

Abril 2021

# Informe trimestral

## La recuperación abre el debate sobre los tipos

El esperado momento de la inmunización amplia de la población empieza a ser una realidad cercana. La vuelta a la normalidad será a distintas velocidades según los países debido a la disparidad en el proceso de vacunación y en la capacidad de estímulo fiscal y monetario. Las dos principales economías mundiales (Estados Unidos y China) están destacando por el lado positivo con fuertes revisiones al alza del crecimiento para 2021.

La confirmación de la fortaleza de la recuperación se evidencia en las encuestas de confianza empresarial y ha provocado tensiones en los mercados de renta fija. El escenario perfecto para los inversores (salida de la crisis y ayudas fiscales para los activos de riesgo y, bajos tipos de interés para los activos conservadores de renta fija) se empieza a deteriorar al descontarse la menor necesidad de mantener los tipos de interés en niveles mínimos durante tanto tiempo.

Analizamos en el informe el comportamiento de las acciones en periodos de reflación y reactivación económica y, confirmamos que el escenario sigue siendo propicio para mantener una preferencia por los activos de crédito y bolsa respecto a la liquidez y los bonos de largo plazo. Seguimos recomendando carteras de inversión con sensibilidad a la recuperación económica, la rotación cíclica y la cobertura ante una mayor inflación.

# Mensajes clave 2T 2021

## Recuperación récord aunque desigual

El escenario positivo de recuperación económica se ha visto reforzado por dos factores: eficacia de las vacunas y ampliación de programas de estímulos fiscales. Esperamos que el crecimiento económico mundial en 2021 sea la cifra más elevada de las últimas décadas.

## El mercado empieza a cuestionar el nivel de tipos de interés

Los bancos centrales de las economías desarrolladas reiteran su compromiso de mantener los tipos bajos hasta que la recuperación sea completa. El mercado empieza a pensar en que el momento del abandono de los estímulos se acerca y las curvas empiezan a descontar subidas (y a materializarse en países del bloque emergente como Brasil). La inflación repuntará con fuerza en los próximos meses pero de forma coyuntural.

## Rotación cíclica y reflación

Un entorno de fuerte crecimiento de las economías y de los beneficios empresariales unido a un (todavía) entorno de bajos tipos de interés sigue siendo favorable para los activos de riesgo. Mantenemos un sesgo cíclico en crédito y en la rotación sectorial hacia valores sensibles a la recuperación de la actividad. Consideramos un tensionamiento monetario extremo como el mayor riesgo para este escenario.

# 01 Recuperación récord aunque desigual

El entorno de recuperación económica que definimos como escenario central de cara a 2021 se está viendo confirmado, a pesar de los sucesivos episodios de olas de propagación del virus en multitud de geografías.

**El factor diferencial está siendo el éxito demostrado por las vacunas en la inmunización de la población y, en particular, de los sectores más vulnerables.** La disponibilidad de vacunas y el proceso de administración están siendo muy dispares en las distintas geografías aunque, sin duda, se trata de un éxito sin precedentes en cuanto a la rapidez y oferta amplia de vacunas efectivas.

**El Reino Unido y Estados Unidos son los países en los que el proceso de vacunación para la población en riesgo (mayores de 65 años) está más avanzado. Eso va a permitirles una relajación de las medidas de confinamiento más acelerada durante el segundo trimestre de 2021 y, por tanto, un mayor crecimiento económico en este ejercicio.** Los datos de la Unión Europea muestran un retraso considerable en este inicio de ejercicio pero esperamos una aceleración importante a lo largo del segundo trimestre y, en consecuencia una reapertura escalonada a lo largo del tercer trimestre. En Latinoamérica, y en numerosos países del bloque emergente, el retraso en el proceso de vacunación es mucho mayor (con la notable excepción de Chile) y ello tendría implicaciones económicas. México y Brasil están sufriendo una nueva ola de contagios de especial intensidad, lo cual está reduciendo los índices de movilidad, y se esperan muy bajos niveles de actividad económica en el segundo y tercer trimestre.

**Las vacunas, por ende, están siendo la clave y la mejor noticia de este inicio de año junto con el compromiso de las autoridades en seguir apoyando con estímulos fiscales a las familias y empresas durante este duro y complejo proceso de normalización.**

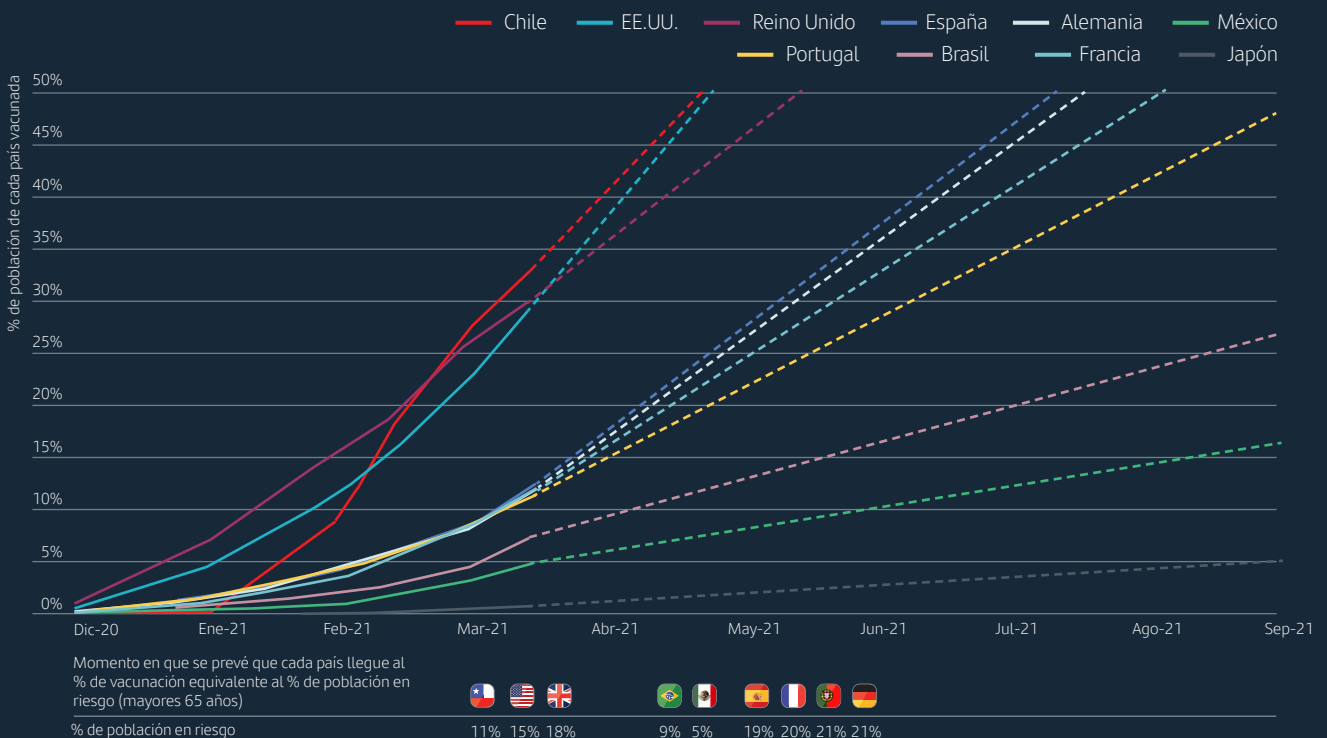
La gran noticia en 2021 es la alta eficacia de las vacunas que ha permitido una mejora en la tensión hospitalaria

El ritmo de la recuperación económica en cada país está íntimamente ligado a cómo se está llevando a cabo el proceso de vacunación

## Evolución de la vacunación

Fuente: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations> y elaboración propia

El objetivo de vacunar al 100% de la población en riesgo está cercano en muchos países



Las diferencias en el tamaño de los paquetes fiscales donde, durante 2020, algunos países tomaron medidas sin precedentes, también están siendo determinantes a la hora de fijar la velocidad y vigorosidad de la recuperación. **Estos programas han permitido hasta el momento contrarrestar en parte el efecto negativo causado por los confinamientos.** El FMI estima que, de no haberse implementado estas extraordinarias políticas, la contracción en el crecimiento hubiese sido hasta tres veces mayor y la destrucción de empleo también se habría incrementado.

**En el plano de las ayudas fiscales Estados Unidos está teniendo un especial protagonismo** al haber puesto en práctica el nuevo gobierno demócrata muchas de las promesas electorales del presidente Biden. El 11 de marzo, el Senado ratificó la aprobación del ARPA (American Rescue Plan Act) a través del cual se conceden ayudas por importe de 1,9 Billones de US\$ (8,5% PIB de Estados Unidos). Este programa se suma al anunciado en diciembre todavía bajo la presidencia de Trump por importe de 0,9 Bn\$ y al CARES Act que supuso una inyección de alrededor de 2,2 billones durante 2020. Japón y el Reino Unido también han aprobado programas adicionales.

La otra cara de la moneda, como se puede observar en el gráfico inferior, es que el **mayor estímulo fiscal unido a una menor recaudación de impuestos, como consecuencia del parón de la actividad económica, ha generado en 2020 un nivel de déficit importante en todas las economías**, más si se compara con los datos de un año "normal" como fue 2019. Países como Estados Unidos, con programas de estímulo adicionales, seguirán en la línea de altos niveles de déficit, al menos en el año en curso.

La evolución del consenso de estimaciones de crecimiento económico para el presente ejercicio se divide en dos bloques bien diferenciados. En un primer bloque están el grupo de países que han tenido éxito en el conjunto de las **tres variables críticas en la reapertura:**

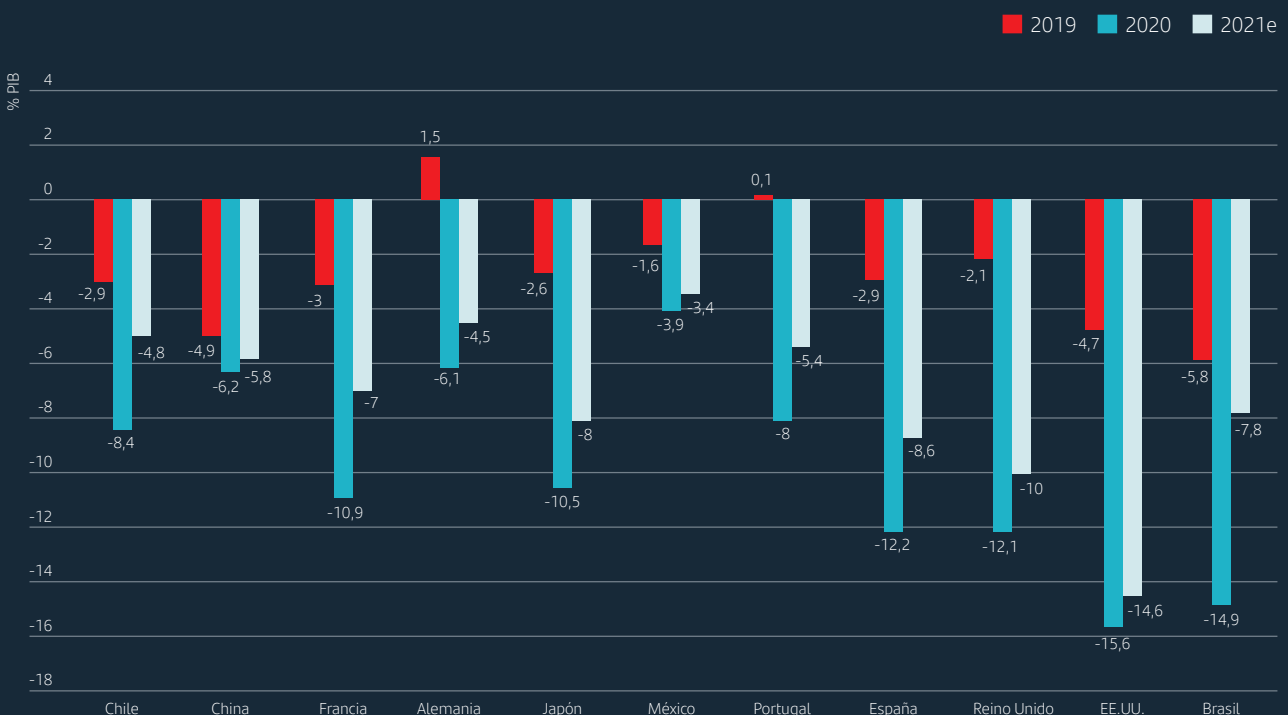
Los programas de estímulo fiscal también han demostrado su eficacia a la hora de inmunizar a la economía de los efectos negativos del confinamiento

El cambio de gobierno en Estados Unidos ha implicado una mayor dosis de gasto y estímulos fiscales

## Deficit fiscal

Fuente: FMI WEO Abril 2021 y elaboración propia.

La gran cantidad de estímulos fiscales implica un crecimiento del déficit importante



- **Capacidad de contención de la propagación del virus**, vertiente en la que destacan China o Corea del Sur.
- Grado de avance en el proceso de **aprovisionamiento de vacunas y de inmunización de la población**, aspecto en el que destacan Estados Unidos, Chile o el Reino Unido.
- **Cuantía y rapidez en la puesta en marcha de planes de estímulos fiscales para mitigar el impacto del confinamiento** en los agentes económicos, aspecto en el que vuelve a destacar Estados Unidos.

La combinación de las variables anteriores nos lleva a que, a **nivel global, los diferentes indicadores económicos**, tanto los de la economía real (producción industrial, comercio internacional, ventas al por menor) como los de confianza, han experimentado subidas vertiginosas que **indican que el crecimiento en los próximos trimestres, y en este año 2021, sería el mayor de la historia, después de una fuerte contracción económica inducida por la pandemia, la mayor de la historia económica moderna también.**

En el gráfico inferior se puede observar **cómo el grado de avance en la vacunación y la velocidad del proceso han permitido revisiones importantes del crecimiento.** El caso de Chile, que ha empezado a vacunar un mes más tarde que los diferentes países europeos, es una clara muestra. Esperamos una aceleración en las revisiones de crecimiento de Estados Unidos por parte del consenso de economistas hasta los niveles estimados por la Fed en su última reunión (6,5%). También esperamos que continúen al alza las revisiones de crecimiento en el Reino Unido y más adelante en el tercer trimestre llegue la confirmación de la recuperación a la zona Euro.

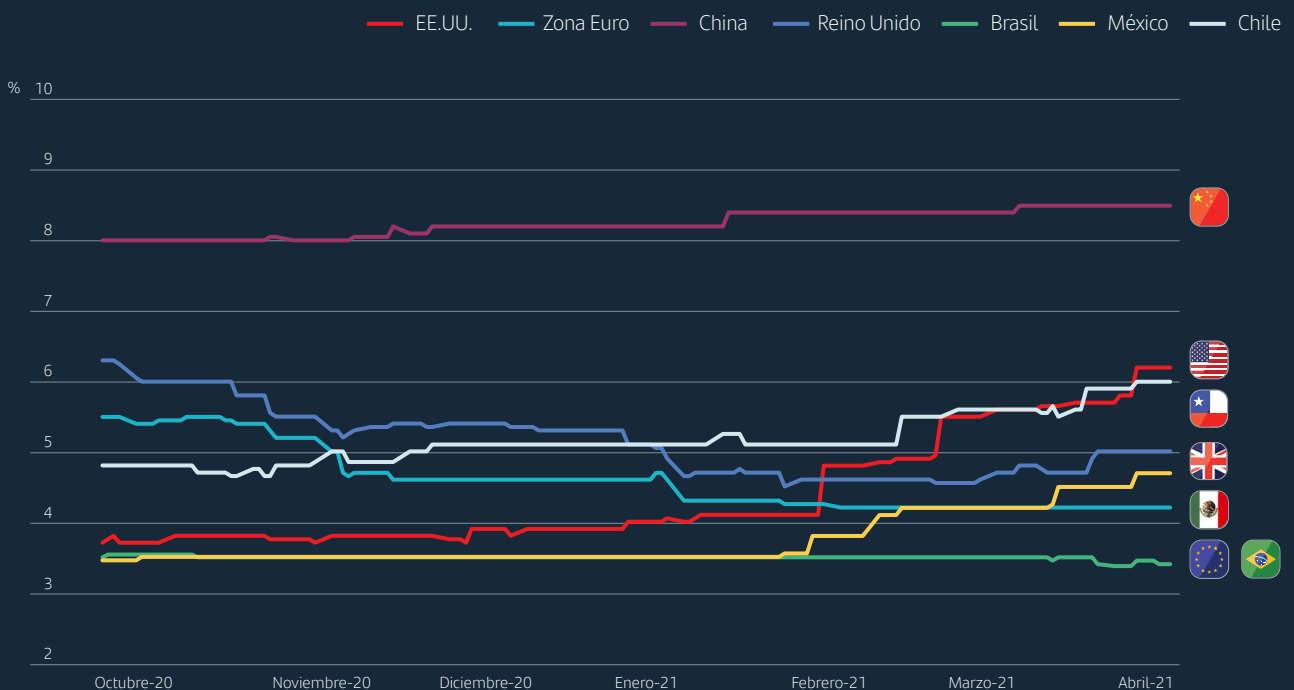
La velocidad de recuperación es dispar en función del éxito en tres variables: contención de la pandemia, vacunación y gasto fiscal

Las estimaciones de crecimiento han aumentado para aquellos países que han gestionado mejor la crisis: China y Estados Unidos

## Expectativas de crecimiento del PIB 2021

Fuente: Consenso de analistas Bloomberg y elaboración propia

La velocidad en el proceso de vacunación mejora las perspectivas de crecimiento



Un crecimiento muy significativo como el que se está esperando para este año, aparte de los factores que mencionamos anteriormente, todos relacionados con enfrentar los efectos negativos de la pandemia, se debe en gran parte al efecto base que se produce por contraposición a la caída pronunciada en el año anterior. **Un hito importante a considerar es cuándo se espera que las economías recuperen los niveles previos a la pandemia.** China, el primer país afectado por la misma ha sido también el primero en recuperar los niveles de actividad pre-pandemia, teniendo la caída una duración muy limitada.

Países como Chile o Estados Unidos recuperarían esos niveles en la primera mitad de 2021; se espera que otros países lo hagan en la segunda mitad de este año, y países como España, Portugal o México, en el mejor de los casos volverían a los niveles de actividad de final de 2019 hacia el final de 2022. **Durante el 2020, hubo un intenso debate sobre la forma de la recuperación y si iba a tener parecido a una "V", "U" o "L". Finalmente, la recuperación a nivel global parece ser más parecida a una "V" dada la rapidez con la que se ha producido en las principales economías (China y Estados Unidos).**

**El FMI, en su publicación del *World Economic Outlook* del mes de abril de 2021, ha revisado al alza la estimación de crecimiento para este año en 0,5 puntos porcentuales hasta un 6,0%** y en 0,2 pp adicionales para el año 2022. Por su parte, la OCDE en su publicación *OECD Economic Outlook, Interim Report March 2021* también ha incrementado en más de un 1 pp, su previsión para el crecimiento mundial hasta el 5,6%. Se trata de registros históricos en crecimiento anual para la economía mundial. Y, como hemos comentado, las diferencias entre unos y otros países son marcadas.

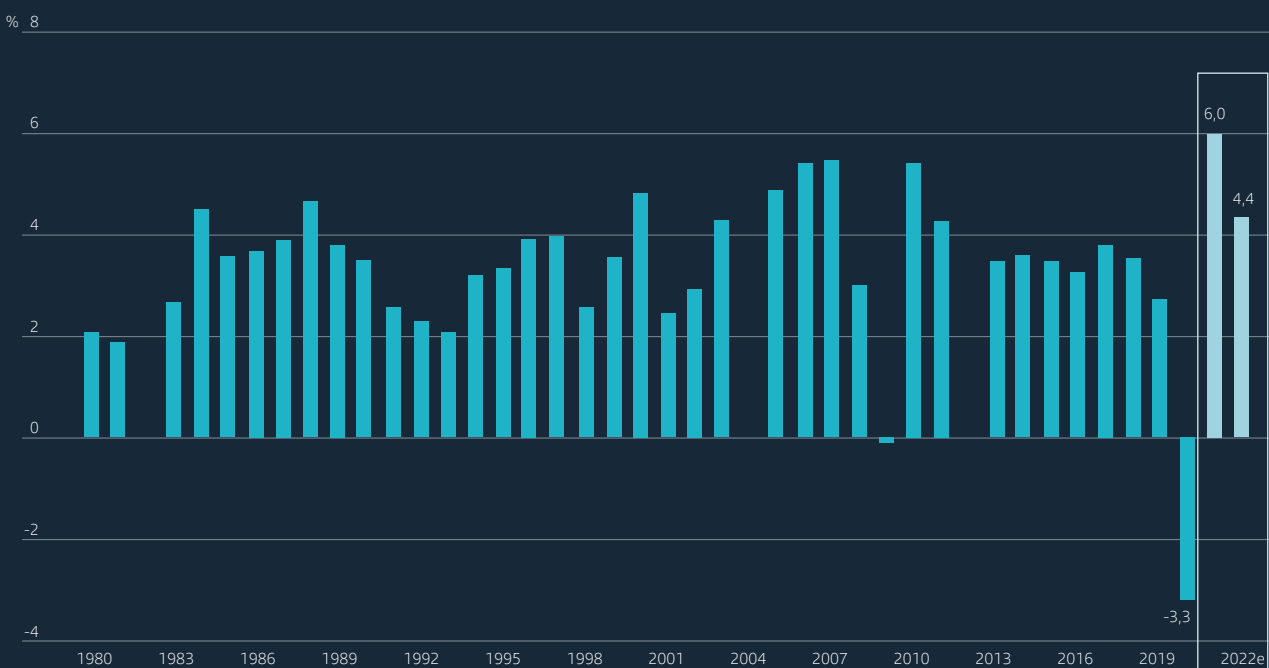
**Alta convicción en la recuperación.** Los niveles record en los índices de confianza empresarial y el colchón de ahorro financiero de los hogares suponen un apoyo enorme al crecimiento en el corto plazo

Los niveles de crecimiento esperados para 2021 son los más elevados para la economía mundial en su conjunto desde que el FMI empezó a publicar series en 1980

## Crecimiento económico mundial

Fuente: FMI *World Economic Outlook* Abril 2021

El crecimiento esperado para 2021 es el más elevado, por lo menos, de los últimos 40 años



## 02 El mercado empieza a cuestionar el nivel de tipos de interés

**Este ciclo de recuperación económica tiene una naturaleza muy distinta** a la de los ciclos tradicionales debido a su génesis (sanitaria versus desequilibrios de índole financiera o macroeconómica) y a la dimensión de las medidas de estímulos aplicadas. Es por ello que, **el proceso de recuperación sería mucho más rápido que en ciclos anteriores y**, una vez se produzca la inmunización el sector servicios es probable que recupere con igual vigor que como lo ha hecho el sector industrial. Un ejemplo muy claro lo hemos podido observar en la evolución de la economía china, y algo similar se espera que ocurra en el segundo trimestre en la economía estadounidense. En el caso de Estados Unidos, la recuperación del consumo cuenta con el apoyo del excelente colchón financiero de las familias norteamericanas que han podido incrementar sus tasas de ahorro de forma significativa por el efecto combinado de dos factores: gasto no realizado por las medidas de restricción y ayudas fiscales directas recibidas por parte del Tesoro.

**Los expertos económicos se cuestionan el efecto en la inflación de esta acumulación de demanda no satisfecha una vez se liberen las restricciones.** Las estadísticas de inflación en los próximos meses van a experimentar un repunte estacional muy significativo como resultado del efecto base de la comparación con los deprimidos datos del segundo trimestre de 2020 y el efecto del encarecimiento de las materias primas y del petróleo en particular.

Esta preocupación por la evolución futura de los precios ha provocado un cambio radical en las previsiones de inflación implícitas en los mercados de bonos (los denominados *break-even* de inflación). El tensionamiento ha sido especialmente importante en las economías desarrolladas, donde el proceso de vacunación avanza de manera más fluida y, en particular, de Estados Unidos tal y como se puede observar en el siguiente gráfico donde

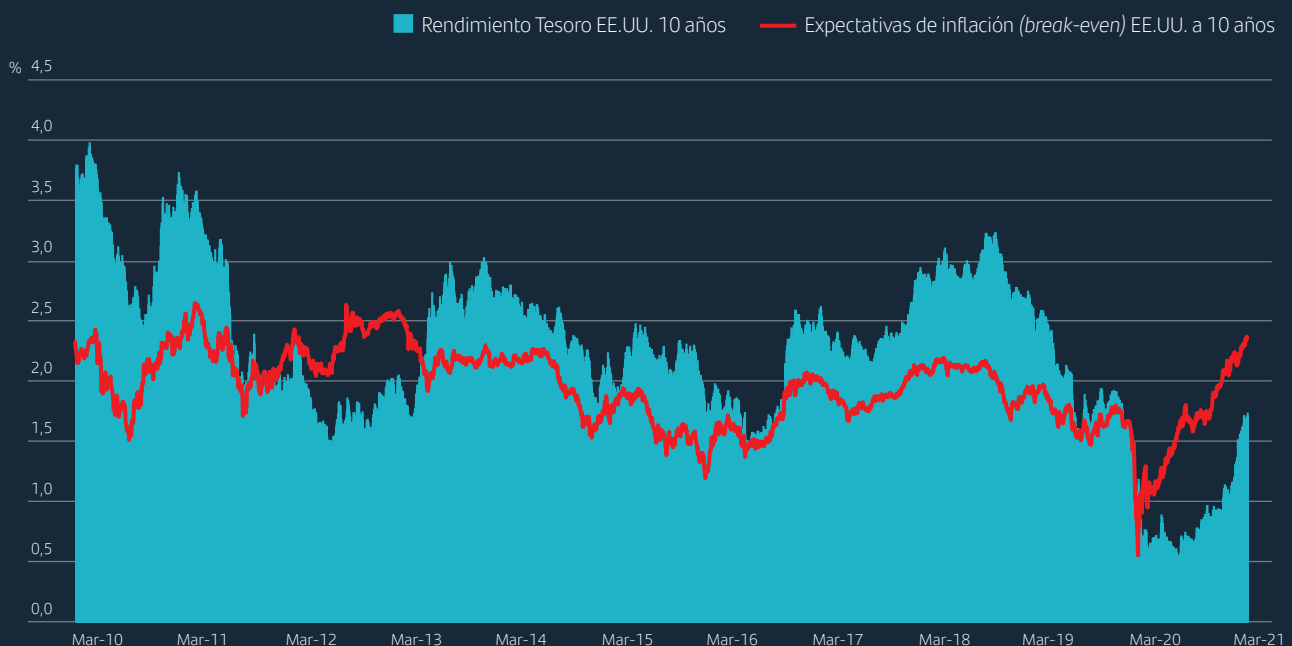
Las expectativas de inflación empiezan a normalizarse como resultado de la reapertura de la actividad económica y las expectativas de levantamiento de restricciones

La curva de tipos de interés empieza también a normalizarse en paralelo con subidas en los tramos largos y un incremento en la pendiente de la curva

### Comienzo de la normalización del mercado de renta fija en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

El alivio por la recuperación se traduce en reflación y cierta tensión monetaria



### el repunte de las expectativas de inflación ha sido acompañado por un incremento en los tipos de interés nominales de largo plazo.

Si bien coincidimos en la evolución marcadamente al alza de la inflación en el corto plazo, consideramos que este repunte será puntual y que no es probable que se produzca un cambio radical en el equilibrio de los niveles de precios. **La recuperación de las expectativas de inflación ha venido por la mejora macroeconómica**, el aumento del precio de las *commodities* y las restricciones de oferta en el sector industrial. A medida que se normalice el crecimiento, asistiríamos a una estabilización en las expectativas de precios en niveles cercanos al 2,5% (máximos de los últimos 25 años). En el siguiente gráfico podemos ver cómo las expectativas de inflación (*breakeven*) a medio plazo hacen que los inversores demanden una prima temporal incrementando las rentabilidades de la deuda a largo plazo con respecto a la de corto plazo (la pendiente). Es el caso en Estados Unidos, en donde la pendiente se ha empinado como respuesta a las mejores perspectivas económicas, y el breakeven de inflación ha reaccionado en consecuencia.

En el caso de Brasil, por el contrario, hay presiones inflacionistas reales que han forzado al banco central a subir tipos a pesar de que la recuperación económica y el proceso de vacunación están en entredicho.

Una parte de la comunidad de expertos económicos ha expresado su preocupación respecto a que el nivel de soporte fiscal está siendo excesivo en la economía estadounidense y que ello puede derivar en un sobrecalentamiento. Consideramos que este riesgo no es elevado al constatar que **el nivel de ocupación de las principales economías está todavía alejado de los niveles promedio de las últimas décadas** y, por tanto, no existen cuellos de botella que generen tensiones inflacionistas en las economías desarrolladas. **Esperamos que las estadísticas de inflación se moderen significativamente después del verano** y nos situemos para final de año en niveles promedio anual alrededor del 2% en Estados Unidos y del 1% en la zona Euro.

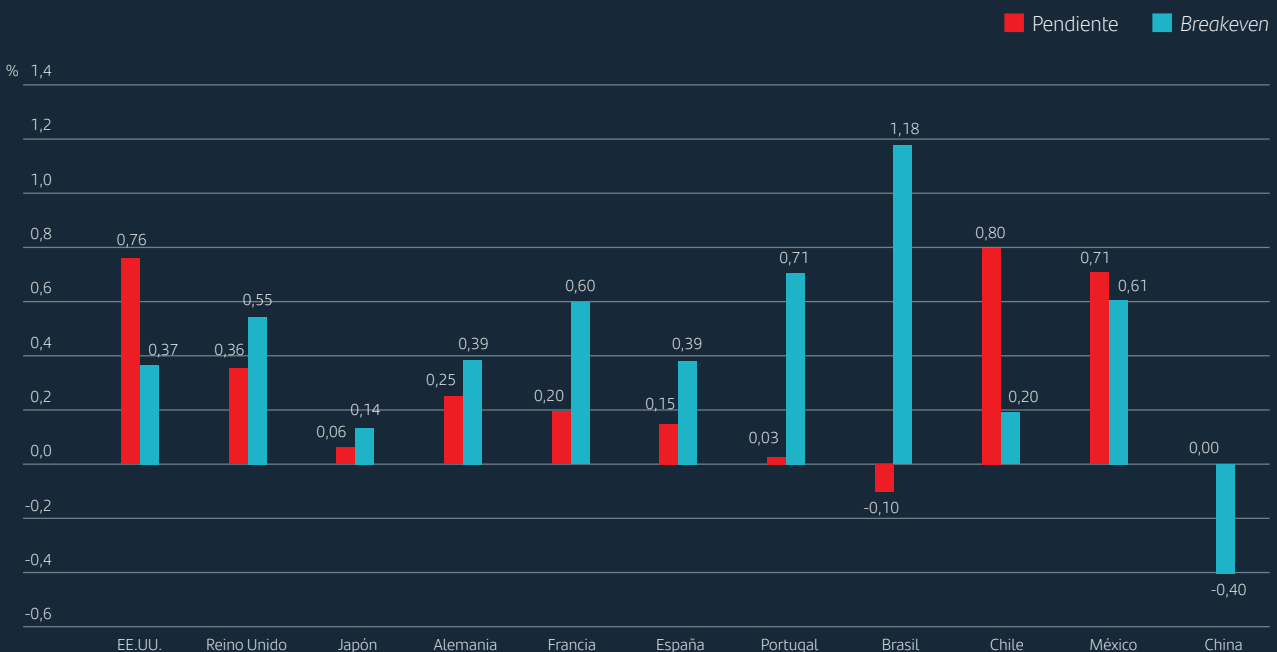
Consideramos que el repunte inflacionista tendrá carácter coyuntural y tenderá a estabilizarse a final de año

Existe elevada capacidad ociosa en Estados Unidos y la zona Euro, y los bancos centrales han dado un mensaje de priorizar la recuperación económica frente al control de precios

### Variación del breakeven de inflación\* vs variación de la pendiente de la curva de tipos (10-2 años, pb)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia (periodo 1T 2021).

#### La inversión en renta fija se enfrenta a las subidas de tipos e inflación



\* Francia, Portugal, México y China: var. de la inflación interanual.



**Las autoridades monetarias del G-4 (Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Japón y Banco de Inglaterra) han reafirmado, sin embargo, su compromiso de mantener los tipos de interés en niveles mínimos hasta que la recuperación sea completa.** En concreto, Jerome Powell y el Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed fueron muy explícitos en su reunión del mes de marzo en su mensaje de aplazar cualquier subida de tipos hasta 2023. El siguiente gráfico muestra el cambio en la proyección media de los miembros de la Fed entre las actas de la reunión de marzo y las del pasado diciembre. Se observa cómo la visión de la autoridad monetaria está cambiando hacia un escenario de crecimiento económico mucho más robusto para 2021 con la consiguiente mejora en los niveles de desempleo y un moderado repunte de la inflación. El mercado, no obstante, hace una lectura distinta de este cuadro macroeconómico en clave de tipos de interés oficiales y empieza a cuestionar la paciencia de la Reserva Federal a la hora de empezar a elevar los tipos de corto plazo. De hecho, **los futuros empiezan a considerar subidas a partir de diciembre de 2022 y sitúan los tipos de la Fed en el 1,1% a cierre de 2023, contradiciendo el "guidance" de la Fed.**

Las actas de la Fed y las declaraciones de sus dirigentes han tranquilizado en las últimas semanas al mercado respecto a que es demasiado prematuro pensar en un repunte sostenido de la inflación y que existe un compromiso firme de mantener unas condiciones monetarias expansivas hasta que el empleo se recupere totalmente del *shock* derivado de la pandemia. Si bien la ratio de desempleo ya se ha situado cerca del 6%, todavía está un 2,5% por encima de los niveles pre-COVID con un impacto mayor en los trabajadores no cualificados. La media de creación de empleo en el primer trimestre en Estados Unidos ha sido ligeramente superior a 500mil por mes, lo cual implicaría **al menos seis trimestres de crecimiento similar para recuperar los 9,5 millones de puestos de empleo perdidos por el impacto de la crisis sanitaria.** La Fed se enfrenta a una tarea compleja si quiere postergar las subidas de tipos en un entorno económico tan positivo como el que plantea.

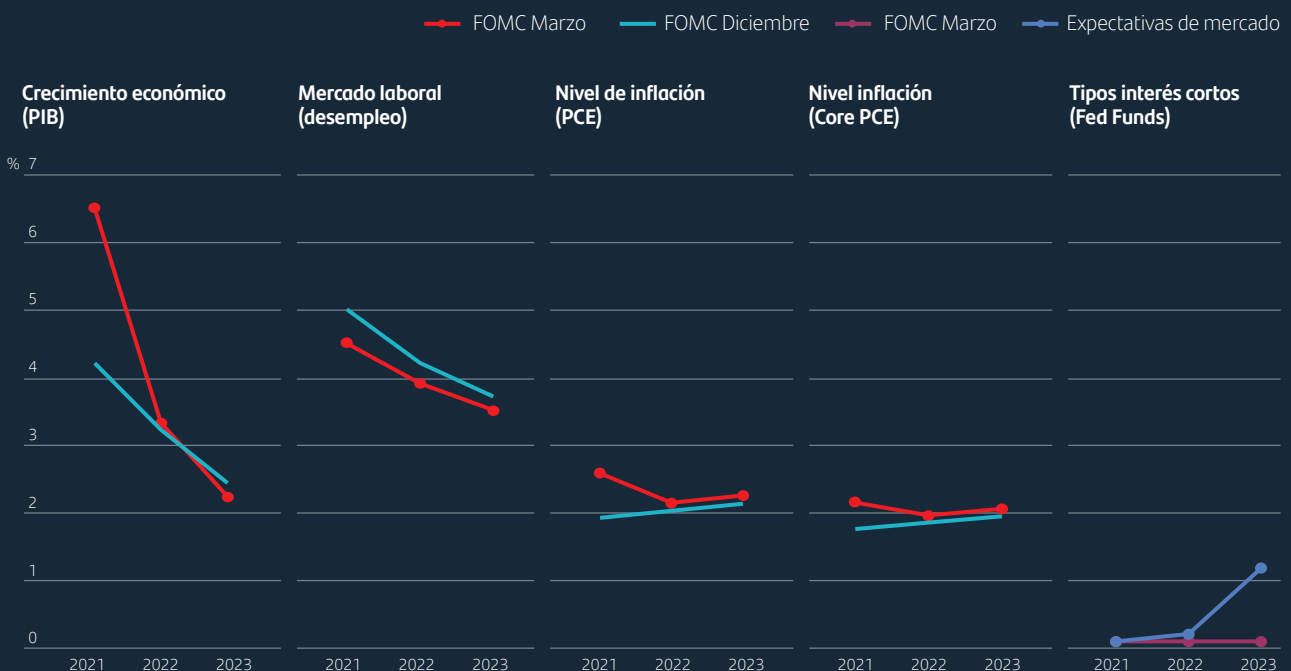
Los tipos de interés de intervención de la Fed y el BCE permanecerían anclados en niveles ultralaxos en este ejercicio pero el sesgo monetario tendería a normalizarse

La Reserva Federal se enfrenta al reto de transmitir al mercado el *tapering* (retirada progresiva de los estímulos económicos) del QE a finales de 2021 y el *timing* de la primera subida en el segundo semestre de 2022

## Proyecciones de la Reserva Federal del FOMC de marzo

Fuente: Reserva Federal y elaboración propia.

El mercado empieza a descontar subidas de tipos en 2022. La FED todavía no



A medio plazo no proyectamos una inflación en las economías desarrolladas como la que se experimentó en la década de los 70 del siglo pasado porque tanto el mercado laboral como la economía en su conjunto todavía se encuentran en niveles alejados de su máxima capacidad. Vemos poco probable una inflación persistentemente alta si la economía tiene recursos ociosos para ser utilizados.

**La situación en Latinoamérica y algunos países emergentes como Turquía es más compleja por el lado del tensionamiento monetario.** En Brasil, el aumento del precio del petróleo y la depreciación de la divisa están presionando insistentemente la inflación al alza. El movimiento alcista de los tipos de interés en estos países añade un componente de preocupación por las derivadas en el coste de financiación de la elevada deuda pública. La reciente bajada de *rating* a Chile (AA- a A+) y el cambio de *outlook* a Colombia, poniendo en riesgo su grado de inversión por parte de S&P, dan muestras del impacto negativo del apalancamiento en las finanzas públicas.

Mantenemos nuestro escenario de niveles en mínimos de los tipos de interés en la zona Euro y Estados Unidos de cara a los próximos meses, y un tensionamiento moderado de las pendientes de las curvas y las expectativas de inflación en la medida en que los rendimientos de los bonos y las estimaciones de crecimiento se mueven al alza en paralelo.

Consideramos natural este proceso de normalización de los tipos de interés al estar basado en una mejora generalizada en las expectativas de crecimiento global y de Estados Unidos en particular. El repunte inflacionista es muy probable que tenga un efecto temporal dado el exceso de capacidad ociosa existente en la economía. **Las autoridades monetarias tendrán que ser especialmente cuidadosas en su política de comunicación para que el mercado asimile que la retirada de los estímulos y las subidas de tipos de interés son un proceso natural derivado de la maduración del ciclo económico.**

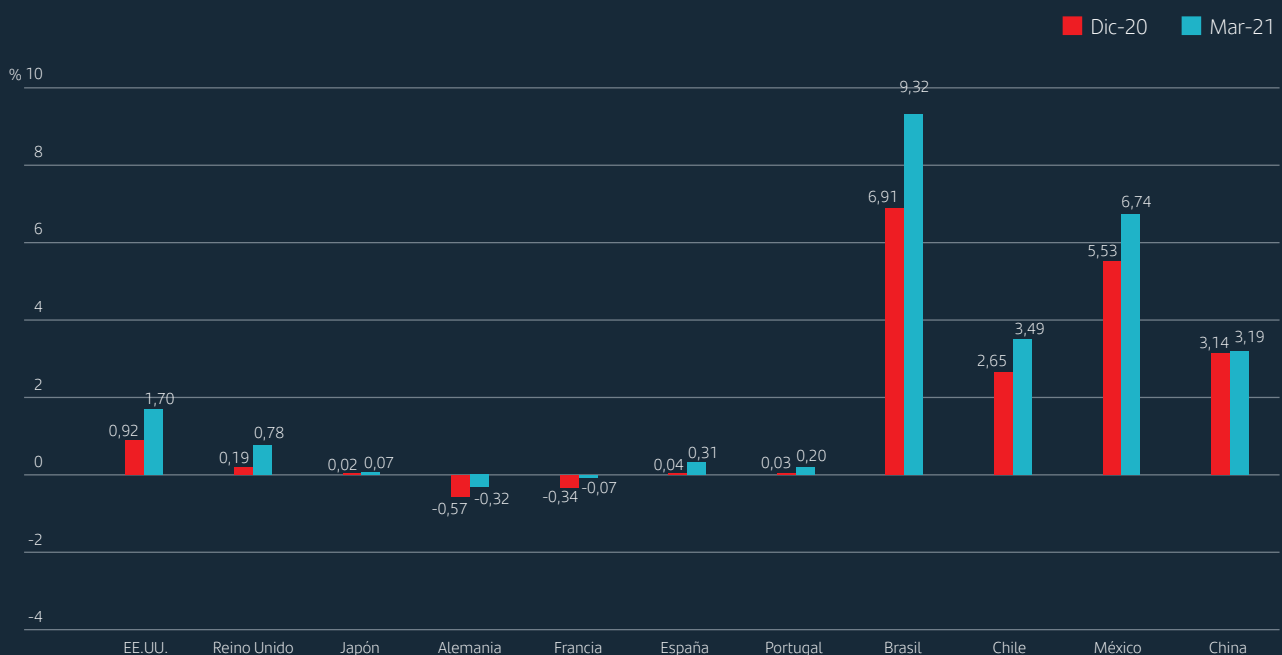
Los bancos centrales de países emergentes tienen menos margen de maniobra para postergar las subidas de tipos frente a repuntes en la inflación

La aceleración del crecimiento tiene como contrapartida un acortamiento del período en el que el mercado tiene el apoyo de los bajos tipos de interés

## Tipos de interés de los bonos de gobiernos a 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

El repunte de los tipos de interés es más preocupante en las economías emergentes



## 03 Rotación cíclica y reflación

El comportamiento del mercado durante el final de 2020 y primer trimestre de 2021 se ha ajustado al clásico guion de una recuperación post-crisis. Tal como vimos en la sección anterior, las curvas de tipos de interés han repuntado en sus tramos largos al considerar los agentes económicos que el periodo en el cual los bancos centrales van a mantener los tipos de interés en niveles extraordinariamente bajos se va a limitar. **Las buenas noticias en clave de recuperación económica implican malas noticias para los tenedores de activos de renta fija de largo plazo dada la inversa relación entre movimientos al alza de los tipos y precios de los bonos.** Como se puede observar en el gráfico inferior, el precio de los bonos de muy largo plazo (representado por el ETF del segmento de US Treasuries de más de 20 años) ha experimentado una de las correcciones a la baja en precios más importantes de la historia con una caída en el primer trimestre superior al 13%. Los índices más amplios de renta fija (que engloban además bonos gubernamentales de menor plazo y bonos corporativos) también han corregido con fuerza y en este sentido el índice Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index ha corregido un 3,4% en el trimestre. Los índices de renta fija en la zona Euro han experimentado un recorte menor por la menor positivación de la curva y por la buena acogida al nuevo gobierno de Mario Draghi en Italia.

**Consideramos que, de cara a los próximos meses, hay que mantener una cierta infrponderación en renta fija de larga duración ante la posibilidad de que sigan repuntando los rendimientos en la parte larga de la curva.** Históricamente, la mejor manera de posicionarse en renta fija durante los escenarios de recuperación post-crisis es a través de los instrumentos que tienen mayor sensibilidad pro-cíclica; en particular, asumiendo mayor riesgo de crédito. En este sentido, seguimos considerando que es conveniente diversificar en el segmento de *high yield* (bonos con calidad crediticia inferior a *investment grade*). Durante el primer trimestre de 2021 este segmento de la renta fija

Mantenemos cautela en los bonos de gobiernos ante el paulatino ajuste estructural a mayores niveles de inflación, crecimiento y menor apoyo de compras de bancos centrales

La búsqueda de activos con sensibilidad a la recuperación del ciclo sigue apoyando la inversión en crédito *high yield*

### Fuerte corrección en los precios de los bonos de largo plazo

Fuente: Bloomberg (NAV ETF iShares Treasury 20+ Year ETF - TLT). Último dato a 19/03/2021

Un trimestre para olvidar para los inversores en bonos de larga duración



fue el único que tuvo rentabilidades positivas y, consideramos probable que se mantenga esta tendencia, si seguimos observando señales de reactivación económica y de menor probabilidad de quiebras empresariales. El posicionamiento en renta fija emergente podría ser una de las oportunidades a explorar de cara a los próximos meses una vez se avance en el proceso de vacunación y se despejen las tensiones monetarias en algunos países como Turquía o Brasil.

El segundo aspecto clave en el posicionamiento de las carteras de inversión reside en si conviene seguir manteniendo una apuesta por la renta variable global en detrimento de la renta fija. **Mantenemos una visión de mayor atractivo relativo de la renta variable a pesar de que el comportamiento durante el trimestre fue especialmente destacado** (el MSCI World se revalorizó un 5%). Durante el mes de marzo, las bolsas experimentaron un repunte en la volatilidad al cuestionarse muchos inversores la **dependencia de su buena evolución de un escenario de bajos tipos de interés**. Si bien el escenario actual tiene aspectos muy diferenciales respecto a anteriores episodios de recuperación de la actividad y la inflación, consideramos que se mantiene la premisa de que un repunte de los tipos de interés ligado a una fase inicial del ciclo y una recuperación sólida de la economía y de los beneficios empresariales configuran un escenario favorable para la inversión en renta variable.

En la siguiente tabla hacemos un análisis histórico del comportamiento de la renta variable en escenarios de repunte de los tipos de interés de largo plazo para el caso de Estados Unidos. Salvo contadas excepciones, **la bolsa estadounidense ha experimentado revalorizaciones positivas (promedio de rentabilidad del 20,9% durante el repunte de tipos y de +7,4% en los 12 meses posteriores) en los episodios en los que los tipos de interés han repuntado más de 1%**. Las excepciones estuvieron relacionadas con momentos de elevada madurez del ciclo y elevados tipos de interés (principios de 2000) o con recuperaciones no consolidadas de crisis económicas (finales de 2001).

La renta variable es el activo con mejor comportamiento en períodos de recuperación pero el repunte de tipos y el menor apoyo monetario implicarían un mayor nivel de volatilidad a futuro

La experiencia histórica valida la capacidad de las bolsas de tener retornos positivos en períodos de repunte de tasas si los tipos no son elevados y el ciclo de recuperación no está maduro

## Comportamiento de la bolsa EE.UU. (S&P 500) en periodos de repuntes de tipos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los períodos de subidas de tipos de interés han sido normalmente favorables para la bolsa

Periodos en los que los tipos de interés a 10 Años del Tesoro EE.UU. han repuntado

Inicio repunte		Fin repunte		Tipo máximo	Máximo repunte (puntos básicos)	Comportamiento bolsa	
Fecha	Tipo inicial	Fecha	Tipo final			Período	Prox. 12 meses
Sep-86	7,08%	Oct-87	10,13%	10,23%		14%	-2%
Oct-93	5,24%	Nov-94	8,01%	8,03%	260	-1%	29%
Ene-96	5,53%	Jun-96	7,06%	7,06%	154	9%	32%
Oct-98	4,20%	Ene-00	6,75%	6,75%	213	48%	-7%
Nov-01	4,29%	Abr-02	5,43%	5,43%	125	3%	-25%
Jun-03	3,17%	Jun-06	5,23%	5,23%	174	24%	19%
Dic-08	3,21%	Abr-10	3,99%	3,99%	189	31%	12%
Oct-10	2,39%	Feb-11	3,74%	3,74%	135	14%	2%
Jul-12	1,44%	Ene-14	3,03%	3,03%	141	36%	11%
Jul-16	1,43%	Oct-18	3,23%	3,23%	127	35%	2%
Ago-20	0,55%	Mar-21	1,72%	1,72%	112	18%	
<b>Promedio</b>					<b>163</b>	<b>20,9%</b>	<b>7,4%</b>

En el gráfico inferior observamos la evolución de muy largo plazo de los tipos de interés del Tesoro de EE.UU. a 10 años y podemos comprobar cómo **el repunte actual es muy moderado en intensidad y, sobre todo, el nivel de tipos es todavía muy reducido como para impactar de forma negativa en la economía**. En el gráfico hemos indicado la rentabilidad de la bolsa en cada uno de los movimientos al alza (en rojo) y a la baja de los tipos de interés. El promedio de **la rentabilidad de la bolsa en los periodos de tipos al alza (+20,9%) es muy superior a la de los periodos con bajada de tipos de interés (+3,4%)**. No es de extrañar este resultado dado que normalmente los tipos de interés repuntan en momentos de bonanza económica y evolucionan a la baja cuando se anticipan crisis o desaceleraciones en los niveles de actividad.

El mercado todavía disfruta de unas condiciones monetarias muy favorables y la recuperación económica parece muy apuntalada por el exceso de ahorro de las familias, los estímulos fiscales y los avances en la vacunación. Mientras el repunte se mantenga moderado (niveles inferiores al 2,5% en los tipos a largo plazo), la Fed no suba los tipos de referencia y las expectativas de inflación no superen el 3%, consideramos que las bolsas pueden amortiguar el impacto del tensionamiento monetario. **La renta variable mantiene su atractivo diferencial respecto a la renta fija y cuenta con el apoyo de la confianza empresarial, el crecimiento de los beneficios y el flujo comprador de los inversores.**

Las valoraciones de las empresas de crecimiento muestran ya unos múltiplos muy exigentes y, por lo tanto, son más sensibles a una subida de tipos de interés. Este ha sido uno de los factores que ha incidido en su comportamiento relativo, a corto plazo, frente a índices generales. Otros factores que también han afectado son la incertidumbre en el ámbito regulatorio, específicamente para las grandes empresas tecnológicas chinas listadas en Estados Unidos y el impacto de una subida de impuestos anunciada por Biden para financiar el mayor gasto fiscal en infraestructuras.

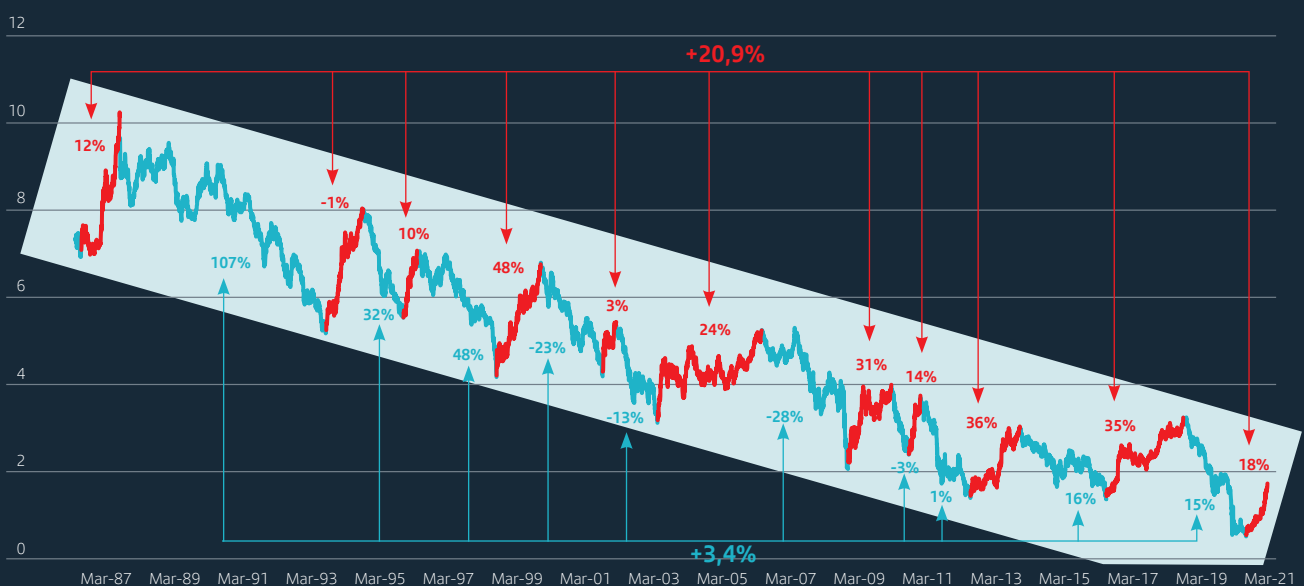
El nivel de tipos de interés sigue siendo muy reducido y estamos todavía alejados de los niveles críticos en los que la valoración de las acciones se vería dañada

Los argumentos a favor de las acciones no son tan claros como hace 12 meses, pero la ausencia de alternativas a la renta fija y el crecimiento de beneficios siguen siendo apoyos clave

### Retornos de la bolsa de EE.UU (S&P 500) en periodos de subidas y bajadas de tipos de interés (TIR Bono Tesoro EE.UU. 10 años)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Los periodos de repuntes de tipos de largo plazo suelen coincidir con épocas de bonanza económica y de subida de bolsas



Las bolsas mundiales tuvieron un comportamiento positivo pero muy dispar por sectores y geografías en el primer trimestre del año. Uno de los aspectos más destacados ha sido la **intensa rotación hacia valores más sensibles al ciclo** (que se identifican con la normalización o vuelta al trabajo - "back to work") **y que habían sufrido un gran castigo durante el confinamiento**. En los gráficos inferiores podemos observar cómo los sectores con comportamiento más destacado en lo que va de 2021 (Energía y Financieras) son precisamente los que tuvieron un rendimiento más negativo en 2020. Un comportamiento inverso ha sido el experimentado por los sectores que fueron los ganadores durante el confinamiento, por beneficiarse de la digitalización (Tecnología) y de la inversión en salud (Farmacia). Los índices que más han capitalizado la recuperación han sido, por tanto, los que tienen mayor sobreponderación en sectores cíclicos, *small caps* y *value*: Dow Jones Industriales (+8,3%), EuroStoxx 50 (+10,8%) o Russell 2000 (+12,7%).

La rotación hacia los sectores más golpeados por el parón de actividad derivado de la pandemia fue una de las recomendaciones clave de nuestro documento de estrategia de inversión para 2021. Consideramos que todavía puede seguir aportando valor en lo que resta de ejercicio. El comportamiento de muchos de los valores estrella en 2020 es mucho más limitado que el de las acciones sensibles al ciclo, al no existir un diferencial de crecimiento en este ejercicio y persistir un *gap* de valoración muy importante todavía. Consideramos que la inversión en renta variable con sesgo hacia sectores cíclicos y valoraciones atractivas junto a una **diversificación hacia temáticas de innovación que benefician a la sociedad y al medio ambiente, además de los propios avances tecnológicos**. (Future Wealth) pueden seguir aportando rentabilidades atractivas en los próximos trimestres.

No obstante, habrá que estar especialmente atentos a cómo el mercado asume un futuro cada vez más cercano en el que no cuente con el apoyo de los estímulos fiscales y monetarios. **Estamos en un ciclo de características muy diferentes a los que hemos vivido en décadas anteriores y las valoraciones de los activos son muy elevadas y sensibles a un cambio de régimen en los tipos de interés e inflación.**

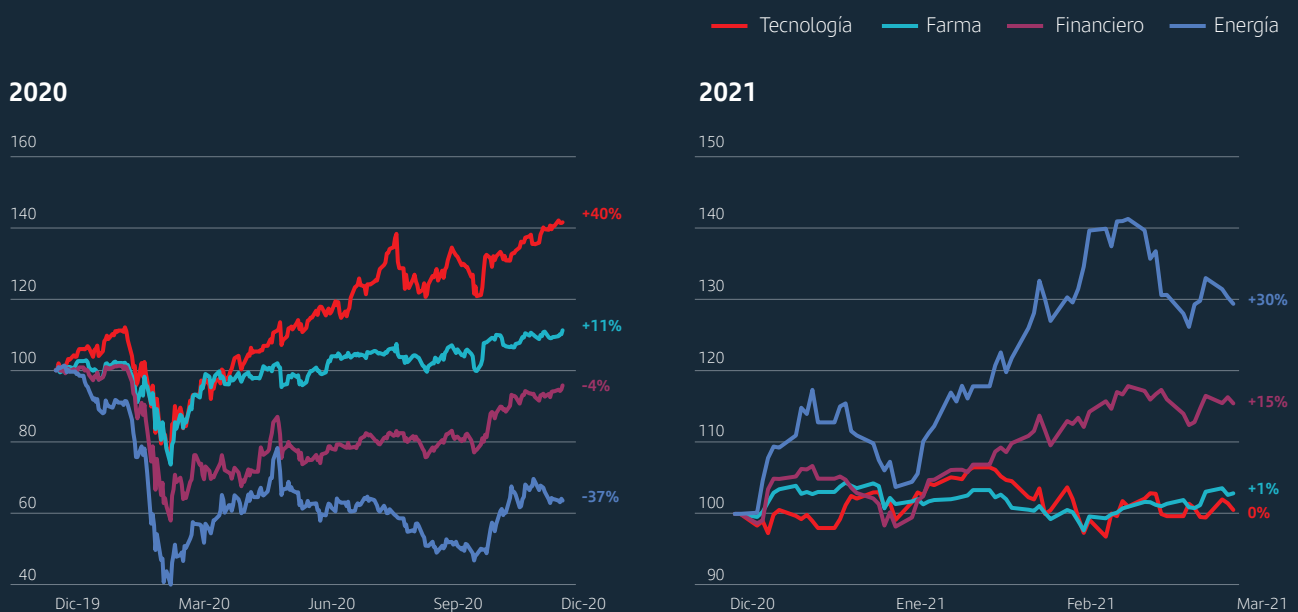
El ciclo de inversiones avanza a una velocidad aún mayor que el ciclo de recuperación económica debido a la ingente ayuda recibida vía estímulos

Consideramos que el *momentum* favorable a activos de riesgo todavía tiene recorrido pero recomendamos una muy elevada diversificación (innovación, mercados privados, alternativos...) dada la naturaleza tan inusual del entorno

## S&P 500 - Comportamiento sectorial

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

La reapertura ha supuesto un cambio en el liderazgo sectorial hacia los valores más castigados en 2020 (Energía y Finanzas)



# Anexo tablas

## Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Rentabilidades					Rentabilidad anualizada				
	Ene-21	Feb-21	Mar-21	1T'21	YoY	2019	2020	3 Años	5 Años	10 Años
<b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	2,2%	0,4%	1,4%	1,2%	0,6%
<b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,1%
<b>R. Fija Global <sup>(3)</sup></b>	-0,9%	-1,7%	-1,9%	-4,5%	4,7%	6,8%	9,2%	2,8%	2,7%	2,3%
<b>R. Fija USD <sup>(4)</sup></b>	-0,7%	-1,4%	-1,2%	-3,4%	0,7%	8,7%	7,5%	4,7%	3,1%	3,4%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	-0,2%	-0,8%	-0,7%	-1,8%	-1,3%	5,2%	5,8%	3,8%	2,1%	2,3%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	-1,3%	-1,7%	-1,7%	-4,6%	8,7%	14,5%	9,9%	6,2%	4,9%	5,0%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	0,3%	0,4%	0,1%	0,8%	23,7%	14,3%	7,1%	6,8%	8,1%	6,5%
<b>Renta Fija zona Euro <sup>(8)</sup></b>	-0,5%	-1,6%	0,1%	-1,9%	3,2%	6,0%	4,0%	2,5%	1,9%	4,1%
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	-0,6%	-1,9%	0,1%	-2,3%	2,2%	6,8%	5,0%	2,9%	2,0%	4,6%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	-0,1%	-0,8%	0,2%	-0,7%	8,8%	6,2%	2,8%	2,4%	2,3%	3,9%
R. Fija High Yield (Europa) <sup>(11)</sup>	0,6%	0,8%	0,7%	2,1%	22,4%	12,3%	1,8%	4,1%	4,9%	6,4%
<b>R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup></b>	-0,8%	-1,4%	-1,3%	-3,5%	13,6%	13,1%	6,5%	4,8%	5,2%	5,4%
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	-2,3%	-2,2%	-1,3%	-5,7%	17,0%	12,3%	4,5%	2,3%	5,0%	4,8%
<b>MSCI World (USD)</b>	-1,1%	2,5%	3,1%	4,5%	51,8%	25,2%	14,1%	10,8%	11,4%	7,7%
MSCI USA (USD)	-1,0%	2,5%	3,6%	5,1%	56,7%	29,1%	19,2%	15,3%	14,4%	11,7%
MSCI Europe (EUR)	-0,8%	2,4%	6,1%	7,8%	32,6%	22,2%	-5,4%	4,4%	4,9%	3,9%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	4,0%	1,2%	-2,7%	2,5%	54,2%	15,4%	22,5%	6,4%	11,5%	4,1%
MSCI Latin America (USD)	-6,8%	-3,1%	4,0%	-6,1%	46,0%	13,7%	-16,0%	-8,8%	1,3%	-6,9%

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

## Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	1T'21	2020	1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	3.973		1.131		3.973	4,2%	5,8%	16,3%	51,3%	14,6%	14,0%	11,6%
	DOW JONES INDUS.	32.982		10.913		32.982	6,6%	7,8%	7,2%	50,5%	11,0%	13,2%	10,3%
	NASDAQ	13.247		2.415		13.247	0,4%	2,8%	43,6%	72,0%	23,3%	22,2%	16,9%
Europa	Stoxx 50	3.323		2.160		3.444	6,4%	6,9%	-8,7%	21,7%	3,9%	3,3%	2,6%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.919		2.119		3.919	7,8%	10,3%	-5,1%	40,6%	5,2%	5,2%	3,0%
	España (IBEX 35)	8.580		6.090		11.521	4,3%	6,3%	-15,5%	26,4%	-3,7%	-0,7%	-2,1%
	Francia (CAC 40)	6.067		2.982		6.067	6,4%	9,3%	-7,1%	38,0%	5,5%	6,4%	4,3%
	Alemania (DAX)	15.008		5.502		15.008	8,9%	9,4%	3,5%	51,1%	7,5%	8,4%	7,9%
	Reino Unido (FTSE 100)	6.714		5.128		7.749	3,6%	3,9%	-14,3%	18,4%	-1,6%	1,6%	1,3%
	Italia (MIB)	24.649		12.874		24.649	7,9%	10,9%	-5,4%	44,6%	3,2%	6,1%	1,3%
	Portugal (PSI 20)	4.930		3.945		7.678	4,8%	0,6%	-6,1%	21,1%	-3,0%	-0,8%	-4,4%
	Suiza (SMI)	11.047		5.529		11.047	5,0%	3,2%	0,8%	18,6%	8,1%	7,1%	5,7%
LatAm	México (MEXBOL)	47.246		33.503		51.210	6,0%	7,2%	1,2%	36,7%	0,8%	0,5%	2,4%
	Brasil (IBOVESPA)	116.634		40.406		119.017	6,0%	-2,0%	2,9%	59,7%	11,0%	17,9%	5,5%
	Argentina (MERVAL)	47.982		2.257		54.573	-0,9%	-6,3%	22,9%	96,8%	15,5%	30,1%	30,4%
	Chile (IPSA)	4.898		3.439		5.855	7,1%	17,3%	-10,5%	40,4%	-4,0%	4,4%	0,6%
Asia	Japón (NIKKEI)	29.179		8.435		29.179	0,7%	6,3%	16,0%	54,2%	10,8%	11,6%	11,6%
	Hong-Kong (HANG SENG)	28.378		17.592		32.887	-2,1%	4,2%	-3,4%	20,2%	-1,9%	6,4%	1,9%
	Corea (KOSPI)	3.061		1.755		3.061	1,6%	6,5%	30,8%	74,5%	7,8%	8,9%	3,8%
	India (Sensex)	49.509		15.455		49.509	0,8%	3,7%	15,8%	68,0%	14,5%	14,3%	9,8%
	China (CSI)	5.048		2.140		5.352	-5,4%	-3,1%	27,2%	37,0%	9,0%	9,4%	4,6%
Mundo	MSCI WORLD	2.812		1.104		2.812	3,1%	4,5%	14,1%	51,8%	10,8%	11,2%	7,7%



## Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes 1T '21	2020	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield		
	MSCI World	2.812		1.104		2.812	3,1%	4,5%	14,1%	50,3%	10,8%	11,2%	7,7%	20,99	1,71
<b>Estilo</b>	MSCI World High Dividend Yield	1.352		797		1.352	5,7%	5,3%	-3,0%	31,1%	4,3%	5,2%	4,2%	14,24	3,49
	MSCI World Momentum	3.428		878		3.441	0,2%	0,4%	28,3%	47,5%	15,9%	17,1%	13,5%	33,26	0,63
	MSCI World Quality	3.322		889		3.322	3,8%	2,9%	22,2%	46,8%	17,3%	15,9%	13,2%	23,48	1,50
	MSCI World Minimum Volatility	4.191		1.673		4.191	4,9%	1,2%	2,6%	21,0%	8,3%	8,2%	9,5%	20,52	2,14
	MSCI World Value	10.626		4.423		10.626	5,7%	9,6%	-1,2%	46,8%	6,7%	9,0%	7,1%	15,97	2,61
	MSCI World Small Cap	658		202		658	2,1%	9,4%	16,0%	81,5%	11,5%	13,6%	9,9%	24,68	1,45
	MSCI World Growth	8.019		2.103		8.019	0,8%	0,2%	33,8%	56,8%	18,5%	17,2%	12,4%	31,84	0,73
	<b>Sector</b>	Energía	267		164		428	2,3%	21,8%	-31,5%	57,3%	-6,1%	-0,3%	-2,8%	16,75
Materiales		522		229		522	3,4%	5,7%	19,9%	71,3%	10,8%	14,3%	4,1%	15,51	2,43
Industriales		471		152		471	6,0%	7,8%	11,7%	61,7%	10,1%	12,3%	9,2%	24,59	1,47
Consumo Discrecional		522		119		522	3,4%	3,6%	36,6%	78,8%	18,5%	16,8%	14,4%	28,40	0,81
Consumo Básico		409		172		411	6,5%	-0,6%	7,8%	22,3%	7,7%	6,0%	9,0%	20,50	2,91
Salud		436		124		437	2,4%	0,7%	13,5%	28,9%	13,5%	11,6%	13,0%	17,63	1,72
Financiero		228		84		228	4,5%	13,2%	-2,8%	58,8%	5,3%	11,0%	7,3%	13,78	2,28
Tecnología		532		87		532	0,7%	1,4%	43,8%	65,0%	26,5%	26,1%	18,5%	29,56	0,82
Inmobiliario		426		194		427	4,6%	6,0%	-5,0%	29,2%	6,4%	5,5%	6,5%	29,39	2,86
Servicios de comunicación		191		77		191	1,8%	6,8%	23,0%	58,7%	16,9%	9,4%	8,4%	22,93	1,21
Servicios Públicos		299		147		300	7,8%	0,5%	4,8%	19,2%	10,2%	7,9%	6,5%	18,24	3,40

## Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Rating (S&P)	Tipo de interés			10 años							
		B. Central*	2 años	10 años	Variación 12 meses	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Pendiente 10-2 años
						Mínimo	Rango	Máximo	Mes	Año	A 1 año	
<b>Desarrollados</b>												
EEUU	AA+	0,25%	0,16%	1,74%		0,53%		3,29%	34	-18	107	1,58
Alemania	AAA	-0,50%	-0,69%	-0,29%		-0,70%		3,24%	-3	-11	18	0,40
Francia	AA	-0,50%	-0,66%	-0,05%		-0,40%		3,56%	-4	-16	-3	0,61
Italia	BBB	-0,50%	-0,38%	0,67%		0,54%		7,11%	-9	-74	-86	1,05
España	A	-0,50%	-0,49%	0,34%		0,05%		6,86%	-9	-13	-34	0,83
Reino Unido	AA	0,10%	0,10%	0,85%		0,10%		3,43%	3	2	49	0,74
Grecia	BB-	-0,50%	n.d.	0,87%		0,63%		34,96%	-24	-60	-81	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,56%	0,23%		0,03%		16,40%	-9	-22	-64	0,79
Suiza	AAA	-0,75%	-0,81%	-0,30%		-1,05%		2,03%	-8	20	7	0,50
Polonia	A-	0,10%	0,04%	1,56%		1,15%		6,13%	-3	-55	-9	1,53
Japón	A+	-0,10%	-0,12%	0,10%		-0,27%		1,21%	-7	11	7	0,22
<b>Emergentes</b>												
Brasil	BB-	2,75%	6,55%	9,28%		6,49%		16,51%	79	250	67	2,73
México	BBB	4,00%	4,91%	6,84%		4,49%		9,16%	59	-7	-28	1,93
Chile	A	0,50%	0,60%	3,49%		2,19%		4,80%	52	32	-12	2,89
Argentina	CCC+	38,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BBB-	1,75%	n.d.	6,97%		4,85%		8,98%	100	63	-146	n.d.
Turquía	B+	19,00%	18,31%	18,05%		6,21%		20,69%	508	619	493	-0,26
Rusia	BBB-	4,50%	5,63%	7,04%		5,55%		12,98%	55	-1	-61	1,41
China	A+	2,94%	2,73%	3,19%		2,51%		4,58%	-9	5	60	0,46
India	BBB-	4,00%	4,67%	6,17%		5,84%		8,87%	-6	-39	3	1,49

\* 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

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	1T '21	YoY	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,17		1,05		1,48	-2,9%	4,6%	6,3%	-1,6%	1,0%	-6,3%
EUR/GBP	0,85		0,70		0,92	-1,8%	0,6%	-4,2%	-1,1%	2,1%	-1,2%
EUR/CHF	1,11		1,03		1,28	0,9%	2,0%	4,4%	-2,0%	0,5%	-5,6%
EUR/JPY	130		96		148	0,9%	6,6%	9,5%	-0,3%	0,7%	2,8%
EUR/PLN	4,63		3,93		4,63	2,5%	8,9%	1,7%	3,2%	2,9%	4,9%
GBP/USD	1,38		1,22		1,71	-1,1%	4,0%	11,0%	-0,6%	-1,1%	-5,1%
USD/CHF	0,94		0,79		1,03	3,9%	-2,4%	-1,8%	-0,4%	-0,5%	0,7%
USD/JPY	111		76		124	3,9%	1,9%	3,0%	1,4%	-0,3%	9,6%
USD/MXN	20,43		11,50		24,17	-2,0%	8,0%	-13,7%	4,0%	5,6%	20,0%
USD/ARS	92		4,08		92	2,4%	53,6%	42,8%	65,9%	83,9%	183,1%
USD/CLP	719		458		855	-0,9%	-4,4%	-15,9%	6,0%	2,4%	14,8%
USD/BRL	5,63		1,55		5,75	0,5%	39,8%	8,2%	19,4%	16,6%	51,9%
USD/COP	3.704		1.763		4.056	2,7%	13,0%	-8,7%	9,8%	6,9%	26,0%
USD/CNY	6,55		6,05		7,16	1,1%	-5,9%	-7,5%	1,5%	0,4%	0,0%
EUR/SEK	10,24		8,34		10,93	0,5%	-2,5%	-6,3%	-0,1%	3,4%	4,5%
EUR/NOK	10,03		7,29		11,48	-4,1%	1,9%	-12,7%	1,2%	2,0%	8,7%

## Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	1T '21	YoY	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	62,4		21		126	-3,1%	-6,0%	190,7%	-3,4%	18,1%	-19,3%
Petróleo (W. Texas)	59,2		19		114	-3,8%	-3,1%	188,9%	-3,1%	17,2%	-18,2%
Oro	1.714		1.060		1.971	-0,9%	12,5%	8,2%	9,0%	11,9%	6,3%
Cobre	8.786		4.561		9.830	-3,2%	42,3%	77,4%	9,4%	22,0%	-2,1%
Índice CRB	185		117		371	-2,9%	-0,4%	51,9%	-1,8%	3,3%	-20,0%
Rogers International	2.517		1.560		4.406	-2,4%	2,5%	51,0%	0,7%	8,3%	-16,3%
Soja	570		334		697	2,3%	50,4%	62,2%	11,2%	16,1%	1,0%

# "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	1T '21
RV EE.UU.	S&P 500 TR	38,3% Gobierno Zona Euro	28,1% Gobierno Zona Euro	54,4% RV Japón	71,3% Gobierno Zona Euro	15,4% RV Europa	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	3,3% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	10,7% RV Europa
RV Japón	Topix TR	7,6% Gobierno España	20,9% RV Japón	32,4% RV EE.UU.	61,3% Gobierno España	12,1% RV Japón	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	0,1% Gobierno Zona Euro	27,7% RV Mundial	18,3% RV Emergente	10,2% Materias Primas
RV España	Ibex35 TR	2,6% HY Global	19,3% HY Global	27,8% RV España	13,7% RV EE.UU.	1,4% RV EE.UU.	11,4% Materias Primas	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	26,8% RV Europa	15,9% RV Mundial	9,3% RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	2,1% RV EE.UU.	18,2% RV Emergente	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	-0,1% Liquidez	11,2% RV Emergente	21,8% RV EE.UU.	-1,5% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	6,7% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	2,0% IG Europa	18,1% RV Europa	21,1% Gobierno España	8,6% RV España	-0,5% IG Europa	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	6,2% RV EE.UU.
Materias Primas	Commodity RB TR	0,9% Liquidez	16,0% RV EE.UU.	20,8% RV Europa	8,3% IG Europa	-0,8% RV Mundial	6,6% Gobierno Zona Euro	10,6% RV Europa	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	6,4% Gobierno Zona Euro	4,9% RV Mundial
RV Mundial	MSCI World TR	-5,5% RV Mundial	15,8% RV Mundial	8,0% HY Global	7,2% RV Europa	-3,6% RV España	5,7% Gobierno España	10,2% HY Global	-8,7% RV Mundial	12,6% HY Global	4,4% Gobierno España	2,3% RV Emergente
IG Europa	ERLO TR	-7,8% RV España	13,2% IG Europa	2,4% IG Europa	4,9% RV Mundial	-4,2% HY Global	4,8% IG Europa	1,9% IG Europa	-10,8% RV Europa	10,1% Gobierno España	2,7% IG Europa	-0,1% HY Global
Liquidez EUR	Eonia TR	-8,6% RV Europa	2,8% RV España	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Gobierno España	2,6% RV España	1,7% Gobierno España	-11,5% RV España	8,1% Gobierno Zona Euro	-0,5% Liquidez	-0,1% Liquidez
HY Global	HW00 TR	-13,4% Materias Primas	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-0,1% HY Global	-14,9% RV Emergente	1,7% RV Europa	0,7% Materias Primas	-13,0% Materias Primas	6,2% IG Europa	-3,2% RV Europa	-0,7% IG Europa
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-17,0% RV Japón	-1,1% Materias Primas	-9,6% Materias Primas	-2,2% RV Emergente	-16,3% Gobierno Zona Euro	0,6% RV Japón	-0,2% Gobierno Zona Euro	-14,6% RV Emergente	5,4% Materias Primas	-9,3% Materias Primas	-1,8% Gobierno España
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-18,4% RV Emergente	-3,8% Gobierno España	-46,6% Gobierno Zona Euro	-17,0% Materias Primas	-22,3% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-6,9% Gobierno Zona Euro

+  
Rentabilidad  
↓

\*Datos a 31 de marzo 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 Private Banking



 Álvaro Galiñanes

 Alfonso García Yubero

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Gustavo Schwartzmann

 Rafael Arelios Neves

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Paulo Jorge Sá Luis

 Carlos Mansur

 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", 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.

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.



Taking your wealth beyond  
[www.santanderprivatebanking.com](http://www.santanderprivatebanking.com)  
  @santanderpb