

Abril 2022



# Informe trimestral

## La economía mundial se enfrenta a un nuevo reto inflacionario

La invasión a Ucrania ha alterado el equilibrio geopolítico con importantes incertidumbres y cambios en los frentes comercial, energético y diplomático a nivel mundial. La historia demuestra que el mercado reacciona con resiliencia a las perturbaciones geopolíticas, siempre que no se produzca un contagio hacia el entorno macro.

Este entorno es especialmente complejo para los bancos centrales pues, por un lado, el aumento de las expectativas de inflación a largo plazo es un incentivo para subidas de tipos más rápidas y agresivas y, por otro lado, la consecuencia de una actuación así puede llegar a empujar a las economías a una recesión. Los inversores deben tener en cuenta un entorno de tipos de interés al alza y evaluar el riesgo de duración en sus carteras.

Los beneficios empresariales positivos, el crecimiento por encima de la tendencia y las condiciones financieras todavía acomodaticias siguen apoyando el posicionamiento en activos de riesgo. Sin embargo, los riesgos de recesión han aumentado y los inversores deberían optar por carteras bien diversificadas que sean más resistentes a un contexto de inflación creciente. En el actual escenario de alta volatilidad, es importante permanecer vigilante, centrarse en el medio y largo plazo, maximizar la diversificación de la cartera y mantenerla alineada con el perfil de riesgo de cada inversor.

# Mensajes clave para 2T 2022

## El mercado se recupera de los *shocks* geopolíticos

La invasión de Ucrania supone un cambio geopolítico de gran magnitud y se abren numerosos focos de incertidumbre. Sin embargo, la historia nos muestra que, ante eventos de similar magnitud, el mercado bursátil suele experimentar recuperaciones rápidas. Las excepciones a esta norma vienen derivadas de situaciones en que se produjo una cadena de transmisión desde la incertidumbre geopolítica a la económica.

## Los bancos centrales retiran con rapidez los estímulos monetarios

La rigidez de los mercados laborales y el aumento de la inflación están obligando a los bancos centrales desarrollados a cambiar su enfoque hacia el endurecimiento de la política monetaria. Esperamos que la Fed y el Banco de Inglaterra aceleren este ciclo de subidas (con el BCE a la zaga) para situar los tipos en territorio restrictivo más pronto que tarde con el fin de sofocar la inflación persistente. Los ciclos de endurecimiento suelen ser favorables para los inversores en renta variable (y desafiantes para los de renta fija) mientras las condiciones monetarias sigan siendo acomodaticias y el crecimiento económico se mantenga por encima de la tendencia.

## Foco en protección frente a la inflación

Los inversores no se deben enfocar en el ruido geopolítico y concentrarse en evaluar si el deterioro de los indicadores adelantados y las condiciones financieras se mantiene en niveles moderados. Seguimos insistiendo en la necesidad de impulsar la protección contra la inflación en las carteras, aumentando la exposición a activos reales y buscando soluciones de inversión flexibles en la renta fija (para diversificar del riesgo de duración), ya que los tipos de interés siguen normalizándose en todo el mundo y se ajustan al nuevo entorno inflacionista y al cambio de prioridades de las políticas monetarias.

# 01 Resiliencia del mercado ante shocks geopolíticos

La invasión de Ucrania es uno de los cambios más significativos en el orden geopolítico mundial desde el 11-S. **Este conflicto es un shock extremo que podría tener múltiples ramificaciones geopolíticas y económicas en las próximas décadas.** Los países de todo el mundo -especialmente en Europa- ya se están planteando importantes cambios en sus políticas energéticas, comerciales, de defensa y exterior para adecuarse al nuevo entorno.

En respuesta, **el mundo occidental ha impuesto a Rusia sanciones sin precedentes** que han afectado de forma significativa a amplias esferas de su economía y, en particular, a su sistema financiero. Al no permitir que las empresas occidentales traten con los grandes bancos rusos, excepto en el comercio de la energía, y expulsarlos del sistema de pagos global (SWIFT), el flujo de dinero hacia Rusia se está paralizando. La acción contra el banco central de Rusia significa que éste no puede acceder a gran parte de su destacado volumen de 630.000 millones de dólares estadounidenses de reservas extranjeras, y un número muy elevado de las multinacionales están abandonando el mercado ruso.

El **Índice de Riesgo Geopolítico (GPR)** de Caldara y Iacoviello (gráfico inferior) permite calibrar la relevancia de este evento a través de un indicador de referencia de los titulares de noticias relacionadas con tensiones geopolíticas, guerras o terrorismo. Como se puede observar en el índice GPR, la invasión de Ucrania es un acontecimiento capital en términos de riesgo como resultado de varios factores geopolíticos, sólo superado por acontecimientos como las dos guerras mundiales y de magnitud similar al 11-S.

Rusia ha sido durante mucho tiempo un actor relativamente menor en la economía mundial, ya que sólo representa el 1,8% de la producción total del mundo, a pesar de sus enormes exportaciones de energía (la participación de Ucrania en el PIB mundial es aún menos significativa, con sólo el 0,2%). Rusia es un gigante transcontinental con 146 millones de habitantes y un enorme arsenal nuclear, así como un proveedor clave de petróleo, gas y materias primas. Pero, a diferencia de China que es una potencia manufacturera y está

La invasión y las sanciones inyectan una enorme dosis de incertidumbre y volatilidad en la economía y el mercado global

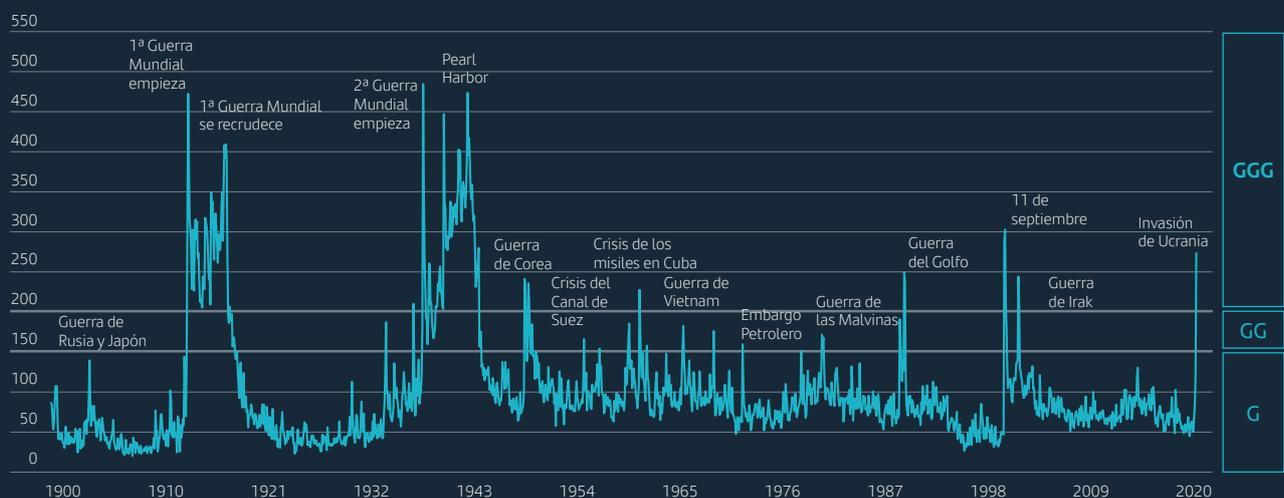
La exclusión de Rusia del sistema económico occidental repercutirá a nivel internacional, teniendo importantes consecuencias en los flujos comerciales mundiales

La invasión de Ucrania tiene el potencial de convertirse en un cambio de paradigma geopolítico de la magnitud del 11-S

## Índice de riesgo geopolítico (GPR)

Fuente: Datos descargados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 21 de marzo de 2022

La invasión de Ucrania es un evento de amplias repercusiones geopolíticas



G - Evento geopolítico con menor impacto mediático GG - Evento geopolítico de impacto mediático medio  
GGG - Conflicto de elevada importancia a escala geopolítica y alto impacto mediático

muy ligada a las cadenas de suministro global, **Rusia es un actor menor en la economía mundial. Italia, con la mitad de habitantes y menos recursos naturales, tiene una economía que duplica su tamaño.** Polonia exporta más bienes a la Unión Europea que Rusia. Por muy duros que sean los efectos de las consecuencias económicas del conflicto, el impacto inmediato no sería tan devastador como los repentinos parones económicos que provocó por primera vez el coronavirus en 2020.

**El principal vínculo entre la invasión rusa y la economía mundial es a través de los precios del petróleo, el gas natural y otros productos básicos e industriales.** Esto constituye la mayor parte de lo que Rusia y Ucrania exportan al resto del mundo, ya que juntas representan el 12% de la producción mundial de petróleo, el 13% de la producción de titanio, el 14% de la producción de trigo, el 17% de la producción de gas natural, el 30% de la producción de paladio y helio, y el 70% de la producción de neón. Aunque Europa lleva años diciendo que necesita disminuir la dependencia de la energía rusa, Moscú es el mayor proveedor de petróleo y gas natural de la UE. Europa podría sobrevivir si Rusia cortara el suministro, pero no sería ni barato ni fácil.

En este sentido hemos visto cómo los Estados miembros han tenido una respuesta única y cohesionada en lo que se refiere a la dependencia energética y la transición hacia energías renovables, El 8 de marzo la Comisión Europea lanzó el programa *RepowerEU* que tratará, en primer lugar, de diversificar el suministro de gas y de acelerar la implantación de gases renovables (bio metano e hidrógeno verde), de impulsar la transición a solar y eólica, y de reemplazar el gas en la generación de energía y la calefacción.

Como quedó claro con la pandemia, **las pequeñas interrupciones de suministro en una región pueden generar grandes trastornos en otras.** Las tensiones en las cadenas de aprovisionamiento y las subidas de precios -ya sea de gas, trigo, aluminio o níquel- pueden convertirse en una bola de nieve en un mundo que aún lucha por recuperarse de la pandemia. Las tensiones adicionales pueden ser relativamente pequeñas de forma aislada, pero se acumulan en las economías que todavía se están recuperando de los golpes económicos infligidos por la pandemia.

Los precios del petróleo, el gas natural y otras materias primas son el principal canal a través del cual este conflicto puede afectar a la economía mundial

La capacidad de la economía mundial para absorber el impacto del conflicto bélico dependerá en gran medida del nivel de disrupción en el suministro de materias primas

La reconfiguración de la cadena de suministro de energía supone un reto enorme para el mercado, con marcadas connotaciones inflacionistas

## Importancia de Rusia y Ucrania en el mercado mundial de materias primas

Fuente: Bain & Company

### Rusia y Ucrania son exportadores clave de alimentos, metales y combustibles fósiles



En la próxima sección analizaremos el impacto que este evento de riesgo geopolítico puede tener en las principales variables económicas en términos de desaceleración del crecimiento y aumento de la inflación. Antes vamos a cerrar este capítulo analizando el impacto de eventos históricos de similar calado en el mercado financiero y en particular en el activo renta variable. En la tabla inferior hemos reflejado el impacto inicial y posterior (12 meses siguientes) del índice de bolsa estadounidense S&P500 (por ser la bolsa más representativa y tener una serie histórica más amplia) durante determinados eventos de gran riesgo geopolítico. Nadie sabe si las cosas se intensificarán o si esto resultará ser un acontecimiento aislado, pero **los inversores podemos aprender de cómo ha reaccionado el mercado a los acontecimientos geopolíticos en el pasado**. La primera observación al analizar los datos tiene que ver con el impacto inicial negativo en las bolsas mundiales derivado del repunte de incertidumbre que estos conflictos conllevan. De media, **la bolsa americana experimentó una corrección del 16% durante estos eventos** (desde el inicio hasta la máxima caída) confirmando la sensibilidad de los inversores hacia conflictos de alta tensión bélica o de inseguridad.

Cuando los vientos de guerra soplan en el mercado, los inversores buscan refugio ante un incremento en las primas de riesgo. El comportamiento natural al estallar un conflicto de dimensiones geopolíticas es un repunte de la volatilidad con ventas agresivas de los activos más rentables y con mayor riesgo implícito. La volatilidad repunta con fuerza en este contexto y los **operadores bursátiles buscan cobertura en los llamados activos refugio**, es decir, aquellos que, incluso en tiempos de incertidumbre, tienden a ser más estables en precio. El oro, los fondos de renta fija y las divisas fuertes son algunos ejemplos y de media en estos eventos experimentaron fuertes subidas en los periodos en los que las bolsas retrocedieron. La reacción de los inversores en este evento de riesgo geopolítico derivado de la invasión de Ucrania ha seguido este patrón (revalorización de oro y dólar estadounidense) con la salvedad de la renta fija de alta calidad crediticia (afectada por el repunte de inflación).

Sin embargo, con las cifras en la mano, parece que **el mercado se recupera rápidamente después del shock inicial**. Si analizamos el comportamiento del S&P 500 doce meses más tarde del inicio de un conflicto, observamos cómo de media el índice se ha recuperado en su totalidad, acumulando una revalorización media del 8%.

Después de un **shock geopolítico los inversores reducen agresivamente posiciones en bolsa, provocando correcciones medias del 16%**.

En la fase inicial de volatilidad e incertidumbre los **activos refugio tienen un comportamiento positivo**

El mercado tarda una media de 15 días en recuperar los niveles previos al evento de riesgo geopolítico

## Trascendencia de los riesgos geopolíticos en el mercado

Fuente: Geopolitical Risk Index (GPR) y elaboración propia

El efecto duradero en el mercado de los **shocks geopolíticos depende del impacto económico**

		Pearl Harbor	Guerra de Corea	Crisis del Canal de Suez	Crisis misiles en Cuba	Guerra Vietnam	Embargo petróleo	Crisis Irán	Guerra del Golfo	Atentados 11-S	Guerra de Irak	11M Madrid	Siria / N. Corea	Media impacto
		1941	1950	1956	1962	1968	1973	1979	1990	2001	2003	2004	2017	
Gravedad del conflicto	Geopolítica* (G)	GGG	GGG	GG	GGG	GG	GG	GG	GGG	GGG	GGG	G	G	
	Repercusión económica (E)	E	E	EEE	E	E	EEE	EE	EE	EEE	E	E	E	
Impacto en mercados (S&P500)	Caja inicial (caída máxima)	-18%	-8%	-21%	-4%	-7%	-44%	-17%	-14%	-32%	-5%	-8%	-10%	-16%
	Impacto posterior (revalorización 1 año más tarde)	-0%	11%	-10%	30%	10%	-35%	26%	28%	-17%	27%	8%	14%	8%
	Descenso PIB (variación interanual)			-5%			-6%			-3%				
				Crisis Energética			Crisis Energética			Crisis Dot-com				

\* Considerando como base el índice de riesgo geopolítico (GPR) y clasificando los eventos por encima de 200 como GGG, entre 150 y 200 como GG y como G los que están por debajo de 150. La clasificación de las repercusiones económicas se hace con base en el nivel la confianza empresarial (ISM de manufacturas). (E) repercusión leve >50, (EE) repercusión intermedia (entre 40 y 50) y repercusión negativa (EEE) con el indicador cayendo por debajo de 40 y añadiendo descenso en el PIB en el año posterior al evento.

Los casos del ataque a las Torres Gemelas el 11-S, la Guerra de Corea o la crisis de los misiles de Cuba son **ejemplos de eventos de extrema gravedad geopolítica en los cuales el mercado se recuperó rápidamente del shock inicial**. En el caso de los atentados del 11-S, el selectivo estadounidense perdió un 32% y, teniendo en cuenta que la Bolsa de Nueva York estuvo cerrada una semana después del ataque, tardó tres semanas en volver a alcanzar su máximo anterior a la crisis. La crisis de los misiles en Cuba tuvo al mundo al borde de la guerra nuclear en octubre de 1962. El enfrentamiento duró 13 días, desde el 16 de octubre de 1962 hasta el 28 de octubre. En ese periodo de dos semanas la bolsa americana se mantuvo sorprendentemente tranquila, perdiendo sólo un 4%. Al cabo de 12 meses, el S&P500 había ganado un 30%. La Guerra de Corea comenzó en el verano de 1950 cuando Corea del Norte invadió el Sur. El conflicto terminó en el verano de 1953. En esos tres años, el S&P500 subió un 18% anualizado, o casi un 65% en total.

Este comportamiento tiene, sin embargo, **excepciones en circunstancias en que el riesgo geopolítico se mezcla con otros factores** (*shocks* energéticos en los casos del embargo de petróleo de 1973 o la crisis del canal de Suez de 1956, o crisis de mercado como la ocurrida después de la burbuja punto.com). En estos eventos el riesgo geopolítico interactuó con otros riesgos (energéticos o financieros) y fue uno de los catalizadores de importantes recesiones económicas que afectaron en gran medida a las bolsas. El mejor ejemplo lo tenemos en la guerra de Yom Kipur de 1973, en la que se enfrentaron Israel y los países árabes y que provocó un embargo de petróleo a Occidente, cuando el índice bursátil tuvo que esperar cuatro años para recuperarse al experimentarse una profunda recesión a nivel global.

**En el caso concreto de la invasión de Ucrania, las bolsas desarrolladas han tardado tres semanas en recuperar los niveles previos al 24 de febrero de 2022, confirmando la regla general de que la renta variable se recupera con rapidez de los conflictos militares o terroristas.** No obstante, tendremos que estar muy atentos a que no se produzca un impacto de desaceleración económica de mayor calado a través de la correa de transmisión del repunte inflacionario.

La resiliencia de las bolsas a los eventos geopolíticos sólo se deteriora si se produce un contagio a la confianza en la continuidad del crecimiento económico

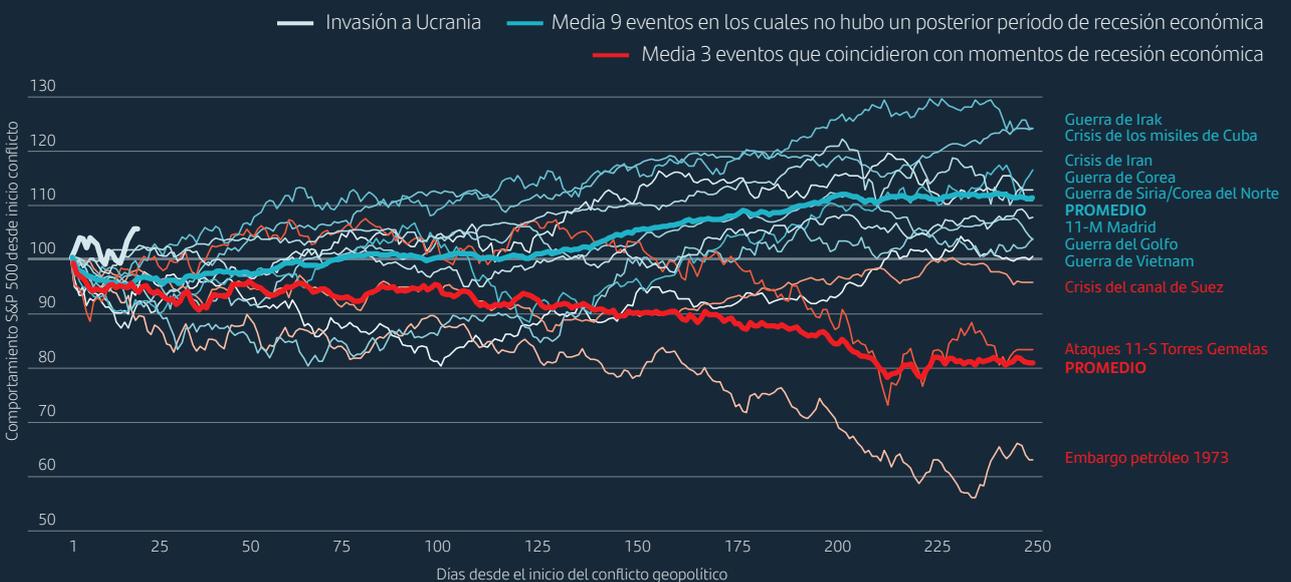
El contexto económico dirige la respuesta del mercado en torno a los choques geopolíticos

Los problemas de suministro e inflación de materias primas son el principal foco de riesgo para la continuidad de la recuperación del mercado

## Comportamiento histórico de la bolsa estadounidense ante eventos geopolíticos

Fuente: Bloomberg. Datos a 31.03.2022

Las bolsas se recuperan de los *shocks* geopolíticos con rapidez, salvo en recesiones



## 02 Un nuevo shock inflacionista presiona los tipos de interés al alza

A lo largo de 2021 empezamos a ver niveles de inflación a nivel global mucho más altos que los observados en los últimos años antes de la pandemia. **El consenso de economistas preveía una caída de la inflación por los efectos base (la comparativa con la baja inflación observada en 2020)**, y también por el paulatino ajuste en las cadenas de suministro que dificultaban que la oferta pudiera responder a los elevados niveles de demanda durante la recuperación.

La invasión de Ucrania (que causa presiones inflacionistas a través de los precios de las materias primas) y la reactivación asiática de la COVID (que ha derivado en un nuevo tensionamiento de las cadenas de suministro), mantendrán la presión sobre los niveles de inflación. La magnitud de la desaceleración económica que pueda venir en adelante va a depender en gran medida de la profundidad y la duración del **choque en precios y de la disrupción del suministro de las materias primas. De esta forma, las probabilidades de una normalización de la situación en las cadenas de valor durante la primera mitad del año se reducen**. Los próximos meses serían especialmente tensos en la publicación de datos de inflación y no descartamos lecturas de doble dígito con niveles muy altos de volatilidad en las curvas de tipos.

En el gráfico inferior podemos comprobar el **fuerte repunte de los datos de inflación subyacente** (que excluye energía y alimentos) en Estados Unidos, el Reino Unido y, en menor medida, la zona Euro. Las sorpresas de inflación al alza abrirían la puerta a un ritmo de subidas de tipos más rápido de lo que el mercado ya ha descontado, especialmente si la inflación persistentemente alta empieza a hacer subir las expectativas de inflación a largo plazo que, de momento, siguen estando estables. Esperamos que los datos de inflación sigan incrementándose en los próximos meses, pero **confiamos que las expectativas de inflación en el largo plazo no se desmarquen significativamente de la cota del 2%** (objetivo de la FED, BCE y Banco de Inglaterra).

La tasa de inflación interanual ha alcanzado niveles no vistos en décadas y presiona a los bancos centrales a reforzar sus credenciales en estabilidad de precios

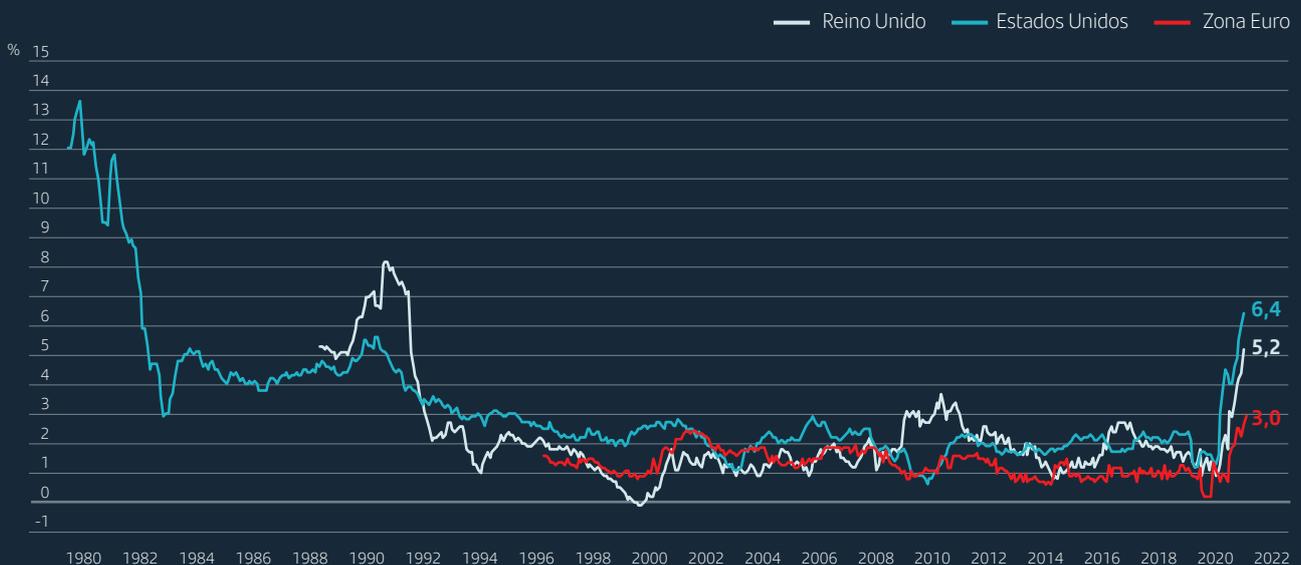
Las presiones inflacionistas pueden continuar dadas las múltiples disrupciones existentes en energía, alimentación y metales industriales

De momento, las expectativas de inflación a largo plazo están ancladas, pero hay que estar muy atentos a su evolución en los próximos meses

### Inflación subyacente desde 1980 (tasa interanual)

Fuente: Bloomberg. Datos a febrero de 2022. Dato preliminar de marzo para Zona Euro

El nivel actual de inflación es el mayor de las últimas cuatro décadas



Las proyecciones económicas de crecimiento e inflación en el mes de diciembre de 2021 se hicieron con base en un panorama en el que el impulso que traía el crecimiento económico, después de un año de recuperación muy fuerte como lo fue 2021, permitía que las previsiones para 2022 fueran aún elevadas, y que se esperase un año relativamente tranquilo y de normalización. Asimismo, la inflación, que se situaba ya en niveles elevados en la segunda mitad de 2021 tenía visos de empezar a ceder en la primera mitad de 2022. Tres meses más tarde **nos encontramos con una realidad diferente y debemos ajustar el escenario para estimar la factura del conflicto en términos de menor crecimiento y mayor inflación.**

El impacto del cambio de escenario en las variables macroeconómicas ha llevado a que la Reserva Federal (FED) y el Banco Central Europeo (BCE) hagan una revisión de estimaciones (ver gráfico inferior). Si analizamos, primero, el coste en términos de desaceleración económica, observamos que tanto la FED como el BCE apenas han revisado el crecimiento para 2022 y han mantenido prácticamente inalterado el de 2023. La magnitud de la desaceleración económica a la que nos enfrentamos va a depender en gran medida de la profundidad y la duración del choque en precios y cantidades de las materias primas. Si bien es cierto que la zona Euro aún no ha cerrado la brecha de producción que tiene a raíz de la recesión causada por la pandemia y que tiene aún recorrido, llama la atención que el reajuste de la proyección sea menor, más teniendo en cuenta la mayor fragilidad de Europa en el suministro de energía. **Es probable que estas estimaciones de los bancos centrales de desaceleración del crecimiento sean optimistas** (especialmente para Europa) pero, a pesar de ello, **seguimos moviéndonos en coordenadas de desaceleración y no de recesión.**

En cuanto a la **inflación**, observamos una **revisión significativa al alza para 2022**, y tanto el BCE como la FED esperan un incremento cercano al 2%. Sin embargo, ambas autoridades monetarias estiman una importante normalización posterior, con un paulatino acercamiento de las variaciones de precios hacia el objetivo del 2%. **Este escenario de transitoriedad en el repunte inflacionista no está exento de elevadas incertidumbres** derivadas de la situación del mercado laboral en Estados Unidos (con niveles muy bajos de desempleo que elevan el riesgo de tensionamiento de precios en salarios) y de la fragilidad del mercado energético en Europa. Nos encontramos sin duda en un **entorno de extrema complejidad e incertidumbre para la toma de decisiones de política monetaria** por parte de los bancos centrales a nivel global.

**El shock geopolítico ha invalidado los supuestos sobre los que se asentaban las previsiones de crecimiento e inflación para 2022**

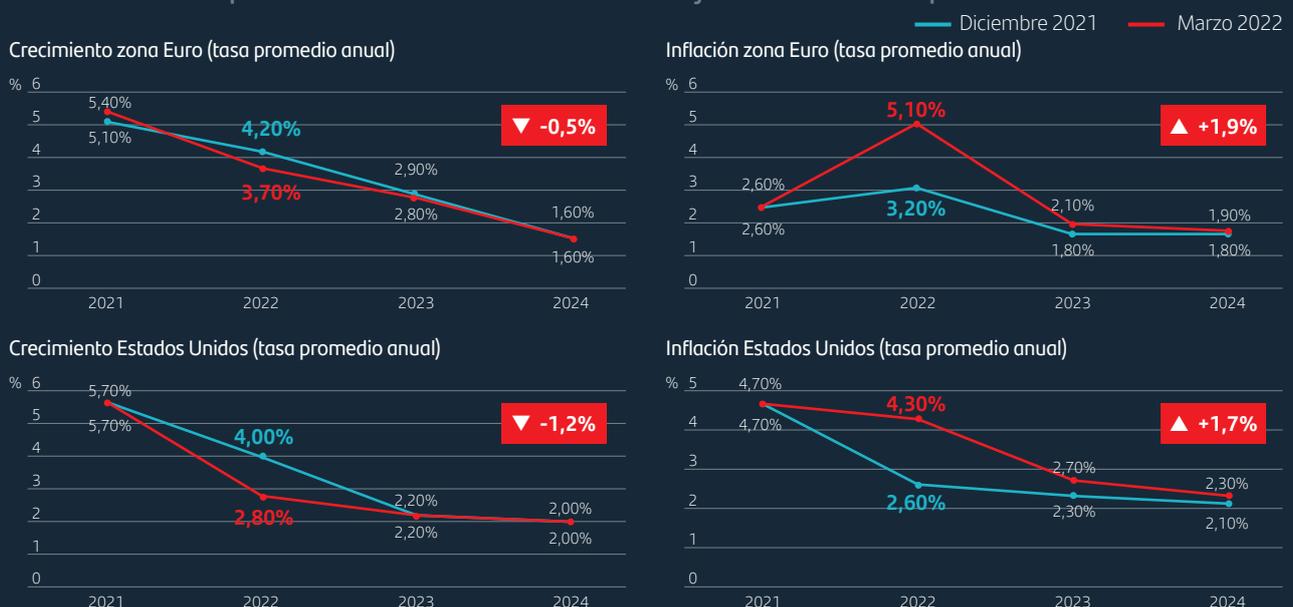
**Esperamos considerables revisiones a la baja en crecimiento, pero, al partir de cifras muy elevadas. Los niveles de recesión se mantienen todavía alejados**

**El mayor cambio en el escenario macro se centra en un elevado repunte de la inflación para 2022 y una posterior moderación en 2023**

## Las previsiones de crecimiento para 2022 disminuyen, mientras que las de la inflación aumentan

Fuente: Para zona Euro, Banco Central Europeo (BCE); para Estados Unidos, Reserva Federal (FED)

El crecimiento apenas ha tenido revisiones a la baja. Vendrán más probablemente



Un buen ejemplo del **dilema actual al que se enfrentan los bancos centrales** podemos analizarlo en función de las últimas declaraciones y decisiones de la Reserva Federal, cuya función de reacción está siendo cuestionada. La buena evolución de la economía estadounidense y el hecho de haber cerrado la brecha de producción restringen la capacidad de actuación de la FED en el caso de una desaceleración fuerte dado que **el punto de partida es una política monetaria demasiado expansiva**. Estando la primera economía del mundo en niveles de pleno empleo y sufriendo el repunte inflacionario más importante de las últimas cuatro décadas, **los mandatarios de la FED se ven obligados a reforzar sus credenciales en estabilidad de precios y retirar con rapidez las medidas de estímulo monetario**.

El gráfico inferior muestra cómo la FED ha cambiado en sus últimas actas hacia un sesgo mucho más alcista en sus proyecciones de tipos de interés. En sus actas de marzo ("dot plot") incrementó el número de subidas de tipos que espera realizar este año desde 3 a 7. Este sesgo alcista se reforzó posteriormente por **comentarios hawkish (tendientes a subir tipos) por parte de Jerome Powell y otros dirigentes de la Fed, provocando un aceleramiento de las expectativas a 9 subidas totales para este año y 3 más en 2023**. La Reserva Federal sitúa su tasa neutral (la tasa a la que la política monetaria no es acomodaticia ni restrictiva) en el 2,375%. **Los bancos centrales se encuentran en una dicotomía en la que si no cumplen con las expectativas de subidas de tasas pierden credibilidad, pero si tensionan excesivamente pueden ser acusados de provocar una recesión**.

El encarecimiento de los precios de las materias primas ha elevado los riesgos asociados con efectos de segunda ronda más fuertes y perennes. Tales efectos estarían asociados con un desanclaje de las expectativas inflacionarias, lo que a su vez haría que la inflación sea mucho más difícil de domar. De hecho, las últimas lecturas sobre expectativas inflacionarias basadas en el *breakeven* de largo plazo han subido en las últimas semanas, y ahora están muy por encima del 2% (alrededor del 2,30%, el nivel más alto desde 2014).

Por primera vez desde los años setenta y principios de los ochenta, **los principales bancos centrales occidentales, encabezados por la Reserva Federal, tienen pocas probabilidades de salir al rescate ante un shock de crecimiento negativo, ya que va acompañado de un shock de inflación positivo**. Esto aumenta el riesgo de un crecimiento más débil o incluso de una recesión en las economías desarrolladas y de daños en el mercado financiero.

Los bajos niveles de desempleo y las preocupantes lecturas de repunte inflacionario obligan a los bancos centrales a adoptar un sesgo alcista en su toma de decisiones

La Reserva Federal ha iniciado el ciclo de subidas de tipos y está guiando al mercado hacia un escenario de tipos por encima del 2% en los próximos 12 meses

Las decisiones de política monetaria, en este contexto de desaceleración y repunte de inflación, son extremadamente complejas

## Proyecciones\* de la Fed sobre el tipo de referencia (Fed Funds)

Fuente: Reserva Federal

Los miembros del FOMC han incrementado la velocidad de las subidas en este ciclo



\*Mediana de las proyecciones trimestrales de Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC en inglés).

Los inversores contemplan con nerviosismo el proceso actual de inicio de políticas monetarias más restrictivas y su potencial impacto en el mercado financiero. En este contexto, procedemos a analizar el **comportamiento del mercado en ciclos anteriores de subidas de tipos** para tratar de aclarar cuál podría ser el escenario de mayor probabilidad. En la tabla inferior hemos resumido los principales datos de los ciclos restrictivos precedentes y cómo se comportaron los dos principales mercados de renta fija y variable. Este planteamiento parte de la premisa de que las circunstancias actuales sean similares a las de un ciclo normal, y esta premisa no se cumple en varias variables que son muy distintas a las de ciclos anteriores. En primer lugar, **la inflación está en niveles máximos de cuatro décadas** y ha sido causada por una serie de desequilibrios exógenos al ciclo económico, con lo que la medicina de los tipos de interés tendría un efecto distinto en la economía. En segundo lugar, los tipos de referencia están en niveles mínimos, con lo cual, la cantidad de munición que puede acumular el banco central, en este caso la Reserva Federal, de cara a una desaceleración a futuro y poder actuar bajando tipos es más limitada que en otras ocasiones.

Si comparamos el actual ciclo de subida de tipos (en función de lo estimado por el mercado) con la media de ciclos anteriores, **constatamos similitudes en cuanto a intensidad (subida moderada de 275 pb) y duración del proceso de subidas (18 meses)**. En comparación con el ciclo precedente (el iniciado en diciembre 2015), es probable que el proceso de ajuste de tipos sea mucho más rápido derivado de los muy elevados niveles de inflación actuales que presionan a la Fed a situar los niveles de tasas en zonas no expansivas con inusitada rapidez.

La inversión en bolsa no parece resentirse durante los ciclos alcistas de subidas de tipos de interés al estar justificados por una situación positiva de las variables de crecimiento. De media, la bolsa americana ha subido un 4,8% los tres meses posteriores a la primera subida y un 12,9% en el año posterior, mientras que el comportamiento de los índices de renta fija ha sido menos positivo, con abundancia de lecturas negativas. La historia reciente parece indicar que **la inversión en renta variable tiene un comportamiento positivo en las fases iniciales de subidas de tipos de interés**.

El punto de partida de este ciclo de subidas es bien distinto a todos los anteriores al partir del mayor diferencial de la historia entre inflación (elevada) y tipos (bajos)

Las previsiones de mercado apuntan a un ciclo de subidas de tipos similar a la media histórica en intensidad y duración

En ciclos normales de subidas de tipos de interés (no estanflacionarios) la renta variable se comporta de manera mucho más favorable que la renta fija

## La Fed – Historia de los ciclos de subida de tipos

Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Santander

Las fases iniciales de políticas monetarias restrictivas son negativas para los bonos pero positivas para las acciones

Ciclos de subidas de la Fed	Inicio	Fin	Período (meses)	Tipo Inicial	Tipo Final	Intensidad de la subida (pb)	Nivel de los indicadores al inicio de las subidas		Reacción de los mercados a los tres meses de la primera subida		Reacción de los mercados desde el inicio hasta el final del ciclo de subidas	
							Actividad Económica (ISM de manufacturas)	Inflación interanual	S&P 500	Renta fija americana*	S&P 500	Renta fija americana*
1983-1984	may-83	Ago-84	15	9,63%	11,75%	212	56	3,5%	9,7%	1,7%	2,6%	8,0%
1986-1987	dic-86	sep-87	9	6,00%	7,25%	125	51	1,1%	3,3%	0,3%	32,9%	-2,9%
1994-1995	feb-94	feb-95	12	3,25%	6,00%	275	57	2,5%	1,2%	0,1%	4,3%	1,8%
1999-2000	jun-99	may-00	11	5,00%	6,50%	150	56	2,1%	6,7%	-0,9%	3,5%	2,4%
2004-2006	jun-04	jun-06	24	1,25%	5,25%	400	61	3,3%	1,3%	-2,4%	11,3%	5,9%
2015-2018	dic-15	dic-18	36	0,50%	2,50%	200	49	0,7%	6,5%	-0,6%	22,6%	6,3%
Media			18	4,27%	6,54%	227	55	2,2%	4,8%	-0,3%	12,9%	3,6%
2022-2023**	mar-22	?	?	0,25%	3,00%	275	59	7,90%				

\*Bloomberg US Aggregate Bond Index.

\*\*Estimación de siete subidas de tipos en 2022 y hasta cuatro en 2023. Previsiones publicadas en la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC en inglés) de la Reserva Federal (16 de marzo de 2022).

## 03 El foco en la protección contra la inflación es prioritario

En los capítulos anteriores hemos comprobado cómo el mercado de renta variable es capaz de sobreponerse a la incertidumbre geopolítica y monetaria (fases iniciales de subidas de tipos) salvo en entornos estancacionarios. En esta última sección nos centramos en cuatro mensajes clave para guiar a los inversores en este escenario de mayor complejidad e incertidumbre donde la inflación cobra un protagonismo inusitado.

### 1) Mantener la calma pero prestando atención a los indicadores

**El conflicto bélico ha provocado un repunte de la incertidumbre económica.** La probabilidad de recesión global en un horizonte de 12 meses ha pasado de ser muy reducida a no ser insignificante. Nuestro escenario central contempla **una probable desaceleración de la economía global en torno a un 1 punto porcentual (pp) y un aumento de la inflación de corto plazo de más de 2 pp** respecto a las premisas de principio de año. Este cambio **no equivale a un escenario de estancación, porque las tasas de crecimiento actual están por encima de los niveles de crecimiento medio de la última década** (con la excepción de China). Nuestra propuesta general a los inversores es de mantener sus carteras de inversión alineadas con su perfil de riesgo y sólo reducirlo si las señales de desaceleración económica llegan a niveles críticos.

Uno de los indicadores más fiables de cara a determinar el *momentum* del ciclo económico global son las **condiciones financieras** (gráfico inferior). Podemos observar cómo todavía se encuentra **alejado de los niveles críticos que anteceden a periodos de recesión económica (marcados por zona sombreada)** y cómo ha experimentado una mejora en sus lecturas en las últimas dos semanas. Los inversores en renta fija corporativa de momento hacen una lectura positiva del ciclo económico y de la capacidad de las empresas de generar flujos de caja para hacer frente a los vencimientos de deuda.

Nuestro escenario central (crecimiento más moderado y repunte de la inflación) todavía está alejado de coordenadas de estancación

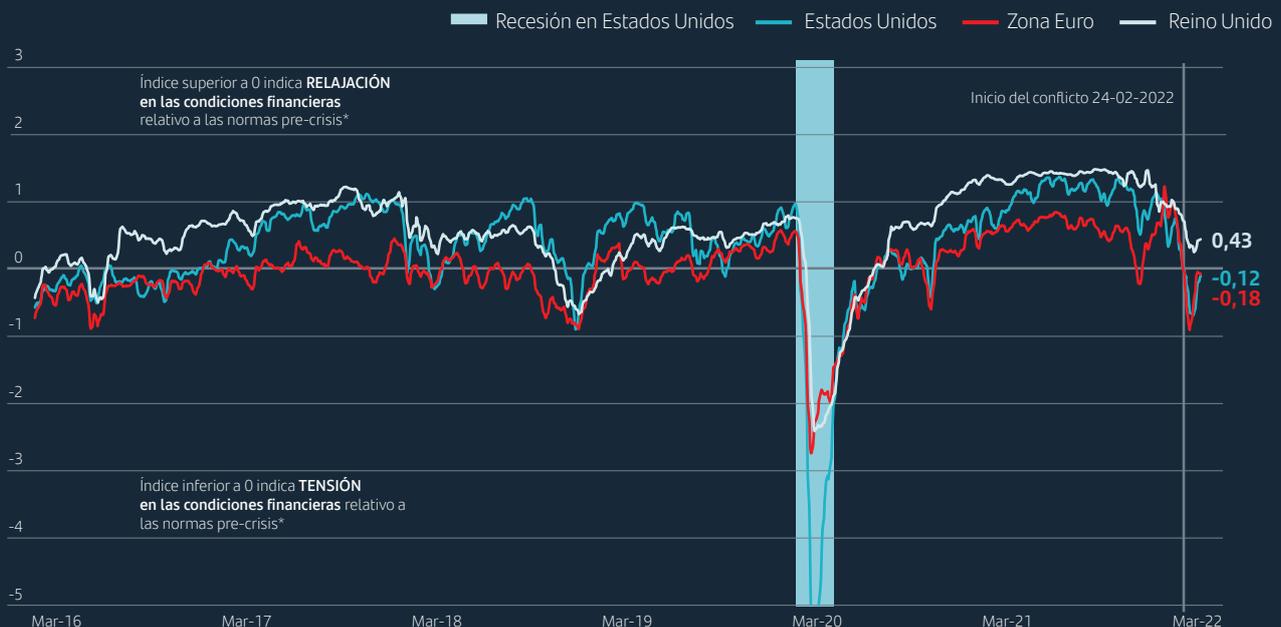
Recomendamos mantener niveles de exposición a activos de riesgo mientras las probabilidades de desaceleración superen claramente a las de recesión

Los indicadores clave son todavía indicativos de crecimientos sólidos a nivel macro y de beneficios

### Índice de condiciones financieras de Bloomberg

Fuente: Bloomberg y NBER para los periodos de recesión en Estados Unidos. Datos a 31.03.2022

Las condiciones financieras son un buen indicador para determinar giros en la economía



\* Periodo pre-crisis 1994 a Julio 1, 2008.

El indicador adelantado que está generando más controversia en términos de lectura negativa como predictor de una recesión próxima es el derivado del **aplanamiento de la curva de tipos de interés estadounidense**. Como resultado del repunte de los tipos de interés de corto plazo algunos tramos cortos de la curva tienen tipos de interés superiores a los de largo plazo. Normalmente las curvas de tipos tienen pendiente positiva (tipos largos superiores a tipos cortos) y cuando se invierten pueden ser indicativas de una recesión próxima. La parte corta de la curva está condicionada por las actuaciones de la Fed (anticipando subidas de tipos de interés agresivas en próximos trimestres) mientras la parte larga de la curva se mueve más en función de las previsiones de crecimiento nominal de la economía. De momento, tanto los tipos cortos como los largos están repuntando, pero estaremos atentos a situaciones donde la curva se siga invirtiendo y coincida con una dinámica a la baja de los tipos de largo plazo. Otro indicador al que estaremos prestando especial atención es el de las **expectativas de inflación de largo plazo** (ver gráfico inferior), para vigilar que no se produzca un tensionamiento monetario mayor que obligue a un escenario de mayores subidas de tipos de interés. Consideramos que los niveles de subidas de tipos implícitas en las curvas en dólares estadounidenses, euros y libras esterlinas no suponen un peligro para el crecimiento económico, pero estaremos cerca de niveles en los que la política monetaria se convertiría en restrictiva.

Por el momento, **el conjunto de los indicadores económicos muestra que nos encontramos ante un proceso de desaceleración, pero en magnitudes aún alejadas de un escenario de recesión**. En este contexto, nuestro escenario central sigue siendo el mantenimiento del ciclo de crecimiento económico y una pauta positiva (aunque con retornos decrecientes) de los activos de mayor riesgo (renta variable y crédito).

## 2) Incrementar el nivel de protección contra la inflación

La principal consecuencia del conflicto en Ucrania es un repunte muy elevado de la inflación en el corto plazo a través de múltiples canales (petróleo, electricidad, alimentación, metales...). Las consecuencias de largo plazo derivadas del impacto de las sanciones probablemente impliquen un coste mayor en el precio de la energía y multitud de bienes y servicios. En este contexto detectamos **factores (desglobalización y descarbonización entre otros) que podrían implicar un nivel estructuralmente más alto de inflación del que hemos disfrutado en las últimas décadas**.

El aplanamiento de la curva de tipos de interés en Estados Unidos ha sido en el pasado un indicador de aumento de la probabilidad de recesión, pero de momento es más una alerta que una alarma

Hay que estar muy atentos a que no se produzca un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo respecto al objetivo del 2%

Nuestro escenario central sigue siendo favorable para los rendimientos de la bolsa y el crédito, aunque con menor potencial alcista

### Expectativas de inflación de largo plazo\*

Fuente: Bloomberg. Datos a 31.03.2022

Las expectativas de inflación a medio-largo plazo continúan ancladas



\*Inflation Swap Forward 5Y5Y: Se trata del tipo a 5 años vs. swap de inflación a 5 años. Esta tasa es una medida común, que utilizan los bancos centrales y los operadores, para observar las expectativas de inflación futuras del mercado

En ese contexto, **los inversores tendrían que incrementar el porcentaje de protección contra la inflación en la composición de sus carteras**, incorporando estrategias y activos con características diferentes que implican distintos roles en una cartera diversificada. Una de las opciones más interesantes en el contexto actual son las **materias primas**, que presentan una alta sensibilidad a la inflación y una elevada volatilidad, pero una correlación relativamente baja con la renta variable y la renta fija. Adicionalmente, ofrecen el atractivo de servir de cobertura ante un recrudecimiento del conflicto geopolítico (tal y como hemos podido comprobar en este último trimestre). La inversión en **infraestructuras o los bienes inmuebles cotizados**, por su parte, presentan una capacidad de ajuste a la inflación muy atractiva (aunque con la problemática de tener una correlación elevada con la renta variable y altos niveles de volatilidad). Otras opciones dentro de la gama de renta fija son los **préstamos a tipo flotante** (volatilidad moderada pero riesgo de crédito mayor en eventos de cola) o los **bonos ligados a la inflación de plazos cortos** para evitar el riesgo de sensibilidad a subidas de tipos de interés.

Por último, la **diversificación en activos alternativos (private equity, real estate...)** sigue siendo una atractiva fuente de rentabilidad y diversificación en el contexto actual.

### 3) Continuar con la cautela en renta fija de larga duración

En la medida en que todavía detectamos un riesgo de que las expectativas de subidas de tipos de interés se incrementen y la inflación sorprenda al alza en los próximos trimestres, consideramos conveniente **mantener reducida la duración media de las carteras de renta fija**. El gráfico inferior nos permite ilustrar el complejo escenario actual para los inversores en bonos gubernamentales (los de mejor calidad crediticia, pero mayor sensibilidad a los movimientos de tipos de interés). La paulatina reducción en los niveles de rendimientos de los bonos (*yield*) ha **limitado la capacidad de los precios de los bonos de absorber el impacto de las variaciones de tipos de interés**. Es por esto que el índice de renta fija gubernamental ha experimentado la mayor caída de su historia, a pesar de que el tensionamiento de la curva de tipos ha sido inferior a otros episodios pasados. Las actuaciones de política monetaria (*quantitative easing*) tendentes a reducir el nivel de tipos de interés en toda la curva han puesto al inversor conservador (el que más invierte en renta fija) en una situación de reducida protección ante contextos inflacionistas y de subidas de tipos de interés.

Los inversores se preguntan por el impacto futuro en términos de inflación de los cambios geopolíticos, y sus implicaciones en términos de pérdida de poder adquisitivo

El mayor cambio de paradigma para el inversor consiste en focalizarse en los retornos netos de inflación y la necesidad de diversificar en activos y estrategias alternativas

Una posible estrategia es incrementar la exposición en activos reales con capacidad de generar retornos positivos en un escenario de inflación al alza

### La caída acumulada (*drawdown*) de los precios de los bonos ha sido la mayor de la historia

Fuente: Bloomberg, Bloomberg US Treasury Index (LUATTRUU Index) para calcular el drawdown. Datos a 31.03.2022

### La renta fija se ha visto muy castigada con los recientes repuntes de tipos



En este contexto seguimos proponiendo a los inversores que opten por **estrategias flexibles en renta fija** que permitan una menor dependencia del riesgo de duración para generar rentabilidades positivas.

#### 4) Ser selectivo en acciones de compañías con márgenes resilientes

La principal consecuencia de este *shock* geopolítico es un incremento significativo en los precios de las materias primas. Es necesario, por tanto, **diferenciar entre los sectores y geografías que se ven beneficiados y perjudicados por esta nueva realidad**. A pesar de que el entorno de desaceleración, repunte de inflación y mayores tipos de interés tiene connotaciones negativas en términos de menores beneficios y valoración, hay sectores que se ven beneficiados. Es el caso de empresas suministradoras de materias primas y componentes (semiconductores) y otros sectores que tienen capacidad de trasladar a subidas de precios cualquier presión en sus márgenes. El gráfico inferior muestra cómo **de momento no se ha producido una revisión significativa en las expectativas de generación de beneficios para las empresas estadounidenses**. Los analistas siguen considerando que es posible que los beneficios empresariales crezcan a doble dígito en 2022 y 2023, y tal como se observa en el gráfico de la derecha el nivel de crecimiento del PIB esperado también justifica ese nivel de generación de resultados.

La crisis de precios energéticos actual pone de relieve, además, que la solución a medio y largo plazo consiste en avanzar en la **transición energética, acelerando la penetración de las energías renovables** -lo cual reducirá la dependencia de los combustibles fósiles-, desarrollando redes energéticas inteligentes y resilientes. Todo ello abre un abanico muy amplio de oportunidades de inversión que se ve acelerado por los programas gubernamentales como los recientemente anunciados por la Unión Europea. Mantenemos la apuesta por el **sector financiero** (que se beneficia de los ciclos de subidas de tipos de interés en las fases iniciales en las que todavía no se resiente la demanda de préstamos) y por las áreas geográficas que se benefician de las subidas de precios de las materias primas (en particular Latinoamérica). En lo que respecta a **temáticas de innovación**, consideramos que existen perspectivas de crecimiento muy favorables para las compañías líderes en ciberseguridad, transición energética, robótica, economía circular, recursos escasos y *foodtech*.

Los bajos tipos de interés han dejado a los inversores en bonos con muy reducida capacidad de absorber *shocks* de subidas de inflación y tipos

Pese a la incertidumbre geopolítica, nuestro escenario de corto plazo para la renta variable es positivo en base a la todavía sólida evolución de los beneficios

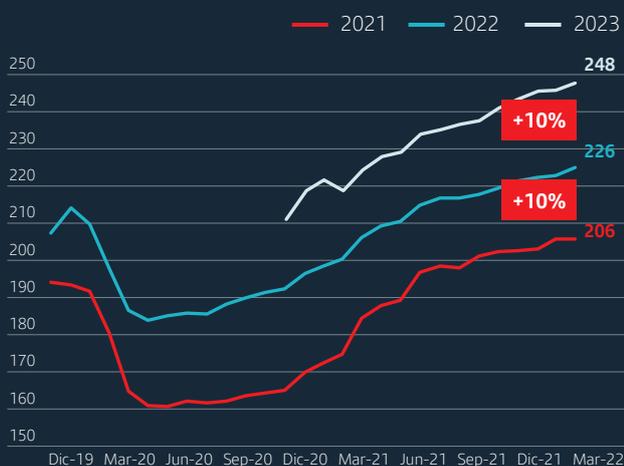
Vemos oportunidades en la transición energética, temáticas de innovación (robótica, *foodtech*, recursos escasos, ciberseguridad...) y sectores con capacidad de trasladar los incrementos de costes a precios (*pricing power*)

### Expectativas de crecimiento a nivel macro y de beneficios empresariales en Estados Unidos

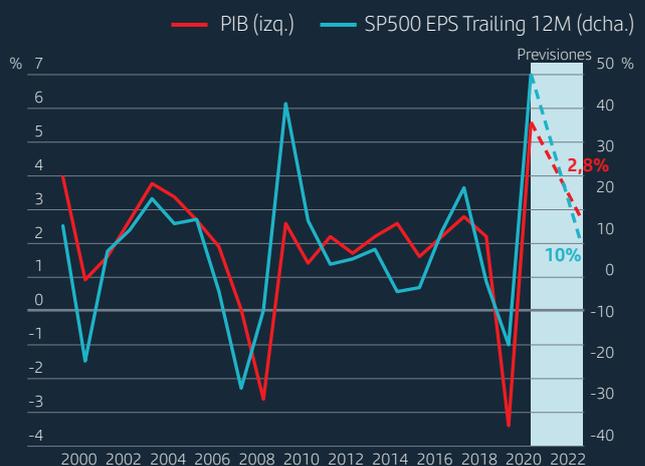
Fuente: Factset. Datos a 28.03.2022. Bloomberg. Previsiones 2022: Fed para PIB y consenso de Bloomberg para EPS SP500

La FED estima que la economía crecerá un 2,8% y los analistas que los beneficios crezcan al 10%

Beneficio por acción (EPS) de la bolsa EE.UU. (S&P 500)



Correlación entre crecimiento de la economía y los beneficios empresariales



# Anexo tablas

## Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2022

						Rentabilidades		Rentabilidad anualizada		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD	3 Años	5 Años	10 Años
<b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	0,0%	0,7%	1,1%	0,6%
<b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,1%	-0,5%	-0,4%	-0,2%
<b>R. Fija Global USD <sup>(3)</sup></b>	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-6,2%	0,7%	1,7%	1,0%
<b>R. Fija USD <sup>(4)</sup></b>	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-5,9%	1,7%	2,1%	2,2%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	1,1%	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-4,2%	1,0%	1,3%	1,3%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-7,7%	3,0%	3,3%	3,6%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-4,8%	4,6%	4,7%	5,7%
<b>Renta Fija Euro <sup>(8)</sup></b>	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-5,4%	-0,4%	0,7%	2,6%
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-5,3%	0,0%	1,0%	3,0%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	4,7%	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-5,0%	-0,1%	0,7%	2,6%
R. Fija High Yield (EUR) <sup>(11)</sup>	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-4,1%	2,6%	2,8%	5,6%
<b>R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup></b>	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-9,2%	0,7%	1,9%	3,6%
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-5,4%	0,5%	1,8%	3,2%
<b>MSCI World (USD)</b>	5,3%	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-5,5%	13,1%	10,5%	8,8%
S&P 500 (USD)	9,5%	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-4,9%	16,9%	13,9%	12,4%
MSCI Europe (EUR)	-0,5%	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-5,9%	6,0%	3,4%	5,3%
MSCI Emerging Markets (USD)	8,6%	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-7,3%	2,6%	3,6%	0,9%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	6,8%	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-5,7%	6,2%	6,9%	5,8%
MSCI Latin America (USD)	27,9%	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	26,1%	-0,7%	0,6%	-4,2%

<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

Datos a 31 de marzo de 2022

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
<b>EEUU</b>	S&P 500	4.530		1.310		4.766	16,3%	26,9%	-4,9%	14,0%	16,5%	13,9%	12,4%
	DOW JONES INDUS.	34.678		12.393		36.338	7,2%	18,7%	-4,6%	2,4%	9,7%	10,9%	10,1%
	NASDAQ	14.221		2.827		15.645	43,6%	21,4%	-9,1%	1,8%	22,0%	19,2%	16,5%
<b>Europa</b>	Stoxx 50	3.711		2.257		3.818	-8,7%	22,8%	-2,8%	9,7%	5,6%	3,3%	4,2%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.903		2.119		4.298	-5,1%	21,0%	-9,2%	-1,8%	4,9%	2,2%	4,6%
	España (IBEX 35)	8.445		6.090		11.521	-15,5%	7,9%	-3,1%	-4,2%	-3,3%	-4,2%	0,5%
	Francia(CAC 40)	6.660		3.017		7.153	-7,1%	28,9%	-6,9%	6,2%	7,2%	5,4%	6,9%
	Alemania (DAX)	14.415		6.264		15.885	3,5%	15,8%	-9,3%	-4,8%	7,3%	3,2%	7,6%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.516		5.321		7.749	-14,3%	14,3%	1,8%	7,8%	0,9%	0,5%	2,7%
	Italia (MIB)	25.021		12.874		27.347	-5,4%	23,0%	-8,5%	3,6%	5,2%	4,1%	4,6%
	Portugal (PSI 20)	6.037		3.945		7.608	-6,1%	13,7%	8,4%	19,5%	4,7%	3,8%	0,8%
	Suiza (SMI)	12.162		5.850		12.876	0,8%	20,3%	-5,5%	10,3%	8,4%	7,0%	6,9%
<b>LatAm</b>	México (MEXBOL)	56.537		34.555		56.537	1,2%	20,9%	6,1%	17,8%	9,0%	3,1%	3,6%
	Brasil (IBOVESPA)	119.999		40.406		126.802	2,9%	-11,9%	14,5%	0,9%	7,7%	13,1%	6,4%
	Argentina (MERVAL)	90.960		2.257		90.960	22,9%	63,0%	8,9%	85,4%	40,2%	35,0%	42,2%
	Chile (IPSA)	4.937		3.439		5.855	-10,5%	3,1%	14,6%	10,4%	-2,1%	0,6%	0,6%
<b>Asia</b>	Japón (NIKKEI)	27.821		8.543		29.453	16,0%	4,9%	-3,4%	-3,4%	9,0%	8,0%	10,7%
	Hong-Kong (HANG SENG)	21.997		18.630		32.887	-3,4%	-14,1%	-6,0%	-23,4%	-9,4%	-1,8%	0,7%
	Corea (KOSPI)	2.758		1.755		3.297	30,8%	3,6%	-7,4%	-12,4%	8,3%	5,0%	3,2%
	India (Sensex)	58.569		16.219		59.307	15,8%	22,0%	0,5%	20,1%	14,6%	14,6%	12,9%
	China (CSI)	4.223		2.140		5.352	27,2%	-5,2%	-14,5%	-17,6%	2,0%	4,1%	5,6%
<b>Mundo</b>	MSCI WORLD	3.053		1.178		3.232	14,1%	20,1%	-5,5%	3,9%	12,7%	10,5%	8,8%

## Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	3.053		1.178		3.232	14,1%	20,1%	-5,5%	8,6%	12,7%	10,5%	8,8%	17,91	1,80
<b>Estilo</b>	MSCI World High Dividend Yield	1.438		810		1.447	-3,0%	12,6%	-0,6%	6,4%	5,5%	4,9%	4,9%	13,73	3,48
	MSCI World Momentum	3.689		1.000		3.978	28,3%	14,6%	-5,7%	7,6%	15,8%	16,0%	13,5%	18,72	1,23
	MSCI World Quality	3.713		1.000		4.058	22,2%	25,7%	-8,5%	11,8%	17,8%	16,1%	13,2%	21,68	1,52
	MSCI World Minimum Volatility	4.591		1.782		4.730	2,6%	14,3%	-2,9%	9,5%	8,1%	8,8%	9,5%	20,49	1,94
	MSCI World Value	11.750		4.695		11.827	-1,2%	21,9%	-0,7%	10,6%	9,3%	7,9%	8,4%	13,46	2,75
	MSCI World Small Cap	650		224		705	16,0%	15,8%	-6,5%	-1,1%	11,2%	9,7%	10,1%	17,10	1,84
	MSCI World Growth	8.759		2.327		9.693	33,8%	21,2%	-9,6%	9,2%	19,1%	16,6%	13,1%	27,97	0,76
	<b>Sector</b>	Energía	307		164		428	-31,5%	40,1%	30,6%	15,0%	-2,6%	-0,1%	-0,5%	9,09
Materiales		574		229		590	19,9%	16,3%	2,6%	10,1%	14,7%	11,5%	6,6%	11,90	3,41
Industriales		509		169		509	11,7%	16,6%	-6,2%	8,2%	12,7%	10,8%	10,5%	18,43	1,77
Consumo Discrecional		595		137		595	36,6%	17,9%	-10,6%	13,9%	21,5%	17,3%	14,8%	22,85	0,90
Consumo Básico		465		190		465	7,8%	13,1%	-3,6%	13,7%	10,2%	8,0%	8,9%	20,75	2,47
Salud		518		137		518	13,5%	19,8%	-3,4%	18,9%	15,6%	13,7%	13,7%	17,46	1,62
Financiero		257		89		263	-2,8%	27,9%	-1,5%	13,0%	12,1%	8,7%	9,5%	12,54	2,67
Tecnología		682		100		682	43,8%	29,8%	-10,2%	28,1%	31,5%	27,0%	19,8%	26,55	0,83
Inmobiliario		517		222		517	-5,0%	28,7%	-5,8%	21,4%	9,0%	9,2%	8,3%	29,03	2,75
Servicios de comunicación		204		78		220	23,0%	14,4%	-10,5%	7,0%	16,6%	11,0%	9,6%	18,46	1,29
Servicios Públicos		327		147		331	4,8%	9,8%	1,3%	9,3%	8,8%	8,9%	7,7%	19,64	3,22

## Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2022

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Pendiente 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Mínimo	Rango		Mes	Año	A 1 año	
								Máximo				
<b>Desarrollados</b>												
EEUU	AA+	0,50%	2,33%	2,34%		0,53%		3,14%	51	142	71	0,00
Alemania	AAA	-0,50%	-0,07%	0,55%		-0,70%		1,93%	41	112	75	0,62
Francia	AA	-0,50%	-0,02%	0,98%		-0,40%		2,96%	38	132	82	1,00
Italia	BBB	-0,50%	0,28%	2,04%		0,54%		6,08%	33	150	114	1,76
España	A	-0,50%	0,21%	1,44%		0,05%		6,86%	32	139	96	1,23
Reino Unido	AA	0,75%	1,35%	1,61%		0,10%		3,02%	20	141	77	0,26
Grecia	BB	-0,50%	n.d.	2,67%		0,61%		30,83%	15	205	168	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,05%	1,35%		0,03%		12,03%	35	132	87	1,40
Suiza	AAA	-0,75%	-0,16%	0,57%		-1,05%		1,06%	34	115	80	0,73
Polonia	A-	3,50%	5,49%	5,19%		1,15%		5,44%	111	396	348	-0,30
Japón	A+	-0,10%	-0,03%	0,22%		-0,27%		0,90%	3	20	12	0,25
<b>Emergentes</b>												
Brasil	BB-	11,75%	12,16%	11,61%		6,49%		16,51%	5	470	249	-0,55
México	BBB	6,50%	8,31%	8,27%		4,49%		9,16%	33	273	136	-0,04
Chile	A	7,00%	n.d.	n.d.		2,19%		6,26%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC+	44,50%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	5,00%	8,67%	9,73%		4,85%		9,73%	20	434	307	1,06
Turquía	B+	14,00%	23,58%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rusia	CCu *-	20,00%	15,66%	n.d.		5,55%		15,99%	241	1117	995	n.d.
China	A+	2,84%	2,28%	2,78%		2,51%		4,58%	-1	-36	-37	0,50
India	BBB-	4,00%	5,00%	6,84%		5,84%		8,86%	7	97	81	1,84

\* 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 31 de marzo de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad		Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	YtD	1 años	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,1067		1,05		1,39	-6,9%	-2,7%	-5,7%	-0,5%	0,7%	-1,9%
EUR/GBP	0,84		0,70		0,92	-5,9%	0,2%	-0,9%	-0,7%	-0,3%	0,1%
EUR/CHF	1,02		1,02		1,24	-4,0%	-1,4%	-7,6%	-2,9%	-0,9%	-1,6%
EUR/JPY	135		96		148	3,7%	3,7%	4,6%	2,7%	2,4%	2,0%
EUR/PLN	4,65		4,04		4,70	0,6%	1,2%	0,2%	2,6%	2,0%	1,1%
GBP/USD	1,31		1,22		1,71	-1,0%	-3,0%	-4,8%	0,3%	1,1%	-2,0%
USD/CHF	0,92		0,88		1,03	3,1%	1,2%	-2,1%	-2,5%	-1,6%	0,2%
USD/JPY	122		78		124	11,5%	6,6%	10,8%	3,2%	1,7%	3,9%
USD/MXN	19,87		12,13		24,17	3,1%	-3,2%	-2,7%	0,8%	1,2%	4,5%
USD/ARS	111,01		4,42		111,01	22,1%	8,0%	20,7%	36,8%	48,4%	38,2%
USD/CLP	786		471		855	19,7%	-7,7%	9,3%	5,0%	3,5%	4,9%
USD/BRL	4,74		1,91		5,75	7,3%	-15,0%	-15,8%	6,5%	8,5%	10,0%
USD/COP	3.771		1.763		4.080	19,0%	-7,6%	1,8%	5,8%	5,5%	7,8%
USD/CNY	6,34		6,05		7,16	-2,6%	0,1%	-3,0%	-1,9%	-1,6%	0,1%
EUR/SEK	10,40		8,34		10,93	2,4%	0,0%	0,8%	-0,1%	1,7%	1,7%
EUR/NOK	9,73		7,29		11,48	-4,4%	0,0%	-3,2%	0,2%	1,3%	2,5%

## Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	106,6		21		120	-23,0%	51,4%	37,6%	16,4%	26,9%	-4,9%
Petróleo (W. Texas)	100,3		19		108	-20,5%	58,7%	30,3%	18,6%	25,8%	-0,9%
Oro	1.949,2		1.060		1.971	24,4%	-3,5%	6,6%	14,7%	16,1%	5,3%
Cobre	10.375,0		4.561		10.375	25,8%	25,2%	6,7%	17,0%	20,3%	7,1%
Índice CRB	295,2		117		310	-9,7%	38,5%	27,0%	17,1%	16,7%	-1,5%
Rogers International	4.056,9		1.560		4.057	-7,7%	41,1%	26,9%	19,1%	21,5%	2,1%
Gas Natural	126,0		4		126	71,9%	371,2%	40,0%	108,0%	102,4%	n.d.

# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos\*

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD
RV EE.UU.	S&P 500 TR	20,9% RV Japón	54,4% RV Japón	16,7% Gobierno España	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	2,6% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	36,5% Materias Primas	27,1% Materias Primas
RV Japón	Topix TR	19,3% HY Global	32,4% RV EE.UU.	13,7% RV EE.UU.	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	2,4% Gobierno Zona Euro	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergente	28,7% RV EE.UU.	-0,1% Liquidez
RV España	Ibex35 TR	18,2% RV Emergente	27,8% RV España	10,3% Gobierno Zona Euro	1,6% Gobierno España	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	23,2% RV Europa	-1,2% RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	18,1% RV Europa	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	1,4% RV EE.UU.	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	21,8% RV Mundial	-2,6% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	16,0% RV EE.UU.	21,5% RV Europa	8,6% RV España	0,3% Gobierno Zona Euro	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	12,7% RV Japón	-4,6% RV EE.UU.
Materias Primas	Commodity RB TR	15,8% RV Mundial	11,0% Gobierno España	8,3% IG Europa	-0,1% Liquidez	4,8% IG Europa	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	4,4% Gobierno España	10,8% RV España	-5,1% Gobierno Zona Euro
RV Mundial	MSCI World TR	13,2% IG Europa	8,0% HY Global	4,9% RV Mundial	-0,5% IG Europa	4,2% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	13,7% HY Global	3,0% Gobierno Zona Euro	1,4% HY Global	-5,2% RV Mundial
IG Europa	ERLO TR	5,5% Gobierno España	2,3% IG Europa	4,0% RV Europa	-0,9% RV Mundial	4,0% Gobierno Zona Euro	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	11,8% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,5% Liquidez	-5,3% IG Europa
Liquidez EUR	Eonia TR	4,6% Gobierno Zona Euro	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-3,5% RV España	3,7% RV Europa	1,7% Materias Primas	-11,5% RV España	8,6% Gobierno España	-0,5% Liquidez	-1,1% IG Europa	-5,4% Gobierno España
HY Global	HW00 TR	2,8% RV España	-2,3% Gobierno Zona Euro	-0,1% HY Global	-4,2% HY Global	2,6% RV España	1,1% Gobierno España	-12,0% RV Europa	6,3% IG Europa	-3,2% RV Europa	-2,5% RV Emergente	-6,0% HY Global
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,3% RV Japón	-0,4% Liquidez	-14,6% RV Emergente	3,0% Gobierno Zona Euro	-9,3% Materias Primas	-2,7% Gobierno Zona Euro	-7,0% RV Emergente
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-3,3% Materias Primas	-5,0% Materias Primas	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-1,4% Gobierno Zona Euro	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-3,1% Gobierno España	-9,0% RV Europa

Rentabilidad

\*Datos a 31 de marzo de 2022.

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Private Banking



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA,  
CEFA, CESGA

 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 Nogueira Teixeira

 Carlos Mansur

 Ben Covey

 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