Santander Private Banking

Julio 2021

Informe trimestral

Velocidad de crucero en la recuperación

El proceso de vacunación avanza a gran velocidad en las economías más desarrolladas y a la par se afianza la normalización de la actividad. La fortaleza de los indicadores económicos a raíz de la reapertura está sorprendiendo muy positivamente y el crecimiento podría alcanzar niveles récord por el efecto de la demanda contenida.

El nivel de ahorro acumulado y la continuidad de los estímulos fiscales garantizan el crecimiento a corto plazo. Por su parte, la inflación podría ser un problema, pero los mercados han comprado, de momento, el mensaje de los bancos centrales de que es un repunte temporal. Los inversores deben asumir un calendario anticipado para la retirada de estímulos.

En este informe analizamos el comportamiento del mercado en comparación con períodos anteriores y observamos que el escenario sigue siendo positivo, aunque ya está descontado en gran parte. Esperamos una menor direccionalidad en el comportamiento de los activos de riesgo, por lo que recomendamos mayor neutralidad en la asignación de riesgos en las carteras.

Mensajes clave 2T 2021

El consumidor estadounidense goza de buena salud financiera

Después de un año de máxima incertidumbre sanitaria y económica, los consumidores emergen del confinamiento con optimismo y buena salud financiera. La economía estadounidense, gracias al soporte de los estímulos, está cobrando un impulso sin precedentes que prevemos se traslade en breve a Europa y la economía global. Esperamos una sólida demanda de consumo en los próximos trimestres a medida que la economía mundial consolide la recuperación y la solución de la vacunación se extienda a nivel global.

Los bancos centrales discuten ya la fecha de la retirada de estímulos

La fortaleza de la recuperación económica, la mejora de las condiciones financieras y el repunte de los niveles de inflación son argumentos suficientes para cuestionar la necesidad de mantener políticas ultraexpansivas. Las autoridades monetarias empiezan a dar señales de que irán pasando de las palabras a los hechos en lo que se refiere a retirada de estímulos en tres etapas: disminución compras *(Tapering)*, subidas de tipos *(Tightening)* e incremento de impuestos *(Taxing)*.

El ciclo madura y esperamos menor direccionalidad

El mercado ha puesto en precio a una gran velocidad el impacto positivo de la reapertura y ha premiado a los activos y sectores más sensibles a la reactivación económica. Esperamos una menor direccionalidad en el comportamiento de los activos de riesgo, por lo que pasamos a una mayor neutralidad en la asignación de pesos en las carteras. Los excepcionales niveles de crecimiento y los reducidos tipos de interés siguen desaconsejando el refugiarse en la liquidez.

01 El consumidor estadounidense goza de buena salud financiera

Después de un año de máxima incertidumbre sanitaria y económica, los consumidores emergen del confinamiento con optimismo y buena salud financiera. La economía estadounidense, gracias al soporte de los estímulos, está cobrando un impulso sin precedentes que prevemos se traslade en breve a Europa y a la economía global. **Esperamos una sólida evolución del consumo en los próximos trimestres a medida que la economía mundial consolide la recuperación y la solución de la vacunación se extienda a nivel global.**

Los generosos programas de estímulos fiscales han mitigado el impacto de la crisis en las finanzas del consumidor global

La economía estadounidense ha seguido mostrando signos de fortaleza cíclica en un contexto marcado por los importantes avances en materia de vacunación, que han llevado a una mayor relajación de las pocas restricciones que seguían vigentes en algunos Estados federales. **El sector servicios empieza a tomar el relevo como principal motor de la actividad,** como se desprende de la lectura contemporánea del ISM de servicios (cerca de nuevos máximos históricos en la serie). La demanda reprimida, ayudada por unas condiciones financieras laxas y el estímulo fiscal en vigor, sigue impulsando el ritmo de la actividad, y se espera que el PIB recupere su nivel prepandémico a finales del segundo trimestre.

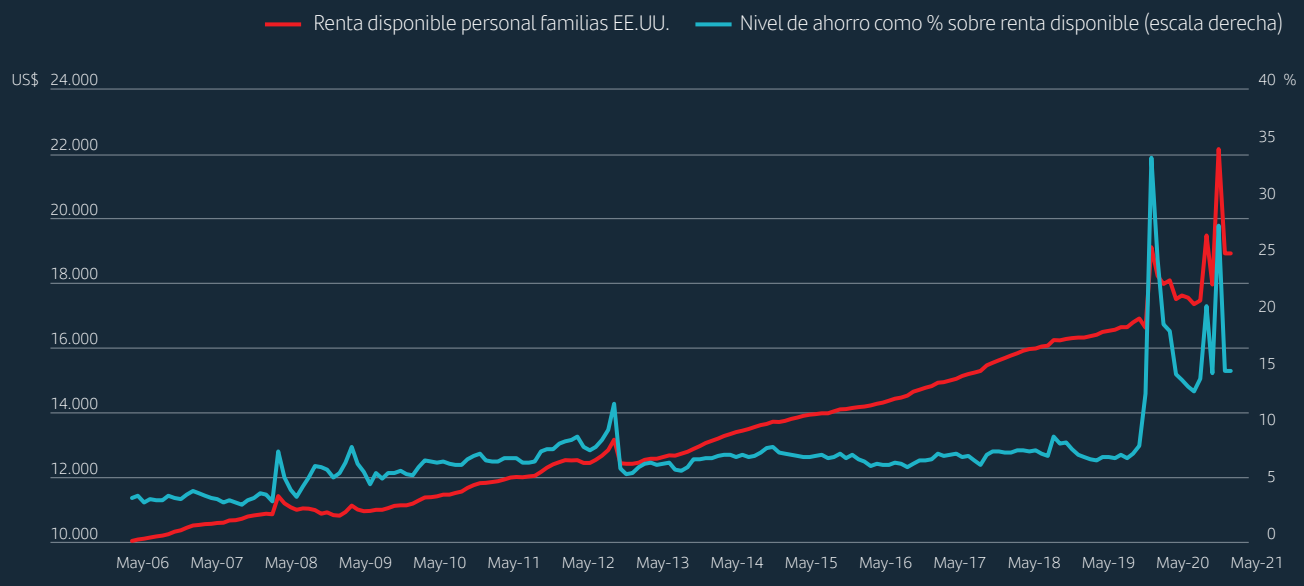
Esperamos un fuerte comportamiento del consumo en los próximos trimestres financiado por el exceso de ahorro acumulado

En los próximos trimestres consideramos muy probable que los hogares estadounidenses gasten parte de los 2,3 billones de dólares USD de exceso de ahorro que han acumulado desde marzo de 2020. Este incremento del consumo impulsaría el crecimiento económico durante el resto del año y lo mantendría todavía por encima de su tendencia en 2022. El exceso de ahorro acumulado sería el principal motor del gasto, pero el consumidor americano también cuenta con el soporte del fuerte incremento de su patrimonio neto derivado de la recuperación de los mercados financiero e inmobiliario. **El consumidor estadounidense es quizás el que más se ha beneficiado de los incentivos fiscales, pero el consumo en el resto de las principales economías globales empezaría también a disfrutar de fuertes vientos de cola en los próximos trimestres como resultado de la reapertura.**

Niveles récord de la tasa de ahorro y la renta disponible de las familias

Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg y elaboración propia

A pesar de la crisis, la salud financiera del consumidor de estadounidense es óptima



La reapertura provoca la estampida del consumidor

Dado que los consumidores en su conjunto no han incrementado su endeudamiento, sus cuentas están saneadas y las familias tienen dinero para gastar. Por tanto, **es probable que la reapertura del sector de servicios al consumidor dé lugar a una explosión de gasto reprimido** cuando la gente vuelva a los restaurantes, los teatros, los eventos deportivos y los viajes. Esto es muy diferente del comportamiento normalmente conservador de los consumidores después de una recesión, cuando el nivel de gasto personal tarda en activarse incluso con una recuperación incipiente del mercado laboral.

Es muy probable que la relajación de las restricciones impuestas durante la pandemia dé un importante impulso al consumo global

A medida que más personas se han vacunado, el nivel de optimismo de la población y su propensión al consumo de servicios ha mejorado gradualmente. Desde principios de abril, está disminuyendo el porcentaje de consumidores que en las encuestas respondían que estaban incrementando el nivel de ahorro y sus tenencias de efectivo y se abstenían de realizar grandes compras. Esta mejora en la confianza de los consumidores se refleja en los datos de alta frecuencia en tiempo real. **La encuesta de movilidad de Google muestra una mejora de la movilidad en los lugares de comercio y ocio desde principios de año.** En enero estaba un 25% por debajo de los niveles anteriores a la pandemia y ahora está sólo un 5% por debajo.

Los indicadores de movilidad en Estados Unidos revelan que los consumidores retornan a lugares de ocio y comercio, a restaurantes, y vuelven a consumir

Los datos de la aplicación Opentable, utilizada para hacer reservas en restaurantes, muestran que el nivel de tráfico en el sector de restauración se recupera a toda velocidad. Los indicadores de movilidad, al igual que la ocupación hotelera y el volumen de pasajeros en aerolíneas, también están mejorando después de colapsar en marzo de 2020. La ocupación de los hoteles se sitúa ahora en el 60%, frente al 20% de ocupación al comienzo de la pandemia.

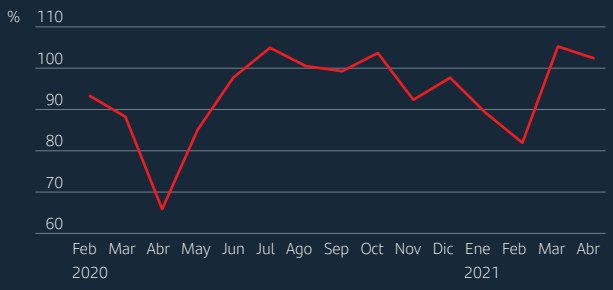
El consumidor estadounidense se recupera del *shock* pandémico

Fuente: Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports",Opentable, TSA, Bloomberg y elaboración propia

Los indicadores adelantados del consumo muestran una vigorosa recuperación

Vuelta al centro comercial
(Google Mobility – Lugares de Ocio y Comercio)

Vuelta a viajar
(Trafico en autopistas federales EE.UU. – millas)



Vuelta a volar
(Trafico en aeropuertos EE.UU. TSA)

Vuelta a los restaurantes
(Numero de reservas Opentable en EE.UU.)

El mercado laboral se recupera a pesar de las distorsiones

La recuperación del empleo continúa y la conversación sobre la publicación de los datos del mercado laboral ha cambiado de tono rápidamente. No hace mucho, el empleo en Estados Unidos estaba unos 10 millones por debajo del nivel prepandémico y la principal preocupación era cómo volver a contratar a todos esos trabajadores. Ahora, **en las encuestas a empresarios abundan los comentarios sobre la escasez de mano de obra.** Esto no concuerda con el hecho de que hay 8 millones de trabajadores menos en activo y nos habla de un mercado laboral que está teniendo dificultades para volver al equilibrio previo a la pandemia.

La creación de empleo en Estados Unidos es robusta y podría acelerarse si se resuelven los desequilibrios entre oferta y demanda

Una muestra de estas tensiones la encontramos en las estadísticas del mercado laboral de EEUU durante el mes de mayo. Se generaron 559 mil puestos de trabajo netos (por encima de los 278 mil de abril), **la tasa de paro bajó hasta el 5,8% (frente al 6,1% de abril), los salarios aumentaron un 2% interanual y el indicador de empleo del ISM manufacturero cayó a 50,9 desde 59,6 dos meses atrás.** Los elevados niveles de ofertas de empleo sin cubrir desvelan desajustes y cuellos de botella en la recuperación del empleo. Cuestiones como las complicaciones en el cuidado de los niños (con motivo del cierre de los colegios), o el efecto perverso de los cheques de desempleo que permite a algunos el no trabajar de momento, están dificultando las contrataciones y **ralentizando el descenso del desempleo, aún cuando hay un récord de vacantes sin cubrir,** tal como se observa en el gráfico inferior. Sin embargo, nuestra previsión es que el crecimiento del empleo seguirá siendo fuerte en los próximos dos años en EE.UU. (con Europa a la zaga) y que la economía global se acercará progresivamente a las tasas de desempleo previas a la pandemia.

La reapertura de las principales economías globales aceleraría la recuperación de los niveles de empleo previos a la crisis

El repunte récord en las ofertas de empleo es una señal positiva de la recuperación

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La disminución del desempleo se ralentiza por desajustes en el mercado de trabajo

Una recuperación sin precedentes: crecimiento récord en 2021

La actividad económica se está acelerando y seguiría siendo robusta en los próximos trimestres como resultado del progreso de la vacunación, la reapertura económica y el estímulo fiscal a gran escala

Esperamos un fuerte crecimiento económico en los próximos trimestres fruto de la reserva de exceso de ahorro y la demanda reprimida, junto con el estímulo fiscal y las condiciones financieras favorables

La recesión pandémica fue *sui generis* gracias a las medidas económicas sin precedentes adoptadas para limitar sus daños. Por primera vez en más de 50 años, la tasa de crecimiento de la renta nominal disponible se aceleró durante una recesión. Es difícil creerlo, pero, desde el punto de vista financiero, **esta crisis ha sido buena para el consumidor estadounidense, ya que las transferencias fiscales han engrosado los ingresos de los hogares, mientras que las medidas de distanciamiento social redujeron el gasto.**

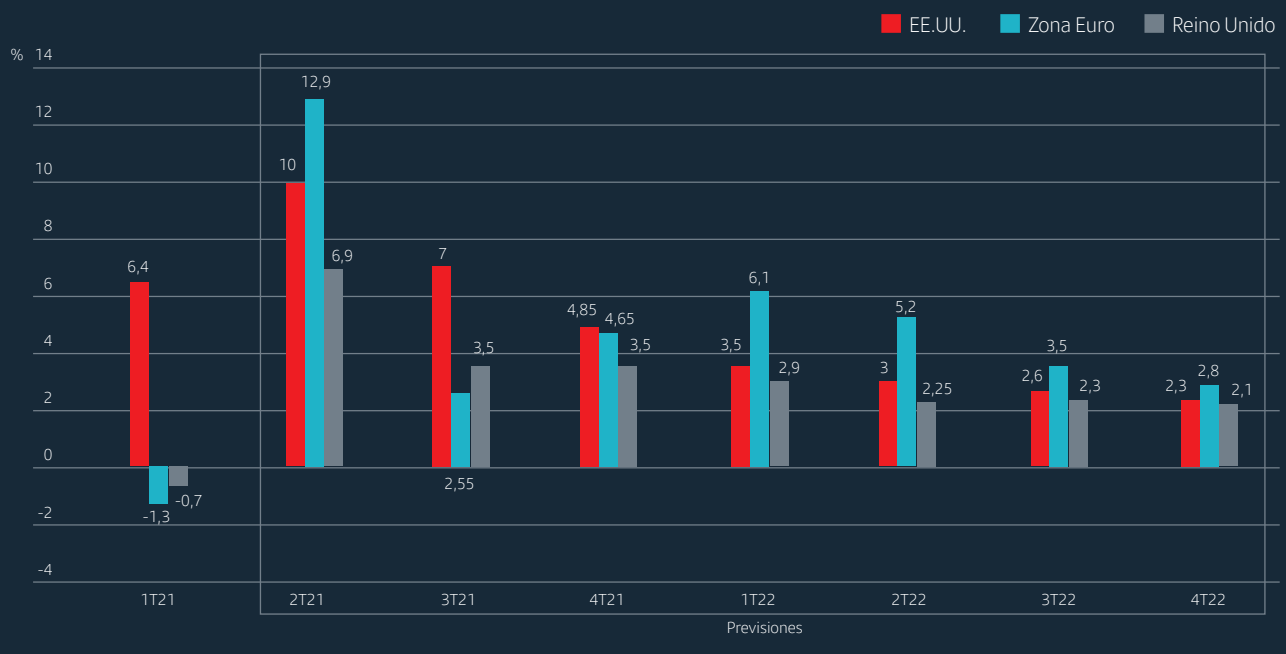
En la actualidad, aunque la **Covid-19 sigue siendo un problema para las economías en desarrollo,** el mundo desarrollado está al borde de un *boom* post-pandémico. La velocidad y la fuerza de la recuperación son excepcionales si se comparan con los ciclos económicos normales, pero si analizamos en la historia los periodos de perturbaciones masivas no financieras, como las guerras, las pandemias o las catástrofes naturales, se interrumpe temporalmente la actividad económica dejando intactas la demanda y la oferta de bienes y servicios subyacentes. Pasado el trastorno, la economía se recupera más rápido que tras una recesión típica.

En su último informe, la Reserva Federal ha elevado su previsión de crecimiento para Estados Unidos en 2021 desde el 6,5% hasta un 7% y ha mantenido una sólida estimación de crecimiento por encima del 3% para 2022. **En Europa, las buenas perspectivas para el próximo año se verán respaldadas por los mayores niveles de inversión pública como porcentaje de PIB de más de una década.** Esto se vería impulsado, además, por el **paquete de medidas Next Generation EU,** instrumento de estímulo económico creado como respuesta a la crisis del coronavirus, que empieza desembolsarse este verano. **En el Reino Unido el consenso también es positivo** y creemos que una flexibilización más rápida de las restricciones, el éxito de la implantación de la vacuna y el presupuesto expansivo del Gobierno británico a corto plazo probablemente aumenten la velocidad de la recuperación.

El consenso de economistas apunta a un fuerte repunte del crecimiento en 2021-22

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El progreso en la vacunación permite un *boom* económico a las economías más avanzadas en la reapertura



02 Los bancos centrales discuten ya la fecha de la retirada de estímulos

Los efectos base y los factores superpuestos de escasez de oferta, aumento de la demanda y problemas de aprovisionamiento derivados de la reapertura económica, han provocado un repunte de la inflación. **La cuestión es si todo esto será temporal, o resultará más persistente.** Por el momento, los sectores de la economía más sensibles a la reapertura y a los cuellos de botella de las cadenas de valor y con mayor sensibilidad al repunte del precio de las materias primas son los más afectados.

La rentabilidad de los bonos en Estados Unidos y Europa no ha repuntado a pesar de las tensiones inflacionistas

Nuestro análisis sugiere que, si bien las presiones inflacionarias serían un desafío a corto plazo, los fundamentos no corroboran un escenario de inflación persistente, por las siguientes razones: (i) la historia muestra que las presiones de la cadena de suministro tienden a disminuir después de 16 meses, (ii) el crecimiento del crédito de China se está desacelerando y puede traer algún alivio a las presiones inflacionarias globales provenientes de los precios de las materias primas, (iii) la brecha de producción sobre el nivel de pleno empleo de EE. UU. sigue siendo grande, y la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), no espera que se cierre antes de 2025, por último, (iv) se estima que los efectos base jugarán un papel importante a principios del próximo año, ejerciendo una presión a la baja sobre el período de 12 meses.

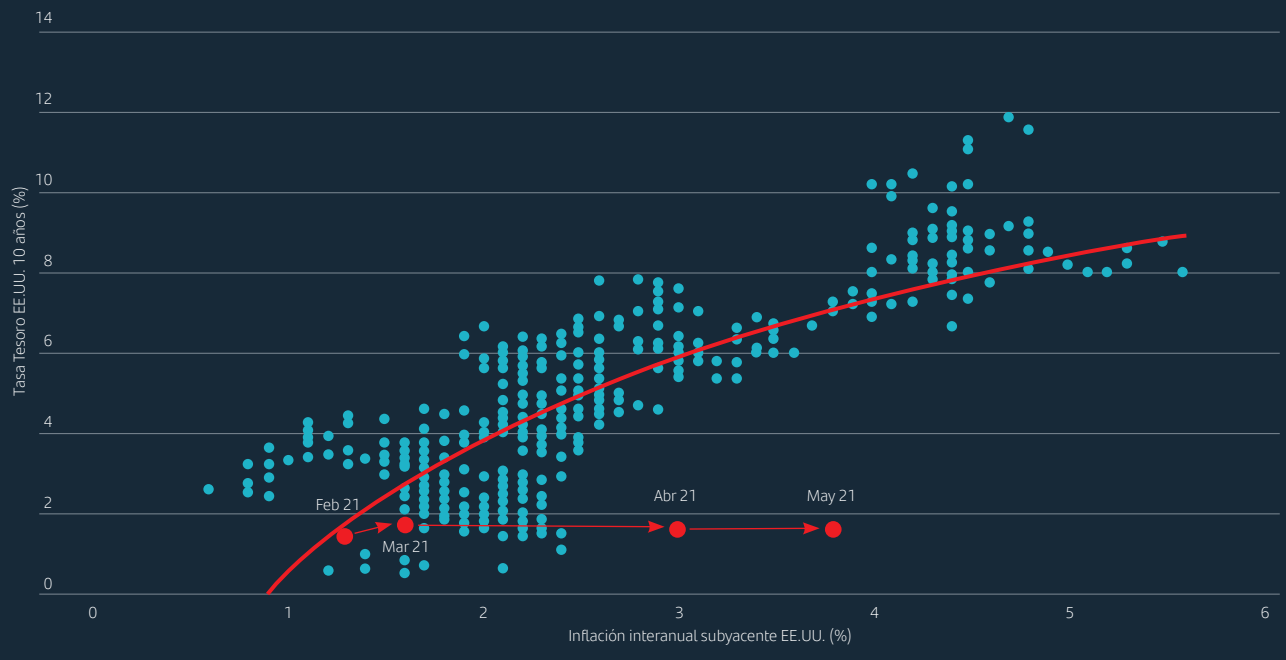
El menor margen de maniobra de los bancos centrales en las economías emergentes y la mayor dependencia de las materias primas provoca mayor tensión monetaria

En Estados Unidos, el índice de precios al consumidor (IPC) de mayo confirmó la intensidad de las presiones inflacionistas en el entorno actual de corto plazo. En términos interanuales, el IPC pasó de un 2,6% en marzo a un 5,0% en mayo. Es la tercera vez desde marzo de 2020 que el índice supera el objetivo medio del 2% de la Fed. De este pronunciado incremento anual, estimamos que la mitad se debió al efecto base y la otra mitad a presiones inflacionistas. Finalmente, como se puede ver en el gráfico, a pesar de las presiones inflacionistas, la rentabilidad de los bonos no ha repuntado como en otras ocasiones.

La correlación histórica entre tipos de interés e inflación se rompe temporalmente

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los mercados de renta fijan ignoran el repunte de la inflación



Primera etapa en la retirada de estímulos: desaceleración en la compra de activos

La elevada inflación y el aumento de las expectativas de inflación pondrán a prueba la determinación de la Fed durante los próximos meses, aunque creemos que ésta se mantendrá firme y se abstendrá de endurecer su política hasta que se cumplan sus objetivos en el mercado laboral.

El primer paso que darán las autoridades monetarias en el proceso de retirada de las políticas expansivas sería la reducción de su estímulo de las compras de bonos o tapering. La Fed empezaría a reducir sus compras de activos cuando se hayan realizado avances significativos hacia el objetivo de máximo empleo. **Sería de esperar que la Fed inicie las discusiones sobre cuándo reducir sus compras de activos en el transcurso de este verano.** A continuación, la reducción de las compras de activos se anunciaría en la reunión del FOMC de diciembre de 2021 y las compras se reducirían a principios de 2022. La Fed tiene previsto avisar al mercado con suficiente antelación antes de empezar a retirar las políticas expansivas que puso en marcha el año pasado y así evitar que se produzca el tipo de agitación del mercado, o *taper tantrum*, que se produjo cuando la Fed esbozó sus planes de reducir un programa similar de compra de bonos en 2013.

Muchos economistas se preguntan si la Fed debería seguir comprando bonos hipotecarios dada la fortaleza de las ventas de viviendas y lo benignas que son las condiciones financieras (véase el gráfico siguiente). **El mercado tendrá que enfrentarse pronto al hecho de que los bancos centrales disminuirían pronto el tamaño de su apoyo a la economía,** y la reducción de las compras de activos y de los programas de apoyo a la liquidez serían el primer paso en esa dirección.

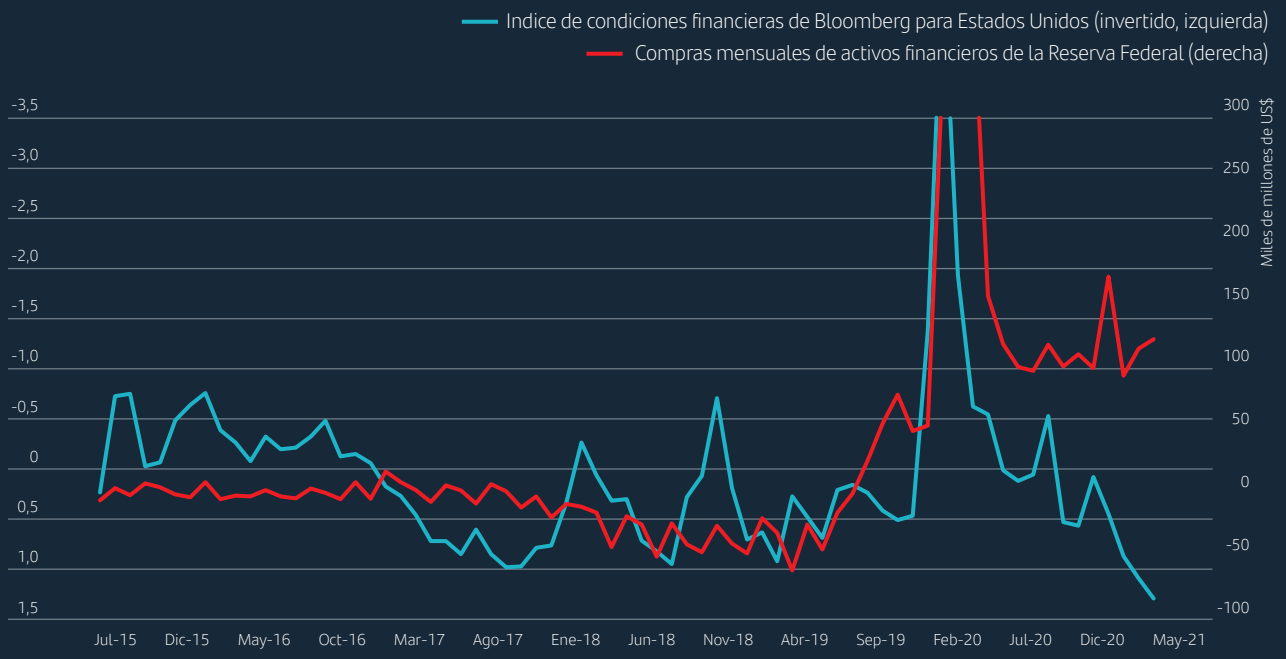
La fortaleza de la recuperación económica y del mercado de la vivienda están acelerando el debate sobre la reducción de los estímulos y las compras de bonos

La Fed es muy consciente de la necesidad de comunicar de forma muy paulatina el cambio en el sesgo de su política monetaria para evitar tensiones como las de 2013

La Reserva Federal ha mantenido las compras de activos a pesar de la mejora de las condiciones financieras

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El momento de que la Fed disminuya las compras de activos se acerca



Segunda etapa: el mercado empieza a asimilar un futuro con tipos de interés al alza

Los funcionarios de la Reserva Federal llevan mucho tiempo diciendo que una condición clave para subir los tipos de interés es la vuelta al máximo empleo. La definición de máximo empleo de la Reserva Federal exige una tasa de desempleo de entre el 3,5% y el 4,5% y una recuperación total de la tasa de participación de la población activa hasta su nivel anterior a la pandemia. La evolución de sus opiniones sobre la magnitud de crecimiento del empleo que supondrá esto, podría llevarles a reducir el apoyo a la economía antes de lo previsto. Calculamos que un crecimiento medio mensual de los empleos no agrícolas de alrededor de 400.000 haría que la economía alcanzara el "máximo empleo" a finales de 2022. Dada la solidez de la economía y el nivel récord de ofertas de empleo, **es muy plausible que, en torno a junio de 2022, los funcionarios de la Fed se queden sin argumentos para aplazar la decisión de subir los tipos.**

El resultado de la última reunión de la Fed fue algo más tensionador de lo esperado, aunque totalmente acorde con las perspectivas económicas y las condiciones financieras actuales. La mediana de las previsiones de tipos de interés para el año 2023 muestra ahora dos subidas de 0,25% cada una, frente a ninguna en la anterior reunión del Comité FOMC de la Fed en marzo. En concreto, ahora 13 de los 18 miembros de la Fed esperan subidas para 2023.

Los responsables de la política económica fuera de Estados Unidos se enfrentan a muchos de los mismos problemas que la Fed: rápida recuperación de las economías que salen de la pandemia, repuntes de inflación y precios de los activos. **En el caso del BCE, el factor más importante es el calendario del fin de las compras de activos a través del programa PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), que esperamos se anuncie en la reunión de diciembre de 2021.** Las subidas de tipos aún se ven lejanas.

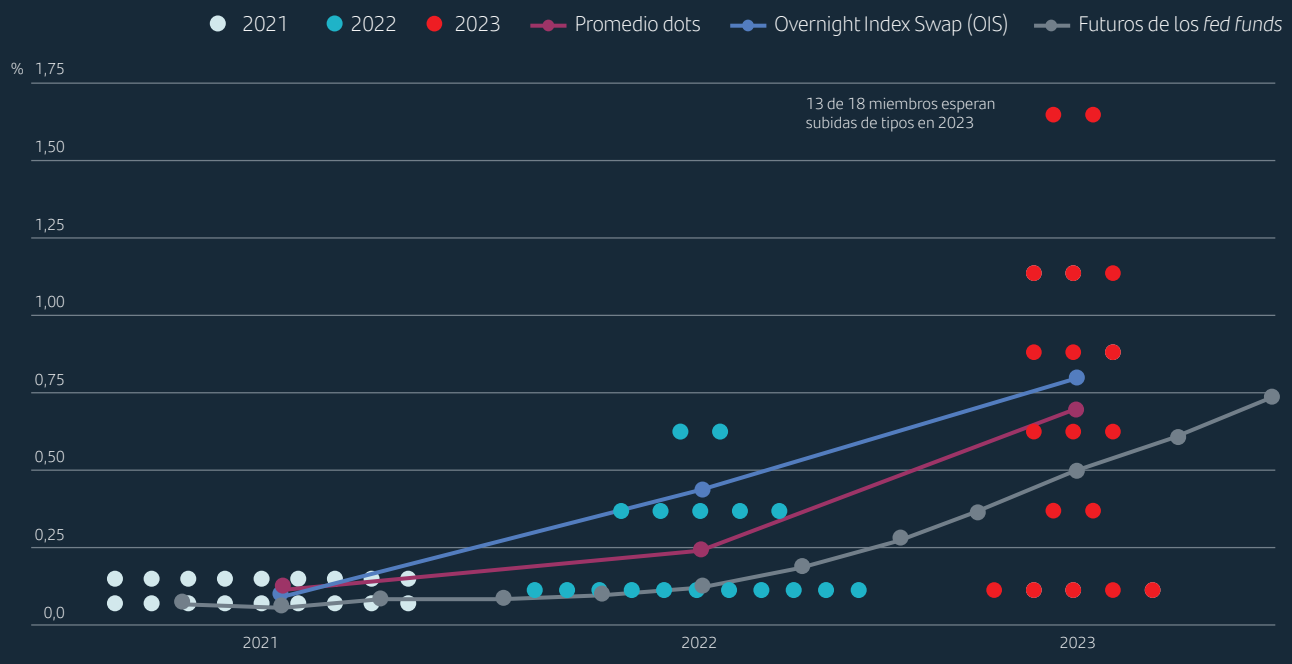
El reciente cambio de sesgo en el mensaje de las actas de la Fed en junio es una señal al mercado de que las buenas noticias de la reapertura y la recuperación traen como consecuencia un adelanto del final de los tipos de interés en mínimos

A pesar de la mayor proximidad de la normalización de tipos de interés, las condiciones monetarias y financieras siguen siendo expansivas y favorables para los activos de riesgo

Expectativas de tipos de interés: Comparación entre la visión de los miembros de la Fed *(dots)* y el mercado (OIS)

Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y elaboración propia

El mercado ya estaba descontando subidas de tipos en 2023



Tercera etapa: el estimulo fiscal se mantiene aunque es insostenible en el medio plazo

El presidente Joe Biden ha actuado con rapidez desde que asumió el cargo el 20 de enero al firmar el paquete de ayuda de 1,9 billones de USD Covid-19, junto otra ronda de cheques de estímulo, subsidios de desempleo, apoyo a las pequeñas empresas y recursos para ayudar a la reapertura de las escuelas de forma segura. Poco después, Biden dio a conocer un ambicioso plan para mejorar las infraestructuras del país y la transición hacia una energía más verde: el American Jobs Plan (AJP). En abril, la nueva administración presentó adicionalmente el American Families Plan (AFP), cuyo objetivo es utilizar créditos y ayudas financieras para mejorar y ampliar las actuales prestaciones sociales.

Estas dos últimas iniciativas de gasto incluyen propuestas de financiación basadas en subidas de impuestos, aspecto que dificulta en gran medida el apoyo republicano. Consideramos factible un acuerdo parcial para el plan de infraestructuras que permita que se mantenga en el corto plazo el estímulo fiscal en Estados Unidos. A medio plazo consideramos que va a ser necesario reequilibrar el excesivo nivel de déficit público por la vía de la reducción del gasto, o de la subida de impuestos. **El mercado tendrá, por tanto, que asimilar un menor nivel de apoyo fiscal a partir de 2022.**

En Europa, el proceso de aprobación e implementación del Plan de Recuperación (Next Generation EU), dotado con 750.000 millones de euros destinados a la recuperación post-pandémica y la transformación verde y digital, avanza y la economía de **la zona Euro va a contar con un positivo apoyo fiscal de cara a los próximos dos años.** Los inversores en el mercado europeo van a poder contar con el apoyo fiscal y monetario durante un período más prolongado que al otro lado del Atlántico. En el Reino Unido el paquete de estímulo fiscal equivalente a un 12.5% de su PIB tendría que, eventualmente ser disminuido y el déficit reconducido.

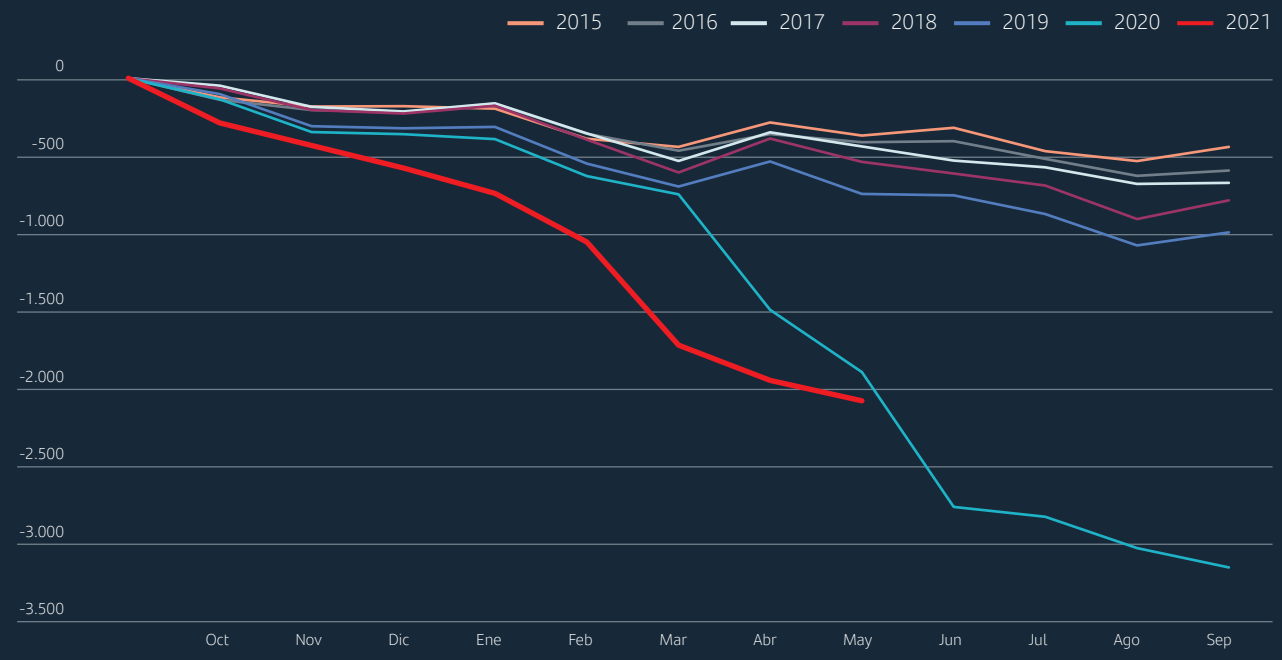
Biden ha iniciado su mandato con un ambicioso plan de incremento del gasto que va a ser difícil de aprobar por su elevada cuantía y por las importantes subidas de impuestos que conlleva

De cara a los próximos 12 meses la economía global seguiría estando apoyada desde el punto de vista fiscal, pero a medio plazo parece inevitable un ajuste presupuestario

Déficit fiscal de la economía estadounidense (año fiscal acumulado en miles de millones USD)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Se mantiene el extraordinario nivel de gasto en 2021, pero no es sostenible a medio plazo



03 El ciclo madura y esperamos menor direccionalidad

Las cuatro etapas del ciclo económico son la expansión, el auge, la contracción y la depresión. Durante la fase de expansión, la economía experimenta un crecimiento relativamente rápido, los tipos de interés tienden a ser bajos, la producción se eleva y las presiones inflacionistas aumentan. Se pueden utilizar muchos adjetivos para describir lo que ha sucedido en la economía mundial como resultado de la externalidad de la pandemia, pero la característica más fascinante es lo rápido que ha sucedido todo debido al fenomenal ritmo de este ciclo. **La desaceleración fue la más rápida de la que se tiene constancia, y lo mismo puede decirse de la recuperación.** La velocidad de la recuperación puede analizarse en el siguiente gráfico, en el que se destaca cómo la recuperación del riesgo crediticio (diferenciales de los bonos) asociada a una menor probabilidad de quiebras se ha producido a un ritmo tres veces más rápido al de ciclos anteriores. **Las empresas han podido reparar sus balances y acceder a los mercados de crédito a niveles de tipos de financiación anteriores a la pandemia** como resultado del mayor optimismo sobre la economía y la magnitud del estímulo económico puesto en marcha.

Algunos analistas comparan la fuerza de esta recuperación con la experimentada tras la anterior pandemia de 1919. Los "locos años veinte" (aproximadamente entre 1921 y 1929) fueron una década de creciente prosperidad en el mundo occidental, alimentada por el gasto diferido, el auge de la construcción y la rápida expansión de los bienes de consumo, como los automóviles y los electrodomésticos. Estos factores se materializaron tras la devastación de la Primera Guerra Mundial y, sobre todo, tras la pandemia de "gripe española". Por ello, varios comentaristas y académicos han establecido paralelismos con ese periodo histórico, sugiriendo que **la recuperación posterior al coronavirus podría caracterizarse por un auge económico** como el que estamos experimentando en muchas economías en los dos últimos trimestres.

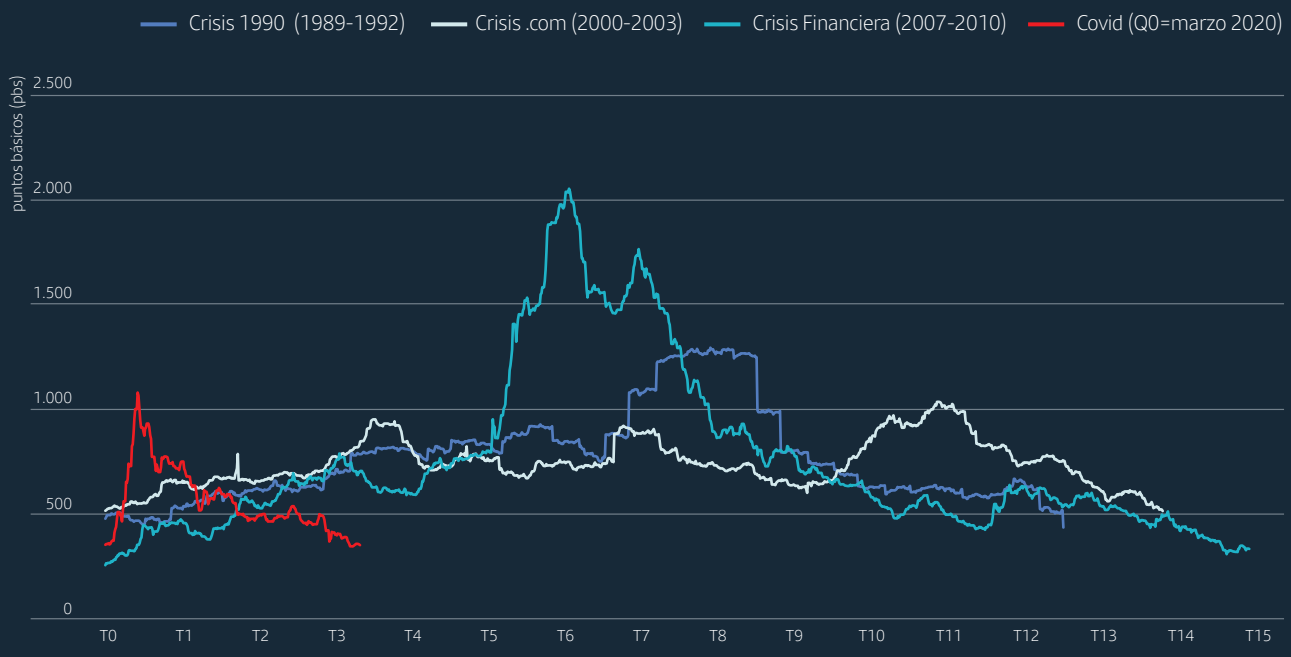
Las crisis económicas producidas por factores exógenos dan lugar a ciclos de recuperación mucho más robustos y con cuellos de botella

Algunos analistas apoyan una visión optimista con un superciclo de recuperación basado en factores psicológicos y en mejoras de productividad por la transición digital y las energías limpias

Los diferenciales de crédito de la renta fija han vuelto a los niveles pre crisis en tiempo récord

Fuente: Bloomberg (CSI BARC Index = BarCap US Corp HY - US 10 Year Treasury) y elaboración propia

La recuperación del mercado crediticio ha sido tres veces más rápida



Los beneficios empresariales muestran una recuperación en "V"

El momento actual para la generación de beneficios es muy positivo con recuperación de la demanda de bienes y servicios

Los beneficios de las empresas rara vez se han recuperado tan rápidamente después de una recesión. El gráfico inferior muestra cómo **los beneficios han superado los niveles anteriores a la crisis en sólo cuatro trimestres, mientras que en las tres recesiones anteriores el periodo de recuperación fue tres veces mayor.** Las condiciones de crédito son excelentes y la rentabilidad se ha normalizado a pesar de que muchos sectores y mercados de servicios no han disfrutado de todo el efecto de la reapertura.

Durante el primer trimestre del año, la mayoría de las empresas del S&P 500 superaron las expectativas de beneficios de los analistas y la cifra final de beneficios marcó un máximo histórico. Se espera que las empresas estadounidenses aumenten sus beneficios en torno al 50% en la primera mitad del año . El impulso de las revisiones de beneficios es muy positivo, ya que **un récord del 86% de las empresas comunicaron resultados en el primer trimestre que fueron mejores de lo esperado,** según Reifinitiv. De cara al segundo trimestre se mantiene el viento a favor de la comparación con trimestres muy deprimidos ya que el periodo correspondiente a 2020 representó el impacto más severo de la pandemia. Para el segundo trimestre de 2021, la tasa de crecimiento de los beneficios estimada para el S&P 500 es del 61,9%.

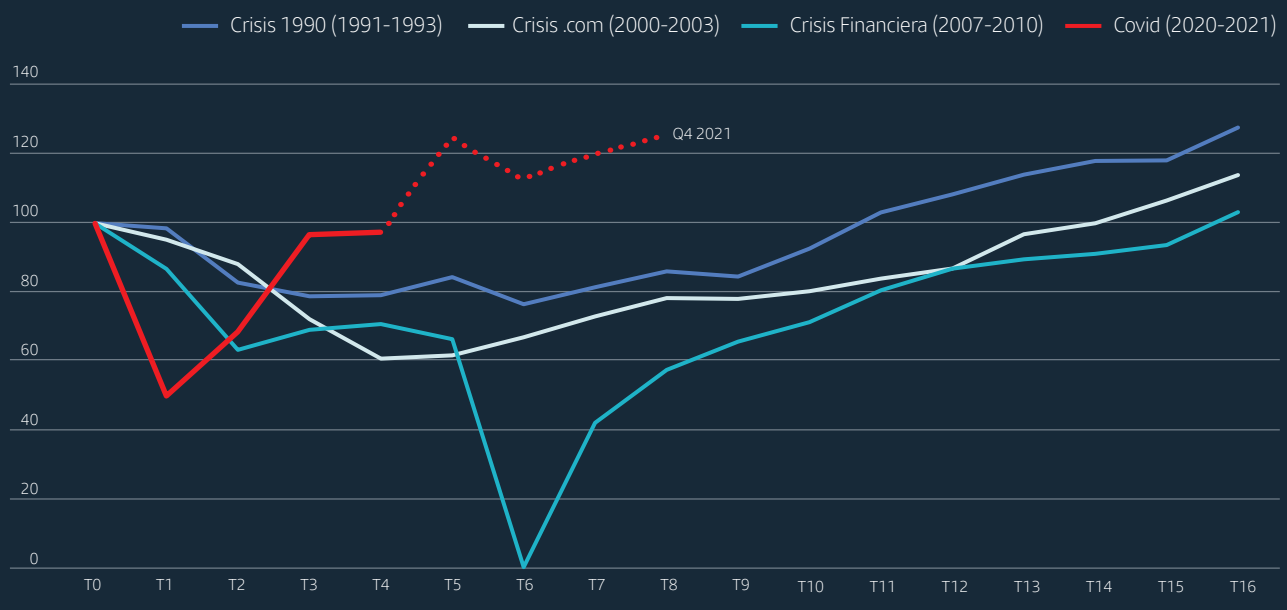
Esperamos que el crecimiento de beneficios alcance su máximo en el segundo trimestre. El crecimiento en 2022 no será tan fácil

El mayor crecimiento internacional de los beneficios se está produciendo en sectores cíclicos como el energético, el financiero, el industrial y el de materiales, que son los más expuestos a la mejora de la economía real. **Esta tendencia está favoreciendo con fuerza a las regiones más expuestas a estos sectores cíclicos, a saber, Europa y Japón, donde los sectores cíclicos representan el 55% del mercado.** A modo de ejemplo, la tasa de crecimiento de los beneficios del índice europeo STOXX 600 para el primer trimestre de 2021 fue del 95% y los analistas esperan un crecimiento del 49% para el conjunto del año. El mercado puede confiar en el crecimiento de los beneficios en los próximos trimestres, pero las expectativas de los beneficios del próximo año implican una importante desaceleración.

S&P 500 – Comparación evolución beneficios con los anteriores tres ciclos bursátiles

Fuente: Bloomberg, S&P Global Ratings y elaboración propia

Los beneficios han superado los niveles precrisis en sólo 1 año



El ciclo avanza a toda velocidad

Extraordinaria velocidad de esta recesión y recuperación en comparación con otros períodos

El mercado no tiene un problema de falta de apoyo en términos de crecimiento económico o de beneficios. **La recuperación tiene un sólido soporte a nivel macro y a nivel micro,** pero el mercado ya ha reflejado en precios estas buenas noticias. Todo el espectro de activos de riesgo ha experimentado un repunte récord desde los mínimos de 2020. El índice S&P 500 obtuvo el mejor rendimiento en 12 meses de la historia entre el 23 de marzo de 2020 y el 23 de marzo de 2021, una subida del 75%.

El mercado cotiza a valoraciones muy elevadas y los múltiplos precio-beneficio están fuera de los rangos históricos. En el siguiente gráfico, trazamos la relación precio-beneficio ajustada cíclicamente (CAPE) desde el inicio de los distintos ciclos económicos hasta el final, y la comparamos con la recuperación actual. La tendencia normal es comenzar el ciclo con valoraciones bajas (múltiplos de beneficios) y, a medida que la economía se recupera y se acerca al pleno empleo, aumenta el apetito por el riesgo y también la valoración de los beneficios. **Este ciclo, una vez más, es diferente y los inversores han estado dispuestos a aceptar múltiplos elevados desde el comienzo de la recuperación.**

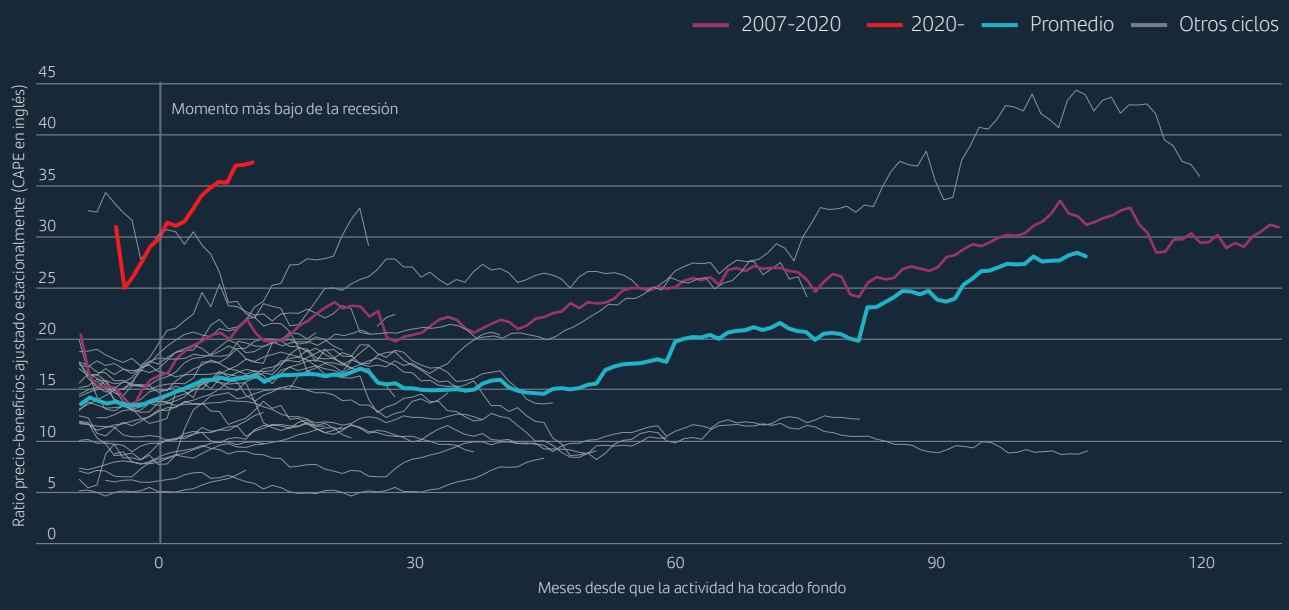
Si bien es exigente, tanto la valoración de las bolsas como la de la deuda, los fundamentales dan un soporte superior a la renta variable

Estos elevados múltiplos prospectivos implican, o bien una elevada confianza en la continuidad del crecimiento después de este año, o bien una firme creencia en que los beneficios a corto plazo serán mejores que las cifras de consenso. **Consideramos que las ganancias del mercado pueden ser más difíciles de conseguir en la segunda mitad del año,** especialmente porque las acciones ya han subido a niveles de valoración récord. El mercado de bonos también parece sobrevalorado, ya que los rendimientos reales del Tesoro -la diferencia entre los rendimientos nominales del Tesoro y las expectativas de inflación- son claramente negativos. Es difícil encajar esta situación con la fuerte expectativa de que la economía volverá con rapidez al pleno empleo.

S&P 500 CAPE – Comparación de los múltiplos de valoración con ciclos anteriores

Fuente: Bloomberg, Robert Shiller y elaboración propia

Los inversores no suelen aceptar múltiplos elevados al inicio del ciclo



El flujo de noticias positivas estaría próximo a su punto máximo

El mercado financiero está empezando a ajustarse a la realidad de que la política monetaria y fiscal ya no será el mismo viento de cola fuerte y fiable para el crecimiento y pronto podría convertirse en un viento de cara. Lo cierto es que, con la recuperación económica en pleno apogeo, la política monetaria y fiscal ya no pueden ser tan acomodaticias, y los mercados de acciones, bonos y otros activos, podrían recalibrarse ante cualquier contratiempo.

La combinación de la desaceleración del crédito chino, una posible transición del motor del crecimiento de los bienes a los servicios, y un cambio de tono de los bancos centrales, podría alimentar la volatilidad esperada en el mercado en la segunda mitad del año. En los últimos 30 años se han producido entre una y dos correcciones del 5% anual, una corrección media del 10-20% cada 2 años y una corrección de al menos el 20% cada 10 años, coincidiendo con los cambios en los ciclos económicos y las recesiones. **En 2021 el mercado aún no ha experimentado una corrección de al menos 5%.**

En la actualidad, el sentimiento del mercado es muy optimista, los factores técnicos parecen estar al límite, la volatilidad es baja y el mercado de opciones tiene más participantes que apuestan por las subidas que los que se cubren contra las bajadas. Esto dibuja un mercado muy complaciente respecto a los riesgos potenciales y, **aunque tiene que haber un detonante para una corrección, consideramos que se justifica un posicionamiento menos agresivo después de una recuperación tan sólida.** Como muestra el siguiente gráfico, si creemos que este ciclo podría ser similar al anterior, el mercado podría enfrentarse a un periodo de mayor volatilidad en los próximos trimestres.

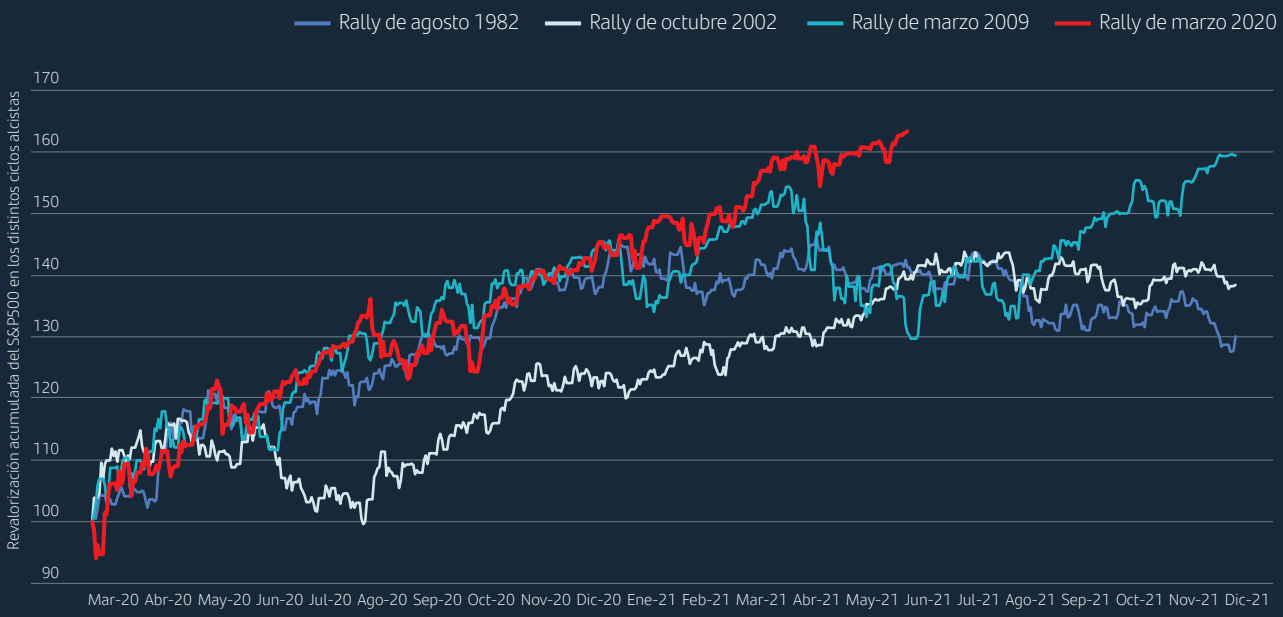
Estaríamos cerca del punto máximo en flujo de noticias positivas, por lo que cualquier duda puede ser una excusa correctiva para el mercado

Seguimos sobreponderados en activos de riesgo, pero con una intensidad inferior a la del primer cuatrimestre del año

Después de una fase de apreciación, los mercados suelen estabilizarse

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

En lo que va de 2021 el mercado no ha experimentado una corrección de, al menos, un 5%



Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2021						Rentabilidades		Rentabilidad anualizada		
	Abr-21	May-21	Jun-21	YtD	YoY	2019	2020	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) [1]	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,1%**	**2,2%**	**0,4%**	**1,2%**	**1,1%**	**0,6%**
Liquidez (EUR) [2]	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**-0,2%**	**-0,5%**	**-0,4%**	**-0,5%**	**-0,4%**	**-0,4%**	**-0,1%**
R. Fija Global USD [3]	**1,3%**	**0,9%**	**-0,9%**	**-3,2%**	**2,6%**	**6,8%**	**9,2%**	**4,2%**	**2,3%**	**2,1%**
R. Fija USD [4]	**0,8%**	**0,3%**	**0,7%**	**-1,6%**	**-0,3%**	**8,7%**	**7,5%**	**5,3%**	**3,0%**	**3,4%**
R. Fija Gobiernos (USD) [5]	0,4%	0,3%	-0,1%	-1,1%	-1,2%	5,2%	5,8%	4,0%	1,9%	2,2%
R. Fija Corporativos (USD) [6]	1,1%	0,8%	1,6%	-1,3%	3,3%	14,5%	9,9%	7,8%	4,8%	5,2%
R. Fija High Yield (USD) [7]	1,1%	0,3%	1,3%	3,6%	15,4%	14,3%	7,1%	7,4%	7,4%	6,6%
Renta Fija Euro [8]	**-0,7%**	**-0,1%**	**0,4%**	**-2,3%**	**0,4%**	**6,0%**	**4,0%**	**2,6%**	**1,4%**	**3,9%**
R. Fija Gobiernos (EUR) [9]	-1,1%	0,0%	0,5%	-3,0%	-0,2%	6,8%	5,0%	3,0%	1,4%	4,3%
R. Fija Corporativos (EUR) [10]	0,0%	-0,1%	0,4%	-0,4%	3,6%	6,2%	2,8%	2,6%	2,0%	3,7%
R. Fija High Yield (EUR) [11]	0,4%	0,3%	0,6%	3,6%	11,9%	12,3%	1,8%	5,0%	4,9%	6,5%
R. Fija Emergente Global (USD) [12]	**1,3%**	**0,9%**	**0,7%**	**-0,6%**	**6,3%**	**13,1%**	**6,5%**	**6,7%**	**4,8%**	**5,4%**
R. Fija Emergente Latam (USD) [13]	2,1%	1,0%	1,0%	-1,8%	8,5%	12,3%	4,5%	5,0%	4,2%	4,8%
MSCI World (USD)	**4,5%**	**1,3%**	**1,4%**	**12,2%**	**37,0%**	**25,2%**	**14,1%**	**13,0%**	**12,7%**	**8,4%**
MSCI Europe (EUR)	1,6%	2,1%	1,6%	13,6%	25,1%	22,2%	-5,4%	5,4%	6,0%	4,7%
MSCI Emerging Markets (USD)	2,4%	2,1%	-0,1%	6,5%	38,1%	15,4%	15,8%	8,7%	10,4%	1,7%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	2,8%	1,5%	-0,3%	6,8%	39,3%	19,2%	22,4%	11,9%	13,8%	6,7%
MSCI Latin America (USD)	3,2%	7,8%	2,4%	6,9%	40,4%	13,7%	-16,0%	1,9%	2,8%	-5,3%

[1] Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; [2] Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; [3] Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un;[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 30 de junio de 2021

		Último precio	Variación 12 meses	Rango últimos 10 años Mínimo	Rango	Máximo	Rentabilidades Mes	YtD	2020	Rentabilidad anualizada 1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	4.298		1.131		4.298	2,2%	14,4%	16,3%	40,8%	16,5%	15,7%	12,5%
	DOW JONES INDUS.	34.503		10.913		34.529	-0,1%	12,7%	7,2%	33,7%	12,4%	14,3%	10,8%
	NASDAQ	14.504		2.415		14.504	5,5%	12,5%	43,6%	44,2%	24,5%	24,9%	18,0%
Europa	Stoxx 50	3.513		2.160		3.513	2,1%	13,0%	-8,7%	17,5%	4,9%	4,8%	3,2%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.064		2.119		4.064	0,6%	14,4%	-5,1%	25,7%	6,2%	7,5%	3,6%
	España (IBEX 35)	8.821		6.090		11.521	-3,6%	9,3%	-15,5%	22,0%	-2,9%	1,7%	-1,6%
	Francia(CAC 40)	6.508		2.982		6.508	0,9%	17,2%	-7,1%	31,8%	6,9%	9,2%	5,0%
	Alemania (DAX)	15.531		5.502		15.531	0,7%	13,2%	3,5%	26,2%	8,1%	10,1%	7,7%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.037		5.128		7.749	0,2%	8,9%	-14,3%	14,1%	-2,7%	2,0%	1,7%
	Italia (MIB)	25.102		12.874		25.171	-0,3%	12,9%	-5,4%	29,6%	5,1%	9,5%	2,2%
	Portugal (PSI 20)	5.035		3.945		7.608	-2,8%	2,8%	-6,1%	14,7%	-3,1%	2,5%	-3,7%
	Suiza (SMI)	11.943		5.529		11.943	5,1%	11,6%	0,8%	18,9%	11,5%	8,4%	6,8%
LatAm	México (MEXBOL)	50.290		33.503		51.210	-1,2%	14,1%	1,2%	33,3%	1,8%	2,0%	3,2%
	Brasil (IBOVESPA)	126.802		40.406		126.802	0,5%	6,5%	2,9%	33,4%	20,3%	20,0%	7,3%
	Argentina (MERVAL)	62.372		2.257		62.372	5,2%	21,8%	22,9%	61,2%	33,8%	33,7%	33,9%
	Chile (IPSA)	4.331		3.439		5.855	-0,6%	3,7%	-10,5%	9,4%	-6,5%	1,7%	-1,0%
Asia	Japón (NIKKEI)	28.792		8.435		29.179	-0,2%	4,9%	16,0%	29,2%	8,9%	13,1%	11,4%
	Hong-Kong (HANG SENG)	28.828		17.592		32.887	-1,1%	5,9%	-3,4%	18,0%	-0,1%	7,1%	2,6%
	Corea (KOSPI)	3.297		1.755		3.297	2,9%	14,7%	30,8%	56,4%	12,3%	11,0%	4,6%
	India (Sensex)	52.483		15.455		52.483	1,0%	9,9%	15,8%	50,3%	14,0%	14,4%	10,8%
	China (CSI)	5.224		2.140		5.352	-2,0%	0,2%	27,2%	25,5%	14,2%	10,6%	5,5%
Mundo	MSCI WORLD	3.017		1.104		3.017	1,4%	12,2%	14,1%	37,0%	13,0%	13,0%	8,5%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2021

			Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios	
		Último precio	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	YtD	2020	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield
	MSCI World	3.017		1.104		3.017	1,4%	12,2%	14,1%	38,6%	13,0%	13,0%	8,5%	20,61	1,67
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	1.397		797		1.412	-1,0%	8,8%	-3,0%	24,6%	6,0%	5,8%	4,4%	14,29	3,48
	MSCI World Momentum	3.663		878		3.663	1,1%	7,3%	28,3%	34,1%	17,1%	17,9%	14,0%	18,64	1,28
	MSCI World Quality	3.678		889		3.678	3,7%	13,9%	22,2%	39,0%	20,5%	18,8%	14,0%	24,44	1,36
	MSCI World Minimum Volatility	4.434		1.673		4.434	1,0%	7,1%	2,6%	19,6%	10,0%	8,8%	9,7%	21,03	2,00
	MSCI World Value	11.126		4.423		11.283	-1,4%	14,7%	-1,2%	39,2%	8,4%	10,1%	7,6%	15,12	2,63
	MSCI World Small Cap	690		202		690	0,2%	14,9%	16,0%	54,5%	12,1%	14,7%	10,5%	23,60	1,46
	MSCI World Growth	8.890		2.103		8.890	4,5%	11,1%	33,8%	41,6%	21,2%	19,8%	13,5%	31,86	0,74
Sector	Energía	290		164		428	3,0%	32,4%	-31,5%	42,1%	-7,2%	-0,4%	-1,5%	14,95	4,25
	Materiales	549		229		573	-4,1%	11,3%	19,9%	45,8%	12,1%	15,1%	4,7%	13,58	2,48
	Industriales	490		152		498	-1,6%	12,2%	11,7%	45,5%	12,5%	13,6%	9,7%	23,63	1,54
	Consumo Discrecional	556		119		556	2,3%	10,2%	36,6%	50,8%	19,4%	19,4%	14,5%	27,38	0,84
	Consumo Básico	432		172		434	-0,3%	5,2%	7,8%	20,9%	10,0%	7,0%	8,9%	21,35	2,78
	Salud	476		124		476	3,0%	9,9%	13,5%	24,3%	15,8%	12,5%	13,1%	18,82	1,62
	Financiero	243		84		251	-3,4%	20,7%	-2,8%	54,0%	9,2%	13,2%	8,3%	12,81	2,36
	Tecnología	594		87		594	6,9%	13,1%	43,8%	45,2%	28,8%	29,9%	20,0%	30,43	0,77
	Inmobiliario	469		194		469	2,0%	16,8%	-5,0%	31,2%	8,8%	6,9%	7,3%	30,52	2,70
	Servicios de comunicación	208		77		208	2,4%	16,7%	23,0%	47,8%	21,6%	11,0%	9,2%	22,18	1,16
	Servicios Públicos	297		147		308	-2,9%	-0,2%	4,8%	14,6%	9,1%	7,2%	6,2%	18,26	3,56

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2021

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades 10 años			Pendiente
		B. Central*	2 años	10 años	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	Año	A 1 año	10-2 años
Desarrollados												
EEUU	AA+	0,25%	0,25%	1,47%		0,53%		3,14%	-13	55	81	1,22
Alemania	AAA	-0,50%	-0,66%	-0,21%		-0,70%		2,54%	-2	36	25	0,46
Francia	AA	-0,50%	-0,64%	0,13%		-0,40%		3,39%	-4	46	24	0,76
Italia	BBB	-0,50%	-0,37%	0,82%		0,54%		7,11%	-9	28	-44	1,19
España	A	-0,50%	-0,51%	0,41%		0,05%		6,86%	-5	37	-6	0,92
Reino Unido	AA	0,10%	0,06%	0,72%		0,10%		3,02%	-8	52	54	0,65
Grecia	BB	-0,50%	n.d.	0,83%		0,63%		34,96%	0	21	-38	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,60%	0,39%		0,03%		16,40%	-7	36	-9	0,99
Suiza	AAA	-0,75%	-0,78%	-0,25%		-1,05%		1,34%	-5	33	22	0,53
Polonia	A-	0,10%	0,29%	1,61%		1,15%		5,91%	-25	38	24	1,32
Japón	A+	-0,10%	-0,09%	0,06%		-0,27%		1,08%	-3	4	3	0,15
Emergentes												
Brasil	BB-	4,25%	7,70%	9,09%		6,49%		16,51%	-4	218	214	1,40
México	BBB	4,25%	5,59%	6,98%		4,49%		9,16%	39	144	114	1,39
Chile	A	0,50%	2,05%	4,40%		2,19%		4,80%	26	175	200	2,35
Argentina	CCC+	38,00%	n.d.	n.d.	n.d.	0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	1,75%	n.d.	n.d.	n.d.	4,85%		8,98%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Turquía	B+	19,00%	17,63%	16,68%		6,21%		20,69%	-113	417	n.d.	-0,95
Rusia	BBB-	5,50%	6,84%	7,20%		5,55%		12,98%	66	235	239	0,37
China	A+	2,93%	2,65%	3,09%		2,51%		4,58%	1	-5	25	0,44
India	BBB-	4,00%	4,90%	6,05%		5,84%		8,87%	3	18	17	1,15

* 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 30 de junio de 2021

	Último precio	Variación 12 meses	Rango últimos 10 años Mínimo	Rango	Rango últimos 10 años Máximo	Rentabilidad Mes	Rentabilidad YtD	Rentabilidad YoY	Rentabilidad anualizada 3 años	Rentabilidad anualizada 5 años	Rentabilidad anualizada 10 años
EUR/USD	1,1858		1,05		1,44	-3,0%	-2,9%	5,6%	0,5%	1,3%	-2,0%
EUR/GBP	0,86		0,70		0,92	-0,4%	-4,1%	-5,4%	-1,0%	0,4%	-0,5%
EUR/CHF	1,10		1,03		1,24	-0,2%	1,4%	3,1%	-1,8%	0,2%	-1,2%
EUR/JPY	132		96		148	-1,7%	4,4%	8,7%	0,6%	2,9%	1,2%
EUR/PLN	4,52		4,00		4,63	1,0%	-0,9%	1,7%	1,1%	0,5%	1,4%
GBP/USD	1,38		1,22		1,71	-2,7%	1,2%	11,5%	1,6%	0,8%	-1,5%
USD/CHF	0,93		0,79		1,03	2,9%	4,5%	-2,4%	-2,3%	-1,0%	0,9%
USD/JPY	111		76		124	1,4%	7,6%	2,9%	0,1%	1,6%	3,2%
USD/MXN	19,94		11,74		24,17	-0,1%	0,1%	-13,3%	0,0%	1,7%	5,6%
USD/ARS	95,72		4,14		95,72	1,1%	13,8%	35,9%	49,0%	44,8%	37,0%
USD/CLP	734		458		855	1,7%	3,2%	-10,6%	3,9%	2,1%	4,7%
USD/BRL	4,97		1,55		5,75	-4,8%	-4,4%	-9,1%	8,6%	9,0%	12,3%
USD/COP	3.752		1.763		4.056	1,1%	9,4%	-0,1%	8,6%	5,1%	7,8%
USD/CNY	6,46		6,05		7,16	1,4%	-1,1%	-8,6%	-0,8%	-0,6%	0,0%
EUR/SEK	10,14		8,34		10,93	-0,1%	0,9%	-3,2%	-1,0%	1,5%	1,1%
EUR/NOK	10,20		7,29		11,48	0,2%	-2,7%	-5,6%	2,3%	1,9%	2,7%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación 12 meses	Rango últimos 10 años Mínimo	Rango	Rango últimos 10 años Máximo	Rentabilidad Mes	Rentabilidad YtD	Rentabilidad YoY	Rentabilidad anualizada 3 años	Rentabilidad anualizada 5 años	Rentabilidad anualizada 10 años
Petróleo (Brent)	75,1		21		124	9,3%	46,8%	83,7%	-1,5%	15,1%	-12,3%
Petróleo (W. Texas)	73,5		19		108	10,8%	51,4%	87,1%	-0,3%	14,5%	-8,2%
Oro	1.771,6		1.060		1.971	-6,9%	-6,5%	-1,6%	12,2%	9,8%	6,1%
Cobre	9.374,5		4.561		10.258	-8,6%	20,7%	55,9%	12,3%	24,0%	-0,2%
Índice CRB	213,4		117		343	3,7%	27,2%	54,7%	2,1%	3,2%	-14,1%
Rogers International	2.907,1		1.560		4.034	3,7%	28,3%	59,2%	4,4%	8,5%	-9,5%
Soja	555,4		334		697	-8,6%	6,7%	58,6%	16,7%	7,1%	2,2%

"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	1S '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.	**27,2%** Materias Primas
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	**16,1%** RV Europa
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	**15,3%** RV EE.UU.
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	**13,0%** RV Mundial
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	**10,7%** RV España
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	**8,9%** RV Japón
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	**7,4%** RV Emergente
IG Europa	ERL0 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	**2,5%** 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	**-0,2%** 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	**-0,5%** 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	**-2,9%** 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	**-7,9%** Gobierno Zona Euro

+ Rentabilidad -

*Datos a 30 de junio de 2021.
Indices 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

Private Banking

Álvaro Galiñanes, CEFA

Alfonso García Yubero, CEFA, CIIA

Felipe Arrizubieta

Manuel Pérez Duro

Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

Carlos Shteremberg, CFA

José Rodríguez, CFA

Michelle Chan

Gustavo Schwartzmann

Rafael Arelios Neves

Fernando Buendía

Pablo Figueroa

Fernando Bustamante

Eduardo Gibbs

Paulo Jorge Sa Luis

Carlos Mansur

David Sterland

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 Activos Financieros, 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 Activos Financieros 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
@santanderpb