste actual no debe hacernos ignorar el potencial de posicionarse en activos de crecimiento

El mundo se enfrenta a retos de gran calado que ofrecen oportunidades de inversión en temáticas de innovación

La sociedad está experimentando nuevos retos que implican un nuevo balance de prioridades

Fuente: *Elaboración propia*

La interacción entre la innovación y las nuevas prioridades generan oportunidades de inversión



Anexo tablas

Rentabilidades de los principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 15 de noviembre de 2022

	Rentabilidades						Rentabilidad anualizada		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,2%	0,6%	1,2%	0,7%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,1%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-17,2%	-4,6%	-1,7%	-0,5%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,7%	-2,9%	-0,1%	1,0%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-8,0%	-1,4%	0,4%	0,6%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-16,9%	-2,9%	0,4%	1,8%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,3%	0,7%	2,6%	4,3%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-15,2%	-5,2%	-1,9%	1,0%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-15,9%	-5,4%	-1,8%	1,3%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,2%	-4,1%	-1,5%	1,0%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,3%	-1,4%	0,5%	3,7%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-17,8%	-4,3%	-0,8%	1,6%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-16,0%	-4,0%	-1,6%	1,2%
MSCI World (USD)	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-17,1%	5,5%	5,8%	7,9%
S&P 500 (USD)	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-16,2%	8,6%	9,3%	11,4%
MSCI Europe (EUR)	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-9,9%	2,2%	2,5%	4,7%
MSCI Emerging Markets (USD)	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,0%	-2,9%	-2,9%	-0,2%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-18,2%	0,8%	0,6%	4,1%
MSCI Latin America (USD)	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	5,5%	-5,8%	-3,4%	-4,4%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unh; ⁽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 15 de noviembre de 2022

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada		
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	2022	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	3.992		1.426		4.766	16,3%	26,9%	-16,2%	8,6%	9,3%	11,4%
	DOW JONES INDUS.	33.593		13.104		36.338	7,2%	18,7%	-7,6%	6,3%	7,6%	10,4%
	NASDAQ	11.358		3.020		15.645	43,6%	21,4%	-27,4%	10,0%	11,1%	14,9%
Europa	Stoxx 50	3.693		2.578		3.818	-8,7%	22,8%	-3,3%	3,4%	3,4%	4,1%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.915		2.603		4.298	-5,1%	21,0%	-8,9%	1,8%	2,0%	4,7%
	España (IBEX 35)	8.188		6.452		11.521	-15,5%	7,9%	-6,0%	-4,0%	-3,9%	0,6%
	Francia(CAC 40)	6.642		3.641		7.153	-7,1%	28,9%	-7,1%	3,8%	4,6%	7,0%
	Alemania (DAX)	14.379		7.612		15.885	3,5%	15,8%	-9,5%	2,8%	2,1%	7,4%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.369		5.577		7.749	-14,3%	14,3%	-0,2%	0,3%	0,0%	2,6%
	Italia (MIB)	24.700		15.239		27.347	-5,4%	23,0%	-9,7%	1,5%	2,2%	5,0%
	Portugal (PSI 20)	5.818		3.945		7.608	-6,1%	13,7%	4,5%	3,4%	2,0%	1,1%
	Suiza (SMI)	11.026		6.822		12.876	0,8%	20,3%	-14,4%	2,3%	3,9%	5,3%
LatAm	México (MEXBOL)	51.656		34.555		56.537	1,2%	20,9%	-3,0%	6,0%	1,6%	2,4%
	Brasil (IBOVESPA)	113.161		40.406		126.802	2,9%	-11,9%	8,0%	2,0%	9,8%	7,2%
	Argentina (MERVAL)	155.159		2.854		155.159	22,9%	63,0%	85,8%	69,5%	42,6%	52,2%
	Chile (IPSA)	5.239		3.439		5.855	-10,5%	3,1%	21,6%	2,5%	-0,1%	2,3%
Asia	Japón (NIKKEI)	27.990		10.395		29.453	16,0%	4,9%	-2,8%	6,3%	4,9%	12,2%
	Hong-Kong (HANG SENG)	18.343		14.687		32.887	-3,4%	-14,1%	-21,6%	-11,3%	-8,7%	-1,4%
	Corea (KOSPI)	2.480		1.755		3.297	30,8%	3,6%	-16,7%	4,7%	-0,3%	2,9%
	India (Sensex)	61.873		18.620		61.981	15,8%	22,0%	6,2%	15,3%	13,6%	12,8%
	China (CSI)	3.866		2.146		5.352	27,2%	-5,2%	-21,7%	-0,1%	-1,0%	5,8%
Mundo	MSCI WORLD	2.678		1.339		3.232	14,1%	20,1%	-17,1%	5,5%	5,8%	7,9%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 15 de noviembre de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			Ratios		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	2022	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	2.678		1.339		3.232	14,1%	20,1%	-17,1%	5,5%	5,8%	7,9%	16,00	2,16
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	1.327		923		1.447	-3,0%	12,6%	-8,3%	1,0%	2,1%	4,3%	12,84	3,81
	MSCI World Momentum	3.221		1.083		3.978	28,3%	14,6%	-17,7%	7,9%	9,1%	12,0%	12,03	2,87
	MSCI World Quality	3.233		1.092		4.058	22,2%	25,7%	-20,3%	8,6%	10,4%	11,9%	19,38	1,81
	MSCI World Minimum Volatility	4.224		1.909		4.730	2,6%	14,3%	-10,7%	2,3%	5,4%	8,5%	18,04	2,43
	MSCI World Value	11.072		5.496		11.827	-1,2%	21,9%	-6,4%	5,1%	5,1%	8,0%	12,11	3,22
	MSCI World Small Cap	584		256		705	16,0%	15,8%	-16,1%	5,6%	5,3%	9,5%	16,09	2,18
	MSCI World Growth	7.242		2.627		9.693	33,8%	21,2%	-25,3%	8,0%	9,5%	11,4%	24,43	1,02
Sector	Energía	473		164		473	-31,5%	40,1%	54,1%	-0,5%	-0,7%	0,1%	7,54	3,73
	Materiales	520		229		590	19,9%	16,3%	-9,4%	13,0%	8,7%	7,5%	11,12	3,79
	Industriales	446		195		509	11,7%	16,6%	-12,5%	9,4%	8,5%	11,0%	17,34	2,14
	Consumo Discrecional	430		158		595	36,6%	17,9%	-27,6%	18,6%	15,4%	15,1%	20,77	1,37
	Consumo Básico	426		210		465	7,8%	13,1%	-8,2%	7,8%	7,2%	8,7%	19,82	2,62
	Salud	478		158		518	13,5%	19,8%	-7,7%	12,8%	12,1%	13,2%	17,11	1,73
	Financiero	233		113		263	-2,8%	27,9%	-9,5%	8,7%	6,4%	9,5%	12,20	3,15
	Tecnología	509		105		682	43,8%	29,8%	-25,4%	25,3%	22,1%	21,3%	23,05	1,02
	Inmobiliario	392		260		517	-5,0%	28,7%	-24,1%	7,6%	7,3%	7,7%	22,72	3,92
	Servicios de comunicación	135		86		220	23,0%	14,4%	-33,7%	12,9%	11,6%	9,4%	15,29	1,60
	Servicios Públicos	300		156		331	4,8%	9,8%	-8,2%	6,3%	6,7%	8,2%	17,69	3,62

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 15 de noviembre de 2022

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	10 años			Variación en pb			Pendiente en pb
		B. Central*	2 años	10 años		Rango últimos 10 años			Mes	Año	A 1 año	
						Mínimo	Rango	Máximo				
Desarrollados												
EEUU	AA+	3,25%	4,34%	3,77%		0,53%		4,05%	-28	226	233	-0,57
Alemania	AAA	0,75%	2,17%	2,11%		-0,70%		2,14%	-3	229	246	-0,06
Francia	AA	0,75%	2,22%	2,60%		-0,40%		2,72%	-8	240	259	0,38
Italia	BBB	0,75%	2,71%	4,06%		0,54%		4,76%	-24	289	309	1,35
España	A	0,75%	2,42%	3,12%		0,05%		5,27%	-10	256	273	0,71
Reino Unido	AA	2,25%	3,10%	3,30%		0,10%		4,09%	-22	232	249	0,19
Grecia	BB+	0,75%	n.d.	4,27%		0,61%		15,42%	-35	293	301	n.d.
Portugal	BBB+	0,75%	2,29%	3,05%		0,03%		7,01%	-10	258	272	0,75
Suiza	AAA	0,50%	0,75%	1,04%		-1,05%		1,19%	-8	120	130	0,29
Polonia	A-	6,75%	6,96%	6,96%		1,15%		8,34%	-138	331	388	0,00
Japón	A+	-0,10%	-0,05%	0,25%		-0,27%		0,86%	0	17	19	0,30
Emergentes												
Brasil	BB-	13,75%	13,15%	12,90%		6,49%		16,51%	102	206	160	-0,25
México	BBB	8,50%	9,80%	9,16%		4,49%		9,85%	-69	159	164	-0,64
Chile	A	10,75%	6,84%	6,60%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC+	75,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	9,00%	11,99%	13,16%		4,85%		13,79%	-63	497	n.d.	1,17
Turquía	B+	12,00%	12,98%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rusia	NR	7,50%	n.d.	n.d.		5,55%		15,99%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China	A+	2,78%	2,16%	2,82%		2,51%		4,58%	17	5	-4	0,66
India	BBB-	5,40%	6,85%	7,26%		5,84%		8,86%	-18	81	93	0,41

* 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 15 de noviembre de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	3 años	5 años	10 años		
EUR/USD	1,0349		0,98		1,39	-9,0%	-2,2%	-2,6%	-2,1%		
EUR/GBP	0,87		0,70		0,92	-3,5%	0,6%	-0,5%	0,8%		
EUR/CHF	0,98		0,97		1,24	6,2%	3,8%	3,6%	2,1%		
EUR/JPY	144		114		148	10,1%	-5,9%	-1,5%	-3,4%		
EUR/PLN	4,73		4,04		4,86	-3,1%	-3,3%	-2,1%	-1,3%		
GBP/USD	1,19		1,12		1,71	-12,3%	-2,7%	-2,1%	-2,8%		
USD/CHF	0,94		0,88		1,03	-3,3%	1,6%	0,9%	0,0%		
USD/JPY	139		87		149	-17,4%	-7,9%	-4,0%	-5,4%		
USD/MXN	19,37		12,13		24,17	6,0%	-0,3%	-0,2%	-3,7%		
USD/ARS	162,12		4,92		162,12	-36,6%	-28,3%	-35,9%	-29,7%		
USD/CLP	887		471		969	-4,0%	-4,3%	-6,6%	-5,9%		
USD/BRL	5,33		1,98		5,75	4,7%	-7,7%	-9,0%	-9,0%		
USD/COP	4.859		1.763		4.940	-16,0%	-11,0%	-9,1%	-9,4%		
USD/CNY	7,05		6,05		7,31	-9,8%	-0,2%	-1,2%	-1,2%		
EUR/SEK	10,85		8,37		10,93	-5,1%	-0,6%	-1,8%	-2,3%		
EUR/NOK	10,35		7,34		11,48	-3,1%	-1,0%	-1,4%	-3,4%		

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	2022	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	93,4		21		120	-23,0%	51,4%	20,6%	13,5%	15,3%	-5,1%
Petróleo (W. Texas)	86,9		19		115	-20,5%	58,7%	12,9%	14,6%	16,0%	0,2%
Oro	1.776,8		1.060		1.971	24,4%	-3,5%	-2,8%	6,6%	11,5%	0,9%
Cobre	8.376,5		4.561		10.375	25,8%	25,2%	-13,8%	12,7%	7,4%	3,1%
Índice CRB	284,4		117		317	-9,7%	38,5%	22,4%	16,3%	14,6%	-1,1%
Rogers International	6,0		3		9	4,1%	47,7%	51,5%	31,4%	25,5%	-2,6%
Soja	124,1		15		244	-8,8%	296,1%	89,7%	87,9%	91,1%	n.d.

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos*

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
RV EE.UU.	S&P 500 TR	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.	38,5% Materias Primas	24,2% Materias Primas
RV Japón	Topix TR	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	28,7% RV EE.UU.	1,1% RV Japón
RV España	Ibex35 TR	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	23,2% RV Europa	-0,1% Liquidez
RV Emergentes	MSCI EM TR	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	21,8% RV Mundial	-2,9% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	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	7,4% RV Japón	12,7% RV Japón	-6,7% RV Europa
Materias Primas	Commodity RB TR	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	10,8% RV España	-13,7% IG Europa
RV Mundial	MSCI World TR	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	1,4% HY Global	-14,6% HY Global
IG Europa	ERLO TR	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	-0,5% Liquidez	-15,0% Gobierno España
Liquidez EUR	Eonia TR	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	-1,1% IG Europa	-15,1% RV EE.UU.
HY Global	HW00 TR	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	-2,50% RV Emergente	-15,4% Gobierno Zona Euro
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	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	-2,7% Gobierno Zona Euro	-15,9% RV Mundial
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-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	-3,1% Gobierno España	-20,03% RV Emergente

+
Rentabilidad
↓

*Datos a 15 de noviembre de 2022.

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

 Mario Felisberto

 Rafael Buerba

 Szymon Borawski-Reks

 Diego Ceballos

 Cristian Brau

 José Mazoy

 Haydn Davies

 Francisco Simón, CFA

 Delfina Pérez, 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

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

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

