

Informe Trimestral

Abril 2023

Calibración final: se acerca la pausa en las subidas de tipos

Nos acercamos al momento esperado en que los bancos centrales presionarían el botón de pausa en uno de los episodios de subidas de tipos de interés más rápidos y acusados de la historia reciente. Los meses previos a la pausa en las subidas constituyen la fase de calibración y de dudas finales sobre la efectividad del ajuste realizado por tres factores: persistencia de la inflación, tensiones de liquidez en el sistema financiero y efectos retardados de las subidas de tipos en la economía.

A nivel global los datos de actividad económica en el primer trimestre sorprendieron en positivo y la creación de empleo continuó dando soporte al consumo. Sin embargo, observamos señales de debilidad en indicadores adelantados y consideramos probable que se produzca una reducción en la oferta de crédito. El contexto económico y los niveles de valoración relativa aconsejan mantener una elevada diversificación en el posicionamiento cíclico (renta variable) y sobreponderar los activos de menor perfil de riesgo (renta fija de alta calidad crediticia). El posicionamiento en renta fija también tiene apoyo desde la perspectiva de valoración relativa y diversificación.

La complejidad de la calibración

01 La pausa de las subidas se acerca

Después de uno de los procesos de tensionamiento monetario más importantes de la historia, nos acercamos al momento en que los bancos centrales abrirían el paréntesis en las subidas de tipos de interés. Entramos en una fase final de calibración y de dudas sobre el timing exacto de la pausa. Si bien el punto de máximo nivel de inflación parece haber quedado atrás, la mejora no es todavía generalizada y no se ha alcanzado el punto de inflexión en servicios y precios de los alimentos. En EE.UU. el mercado laboral sigue muy fuerte y el elevado número de vacantes por cubrir mantiene la presión al alza en la inflación de servicios. Los recientes episodios de inestabilidad en el sistema financiero añaden aún más complejidad a la hoja de ruta de los bancos centrales.

02 El pivote no llegaría sin coste económico

El consenso de mercado esperaba un contexto de debilidad económica en los primeros meses de 2023, pero la gran mayoría de los datos publicados se han caracterizado por una sorprendente resistencia. La reapertura de la economía china, la ausencia de problemas de abastecimiento energético en Europa y la fortaleza del consumo en Estados Unidos han empujado a los bancos centrales a mantener el ritmo de subidas de tipos. Esperamos un cambio de tendencia en los próximos meses a medida que pierda vigor el consumo de las familias y cristalicen los efectos de una eventual restricción crediticia. Consideramos que el movimiento a la baja de los tipos de interés (pivote) sólo se anunciará cuando la inflación de servicios se modere y las señales de debilidad en el crecimiento sean muy generalizadas.

03 La renta fija ofrece más valor

Nuestras proyecciones de crecimiento e inflación dan más soporte a medio plazo a la renta fija de alta calidad crediticia que a los activos con mayor sensibilidad al ciclo económico (bonos de menor calidad crediticia y renta variable). El análisis de los niveles de valoración actuales en relación con los niveles históricos también da más soporte al posicionamiento en activos de calidad.

01 Calibrando el ajuste final de tipos

En la hoja de ruta que definimos en nuestro Informe Anual publicado en noviembre de 2022 ("El gran ajuste de tipos de interés") preveíamos tres hitos en la evolución del mercado para 2023. El primero de estos hitos estaba ligado a que se alcanzase el pico en los datos de inflación, y ello permitiría a los bancos centrales poner en pausa las subidas de tipos para evaluar los efectos en la economía. **Consideramos que estamos llegando a la fase final de calibración de la política monetaria donde los bancos centrales deben tomar decisiones de ajuste fino.**

Tal y cómo se observa en el gráfico inferior, **los tipos de interés en la curva estadounidense se han empezado a mover en una zona de rango** en los últimos tres meses después del gran ajuste alcista experimentado en 2022. Entramos en un entorno donde persiste la volatilidad, pero en el que **consideramos que se ha minimizado el riesgo de movimientos al alza adicionales en los tipos de gran magnitud.** Los niveles de tipos de interés a nivel mundial (con la excepción de Japón) se encuentran ya en cotas muy superiores a los tipos neutrales estimados, que permiten a la economía operar a pleno empleo y con estabilidad de precios, por lo que este nivel de tensionamiento tendría que ser suficiente para mitigar las tensiones de precios.

La magnitud del ajuste monetario implementado está ya provocando tensiones de liquidez con episodios idiosincrásicos de inestabilidad financiera. Las recientes quiebras de entidades en Estados Unidos (**Silicon Valley Bank**, **Signature Bank** y **Silvergate Bank**) han sido causadas por dificultades de liquidez en un contexto de preocupación por potenciales pérdidas por las subidas de tipos en sus carteras de bonos. En Europa, **Credit Suisse** se ha visto forzado a aceptar una integración con UBS en un entorno de continuos problemas regulatorios y creciente desconfianza por parte de sus clientes. Si bien los bancos que han tenido dificultades de liquidez tienen una naturaleza concreta y particular, consideramos que **el actual escenario de mayor fragilidad financiera va a contribuir a generar dudas a las autoridades monetarias sobre el nivel de tensionamiento de tipos** necesario para equilibrar la economía sin poner en peligro la estabilidad del sistema.

El mercado empieza a anticipar un cambio de rumbo en el movimiento de los tipos de interés, a través de una dinámica reciente que ha perdido direccionalidad.

El mayor repunte de tipos de interés desde la década de los 80 estaría llegando a la fase final de calibración

Los tipos de interés ya están en zona claramente restrictiva y consideramos que el ajuste monetario acometido sería suficiente

Los recientes problemas de algunas entidades financieras serían un factor más a considerar en las futuras decisiones de los bancos centrales

Llega el momento de la calibración y de despejar las dudas sobre si el tensionamiento monetario realizado es suficiente

Fuente: Bloomberg, Datos a 31 de marzo 2023

Los tipos de interés se mantienen en rango y el riesgo de subidas adicionales parece limitado



Foco en la inflación de servicios

Las declaraciones de las principales autoridades monetarias han sido unánimes en su voluntad firme de mitigar las presiones de precios para restablecer la confianza en que las tasas de inflación se ajusten a los niveles objetivos. **El principal problema al que se enfrentarán en los próximos meses es el derivado del retardo con el que se manifiesta el efecto de sus decisiones de política monetaria.** Los modelos econométricos, ciertos indicadores adelantados y la experiencia histórica, apuntan a que el ajuste realizado tendría que ser suficiente. Sin embargo, **los datos de inflación todavía no validan con rotundidad que el trabajo de encauzar las presiones de precios esté cerca de culminarse con éxito.**

Los gráficos inferiores muestran la clara tendencia a la baja de los indicadores de inflación general tanto en Estados Unidos como en la zona Euro. Sin embargo, al analizar la evolución por componentes puede apreciarse cómo la mejora no es generalizada y está basada, sobre todo, en la relajación de las presiones de precios de bienes y energía. En el caso de las estadísticas de inflación en Estados Unidos, a cierre de febrero de 2023, se observa una persistente tendencia alcista en el epígrafe de servicios. Es cierto que un componente importante de la inflación de servicios está ligado a la inflación de vivienda donde hay un **retraso importante y aún no se reflejan los notables signos de debilidad en el mercado inmobiliario que ya se observan en los precios y alquileres de vivienda.** Es de esperar, a no mucho tardar, una menor presión alcista en los precios del componente vivienda, pero en el resto del sector servicios no hay todavía signos adelantados de desaceleración.

En el caso de la **inflación en la zona Euro** hay que considerar el efecto retrasado de la segunda ola de presión de precios derivada de la invasión de Ucrania. Este hecho provocó tensiones adicionales de precios en energía y alimentación que justifican que la relajación de precios sea mucho más incipiente respecto a Estados Unidos. La **preocupación del Banco Central Europeo se centra en la evolución de la inflación subyacente y en particular la relativa a servicios y alimentación.**

Los recientes mensajes de los bancos centrales han sido de mantenimiento de la vigilancia en línea con **la persistencia de las presiones inflacionistas en los sectores económicos con un comportamiento de precios más rígido.** Consideramos poco probable que las autoridades monetarias den un mensaje de relajación monetaria mientras no haya un punto de inflexión claro en esos componentes donde la inflación es más compleja de erradicar.

Hay dos realidades en la evolución de la inflación: bienes y energía (a la baja) y servicios (al alza)

Los retrasos con los que se manifiestan los efectos de las subidas de tipos en la inflación dificultan la labor de los bancos centrales

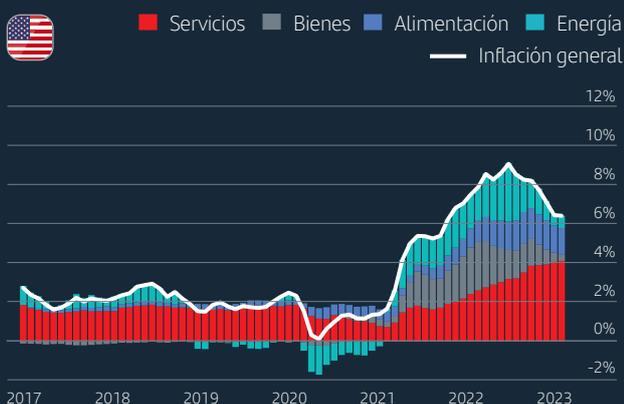
La evolución a la baja de la inflación dependerá a medio plazo en su continuidad de las presiones de precios en servicios

El pico de máximo nivel de inflación parece haber quedado atrás, pero todavía queda trabajo por hacer

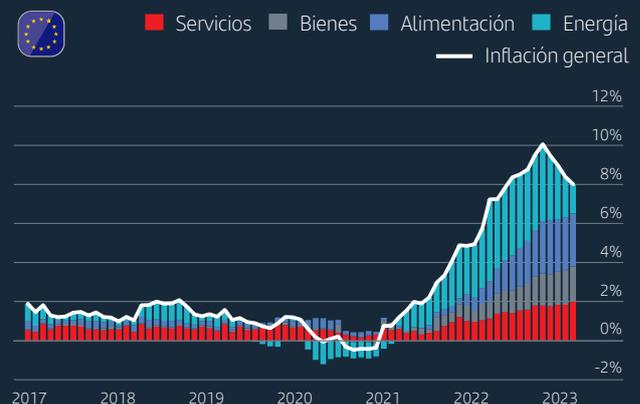
Fuente: Bloomberg. Datos a febrero 2023

La inflación de servicios y de alimentación sigue sin dar muestras de un punto de inflexión

Evolución de la inflación en Estados Unidos (% interanual)



Evolución de la inflación en la zona Euro (% interanual)



No hay señales de relajación en el mercado laboral

Los miembros de la Reserva Federal se enfrentan al dilema de establecer una pausa en las subidas de tipos de interés cuando todavía perciben que hay trabajo por hacer para encauzar los niveles de inflación hacia el objetivo del 2%. **La principal preocupación reside en los potenciales efectos de segunda ronda con presiones al alza de los salarios, en un contexto de mercado laboral con escasez de mano de obra.** En Europa la estrechez del mercado laboral es menor, aunque el Reino Unido y Alemania tienen similitudes con la situación de la economía estadounidense.

El gráfico inferior permite visualizar la magnitud del **desequilibrio entre oferta y demanda en el mercado laboral de Estados Unidos**. De acuerdo con datos del Bureau of Labor Statistics (BLS), a cierre de enero de 2023 había 160,1 millones de estadounidenses en situación de empleo, y a esa cifra habría que sumar 10,8 millones de vacantes sin cubrir para llegar a la cifra global de oferta de empleo. Este nivel de oferta supera a la demanda total de empleo (empleados más desempleados en busca activa de trabajo) en más de 5 millones e implica un nivel de fricción y estrechez en el mercado laboral sin precedentes en las últimas décadas. La Reserva Federal observa con preocupación cómo **el tensionamiento monetario ha sido de momento ineficaz a la hora de enfriar la actividad económica y reequilibrar un mercado laboral con un elevado exceso de oferta de empleo**.

Estamos entrando en una fase de enorme complejidad en la tarea de calibrar la política monetaria debido a la persistencia de presiones salariales y tensiones de precios en el sector servicios. **Consideramos que el margen de actuación de los bancos centrales es muy limitado mientras no se produzca algo de ajuste en el mercado laboral**, un cambio claro de tendencia en las subidas salariales y en los datos de inflación subyacente. El lenguaje de los comunicados de los bancos centrales empieza a traslucir la conveniencia de dar al botón de pausa después del intenso ejercicio de tensionamiento realizado. Al mismo tiempo, las autoridades monetarias son conscientes de que está en riesgo su credibilidad como guardianes de la estabilidad de precios. **En esta fase final de calibración el riesgo de subidas adicionales de tipos empieza a ser muy limitado, pero todavía es pronto para dar por finalizada la tarea de controlar los focos de presión al alza de inflación.** El mercado empieza a vislumbrar el final del tensionamiento de tipos de interés, pero tiene dudas respecto al coste económico que conllevará llegar al equilibrio en términos de estabilidad de precios. **En síntesis, se acerca la pausa, pero el pivote puede tardar.**

Preocupan los efectos de segunda ronda en inflación por la estrechez generalizada del mercado laboral

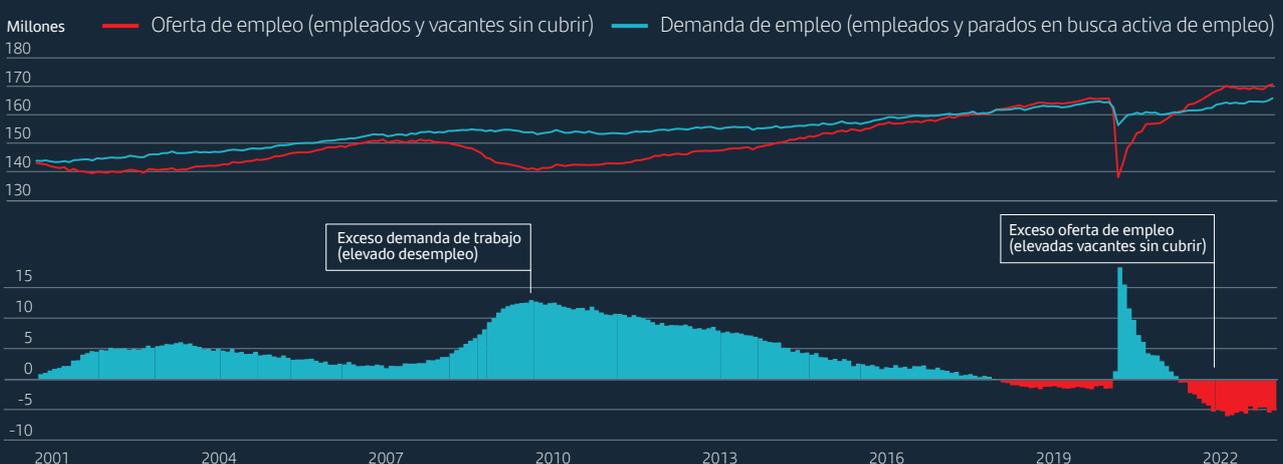
Los datos de empleo en EE.UU. siguen dando señales de fortaleza con un nivel de contrataciones por encima de lo esperado

Los bancos centrales son conscientes del elevado riesgo de una potencial pérdida de credibilidad para salvaguardar la estabilidad de precios

El mercado laboral en Estados Unidos muestra señales de una enorme estrechez, con abundancia de puestos sin cubrir

Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de marzo 2023

Existen casi dos ofertas de empleo no cubiertas por cada persona que está en desempleo



02 El aterrizaje suave es improbable

El primer trimestre de 2023 se ha caracterizado por sorpresas positivas en los indicadores de crecimiento. En **China** las autoridades dieron un giro radical a la política de "Cero Covid" y relajaron las restricciones a la movilidad que tanto pesaron en el crecimiento del consumo durante 2022. En **Europa**, el miedo a potenciales problemas de suministro energético se despejó gracias a unas condiciones meteorológicas benignas y al éxito en la búsqueda de fuentes de suministro alternativas al gas ruso. En **Estados Unidos** los datos de consumo, gracias al apoyo del ahorro acumulado durante la pandemia y a la resiliencia del mercado laboral, sorprendían por su fortaleza.

Como consecuencia, las estimaciones de crecimiento se revisaron al alza en cierta medida, e incluso se empezó a considerar la posibilidad de un reajuste con escaso coste en términos de crecimiento. Esa posibilidad permitiría levantar el castigo monetario y rebajar el nivel de tipos de interés hasta niveles de neutralidad. Episodios de **aterrizaje suave o perfecto** después de un intenso periodo de tensionamiento monetario son de rara ocurrencia. **Consideramos poco probable que se materialice en las circunstancias actuales por dos razones: complejidad del entorno inflacionario e inestabilidad en el sistema financiero estadounidense.**

En este contexto, resulta útil examinar más de cerca las directrices para la toma de decisiones de las autoridades monetarias y, en particular, las de la Reserva Federal. **La función de reacción de la FED está ligada a su doble mandato de preservar la estabilidad de precios y alcanzar el pleno empleo.** En el gráfico inferior se observa el grado de desviación de estos dos mandatos respecto a su objetivo: 2% para la inflación y pleno empleo medido en función de las estimaciones de nivel de desempleo no inflacionario o NAIRU (por sus siglas en inglés). Este análisis muestra que la desviación del objetivo de inflación sigue siendo muy elevada, mientras que en el caso del objetivo de pleno empleo hay una situación de sobrecumplimiento (el paro se encuentra en niveles mínimos y por debajo del objetivo). De mantenerse estos dos desequilibrios, la FED se vería obligada a subir aún más los tipos de interés (o al menos a mantenerlos elevados por un periodo prolongado de tiempo) para intentar enfriar la economía lo suficiente, lograr un menor tensionamiento del mercado laboral y, por ende, de las presiones inflacionistas. **Consideramos, por tanto, que es poco probable que se produzca un cambio de rumbo en la política monetaria (y una bajada de los tipos de interés) sin que haya un ajuste de los desequilibrios actuales.**

Los indicadores de crecimiento han sorprendido al alza durante el primer trimestre al despejarse riesgos en Europa y China

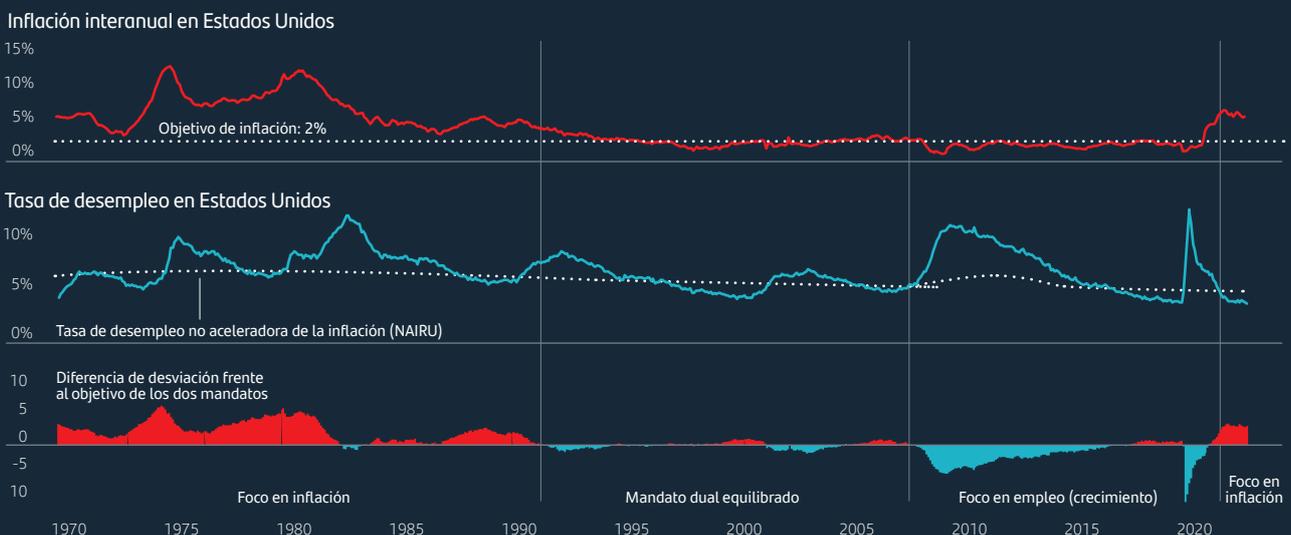
Consideramos poco probable un escenario en el que se consiga un aterrizaje suave en el que se controle la inflación sin un ajuste del crecimiento

Tanto la FED como el BCE aún están lejos de situar la inflación cerca de los objetivos fijados en sus mandatos

La FED tiene en la inflación su mayor foco de preocupación

Fuente: Bloomberg. Datos a 7/3/2023

La inflación está aún muy por encima del objetivo. El desempleo no es un problema



El tensionamiento crediticio se suma al monetario

Los acontecimientos de inestabilidad en el sistema financiero americano son muy recientes como para poder determinar el impacto final en la economía real. No obstante, **anticipamos dos potenciales vías a través de las cuales puede producirse un contagio desde el sistema financiero hacia el resto de sectores económicos: la liquidez y la oferta crediticia.** Las recientes publicaciones de datos sobre movimientos de liquidez en el sistema después de la crisis de SVB y Signature Bank (ver gráfico inferior izquierda) muestran un elevado flujo de depósitos desde los bancos de menor tamaño hacia grandes instituciones y, en última instancia, hacia fondos monetarios. Las medidas aprobadas por las autoridades monetarias han permitido absorber el impacto de las tensiones de liquidez en el sistema, pero habrá que estar atentos al movimiento de efectivo desde depósitos hacia mercados monetarios.

El sistema financiero en EE.UU. en su conjunto es altamente solvente y líquido, pero existe un entorno regulatorio menos estricto para la banca mediana que puede generar un clima de menor confianza en ese segmento. El otro aspecto que conviene vigilar para evaluar si hay un contagio desde las turbulencias del sector financiero hacia el resto de la economía es el de la oferta crediticia. En el gráfico inferior derecho se puede observar cómo con carácter previo a la crisis de Silicon Valley Bank ya se había producido una disminución significativa de la disponibilidad de crédito en el conjunto de los bancos comerciales. El porcentaje de bancos que estaban aplicando políticas más restrictivas de concesión de crédito ya se había ido incrementando. **Este tensionamiento crediticio suele preceder a periodos de debilidad en el crecimiento, dada la importancia de la disponibilidad de crédito para el normal funcionamiento de la economía** como soporte de la inversión y el gasto en consumo.

Un factor adicional de preocupación radica en la **elevada exposición de la banca mediana estadounidense al sector inmobiliario comercial** (en particular oficinas y centros comerciales) con fundamentos crediticios menos saludables que los del sector hipotecario. Las autoridades de la Reserva Federal son conscientes del probable deterioro de la disponibilidad de crédito en los próximos meses y del potencial impacto de la incertidumbre financiera sobre la economía. **No sería descartable que la Fed anuncie el final de las subidas de tipos de interés en su próxima reunión del 3 de mayo si los datos comienzan a mostrar una transmisión de las tensiones de liquidez a la disponibilidad de crédito.**

El sistema financiero estadounidense podría experimentar tensiones de liquidez si se mantiene el trasvase de depósitos hacia fondos monetarios

Los bancos de menor tamaño en EE.UU. tienen varios frentes de fragilidad: liquidez, regulación más laxa y alta exposición a créditos inmobiliarios no residenciales

El tensionamiento crediticio tiene un impacto similar al de las subidas de tipos y ello podría, por sí mismo, justificar la pausa en el ajuste monetario

Los problemas de liquidez disminuyen la disponibilidad de crédito

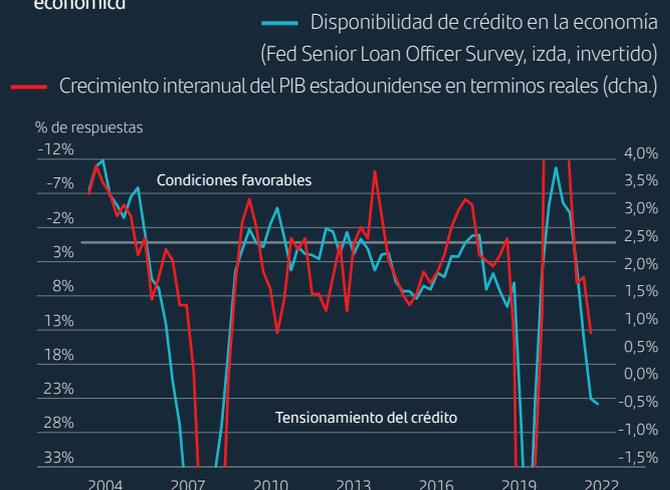
Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de marzo 2023

El crecimiento económico sufrirá con la menor oferta de crédito

Flujos de liquidez desde depósitos hacia fondos monetarios



El tensionamiento del crédito suele preceder a la desaceleración económica



El consumo no sería inmune al ajuste

El consumo privado ha sido el componente del PIB que mayor solidez ha demostrado. Su recuperación posterior a la pandemia en Estados Unidos es muy clara en los gráficos del panel inferior izquierdo, que muestran cómo los niveles de gasto en bienes y servicios por parte de las familias ya se sitúan muy por encima de la tendencia previa. En el gráfico de la derecha podemos observar que una parte del gasto ha sido financiada por la disminución del ahorro acumulado proveniente de los estímulos fiscales. Si ese ahorro estuviese distribuido homogéneamente entre todos los segmentos socioeconómicos, su disminución no sería preocupante dado el alto nivel de liquidez y solvencia de las familias en su conjunto. Sin embargo, observamos una **tendencia preocupante en el aumento del crédito de corto plazo (tarjetas de crédito), que pone de relieve que el segmento de menor poder adquisitivo de la población ha agotado el ahorro y está teniendo dificultades para mantener su nivel de gasto**. Consideramos que en los próximos trimestres es probable que se produzca una desaceleración económica como consecuencia de la menor disponibilidad de crédito, del mayor coste financiero y la de pérdida de poder adquisitivo de las familias.

Mantenemos nuestro escenario central en el **que el ajuste económico necesario para equilibrar las tensiones inflacionarias no sería de una gran magnitud** dados los favorables fundamentales del mercado laboral y el reducido apalancamiento del sector privado (hogares y empresas). Adicionalmente, consideramos que las debilidades que se han manifestado en los bancos medianos en EE.UU. no están presentes en las grandes entidades financieras o en la banca europea. Ninguno de los factores de riesgo presentes en la crisis de liquidez de SVB y Signature Bank (base de depósitos no estable, descalce de liquidez entre activos y pasivos, y elevado crecimiento del balance) existe en ese nivel de magnitud en el resto del sector financiero. De igual manera, los problemas de Credit Suisse eran de naturaleza idiosincrática y no son extrapolables. **Consideramos que la economía global está inmersa en una fase de ajuste, pero no detectamos los ingredientes de una crisis financiera o económica de gran magnitud.**

Nuestra visión del ciclo de crecimiento es de cautela dada la prioridad de controlar las presiones inflacionistas y el previsible entorno de tensionamiento monetario y crediticio. Vemos razonable un escenario donde el crecimiento se debilite dadas las crecientes dificultades por parte de los agentes económicos para mantener el actual nivel de gasto e inversión.

La capacidad de las familias de mantener el actual nivel de consumo se ha debilitado por la disminución del ahorro y el mayor coste financiero

Nuestro escenario central es de debilidad paulatina en el crecimiento por las derivadas del tensionamiento monetario y crediticio

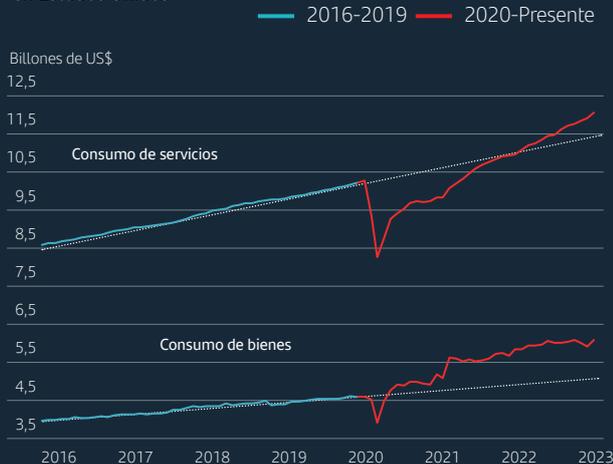
Consideramos incompleto el ajuste de crecimiento, aunque vemos poco probable una desaceleración de gran calado

La disminución del ahorro y la apelación al crédito alertan sobre el crecimiento del consumo

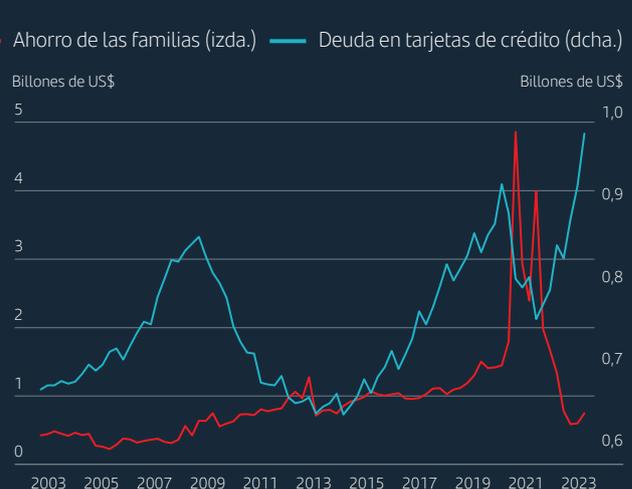
Fuente: Bloomberg y cálculos de Santander. Datos a Enero de 2023

El consumo de bienes y servicios está muy por encima de su tendencia en EE.UU.

Gasto nominal en consumo privado en bienes y servicios en Estados Unidos



Fuentes de financiación del consumo en Estados Unidos



03 Mayor convicción en la renta fija

En este apartado analizamos las implicaciones en clave de inversión del entorno de desaceleración económica y mayor estabilidad en los tipos de interés que hemos descrito en los capítulos anteriores. **Hemos asistido a un cambio de régimen en el marco monetario después del shock de inflación, y ello nos lleva a asumir que el entorno de tipos de interés artificialmente bajos**, que caracterizó a la década posterior a la Gran Crisis Financiera, ha quedado atrás. La normalización de los tipos de interés tiene probablemente carácter estructural al ser cada vez más evidentes los efectos secundarios adversos de haber mantenido las tasas en mínimos durante tanto tiempo. En este sentido, consideramos que **este entorno de tipos de interés normalizados favorece la inversión en activos de renta fija y posibilita que el inversor conservador obtenga rendimientos positivos después de muchos años de represión financiera**.

En línea con la hoja de ruta que habíamos definido para 2023 consideramos altamente probable que los principales bancos centrales comuniquen su voluntad de activar la pausa a la subida de los tipos de interés durante este trimestre. **Ello abriría un periodo de evaluación en el que verificarían si el tensionamiento monetario aplicado es suficiente para reencauzar la inflación hacia el 2%**. En la segunda mitad de 2023 esperamos una desaceleración económica que, a su vez, contribuya con menores presiones en precios. Esto daría pie a la Reserva Federal, a final de año, a materializar el esperado pivote o cambio de sesgo en la dirección de los tipos de interés, difiriendo con el consenso de mercado en el timing, pues espera una bajada de tipos durante el tercer trimestre.

La tabla inferior muestra el **retorno de los principales activos financieros en los periodos posteriores a la finalización de fases de tensionamiento de tipos**. Este análisis nos ofrece dos lecturas muy diferentes en función de si se invirtió en renta fija o en renta variable. En el caso de la renta fija podemos observar que las rentabilidades son positivas en prácticamente la totalidad de los episodios analizados sin importar si se invierte en el momento de la pausa o en el momento de la bajada de tipos de interés. **La experiencia histórica de los ajustes monetarios valida el posicionamiento positivo en activos de renta fija a medida que nos acercamos al momento de la pausa en las subidas de tipos**.

El cambio del entorno inversor, resultado del gran reajuste de tipos de interés, es más favorable para la renta fija

El análisis de ciclos anteriores de tensionamiento monetario muestra un pleno de retornos positivos para la renta fija una vez pasado el hito de la pausa de tipos

Las perspectivas para la inversión en renta variable no son tan claras y se dan episodios de retornos negativos cuando se produce una recesión después de la pausa de tipos

La renta fija es el activo más sensible a las subidas de tipos, pero también el que mejor recupera tras la pausa

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El binomio rentabilidad-riesgo favorece la inversión en bonos una vez se alcanza el hito de la pausa en las subidas

		May-83	Mar-87	Feb-94	Jun-99	Jun-04	Dic-15	Retornos promedio		
		Ago-84	Feb-89	Feb-95	May-00	Jun-06	Dic-18	Min	Med	Max
Retorno medio anual en los 24 meses siguientes a la PAUSA en la subida de tipos	Bonos del Tesoro a Corto Plazo (EE.UU.)	16,5%	11,3%	7,2%	8,7%	6,2%	3,7%	3,7%	9,0%	16,5%
	Bonos del Tesoro a Largo Plazo (EE.UU.)	41,6%	14,2%	11,0%	10,1%	9,7%	17,6%	9,7%	17,4%	41,6%
	Bonos corporativos Grado Inversión (IG)	27,7%	12,3%	10,4%	11,5%	4,9%	12,9%	4,9%	13,3%	27,7%
	Bonos corporativos High Yield (HY)	26,4%	0,9%	15,0%	2,6%	4,5%	11,2%	0,9%	10,1%	26,4%
	Bolsa (S&P 500)	25,9%	13,5%	31,1%	-12,4%	0,4%	24,9%	-12,4%	13,9%	25,9%
Retorno medio anual en los 24 meses siguientes al PIVOTE (inicio del recorte de tipos)	Bonos del Tesoro a Corto Plazo (EE.UU.)	14,4%	9,8%	6,7%	7,1%	5,5%	2,5%	2,5%	7,6%	14,4%
	Bonos del Tesoro a Largo Plazo (EE.UU.)	32,2%	7,0%	10,4%	10,5%	10,3%	8,0%	7,0%	13,1%	32,2%
	Bonos corporativos Grado Inversión (IG)	22,8%	9,5%	9,5%	9,3%	6,8%	7,0%	6,8%	10,8%	22,8%
	Bonos corporativos High Yield (HY)	24,8%	6,3%	13,4%	-0,1%	4,3%	7,6%	-0,1%	9,4%	24,8%
	Bolsa (S&P 500)	23,4%	8,4%	34,9%	-18,7%	-15,4%	23,7%	-18,7%	9,4%	34,9%

Las valoraciones vuelven a la normalidad

Los rendimientos de los activos con mayor sensibilidad al ciclo económico (renta fija de peor calidad crediticia *high yield* y renta variable) tienen un elevado grado de dispersión en las fases finales de tensionamiento monetario. Si nos centramos en la rentabilidad promedio de los bonos *high yield* y la comparamos con las alternativas de mayor calidad crediticia, observamos que el incremento del riesgo crediticio no parece que conlleve recompensa en esta fase del ciclo. Nuestra sugerencia es de cautela en el posicionamiento en bonos corporativos de menor calidad crediticia hasta que exista mayor claridad en el panorama de crecimiento.

La incertidumbre sobre la intensidad de la desaceleración nos obliga a ser más exigentes en los niveles de prima de riesgo de los activos cíclicos. En el gráfico inferior hemos realizado un ejercicio de parametrizar los niveles de valoración de los distintos activos financieros para poder hacer una comparación homogénea. Para ello hemos contrastado los niveles de valoración actuales con las ratios históricas de ese mismo activo y los hemos clasificado en términos de percentiles. Un percentil elevado indica que el rendimiento actual de ese instrumento está en la parte más atractiva de la distribución histórica de retornos. La ratio de valoración empleada depende del tipo de instrumento y en la renta variable hemos utilizado un promedio ponderado (rentabilidad por dividendo, múltiplos sobre valor contable y beneficios).

La primera conclusión que obtenemos de este ejercicio es la mejora generalizada de los niveles de valoración que se ha producido en los últimos doce meses como consecuencia de la normalización de los tipos de interés. Este abrupto reajuste ha permitido a la comunidad inversora abandonar el entorno TINA (*“There Is No Alternative”*), en donde la ausencia de rentabilidad en los activos sin riesgo obligaba a incrementar las posiciones de riesgo para obtener un mínimo de rendimiento. La segunda conclusión valida el posicionamiento de cautela y diversificación en activos cíclicos al ser mas asequibles los niveles de valoración de los activos más conservadores (renta fija gobiernos y crédito grado de inversión) que los de los activos más sensibles a crecimiento (renta fija *high yield* y renta variable).

Mantenemos una preferencia por la calidad (tanto en fortaleza de balance como en estabilidad de ingresos)

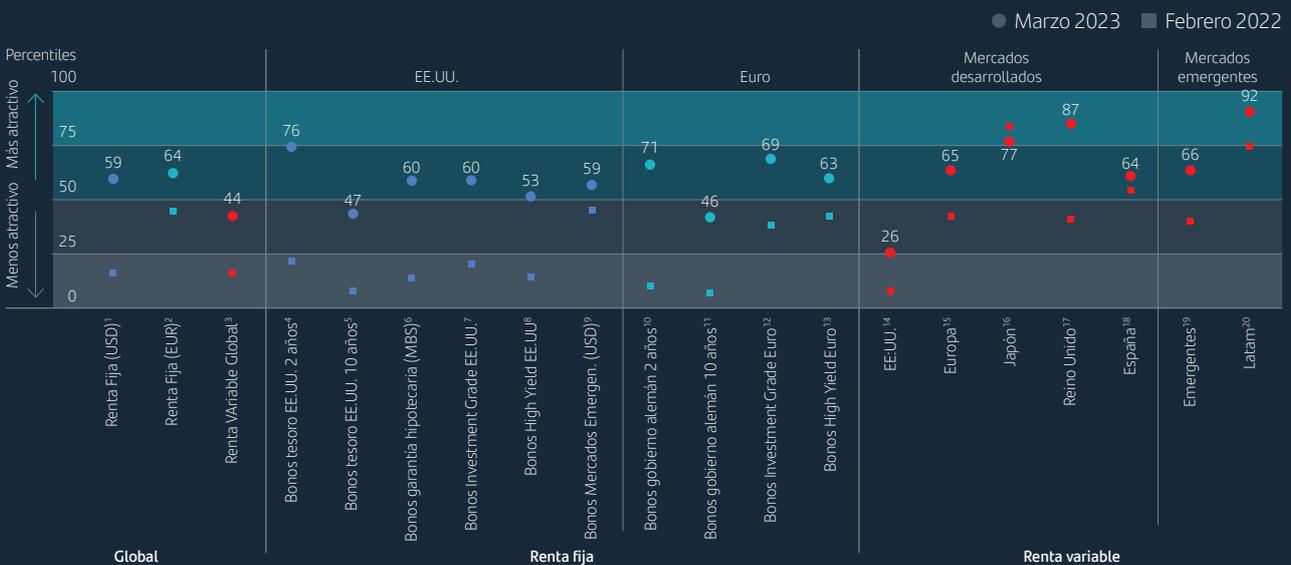
Todos los activos han mejorado sus métricas de valoración como resultado del ajuste de mercado en 2022

La valoración relativa de los distintos activos da soporte al posicionamiento de diversificación en activos de riesgo

Los niveles de valoración de los activos en general han mejorado significativamente tras el ajuste de tipos de interés

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 31 de marzo de 2023

Las opciones de menor riesgo ya no comparan desfavorablemente en términos de valoración



La valoración de cada activo se basa en sus niveles históricos. Para la renta fija, se tienen en cuenta los niveles nominales y reales de los tipos de interés y el diferencial frente al activo sin riesgo. Para la renta variable, se tienen en cuenta la relación precio/beneficio, la rentabilidad por dividendo y el precio/valor contable. (1) Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD (2) Bloomberg Pan-European Aggregate Total Return Index Value Un (3) MSCI ACWI (4) US 2Y Treasury (5) US 10Y Treasury (6) Bloomberg US MBS Index Total Return Value Unhedged USD (7) Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD (8) Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD (9) Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged (10) GERMANY GOVT BND 2 YR BKO (11) GERMANY GOVT BND 10 YR DBR (12) Bloomberg Pan European Aggregate Corporate TR Index Value Un (13) Bloomberg Pan-European High Yield Total Return Index Value U (14) S&P500 (15) Stoxx 600 Europe (16) Nikkei (17) FTSE 100 (18) IBEX 35 (19) MSCI EM (20) MSCI Latam.

La diversificación bonos-bolsa vuelve a funcionar

El gráfico inferior valida las dos conclusiones mencionadas con anterioridad: mejora generalizada en valoración y mayor soporte en la comparación histórica para la renta fija. El gráfico nos muestra la evolución del rendimiento ofrecido por los bonos corporativos de elevada calidad crediticia y la comparamos con el rendimiento vía beneficios de la bolsa de Estados Unidos (S&P500). Esta comparación nos permite observar cómo **el final de la política monetaria ultraexpansiva ha permitido restablecer los esquemas de valoración previos a la Gran Crisis Financiera.**

Otro aspecto positivo de la inversión en renta fija tiene que ver con la recuperación de su atributo como diversificador en las carteras. Uno de los factores más negativos para el inversor en 2022 fue la incapacidad para diversificar el riesgo en sus portafolios debido a la correlación positiva de los dos principales activos: tanto los precios de los bonos como los de las acciones se comportaron de manera similar. La volatilidad experimentada por el mercado en marzo de 2023 ha permitido comprobar que el atributo de duración de las carteras de renta fija vuelve a funcionar como mecanismo de estabilización. **Gracias a la normalización de los tipos de interés, la diversificación entre bonos y bolsa vuelve a ser efectiva y ello permite equilibrar el perfil de riesgo de las soluciones de inversión equilibradas.**

El posicionamiento de cautela debido al momento del ciclo económico no debe implicar niveles muy infraponderados en renta variable para los inversores con un horizonte de inversión más dilatado. Como pudimos observar en el gráfico de la página anterior, en algunas zonas geográficas (Europa y Emergentes principalmente) el ajuste de las bolsas ha llevado la valoración relativa a niveles muy atractivos. Al mismo tiempo, estamos siendo testigos de innovaciones y cambios estructurales en multitud de sectores y ello ofrece interesantes oportunidades de inversión. Seguimos recomendando un **equilibrio entre la visión de corto y largo plazo** en el que el posicionamiento en temáticas de enorme potencial (inteligencia artificial, transición energética, hidrógeno verde...) debe jugar un rol fundamental. **En un entorno de debilidad en el ciclo económico el posicionamiento en sectores con dinámicas de crecimiento exponencial adquiere un valor diferencial para los inversores.**

Los rendimientos de la renta fija de calidad vuelven a ofrecer valor en términos absolutos y relativos

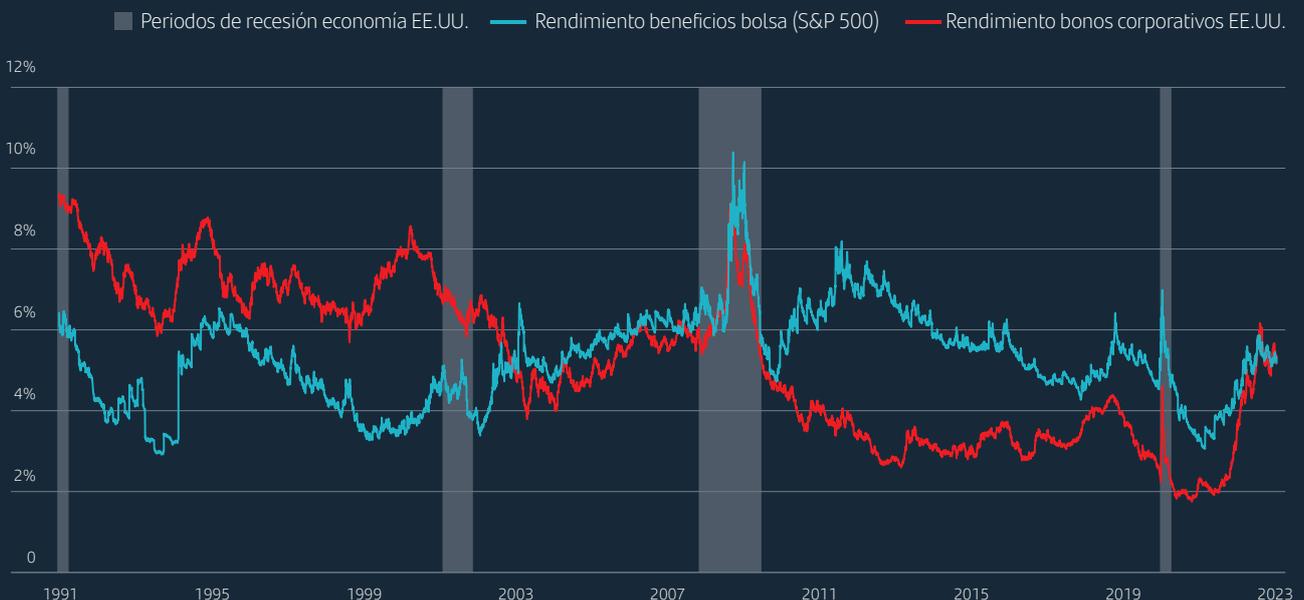
El inversor vuelve a disfrutar del beneficio de la diversificación en los portafolios balanceados

El potencial de las temáticas disruptivas (IA, renovables, etc.) adquiere un valor mayor en entornos de escasez de crecimiento

El reajuste de tipos de interés ha devuelto el soporte de la valoración a la inversión en renta fija

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 31 de marzo de 2023

Los bonos corporativos vuelven a ofrecer un rendimiento similar al de la renta variable



Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2023	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	YTD	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	1,1%	1,0%	1,4%	0,9%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	0,6%	-0,1%	-0,2%	-0,2%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	2,9%	-3,6%	-1,4%	0,1%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	2,5%	-3,0%	0,8%	1,3%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	2,0%	-2,4%	1,0%	0,9%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	2,8%	-0,6%	1,5%	2,2%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	2,7%	5,8%	3,0%	4,0%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	1,7%	-5,0%	-2,1%	0,7%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	2,1%	-5,8%	-2,2%	1,0%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	1,4%	-1,7%	-1,3%	1,0%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	2,7%	4,7%	1,0%	3,6%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	1,7%	0,1%	0,2%	2,0%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	1,3%	2,5%	-0,6%	1,6%
MSCI World (USD)	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-19,5%	6,0%	13,8%	6,0%	6,8%
S&P 500 (USD)	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-19,4%	5,5%	15,5%	8,9%	9,9%
MSCI Europe (EUR)	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-11,9%	7,2%	13,1%	4,1%	4,2%
MSCI Emerging Markets (USD)	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,4%	3,1%	5,8%	-3,4%	-0,5%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	3,5%	9,1%	0,9%	3,7%
MSCI Latin America (USD)	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-0,1%	3,6%	11,7%	-6,2%	-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 31 de marzo de 2023

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2021	2022	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	4.051		1.598		4.766	26,9%	-19,4%	5,5%	-10,6%	15,5%	8,9%	9,9%
	DOW JONES INDUS.	32.859		14.810		36.338	18,7%	-8,8%	-0,9%	-5,2%	13,7%	6,4%	8,5%
	NASDAQ	12.013		3.329		15.645	21,4%	-33,1%	14,8%	-15,5%	15,6%	11,2%	13,9%
Europa	Stoxx 50	3.914		2.605		3.914	22,8%	-4,4%	7,2%	5,5%	13,2%	5,7%	3,8%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.285		2.603		4.298	21,0%	-11,7%	13,0%	9,8%	15,7%	5,0%	5,0%
	España (IBEX 35)	9.207		6.452		11.521	7,9%	-5,6%	11,9%	9,0%	11,4%	-0,8%	1,5%
	Francia (CAC 40)	7.263		3.739		7.268	28,9%	-9,5%	12,2%	9,1%	18,4%	7,0%	6,9%
	Alemania (DAX)	15.522		7.914		15.885	15,8%	-12,3%	11,5%	7,7%	16,5%	5,1%	7,1%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.620		5.577		7.876	14,3%	0,9%	2,3%	1,4%	11,1%	1,5%	1,7%
	Italia (MIB)	27.021		15.239		27.478	23,0%	-13,3%	14,0%	8,0%	17,0%	3,8%	5,8%
	Portugal (PSI 20)	6.025		3.945		7.608	13,7%	2,8%	5,2%	-0,2%	14,8%	2,2%	0,3%
	Suiza (SMI)	11.032		7.683		12.876	20,3%	-16,7%	2,8%	-9,3%	6,3%	4,8%	3,5%
LatAm	México (MEXBOL)	54.199		34.555		56.537	20,9%	-9,0%	11,8%	-4,1%	16,6%	3,3%	2,1%
	Brasil (IBOVESPA)	103.713		40.406		126.802	-11,9%	4,7%	-5,5%	-13,6%	11,6%	4,0%	6,3%
	Argentina (MERVAL)	251.639		2.976		253.549	63,0%	142,0%	24,5%	176,6%	117,7%	51,9%	53,9%
	Chile (IPSA)	5.309		3.439		5.855	3,1%	22,1%	0,9%	7,5%	17,0%	-0,9%	1,8%
Asia	Japón (NIKKEI)	28.041		13.389		29.453	4,9%	-9,4%	7,5%	0,8%	13,7%	5,5%	8,5%
	Hong-Kong (HANG SENG)	20.415		14.687		32.887	-14,1%	-15,5%	3,2%	-7,2%	-4,1%	-7,5%	-0,9%
	Corea (KOSPI)	2.477		1.755		3.297	3,6%	-24,9%	10,8%	-10,2%	13,0%	0,3%	2,1%
	India (Sensex)	58.669		18.620		63.100	22,0%	4,4%	-3,6%	0,2%	27,3%	12,2%	12,0%
	China (CSI)	4.047		2.146		5.352	-5,2%	-21,6%	4,5%	-4,2%	3,3%	0,7%	5,0%
Mundo	MSCI WORLD	2.760		1.434		3.232	20,1%	-19,5%	6,0%	-9,6%	13,8%	6,0%	6,8%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2023

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2021	2022	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	2.760		1.434		3.232	20,1%	-19,5%	6,0%	-9,6%	13,8%	6,0%	6,8%	16,09	2,23
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	1.340		969		1.447	12,6%	-7,4%	0,0%	-6,8%	9,1%	2,4%	3,0%	13,08	3,90
	MSCI World Momentum	3.155		1.214		3.978	14,6%	-17,8%	-1,9%	-14,5%	10,7%	7,4%	10,2%	12,29	2,78
	MSCI World Quality	3.446		1.183		4.058	25,7%	-22,2%	9,2%	-7,2%	15,1%	10,9%	11,3%	19,97	1,82
	MSCI World Minimum Volatility	4.323		2.099		4.730	14,3%	-9,8%	1,3%	-5,8%	7,7%	5,5%	7,2%	17,10	2,63
	MSCI World Value	11.060		6.013		11.827	21,9%	-6,5%	0,0%	-5,9%	15,2%	4,8%	6,4%	12,04	3,52
	MSCI World Small Cap	582		283		705	15,8%	-18,8%	3,0%	-10,5%	17,1%	4,2%	7,5%	15,60	2,35
	MSCI World Growth	7.788		2.823		9.693	21,2%	-29,2%	13,5%	-11,1%	15,1%	10,1%	10,7%	23,74	0,99
Sector	Energía	432		164		464	40,1%	46,0%	-3,7%	7,6%	38,2%	6,8%	2,9%	8,10	4,67
	Materiales	537		229		590	16,3%	-10,7%	4,8%	-13,0%	19,0%	6,0%	5,7%	13,44	3,57
	Industriales	469		212		509	16,6%	-13,2%	6,0%	-7,4%	14,9%	4,6%	7,7%	17,54	2,12
	Consumo Discrecional	452		181		595	17,9%	-33,4%	14,1%	-25,4%	10,7%	4,8%	8,6%	19,13	1,52
	Consumo Básico	449		232		465	13,1%	-6,1%	2,9%	-2,6%	9,3%	5,9%	6,3%	19,11	2,65
	Salud	478		185		518	19,8%	-5,4%	-2,5%	-2,1%	13,2%	10,5%	10,5%	17,46	1,81
	Financiero	226		124		263	27,9%	-10,2%	-2,3%	-8,8%	17,2%	3,5%	6,6%	10,12	3,55
	Tecnología	563		112		682	29,8%	-30,8%	19,4%	-23,0%	13,5%	12,4%	15,6%	24,56	0,97
	Inmobiliario	384		260		517	28,7%	-25,1%	-0,9%	-20,5%	5,5%	1,9%	3,3%	23,51	4,20
	Servicios de comunicación	149		94		220	14,4%	-36,9%	16,0%	-29,6%	2,3%	1,5%	3,4%	16,11	1,42
	Servicios Públicos	312		165		331	9,8%	-4,7%	0,0%	-5,9%	7,5%	6,9%	6,5%	15,92	3,71

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2023

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	10 años							
		B. Central*	2 años	10 años		Rango últimos 10 años			Pendiente				
						Mínimo	Rango	Máximo	MTD	YTD	A 1 año	10-2 años	
Desarrollados													
EEUU	AA+	5,00%	4,12%	3,55%		0,53%		4,05%	-37	204	121	-0,57	
Alemania	AAA	3,00%	2,78%	2,37%		-0,70%		2,65%	-28	255	182	-0,41	
Francia	AA	3,00%	2,92%	2,88%		-0,40%		3,12%	-24	268	190	-0,04	
Italia	BBB	3,00%	3,28%	4,23%		0,54%		4,72%	-25	306	219	0,95	
España	A	3,00%	3,04%	3,41%		0,05%		4,77%	-19	284	197	0,36	
Reino Unido	AA	4,25%	3,46%	3,52%		0,10%		4,09%	-31	255	191	0,06	
Grecia	BB+	3,00%	n.d.	4,30%		0,61%		15,42%	-14	296	163	n.d.	
Portugal	BBB+	3,00%	2,82%	3,22%		0,03%		6,73%	-29	276	187	0,41	
Suiza	AAA	1,50%	1,18%	1,24%		-1,05%		1,58%	-20	139	66	0,05	
Polonia	A-	6,75%	6,01%	6,05%		1,15%		8,34%	-48	241	86	0,04	
Japón	A+	-0,10%	-0,06%	0,35%		-0,27%		0,86%	-16	28	13	0,40	
Emergentes													
Brasil	BB-	13,75%	11,97%	12,81%		6,49%		16,51%	-64	197	120	0,84	
México	BBB	11,00%	10,43%	8,87%		4,49%		9,85%	-46	130	60	-1,56	
Chile	A	11,25%	6,49%	5,17%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Argentina	CCC-	78,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Colombia	BB+	12,75%	10,45%	11,94%		4,88%		13,79%	-132	375	n.d.	1,49	
Turquía	B	8,50%	11,96%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
China	A+	2,64%	2,37%	2,85%		2,51%		4,58%	-6	8	7	0,48	
India	BBB-	6,50%	7,17%	7,29%		5,84%		8,86%	-14	83	45	0,11	

* 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 2023

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad		Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	
EUR/USD	1,0903		0,98		1,39	1,8%	-1,5%	-0,4%	-2,4%	-1,6%	
EUR/GBP	0,88		0,70		0,92	0,6%	4,4%	-0,4%	0,0%	0,4%	
EUR/CHF	1,00		0,97		1,24	-0,6%	2,5%	2,1%	3,4%	2,0%	
EUR/JPY	145		114		148	3,4%	-7,2%	-6,4%	-2,0%	-1,8%	
EUR/PLN	4,67		4,04		4,86	0,2%	-0,6%	-1,0%	-2,1%	-1,1%	
GBP/USD	1,24		1,12		1,71	2,6%	-5,7%	-0,1%	-2,4%	-2,0%	
USD/CHF	0,91		0,88		1,03	1,2%	1,0%	1,6%	0,9%	0,4%	
USD/JPY	133		97		149	-1,5%	-8,6%	-6,8%	-4,4%	-3,4%	
USD/MXN	18,09		12,13		24,17	7,8%	9,8%	9,6%	0,1%	-3,8%	
USD/ARS	208,58		5,19		208,58	-15,1%	-46,8%	-32,4%	-37,3%	-31,0%	
USD/CLP	790		472		969	7,8%	-0,5%	2,6%	-5,2%	-5,0%	
USD/BRL	5,09		2,00		5,75	3,6%	-6,9%	0,6%	-8,3%	-8,8%	
USD/COP	4.623		1.824		4.940	5,0%	-18,4%	-4,2%	-9,6%	-8,9%	
USD/CNY	6,86		6,05		7,31	0,5%	-7,6%	1,1%	-1,8%	-1,0%	
EUR/SEK	11,28		8,54		11,37	-1,1%	-7,8%	-0,6%	-1,8%	-2,9%	
EUR/NOK	11,32		7,60		11,48	-7,2%	-14,0%	1,0%	-3,1%	-4,0%	

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2021	2022	YTD	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	77,7		21		120	51,4%	9,7%	-8,5%	52,2%	4,0%	-10,7%
Petróleo (W. Texas)	74,4		19		115	58,7%	4,2%	-7,3%	54,7%	4,6%	-8,5%
Oro	1.982,6		1.060		1.979	-3,5%	-0,1%	8,6%	6,9%	14,4%	7,5%
Cobre	9.001,0		4.561		10.375	25,2%	-13,9%	7,5%	23,6%	10,3%	6,1%
Índice CRB	264,4		117		317	38,5%	19,5%	-4,8%	29,5%	10,6%	-3,7%
Gas Natural (USA)	2,1		2		6	34,2%	29,4%	-46,3%	-2,0%	-8,9%	-29,1%
Gas Natural (Europa)	43,7		14		206	130,1%	132,9%	-44,5%	46,1%	41,8%	n.d.

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos*

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
RV EE.UU.	S&P 500 TR	54,4% RV Japón	71,3% Gobierno Zona Euro	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	3,3% Gobierno España	0,3% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	38,5% Materias Primas	22,0% Materias Primas	13,4% RV España
RV Japón	Topix TR	32,4% RV EE.UU.	61,3% Gobierno España	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	0,1% Gobierno Zona Euro	0,3% RV Europa	18,3% RV Emergente	28,7% RV EE.UU.	0,1% Liquidez	12,4% RV Europa
RV España	Ibex35 TR	27,8% RV España	13,7% RV EE.UU.	1,4% RV EE.UU.	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	0,3% RV Mundial	0,2% RV Mundial	23,2% RV Europa	-2,0% RV España	6,5% RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	-0,1% Liquidez	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	0,2% RV Emergente	8,0% HY Global	21,8% RV Mundial	-2,5% RV Japón	6,1% RV Mundial
RV Europa	Eurostoxx50 TR	21,5% RV Europa	8,6% RV España	-0,5% IG Europa	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	0,2% RV Japón	0,1% RV Japón	12,7% RV Japón	-9,5% RV Europa	6,0% RV EE.UU.
Materias Primas	Commodity RB TR	21,1% Gobierno España	8,3% IG Europa	-0,8% RV Mundial	6,6% Gobierno Zona Euro	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	0,2% RV España	6,4% Gobierno Zona Euro	10,8% RV España	-13,2% HY Global	3,48% RV Emergente
RV Mundial	MSCI World TR	8,0% HY Global	4,9% RV Mundial	-3,6% RV España	5,7% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	0,1% HY Global	4,4% Gobierno España	1,4% HY Global	-14,4% IG Europa	1,8% HY Global
IG Europa	ERLO TR	2,4% IG Europa	4,0% RV Europa	-4,2% HY Global	4,8% IG Europa	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	0,1% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,5% Liquidez	-17,7% Gobierno España	1,8% Gobierno España
Liquidez EUR	Eonia TR	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Gobierno España	3,7% RV Europa	1,7% Gobierno España	-11,5% RV España	0,1% Gobierno España	-0,5% Liquidez	-1,1% IG Europa	-17,8% Gobierno Zona Euro	1,8% Gobierno Zona Euro
HY Global	HW00 TR	-2,6% RV Emergente	-0,1% HY Global	-16,3% Gobierno Zona Euro	2,6% RV España	1,7% Materias Primas	-12,0% RV Europa	0,1% Gobierno Zona Euro	-3,2% RV Europa	-2,5% RV Emergente	-18,1% RV EE.UU.	1,3% IG Europa
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-5,0% Materias Primas	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,6% RV Japón	-0,2% Gobierno Zona Euro	-14,6% RV Emergente	0,1% IG Europa	-0,1% Materias Primas	-2,7% Gobierno Zona Euro	-18,1% RV Mundial	0,6% Liquidez
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-46,6% Gobierno Zona Euro	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% RV Japón	0,0% Liquidez	-0,1% RV España	-3,1% Gobierno España	-20,09% RV Emergente	-3,7% Materias Primas

+
Rentabilidad
↓

*Datos a 31 de marzo de 2023.

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, CEFA, CIIA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso legal importante:

El presente informe ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander, S.A. ("WMI", 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 WMI.

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