

Recuperación  
y disrupción

Informe de  
mercado 2021

# Índice

## Mensajes clave 2021

Página 4

# 01

### En la senda de la recuperación

Página 6

# 02

### Sin pensar en subidas de tipos

Página 22

# 03

### Rediseñando soluciones de inversión

Página 36

# Recuperación y disrupción

Estimado cliente,

El año 2020 hará historia, tras largos meses en los que el mundo se ha visto conmocionado por el impacto de la COVID-19. La pandemia global ha afectado de lleno a nuestro día a día, dejando una huella permanente en nuestra forma de ver la salud, las finanzas, la política y las relaciones sociales. Y es que este virus **no sólo ha cambiado la forma en la que vivimos y trabajamos; también ha infligido un daño extraordinario a la economía mundial**. Los confinamientos, efectivos a la hora de mitigar la propagación del virus, han supuesto también un enorme sacrificio económico.

En el lado positivo, **la respuesta de las autoridades para mitigar el daño económico ha sido la más impresionante y coordinada de la historia**. Los bancos centrales y los gobiernos reaccionaron rápida y enérgicamente para estabilizar el sistema financiero y apoyar a las empresas y los hogares, recurriendo a medidas consideradas hasta la fecha como heterodoxas y que han contribuido a proteger la economía y a preservar el empleo y el comercio. Mientras el mundo espera la distribución de unas vacunas que nos permitan volver a la normalidad, el mercado ya ha recibido su inyección económica y financiera; un estímulo sin precedentes que nos devuelve la esperanza de una fuerte recuperación en 2021. **El mundo se recupera poco a poco** de la más aguda y rápida crisis económica desde la Gran Depresión.

Al mismo tiempo, el enorme coste de este cóctel de medicamentos financieros necesarios para tratar la pandemia empuja el esfuerzo de estímulo de la anterior crisis de 2008. **La recuperación es una realidad**, pero la recuperación económica que estamos empezando a experimentar traerá consigo **desafíos para muchos sectores de la economía y los mercados financieros**. Las estrategias de inversión tradicionales también se verán cuestionadas ya que **ninguna clase de activos ofrece hoy una solución integral** a las diferentes necesidades financieras de nuestros clientes.

Cada crisis trae consigo desafíos y oportunidades, y este **entorno de recuperación y disrupción** requiere un enfoque dinámico para lograr rendimientos superiores a la inflación. En un entorno en el que los **tipos de interés son extremadamente bajos y seguirán siéndolo durante mucho tiempo**, sigue intacta la necesidad de considerar en alguna medida inversiones más arriesgadas con rendimientos positivos. Recomendamos **seguir invirtiendo de acuerdo al perfil financiero de cada uno**, con un enfoque equilibrado en renta variable entre **empresas innovadoras que se están beneficiando de las nuevas tendencias post-COVID** (lo que nosotros hemos empaquetado bajo el concepto "Future Wealth") y acciones muy castigadas por la pandemia que están **empezando a beneficiarse de la recuperación**.

La crisis sanitaria ha incrementado la necesidad de transitar hacia una **economía más circular, resistente, inclusiva y sostenible**, por lo que recomendamos también poner foco en las inversiones ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno); actualmente las 50 primeras economías mundiales están invirtiendo 862.000 millones de dólares estadounidenses (USD) en la lucha contra el cambio climático. En Santander Private Banking **hemos apostado por la inversión sostenible**, con soluciones y productos en todas nuestras geografías. Las **inversiones alternativas, los productos estructurados y las nuevas soluciones de inversión basadas en gestión del riesgo** también pueden proporcionar nuevas vías de rentabilidad en las carteras de inversión.

Proporcionar a nuestros clientes el mejor asesoramiento, basado en la experiencia de nuestros equipos globales, es nuestra prioridad. Estamos convencidos de que trabajando juntos, con prudencia y disciplina, podremos equilibrar las oportunidades y riesgos que conlleva la reapertura económica.

Muchas gracias por vuestra confianza



Víctor Matarranz  
Director General  
Santander Wealth Management & Insurance

# Mensajes clave 2021

## En la senda de la recuperación

### Efectividad de las vacunas

El virus continúa propagándose por todo el mundo y los estrictos confinamientos de la primera ola se han evitado, siendo reemplazados por restricciones de movilidad en zonas específicas y medidas preventivas en general.

Las expectativas sobre la efectividad de las vacunas, y con ello el fin de la crisis sanitaria hacia la segunda parte de 2021, han dado alas a los mercados financieros.

La movilidad se recupera lentamente y se discute sobre la forma de la recuperación, pero no sobre la recuperación en sí misma.

### Licencia para gastar

El estímulo fiscal y monetario coordinado no tiene precedentes y existe un consenso mundial de que los programas de apoyo deben mantenerse hasta que la recuperación económica sea sólida.

Los bancos centrales no están planteándose siquiera el aumentar los tipos de interés. Las compras de activos seguirían proporcionando amplia liquidez a los mercados financieros.

En este entorno, la liquidez y los bonos de alta calificación crediticia continuarían teniendo retornos reales negativos por mucho tiempo.

## Sin pensar en subidas de tipos

### Búsqueda de rendimientos

Las políticas monetarias castigan a los ahorradores conservadores ante la falta de alternativas de inversión rentables sin riesgo, aunque dan un impulso a los activos de riesgo.

Los inversores están condicionados a invertir en activos de riesgo para conseguir rendimientos positivos.

Se recomienda protegerse del posible aumento de la inflación en el futuro ante las señales de mayor tolerancia de los bancos centrales a los posibles aumentos de precios.

### Tiempos heterodoxos

Este nuevo escenario de políticas no convencionales exige una revisión profunda de las estrategias de inversión y de las inversiones en activos tradicionales, para asegurar un adecuado posicionamiento.

El futuro se está moviendo en modo de avance rápido como resultado de la tecnología, los cambios demográficos y de hábitos de consumo, actuando la COVID-19 como un acelerador de estas tendencias.

En un entorno de nuevos paradigmas de política monetaria y fiscal, la volatilidad será un tema recurrente.

## Rediseñando soluciones de inversión

### Recuperación sostenible

La inversión sostenible (ASG) no es una moda pasajera. Un número creciente de inversores quiere ver su dinero fluir hacia inversiones que sean no solo rentables, sino que también reflejen sus valores.

Para más y más inversores, estas áreas son tan importantes como las variables financieras cuando se trata de decidir si invertir o no su dinero en una empresa.

También se pueden obtener mayores rendimientos ajustados al riesgo, ya que los factores ASG pueden influir en la financiación, la reputación y la presión regulatoria de las empresas e industrias.

### Rotación e innovación

El mundo se está recuperando de la COVID-19 y las carteras de inversión deberían reflejar este trasfondo positivo. Manténgase invertido, pero controle el nivel de riesgo.

Para afrontar 2021 con éxito, las carteras deben tener un equilibrio entre inversiones en nuevos modelos de negocio y compañías fuertemente castigadas por la pandemia que se benefician de la recuperación cíclica.

Las inversiones en mercados privados (no cotizados), las soluciones de inversión con control de riesgo/volatilidad y los productos estructurados, ofrecen un potencial de crecimiento y diversificación.



# 01 En la senda de la recuperación

## Efectividad de las vacunas

El virus continúa propagándose por todo el mundo y los estrictos confinamientos de la primera ola se han evitado, siendo reemplazados por restricciones de movilidad en zonas específicas y medidas preventivas en general.

Las expectativas sobre la efectividad de las vacunas, y con ello el fin de la crisis sanitaria hacia la segunda parte de 2021, han dado alas a los mercados financieros.

La movilidad se recupera lentamente y se discute sobre la forma de la recuperación, pero no sobre la recuperación en sí misma.

## Licencia para gastar

El estímulo fiscal y monetario coordinado no tiene precedentes y existe un consenso mundial de que los programas de apoyo deben mantenerse hasta que la recuperación económica sea sólida.

Los bancos centrales no están planteándose siquiera el aumentar los tipos de interés. Las compras de activos seguirían proporcionando amplia liquidez a los mercados financieros.

En este entorno, la liquidez y los bonos de alta calificación crediticia continuarían teniendo retornos reales negativos por mucho tiempo.

El mundo ha navegado aguas inexploradas en muchos frentes en 2020, y todavía está buscando una manera definitiva de volver a lo que solía ser normal hace algunos meses. Según las previsiones del Fondo Monetario Internacional en sus Perspectivas de la Economía Mundial de octubre de 2020, la economía mundial se contraerá un 4,4% este año. El largo camino de vuelta al nivel de actividad previo a la pandemia no está exento de riesgos.

La crisis pandémica puso al mundo en peligro de manera tan rápida e impredecible, que hubo que poner en marcha todo un conjunto de medidas para evitar males mayores. Podríamos dividir el ciclo de vida de una **crisis inducida por una pandemia en cuatro componentes: colapso sanitario, liquidez, solvencia e inmunidad**. En este proceso de recuperación de la actividad económica y de los mercados financieros hemos identificado cuatro "vacunas" que han sido clave para abordar cada uno de estos problemas.

Para hacer frente al **colapso sanitario** y contener el progreso de la pandemia, se establecieron **confinamientos y un drástico distanciamiento social**. La rápida propagación del virus causó una emergencia sanitaria que, debido a la falta de conocimiento sobre su evolución, sólo podía resolverse obligando a la reclusión para tratar de evitar los contagios. Esto significó la suspensión de todas las actividades no esenciales y, por tanto, la disminución de la movilidad. Posteriormente, los países han podido afinar los confinamientos con medidas menos drásticas. La movilidad se ha recuperado hasta situarse en el 80% del nivel previo a la pandemia (desde el 50% al que había caído).

La economía mundial se detuvo, se produjo una recesión inducida y la **liquidez** se convirtió en un problema. **Los bancos centrales aplicaron todas las recetas de estímulo monetario** que fueron eficaces en la anterior crisis financiera e innovaron con medidas aún más heterodoxas desafiando a todos aquellos que afirmaban que la caja de herramientas monetarias ya estaba vacía.

A continuación se aplicó un tercer conjunto de medidas para evitar problemas de **solvencia**. **Los gobiernos ajustaron los mecanismos legislativos para aprobar medidas fiscales de emergencia** que permitieron canalizar una importante ayuda a las familias y las empresas para evitar insolvencias que, de otro modo, habrían sido inmediatas.

Desde el primer día el mundo comenzó una carrera multimillonaria por una vacuna, ya que el regreso a la normalidad depende de la inmunidad. Este parece ser el último ingrediente de la receta para la recuperación. El mercado de valores mundial recuperó los niveles anteriores a la pandemia gracias a los progresos realizados en las pruebas de fase 3 de varias de **las vacunas que se encuentran en una fase avanzada de aprobación**.

**"Vacuna" del distanciamiento social: confinamientos y reducción de la movilidad**

**Estímulo monetario: 8 billones de USD en compras de activos (cuatro veces la liquidez inyectada en la crisis financiera de 2008)**

**Estímulo fiscal: transferencias y ayudas por 11 billones de USD (12% del PIB global)<sup>1</sup>**

**Inmunización: más de 14 mil millones de USD en I+D con más de 180 vacunas en proceso de aprobación**

## Crisis y recuperación de la bolsa mundial (MSCI World) en 2020

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 30 de noviembre de 2020

Recuperación más rápida de la historia gracias a los estímulos y las vacunas



<sup>(1)</sup> Fuente: World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (estimaciones a 11 de septiembre 2020)

## La vacuna del distanciamiento social

Los países de todo el mundo siguen trabajando para **"aplanar la curva" de la pandemia**. Aplanar la curva implica una disminución del número de nuevos casos de coronavirus de un día para otro. Esto ha evitado la saturación del sistema sanitario. Al principio de la crisis, la única forma de detener la propagación del virus fue el uso de mascarillas, limitar viajes y la distancia social.

Las autoridades **han sido capaces de aplanar la curva de transmisión, pero con un elevado coste en términos de pérdida económica**. Durante todo este período, los datos sobre la movilidad en tiempo real han sido fundamentales para rastrear el cumplimiento por parte de la población de las órdenes de confinamiento domiciliario, así como para hacer predicciones sobre la propagación del virus. También ha servido como indicador de la actividad económica. Podemos ver el efecto en el gráfico que figura a continuación, que mide los datos de movilidad de Google en algunas de las economías más relevantes (excepto China). Los cierres fueron tan severos que **la movilidad se redujo casi a la mitad** con un coste significativo en la mayoría de los sectores de la economía, lo que condujo a la **mayor contracción económica de la historia**. Las medidas de restricción se generalizaron y tuvieron un impacto drástico en las cifras de crecimiento del segundo trimestre. Entre las siete principales economías, EE.UU. registró una caída anualizada del 31,4%, mientras que el **Reino Unido sufrió una pérdida de su PIB trimestral del 19,8% en el segundo trimestre del año**.

Estas medidas de contención, junto con la sensibilización de la población y el temor a contraer la enfermedad, tuvieron un efecto inmediato en las pautas de movilidad de todos los países del G-20. **Con datos extraídos de las aplicaciones de geolocalización de los teléfonos inteligentes, se observó que los desplazamientos disminuyeron notablemente a principios de marzo, reduciéndose la movilidad entre el 30% y el 70% hasta alcanzar un punto mínimo a mediados de abril**. El repunte de los índices de movilidad se produjo progresivamente cuando los países fueron relajando las duras medidas de confinamiento iniciales. Las autoridades y las empresas tomaron medidas suficientes para lograr la reapertura en las factorías y escuelas, centrándose las restricciones más duras en las actividades de ocio.

El mundo ha sido capaz de implementar medidas de mediana intensidad que han conseguido que los hospitales no colapsen a la vez que se suavizan las restricciones

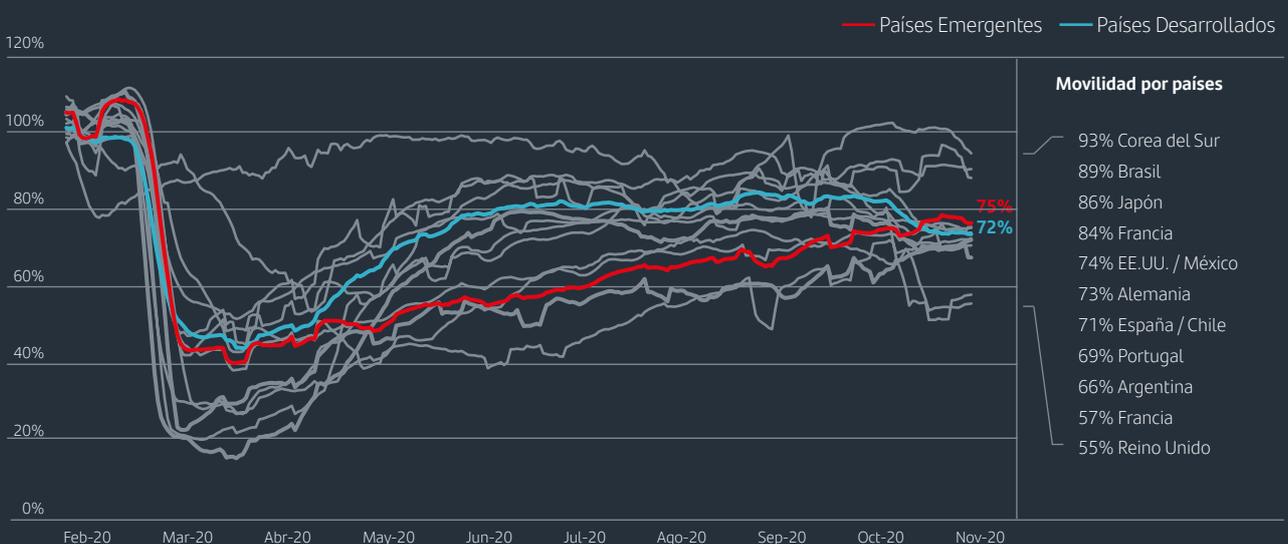
La recuperación iniciada en el tercer trimestre se ha visto mermada por los episodios de contagio de la segunda ola

La plena recuperación económica vendría con la vacunación masiva. La movilidad hasta ahora se ha recuperado en un 50%

### Informes de movilidad local de Google - Desglose por países

Fuente: Google. Datos a 24 de noviembre de 2020

#### Recuperación incompleta de los niveles de actividad por la relajación de los confinamientos



**La movilidad recuperó el rumbo a un ritmo desigual.** Aunque el confinamiento total se sustituyó por medidas más ajustadas de distanciamiento social destinadas a controlar los brotes del virus, el impacto en los distintos sectores de actividad ha sido muy diverso.

Desde el punto más profundo del declive económico, **los países asiáticos han podido mantener una reapertura constante** a medida que los sistemas y la tecnología establecidos han demostrado su eficacia para mantener el virus bajo control. China, que fue donde se originó la pandemia, ha sido el país que se ha recuperado de forma más rápida, mientras que Japón y Corea del Sur están muy cerca de recuperar los niveles previos a la crisis. Por su parte, las economías europeas y EE.UU. volvieron a adoptar medidas más restrictivas a finales del tercer trimestre, cuando una segunda ola de contagios volvió a impactar con fuerza y, en consecuencia, la movilidad se vio de nuevo restringida, aunque lejos de los niveles observados durante la primera ola. **La recuperación a corto plazo parece extremadamente difícil de lograr para la mayoría de las principales economías y, por tanto, es necesario una vacunación masiva para lograr una amplia normalización de la actividad.**

La COVID-19 ha causado un **importante impacto negativo en las cadenas de suministro, interrumpiendo el normal funcionamiento de muchas industrias en todo el mundo.** Con las restricciones sociales, la mayoría de las industrias han seguido desarrollando su actividad con nuevos procedimientos, aunque algunos sectores económicos muy relacionados con la movilidad, como los viajes, el entretenimiento y el ocio, seguirán siendo los sectores más afectados.

Por otro lado, el sector manufacturero podría mantener su *momentum* positivo, dado su reinicio tardío después de los cierres y el impulso de la economía china. **Es cada vez más probable que veamos una recuperación en forma de K, en la que ciertos sectores repuntarán con fuerza mientras que otros permanecerán estancados.** Desde el punto de vista de la demanda, hasta ahora el consumo ha aguantado bastante bien, mientras que los servicios más discrecionales probablemente sigan retrasados hasta que la vida se normalice.

El distanciamiento social, en definitiva, ha sido un tratamiento de choque necesario, pero con un coste muy elevado. Afortunadamente, se administraron otras vacunas de carácter financiero para contrarrestar este choque a la economía mundial.

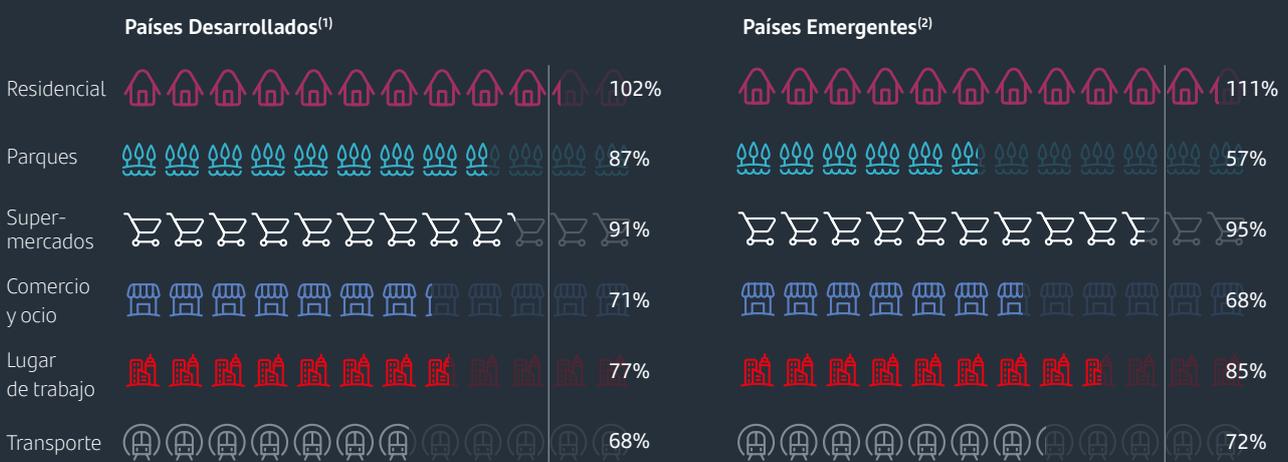
**Asia, en general, ha tenido más éxito en la contención del virus. China, Japón y Corea del Sur están muy cerca de la normalidad**

**La recuperación de la movilidad ha sido desigual en los diferentes sectores de la economía con el sector servicios, ocio y entretenimiento con el mayor impacto negativo**

## Informes de movilidad local de Google - Desglose por sectores

Fuente: Google. Datos a 24 de noviembre de 2020

### Recuperación desigual de la actividad con un fuerte impacto en el sector servicios



<sup>(1)</sup> Media de movilidad de Alemania, Corea del Sur, España, EE.UU., Francia, Japón, y el Reino Unido.

<sup>(2)</sup> Media de movilidad de Argentina, Brasil, Chile y México.

Los informes de movilidad muestran el nivel de visitantes en las diferentes ubicaciones (parques, supermercados y farmacias, comercio, lugares de trabajo y transporte) frente a los niveles normales.

## Vacuna monetaria

Los gobiernos, **los bancos centrales y las autoridades de supervisión han respondido con valentía, decisión e imaginación** para limitar las terribles consecuencias de la paralización simultánea del gasto, la actividad económica, la financiación y el funcionamiento del mercado financiero. En particular, fue necesario que los bancos centrales adoptaran medidas de política monetaria sin precedentes para evitar un colapso financiero.

Las medidas de los bancos centrales han vuelto a poner de relieve su papel central en la gestión de las crisis económicas y financieras, ya que **recortaron rápidamente los tipos de interés oficiales y pusieron en marcha un amplio programa de facilidades monetarias** (planes de financiación para préstamos, intervención mediante compras en los mercados de bonos y medidas de apoyo de liquidez a las pequeñas y medianas empresas). Las autoridades monetarias fueron **las primeras en movilizar recursos financieros para dar apoyo a empresas y hogares**. El objetivo principal era evitar las tensiones de liquidez que podrían conducir a la quiebra de empresas solventes y dejar cicatrices duraderas en el potencial de crecimiento de la economía. Estas medidas extraordinarias se diseñaron precisamente para **aplanar la curva de mortalidad de las empresas**.

Los **recortes iniciales de los tipos de interés, si bien necesarios, fueron limitados** en su cuantía respecto a crisis anteriores. En la siguiente tabla podemos observar las reacciones de los principales bancos centrales en el bloque desarrollado y en el emergente. Sólo los bancos centrales que ya habían situado sus tasas de intervención por debajo de cero no pudieron reducir las tasas.

Las bajadas de tipos de interés han sido tan extremas que han situado al conjunto de los tipos de intervención de los bancos centrales en los niveles mínimos históricos a nivel general (únicamente China, Turquía y México tienen tipos de intervención por encima de sus mínimos de los últimos 20 años). Adicionalmente, prácticamente todas las autoridades monetarias complementaron las bajadas de tipos con **medidas de relajación del marco regulatorio bancario para facilitar la transmisión del crédito** a los agentes económicos.

En general, las compras de activos por parte de **los bancos centrales mantuvieron los mercados en funcionamiento cuando era difícil encontrar liquidez** y contrapartidas para vender activos. Las compras también inyectaron efectivo en la economía y transmitieron al público un **mensaje de confianza de que la autoridad monetaria estaba dispuesta a respaldar al conjunto del sistema financiero**.

Los bancos centrales actuaron con urgencia para solucionar los problemas de liquidez y de acceso al crédito

La política monetaria fue clave por la rapidez con la que pudo desplegar medidas y dar un mensaje de confianza al sistema financiero

Los recortes de tipos de interés fueron generalizados, pero tuvieron un impacto limitado por el nivel tan reducido del que partían previo al estallido de la crisis

### Variación de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales

Fuente: Bloomberg y TradingEconomics

#### Los tipos de interés han bajado a mínimos históricos globalmente

	Norteamérica y Asia Des.					Mercados emergentes								Eurozona					Resto de Europa				
	USA <sup>(1)</sup>	CAN	AUS	JPN	KOR	CHN	IND	TUR	RUS	POL	BRA	MEX	CHI	GER	FRA	ITA	SPA	POR	GBR	SWE	NOR	SWI	DNK
Tipo de intervención a 31-Dic-2019	1,5	1,8	0,8	-0,1	1,3	4,2	5,2	12,0	6,3	1,5	4,5	7,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	1,5	-0,8	0,1
Tipo de intervención a 31-Oct-2020	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,5	3,9	4,0	10,3	4,3	0,1	2,0	4,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,1
Recorte de tipos de interés	-1,5	-1,5	-0,7	0,0	-0,8	-0,3	-1,2	-1,8	-2,0	-1,4	-2,5	-2,8	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	-1,5	0,0	0,0
Tipo de interés oficial más alto en 20 años	6,7	5,9	7,9	0,9	7,3	7,5	14,5	25,0	17,0	24,0	26,5	9,3	8,2	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	6,0	4,8	7,0	3,5	5,7
Tipo de interés oficial más bajo en 20 años	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,5	1,1	4,0	4,5	4,3	0,1	2,0	3,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,1
Percentil de nivel de tipos actual (rango 20 años)	1%	1%	1%	1%	1%	43%	1%	28%	1%	1%	1%	20%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

<sup>(1)</sup> Mínimo del rango del tipo de referencia de la Fed.

En el siguiente gráfico se intenta resumir la magnitud de la respuesta monetaria a la pandemia trazando el **aumento del tamaño del balance de los bancos centrales del G4** (Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y Banco de Japón) como resultado de las compras de activos y las facilidades de préstamo implementadas. El efecto de esta intervención masiva rivaliza en tamaño (más de **8 billones de USD de liquidez inyectada**) con el esfuerzo combinado en el período 2009-2017. En el cuadro que figura a continuación hemos tratado de resumir las diferentes **políticas no convencionales aplicadas** por las principales autoridades monetarias.

Las medidas más agresivas y efectivas han sido las derivadas de las compras masivas de activos por su impacto inmediato en las condiciones financieras

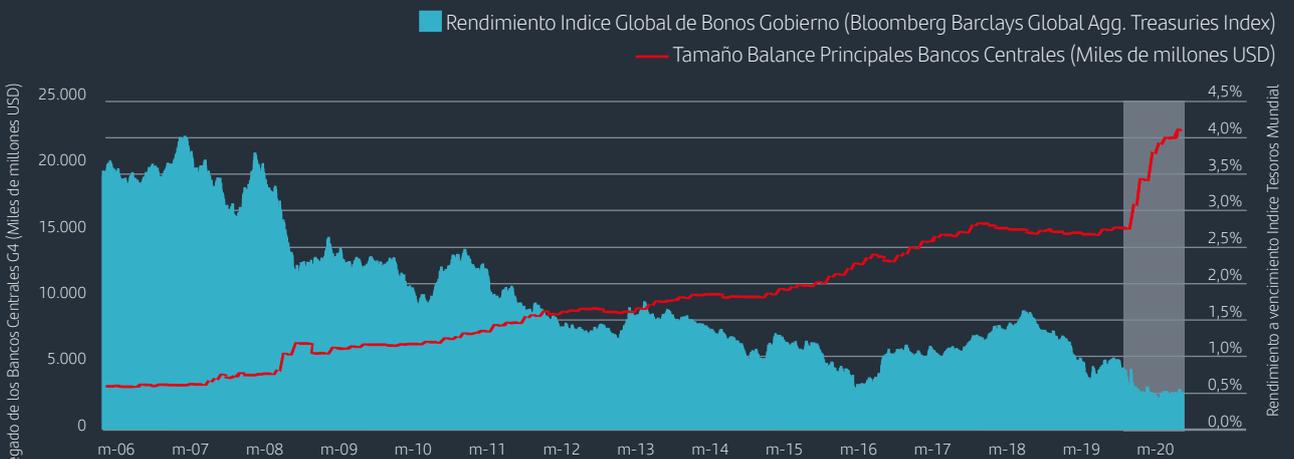
Podemos observar cómo **las medidas tradicionales se han expandido de manera radical con actuaciones que hace unos años hubieran parecido fuera de la ortodoxia monetaria**. En lo que respecta a actuaciones con tipos de interés, la frontera de los tipos de intervención en terreno negativo sólo ha sido cruzada por el Banco de Japón y el BCE (la Fed no considera que sea una medida efectiva). Si existe un consenso más amplio sobre la conveniencia de ampliar el marco de compras de activos hasta instrumentos considerados de riesgo (como renta fija corporativa de grado especulativa) si las circunstancias de falta de liquidez así lo demandan. También, se aprecia una progresiva relajación de los objetivos de inflación para facilitar el crecimiento, pero sin llegar todavía a implementarse medidas mucho más agresivas como las que preconizan los partidarios de la Teoría Monetaria Moderna (MMT, por sus siglas en inglés). Todo **este ejercicio de innovación en los instrumentos y actuaciones de política monetaria han sorprendido al mercado por su efectividad, ejerciendo un rol de vacuna monetaria contra los problemas de falta de liquidez y colapso en los mercados financieros**. Estas acciones han ayudado a minimizar el daño a la economía y también han sentado las bases para la recuperación económica cuando la crisis sanitaria lo permita.

Los bancos centrales han desafiado la creencia de que el arsenal monetario estaba agotado con medidas innovadoras fuera de la ortodoxia

### Efecto de las actuaciones monetarias (QE) en los tipos de largo plazo

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 30 de noviembre de 2020

Compras masivas de bonos (8 billones de USD) han llevado a mínimos los rendimientos de los bonos soberanos



✓ Implementado ? Considerando su implementación

	Política de Tipos de Interés			Liquidez / Préstamos			Relajación cuantitativa (QE)			Cambios de mandato		
	Forward guidance	ZIRP (Tipos de interés cero)	NIRP (Tipos de interés negativos)	Control de la curva de tipos	Provisiones generales de liquidez	Programas de préstamos especiales	Bonos de gobiernos	Papel comercial	Bonos corporativos (IG)	High Yield y ETFs	Objetivo de inflación media	Teoría Monetaria Moderna (MMT)
Reserva Federal	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
BCE	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		?
Banco de Japón	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
Banco de Inglaterra	✓	✓	?		✓	✓	✓	✓	✓			

## Vacuna fiscal

La gravedad de la situación sanitaria y el impacto social de los confinamientos han propiciado un consenso generalizado sobre la **necesidad de poner en marcha recursos fiscales ingentes**. Mientras que la última década estuvo dominada por la política monetaria, 2020 será recordado como el año en que el estímulo fiscal tomó de nuevo el protagonismo de la política económica. Las medidas gubernamentales han tenido que apoyar a todos los segmentos de la economía en muy poco tiempo para evitar la inestabilidad financiera, mantener el bienestar económico de los hogares y ayudar a las empresas a sobrevivir a la crisis. La ayuda vía transferencias directas se ha centrado en mantener la capacidad de consumo de los hogares y evitar la insolvencia de las empresas. Se han implementado numerosos programas de reducción temporal de empleo, reduciendo los salarios, pero manteniendo los puestos de trabajo. Hay evidencias, de la crisis financiera de 2008, que demuestran que mantener a las personas en su empleo a través de este tipo de esquemas es una forma efectiva de evitar la destrucción estructural de empleo a la vez que se evita el costoso proceso de encontrar nuevo personal capacitado una vez que la recuperación está en marcha. Además, los países han tendido a intensificar sus intervenciones a medida que la crisis aumentó su gravedad y persistieron las medidas de restricción de la movilidad y de la actividad económica en determinados sectores.

La respuesta económica de los gobiernos a la crisis ha alcanzado dimensiones sin precedentes: **cerca de 11 billones de USD anunciados en los primeros meses, lo que supone el triple de la respuesta a la crisis financiera de 2008-2009**. Sólo los países de Europa occidental han asignado cerca de 4 billones de USD, una cantidad casi 30 veces mayor que el valor actual del Plan Marshall.

**Los dos gráficos siguientes desglosan el importe de las medidas anunciadas en relación al PIB**, diferenciando entre medidas con impacto directo en los déficits presupuestarios y medidas con impacto indirecto (préstamos, garantías e inyecciones de liquidez).

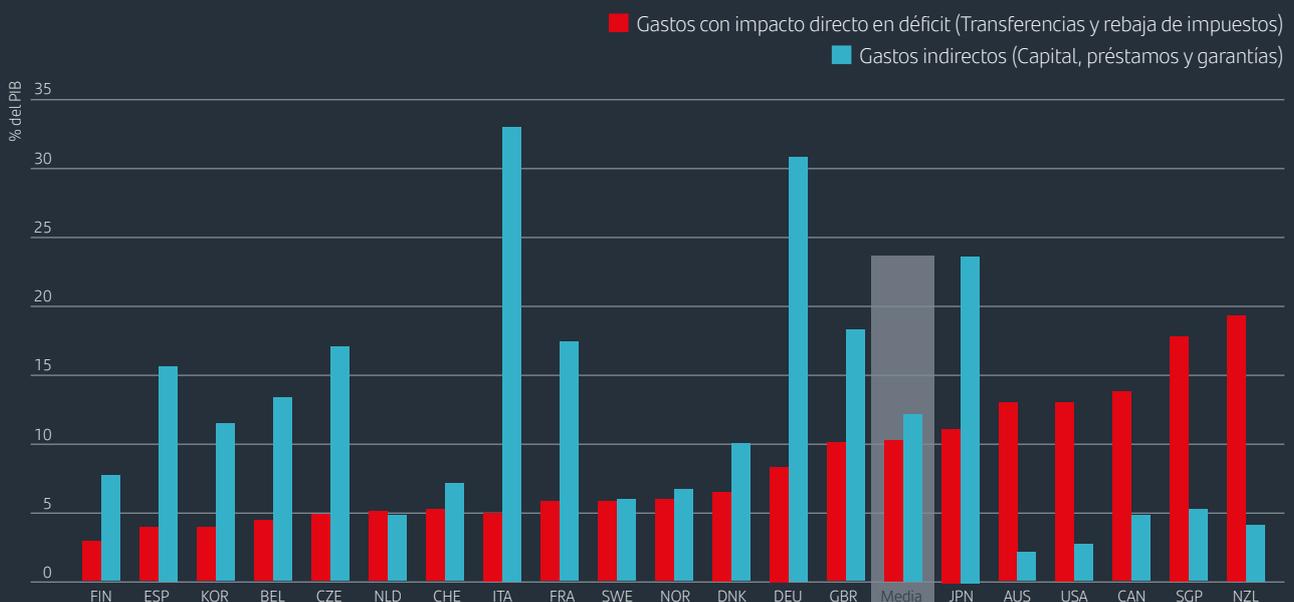
Las ayudas fiscales a nivel global superan ya el 10% del PIB mundial y representan el programa de incentivos más importante de la historia

Los estímulos y transferencias han sido clave para evitar una crisis de efectos duraderos impredecibles dado el elevado porcentaje de trabajadores y empresas afectadas

### Tamaño programas de incentivos fiscales en % del PIB - Economías desarrolladas

Fuente: Monitor Fiscal FMI Octubre 2020

Estados Unidos, Japón, Alemania y el Reino Unido han presentado los programas fiscales más expansivos



Los gráficos separan el impacto en las economías desarrolladas y emergentes, pudiéndose apreciar cómo **el tamaño del estímulo fiscal en los países más desarrollados duplica en términos relativos al que han podido implementar las economías emergentes**. A pesar de haber experimentado contracciones de PIB y haber sufrido confinamientos (tanto en rigor como en duración) similares, los paquetes de estímulo de la mayoría de los países emergentes han tenido una dimensión mucho menor.

Se observan grandes diferencias en el tamaño de los paquetes fiscales, con algunos de los países habiendo tomado acciones sin precedentes. El gráfico anterior muestra que Alemania, el Reino Unido o EE.UU. han desplegado los programas de mayor cuantía. En el bloque de países emergentes Brasil y Chile han implementado importantes paquetes mientras que México es un ejemplo en donde el esfuerzo en política fiscal ha sido menor. En la mayoría de los países europeos, las medidas de apoyo monetario y fiscal para combatir la crisis de la COVID-19 oscilan entre el 30% y más del 45% del PIB, mientras que los países de América Latina y Asia han adoptado paquetes de alrededor del 20% y el 10%, respectivamente.

**Tal vez el legado económico más preocupante de esta crisis de salud pública es que deja al mundo aún más hundido en la deuda.** En relación con el PIB, el nivel de deuda medio de las economías desarrolladas es ahora del 120%, la cifra más alta desde la Segunda Guerra Mundial.

**El aumento de los niveles de deuda será un lastre para el crecimiento a largo plazo,** incluso si los tipos de interés se mantienen bajos. Existe el riesgo de que el endeudamiento público pueda desplazar a la inversión privada, que puede igualmente verse reducida en cualquier caso si las empresas optan por la precaución y restringir el gasto en lugar de asignar capital a grandes proyectos.

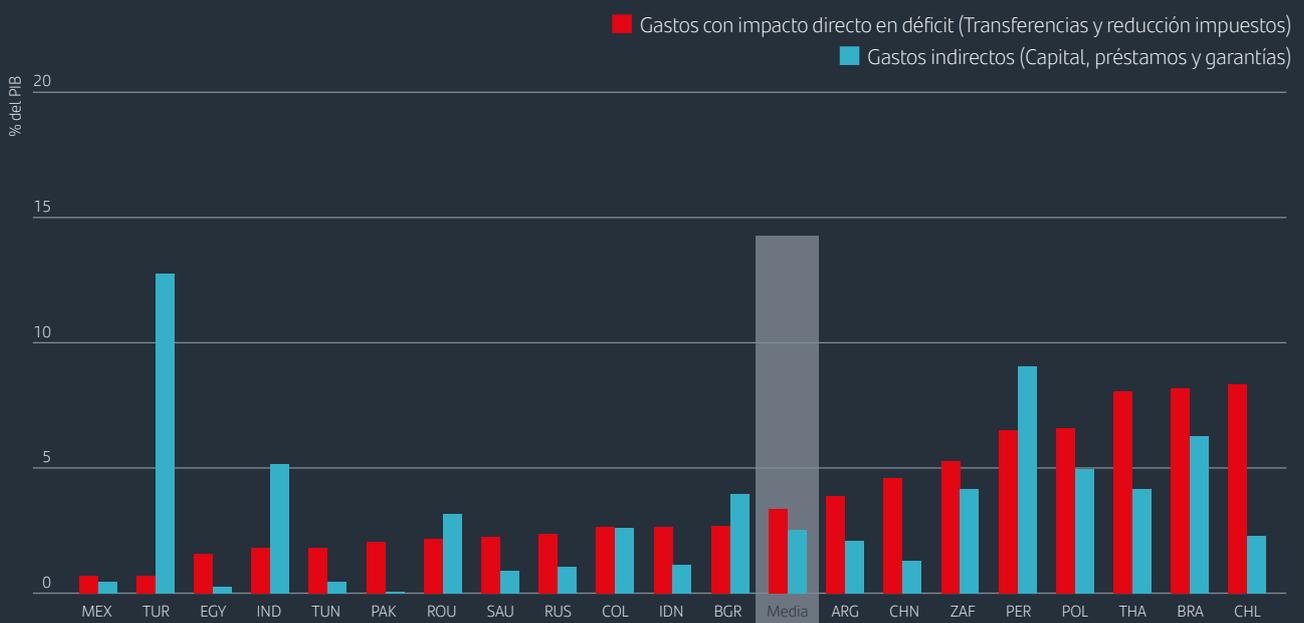
La recuperación económica será desigual por el impacto diferencial de la pandemia y la distinta capacidad para estimular fiscalmente las economías

El bloque de países emergentes parte con desventaja en la recuperación por su menor capacidad de financiar la expansión fiscal

### Tamaño programas de incentivos fiscales en % del PIB - Economías emergentes

Fuente: Monitor Fiscal FMI Octubre 2020

Chile y Brasil son los países emergentes con programas fiscales más amplios



En este momento, los inversores están totalmente centrados en la mitigación del daño económico a corto plazo de la propagación del virus. Es por ello que **los mercados están aplaudiendo cada noticia que se anuncia relativa a un nuevo programa de estímulo**. Sin embargo, con el tiempo llegaremos a un punto de inflexión en el que habrá que sopesar las consecuencias de todas estas políticas de estímulo económico.

Sin embargo, **aunque los gobiernos están aumentando su endeudamiento a niveles sin precedentes, están pagando menos en concepto de servicio de la deuda**. Los bajos tipos de interés son la principal razón por la que los inversores parecen estar cómodos con la financiación de todo el estímulo que se está implementando. Como ejemplo, en el presupuesto federal de EE.UU., **el pago de intereses ha disminuido en cerca de 10% en los primeros once meses de este año fiscal a la vez que el país está en el mayor nivel de déficit fiscal** desde la Segunda Guerra Mundial.

Aunque hay mucha preocupación por la creciente deuda, todavía no se han manifestado los efectos negativos que anunciaban las voces más críticas. La cuestión ya no es cuánta deuda está pendiente, sino cuál es el coste del servicio de esa deuda.

Ed Yardeni acuñó el término **bond vigilantes** a principios de los años 80. Describía a los inversores que podían influenciar a los gobiernos vendiendo sus bonos, o simplemente amenazando con hacerlo, y con la amenaza de que el gasto en déficit fuera más caro presionar para que los gobiernos fuesen más cuidadosos con el gasto fiscal. En algún momento futuro esta presión para una mayor ortodoxia fiscal por parte de los **bond vigilantes** se manifestará, pero **de momento la presencia de los bancos centrales inundando de liquidez los mercados y ayudando a que los tipos se mantengan bajos genera una gran tranquilidad en los mercados**.

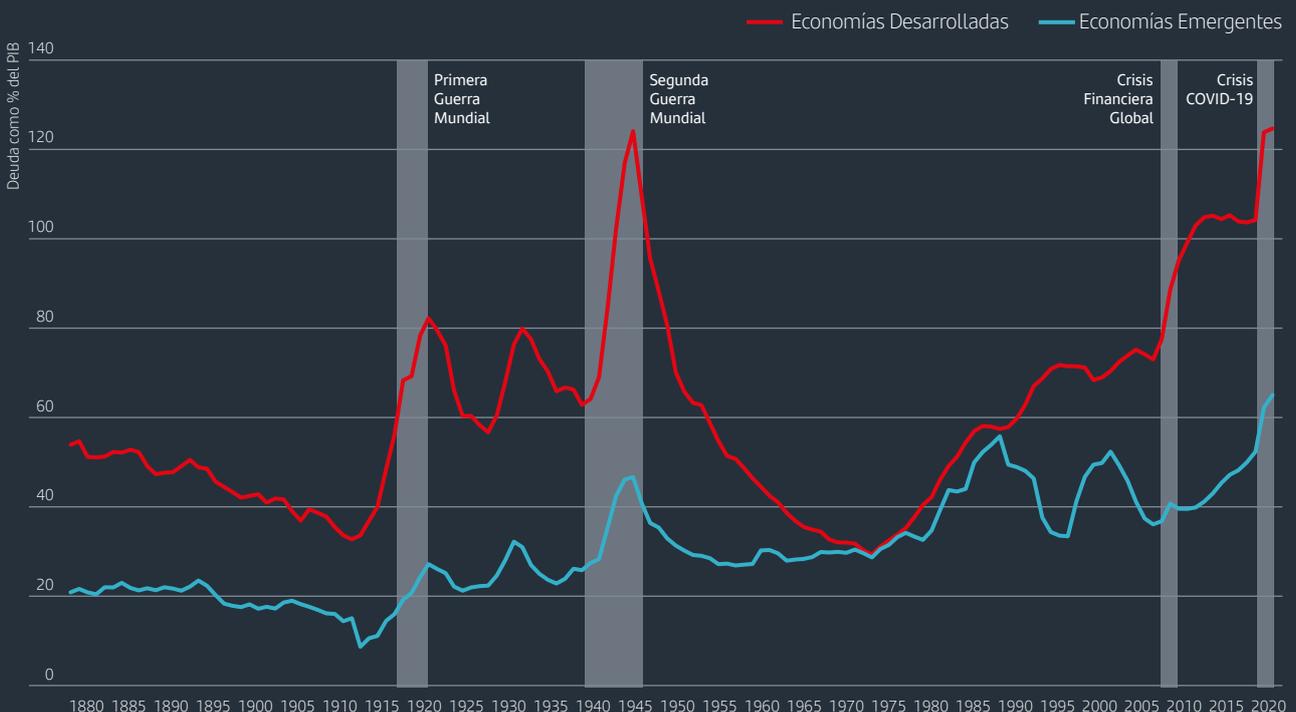
Es una paradoja que el coste de financiar los déficits se haya reducido a pesar de que el endeudamiento esté en niveles récord

El consenso actual de que el gobierno debe actuar para preservar el crecimiento económico sin importar el coste continuará mientras los **bond vigilantes** no se rebelen

## Endeudamiento público en % del PIB

Fuente: Monitor Fiscal FMI Octubre 2020

El nivel de endeudamiento público ha superado los niveles de la II Guerra Mundial



Existen **riesgos importantes en este escenario fiscal** que se ha dibujado a partir de la COVID-19. Un **deterioro en las economías o variaciones en las condiciones financieras globales en un entorno de deuda creciente**, tanto pública como privada (un empeoramiento puede llevar a que los inversores pierdan la confianza y exijan un mayor rendimiento por su dinero), pueden poner en riesgo las cuentas fiscales. Además, estos factores afectan a los bancos centrales, pues el *quantitative easing* (QE) y las medidas cuasi-fiscales podrían llevar a un deterioro de sus balances ya que se pueden ver expuestos a situaciones de quiebras de las compañías de las cuales poseen deuda. Todo lo anterior está también relacionado con la **sostenibilidad de la deuda**, esto es, que los ingresos públicos que se espera obtener en el futuro sean suficientes para hacer frente al pago del servicio y del principal de la misma, ya que depende en gran medida de la tan ansiada recuperación económica.

En segundo lugar, **existe el riesgo de que algunos países empiecen a retirar el apoyo fiscal de manera prematura** y lleven a la economía a una nueva ralentización que demande de nuevo ayuda fiscal.

**La vacuna fiscal proporcionada por los innumerables programas de estímulos aprobados por los gobiernos para ayudar a las familias y empresas está permitiendo compensar los efectos negativos en el corto plazo de las restricciones sanitarias.** La recuperación económica está siendo posible gracias a este enorme esfuerzo fiscal para el que hay un consenso global de toda la sociedad sobre su urgencia y justificación. Consideramos que de cara a 2021 este apoyo se va a mantener y que las medidas de austeridad y ajuste fiscal se van a dilatar en el tiempo para no poner en riesgo el proceso de recuperación. **Los inversores perciben que el soporte de las políticas monetarias y fiscales les inmuniza respecto a los riesgos en el corto plazo mientras llega la solución definitiva de la vacuna contra la COVID-19.**

Las reglas de la ortodoxia fiscal se están reescribiendo otorgando a los gobiernos licencia para incentivar las economías para recuperarse del *shock* pandémico

Mientras el crecimiento económico a medio plazo supere los tipos del coste de la deuda, los mercados otorgaran el beneficio de la duda a la cuestión de su sostenibilidad

### Coste del servicio de la deuda en % del PIB (2001-2020)

Fuente: Monitor Fiscal FMI Octubre 2020

La relajación cuantitativa (QE) ha permitido a los países desarrollados mantener en mínimos el coste del endeudamiento



## Hacia la inmunización

Los episodios de propagación del virus en numerosos países han reforzado la idea de que **una vuelta completa a la normalidad no será posible hasta que no exista una vacuna eficaz contra el virus**. El control de la pandemia, sin tener acceso a una exhaustiva capacidad para monitorizar la movilidad de los ciudadanos (como es posible en China) está demostrando ser una tarea prácticamente imposible en la mayoría de los países desarrollados y emergentes. El proceso de normalización exige medidas de vacunación efectiva y ello requiere de éxito en dos procesos críticos: verificación por parte de los agentes sanitarios sobre la seguridad de las vacunas y fabricación/distribución de la vacuna a nivel global.

Por lo general, las vacunas tardan años en desarrollarse, **pero los avances en el proceso de aprobación están realizándose a un ritmo inimaginable**. La Organización Mundial de la Salud (OMS) reconoce alrededor de 150 proyectos para la vacuna, y varios de ellos ya están en pruebas avanzadas. Actualmente, 87 de ellos están en la etapa preclínica, y 55 se encuentran ya en ensayos clínicos. **Los mejor posicionados para conseguir la aprobación por parte de las autoridades sanitarias para su distribución son Moderna, Pfizer y Astrazeneca**, que ya han concluido la fase 3 de ensayos clínicos con una eficacia del 94,5%, 95% y 70%, respectivamente. Estas vacunas están demostrando su eficacia y los reguladores han dado las primeras aprobaciones de emergencia para su uso. Para que exista una recuperación global, es fundamental que todos los países tengan acceso a las vacunas. Por ello, las farmacéuticas están centrando sus esfuerzos en producir el mayor número de dosis posibles. Astrazeneca y Novavax (que también se encuentra en fase 3) han afirmado que su capacidad total de fabricación anual de la vacuna, si es aprobada, será de tres mil millones y dos mil millones de dosis, respectivamente. **En paralelo a la carrera por descubrir y producir la vacuna, está la carrera por obtenerla**. En esta competencia feroz, la Comisión Europea ha cerrado contratos con cinco farmacéuticas para la adquisición

La comunidad científica y los reguladores están rompiendo todos los esquemas establecidos para acelerar al máximo la aprobación y distribución de vacunas

Los avances en eficacia de las vacunas y en la capacidad de fabricación y distribución son muy prometedores

## Vacunas COVID-19 - Investigación y avances

Fuente: New York Times, WHO, Racap, John Hopkins University, Duke Global Health Innovation Center y elaboración propia  
Datos a 3 de diciembre 2020

Empresa	Centros de investigación	Técnica	Fases de pruebas	% Eficacia	# de dosis	Precio por dosis (USD)				
						5-10	10-15	15-20	>20	
Moderna EE.UU.		ARN mensajero	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	Dic. 2020	94,5%					
Pfizer/BioNTech EE.UU. / Alemania	 	ARN mensajero	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	Dic. 2020	95%					
AstraZeneca Reino Unido	  	Vector viral	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	1T 2021	70%					
Johnson&Johnson EE.UU.		Vector viral	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	1T 2021	nd					
CureVac Alemania		ARN mensajero	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	3T 2021	nd				nd	
Sanofi / GSK Francia / Reino Unido	 	Antígeno	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	1M 2021	nd					
Novavax EE.UU.		Basada en proteínas	 Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación <sup>(1)</sup>	1T 2021	nd				nd	

<sup>(1)</sup> Fecha de aprobación estimada por las autoridades sanitarias.

de 1.225 millones de dosis, más 580 millones en reserva, y se encuentra en negociación con más empresas para adquirir alrededor de 200 millones de dosis adicionales. La cifra total permitiría potencialmente administrar a cada habitante de la Unión Europea hasta dos veces las dos dosis requeridas para lograr una completa eficacia de la vacuna. Por su parte, EE.UU. ha sido más agresivo que Europa a la hora de cerrar acuerdos, que ascienden a un total de 2.600 millones de dosis incluyendo las reservas, el doble de dosis por habitante de las que dispone Europa. Gracias a la coordinación por parte de Bruselas, que no existió al inicio de la pandemia para comprar test, respiradores y mascarillas, Europa ha tenido un mayor poder de negociación que se ha traducido en un pago por dosis inferior al de EE.UU.

En cualquier caso, conseguir una o más vacunas a través de ensayos clínicos para la aprobación regulatoria es sólo la primera etapa del viaje. La siguiente es **convencer a la población sobre la importancia de recibir la vacuna**. El 63% de los adultos estadounidenses expresaron su preocupación por la seguridad de la vacuna contra el coronavirus, según una encuesta de Harris del 19 de octubre, y el 40% de los encuestados se mostraron preocupados por el hecho de que su desarrollo haya sido demasiado rápido. Algunas personas están preocupadas por los posibles efectos secundarios.

**Nuestro escenario central contempla que, a lo largo de la segunda mitad de 2021, un porcentaje elevado de la población mundial tendrá acceso a vacunas con un porcentaje de eficacia suficiente para evitar nuevas olas de contagios masivos.** Es probable que no sea posible erradicar de forma definitiva el virus o que existan mutaciones futuras que dificulten su total control, pero consideramos que la comunidad científica tendrá éxito en el control de esta pandemia mediante los avances en vacunas y tratamientos que están en desarrollo. 2020 ha sido el ejercicio en el que el mundo sufrió los efectos de una pandemia global, pero **una inversión en investigación sin precedentes y un esfuerzo de colaboración máxima a nivel institucional y global están avanzando a pasos agigantados para que haya una solución efectiva a la pandemia en los próximos meses.**

Los mercados descuentan un escenario en el que se consigue una inmunización elevada de la población mundial de forma progresiva en los próximos doce meses

La disponibilidad y distribución de vacunas es la clave de la esperada recuperación económica en 2021

## Producción y aprovisionamiento

Datos en millones de dosis



<sup>(1)</sup> COVAX es una iniciativa de colaboración promovida por la OMS para un acceso equitativo a las vacunas contra la COVID-19.

## Escenarios de recuperación económica

**Nuestro escenario central es que la economía global consolide, según avance 2021, el proceso de recuperación que inició en el tercer trimestre de 2020.** Como hemos analizado en los apartados anteriores, el mantenimiento de la provisión incremental de estímulos monetarios y fiscales, la precaución en las medidas de distanciamiento social y, sobre todo, la vacunación masiva de la población son premisas críticas para que se produzca esta recuperación.

Hay que ponderar en su justa medida la fluidez con la que ha discurrido la variable crédito durante esta crisis pandémica en comparación con la Gran Crisis Financiera, siendo el epicentro de ésta precisamente el exceso de apalancamiento acumulado por los balances privados durante el ciclo expansivo gestado a comienzos del siglo XXI. **Lejos de ser el problema, el sector financiero ha actuado como una parte importante de la solución.**

Pero la contundente repuesta de gobiernos y bancos centrales ante la crisis del coronavirus ha reabierto el debate sobre las consecuencias que la dosis inédita de estímulos introducidos pueda tener para el nivel de precios de las economías. En general, una vez la amenaza del virus pase y la actividad se estabilice, **la principal preocupación es que los estímulos aplicados puedan dar lugar a un sobrecalentamiento que derive en elevadas tasas de inflación a futuro.**

Este, desde nuestro punto de vista, es un riesgo a considerar, pero con una baja probabilidad de que se convierta en un "caballo desbocado". Distinguimos tres fases en este proceso: una primera, donde la presión desinflacionaria domina aún en el más corto plazo; una segunda, en la que el final de las restricciones y la recuperación del precio de las materias primas

En un mundo con vacunas eficaces y con mantenimiento de estímulos, vemos muy probable un escenario de sólida recuperación

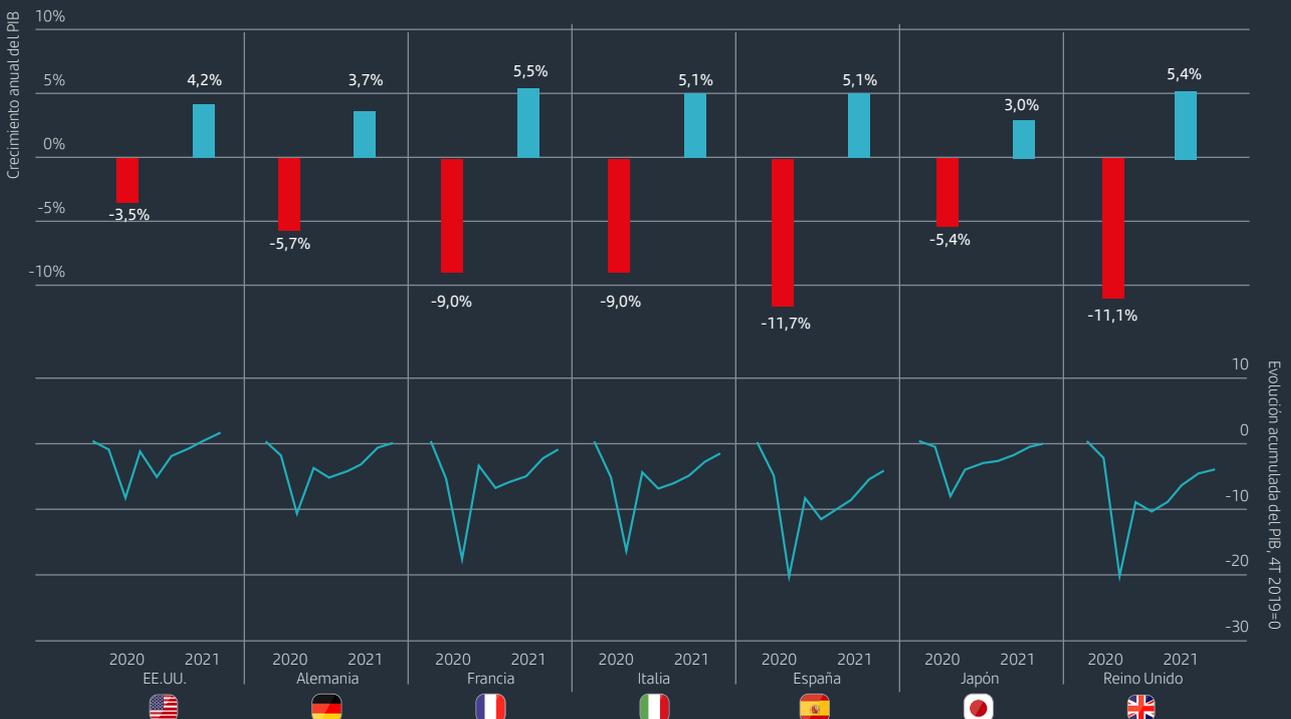
Los estímulos no parecen generar efectos secundarios adversos en el corto plazo, pero podría haber contraindicaciones en un horizonte más amplio

Asignamos baja probabilidad a un escenario en el que la inflación se convierta en un problema a corto plazo

### Estimaciones de crecimiento económico - Economías desarrolladas

Fuente: Santander Private Banking. Datos a 30 de noviembre de 2020

La economía estadounidense volvería a mostrar mayor consistencia y regularidad en la fase de recuperación



favorecen un periodo de reflación, que se extendería hasta finales de 2021; y una tercera, ya en 2022, donde la inflación podría sobrepasar los objetivos de algunos bancos centrales, como la Reserva Federal, pero no llegaría a alcanzar cotas preocupantes como las registradas en muchos momentos de las tres últimas décadas del siglo XX, entre otras cosas, por niveles de capacidad ociosa todavía apreciables en las economías avanzadas, debilidad de la variable salarial y cierta ralentización en los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En definitiva, **nuestro escenario base contempla un repunte moderado y poco preocupante de los precios.** Por un lado, los bancos centrales preferirían sacrificar control sobre la variable inflación a favor de apuntalar la recuperación del crecimiento económico. Por otro lado, un poco de inflación sería bienvenida para ayudar en el proceso de sostenibilidad de la deuda. Por último, y lamentablemente, un giro de tuerca adicional en materia de desglobalización, previsible en los primeros estadios tras la pandemia, también nutriría algo el repunte de la inflación.

Retornando a la esfera del crecimiento, el colapso económico causado por la COVID-19 fue sincronizado, pero la **recuperación será, con una probabilidad elevada, desigual.** Se están abriendo importantes brechas entre la evolución del crecimiento de los distintos bloques y países, y esto podría tener consecuencias en el propio orden económico mundial. Dentro de las cuatro principales economías del globo, sólo a finales de 2021 EE.UU. recuperaría el tamaño con el que cerró 2019, mientras que, por esas fechas, China sería casi un 10% más grande. Europa, a esas alturas del calendario, seguiría languideciendo por debajo de su nivel de producción anterior a la pandemia y podría hacerlo durante varios años, un destino que por poco lograría evitar Japón, a pesar de tener que lidiar con el condicionante adverso de la contracción demográfica. La dispersión de las tasas de crecimiento en las principales 50 economías será probablemente la más amplia que hemos observado en los últimos decenios.

**Los bancos centrales mantendrán la prioridad en el crecimiento económico y serán permisivos con la inflación a corto plazo**

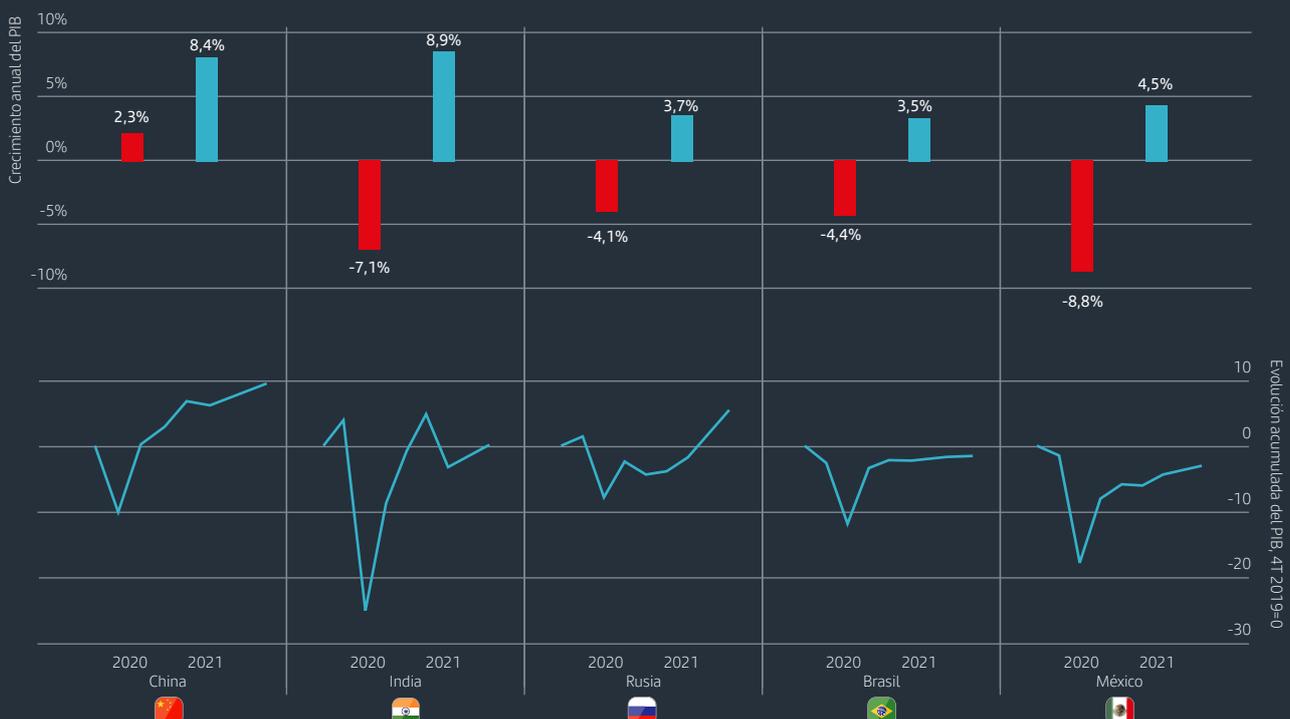
**La presión política sobre los bancos centrales para postergar una normalización de los tipos de interés será enorme a futuro**

**En un buen número de países el tamaño de la economía no llegará al nivel pre-crisis hasta 2022**

## Estimaciones de crecimiento económico - Economías emergentes

Fuente: Santander Private Banking. Datos a 30 de noviembre de 2020

La economía china se ha recuperado totalmente de los niveles previos a la pandemia y tendría crecimiento positivo en 2020



**¿Qué secuelas económicas podría dejar de fondo la pandemia?** Apelando a la lógica, y también a la intuición, unas **economías menos globalizadas, más digitalizadas y con mayores niveles de desigualdad y de endeudamiento**. Por un lado, los fabricantes acercarán la producción a sus principales mercados de influencia. Por otro lado, los trabajadores más cualificados están teniendo menores dificultades para adaptarse a un entorno donde el trabajo remoto se hace más habitual, mientras que los trabajadores menos cualificados se ven mucho más afectados por el cambio hacia un mayor distanciamiento social.

A medida que más actividades y procesos se trasladan al entorno digital, muchas industrias contarán con un mayor dominio de empresas que cuenten con las capacidades tecnológicas más avanzadas y unas bases de datos *online* más potentes. En 2020, la apreciación acumulada por las acciones tecnológicas da una idea de las tendencias de aceleración del futuro, al igual que el auge digital de Fintech en la industria financiera. La relajación cuantitativa (QE) y los bajos tipos de interés reales podrían seguir inflando los precios de los activos, incluso si el ritmo de la recuperación económica es lento. Esto puede seguir ampliando el **abismo entre Wall Street (mercados financieros) y "Main Street" (economía real)** que se produjo después de la crisis financiera de 2008 y que está contribuyendo a un aumento de la inestabilidad política y social.

Para concluir, y si aterrizamos al panorama previsto por economías, la primera del mundo, **EE.UU.**, volvería a ser hegemónica en 2021 no sólo por tamaño, sino también por tracción en la recuperación entre las principales de la OCDE. Hablar de la economía estadounidense es hablar básicamente de consumo privado (representa un 70% de su PIB), y, por este lado, el punto de partida arroja argumentos para el optimismo de fondo, que podrían apuntalarse en la medida en que termine cristalizando un **estímulo fiscal suplementario en el Congreso de EE.UU. a comienzos de 2021**. Además de la riqueza mobiliaria e inmobiliaria que han acumulado las familias desde 2008, el proceso de saneamiento de balances al que se han sometido y, lo más relevante, el extraordinario **colchón de ahorro** que han acumulado (de doble dígito en relativo a la renta disponible, algo que no sucedía prácticamente desde el primer lustro de la década de los 80 del siglo pasado) constituyen pilares sobre los que apuntalar un despegue más consistente del gasto en consumo.

En el caso de las **economías europeas**, prevemos un despegue del crecimiento más irregular que al otro lado del Atlántico. En primer lugar, las recesiones con epicentro en el sector servicios suelen encontrar relevo en procesos de recuperación más lentos que en el caso de las contracciones localizadas en el terreno de los bienes duraderos, puesto que los servicios crean menos demanda reprimida que los bienes de consumo. Y muchas economías de la región tienen una **elevada dependencia del sector terciario**. En segundo lugar, como lastre relacionado, el sector servicios es más intensivo en materia de empleo, y la destrucción aparejada del mismo en esta crisis ha generado un efecto contagio más extenso en todas las economías, heridas que tardarán todavía algún tiempo en cicatrizar.

Por lo susodicho, las **tasas de crecimiento que proyectamos para las principales economías de la zona Euro (Alemania, Francia, Italia y España) son modestas** en relativo a la contracción registrada en 2020. Fuera de la zona Euro, el **Reino Unido** no se diferenciaría de forma sustancial de sus comparables continentales salvo que el próximo 31 de diciembre no rubricara un acuerdo con la Unión Europea para definir su futura relación comercial.

Que el **continente asiático va muy por delante del resto en el ciclo pandémico** es más que una realidad a la luz de los datos contemporáneos en clave sanitaria. En consonancia, también los datos revelan que las economías asiáticas se están recuperando antes que el resto. De esta dinámica más favorable en la región y de la firma reciente de un acuerdo para formar la mayor asociación comercial del mundo —la Asociación Económica Integral Regional (RCEP, por sus siglas en inglés), que abarcará a 2.100 millones de consumidores y el 30% del PIB mundial—, **economías como la japonesa**, al estar muy **integrada en las cadenas de valor globales**, podrían nutrirse para exhibir poco a poco tasas de crecimiento ligeramente superiores a su potencial en los próximos trimestres.

La economía estadounidense recibirá una nueva ronda de estímulos fiscales una vez se aclare el control del Senado en enero

La recuperación económica en Europa tendrá que superar los efectos del desenlace de las negociaciones del "Brexit" y el mayor impacto de los confinamientos

La recuperación de China ha sido en forma de "V" gracias al éxito en el control de la pandemia

Pasando a la escena emergente, **China** fue el primer país del mundo en registrar una contracción histórica de su economía, pero también el primero en volver a la práctica normalidad, siendo una de los pocos en certificar una tasa de crecimiento positiva en el conjunto de 2020 a nivel mundial. Así se recoge también en los tipos de interés que, día a día, marcan máximos anuales anticipando **una rápida recuperación de la actividad con prolongación en 2021, gracias a los estímulos monetarios y fiscales** inyectados por parte de las autoridades. Con el impulso del crédito como principal vector multiplicador del crecimiento, nuestra previsión es que en 2021 el "gigante asiático" reverdezca laureles del pasado en términos de tasas de avance del PIB.

También preveemos que la **India** saboree en 2021 las mieles de unas tasas de crecimiento más altas que no le fueron ajenas no hace mucho tiempo. Es cierto que ha sido de los países más golpeados por la pandemia, pero también es verdad que su estructura sectorial, muy apalancada a servicios tecnológicos, y la acumulación de **reformas estructurales de calado** que ha venido aplicando el Ejecutivo de Modi durante los últimos años (en el plano impositivo, financiero y burocrático, entre otros), constituyen palancas en las que catapultar el crecimiento económico a partir de ahora.

Por lo que respecta a **Latinoamérica**, después de una gestión pandémica más errática que ha dado lugar a una **severa contracción del crecimiento durante 2020** en el conjunto de la región en relativo a sus estándares de las dos últimas décadas, contemplamos **2021** con un **tono más positivo**.

En el caso de **Brasil**, la **recuperación económica** está siendo la más **intensa** entre los países latinoamericanos. Las encuestas de confianza empresarial cierran el año en máximos desde el comienzo de la serie en 2006, gracias a un importante crecimiento de los pedidos. Esta recuperación ha sido motivada en gran medida por el apoyo de las instituciones donde, tanto **la política monetaria como la fiscal, han sido acentuadamente laxas**. Sin embargo, los estímulos llevados a cabo para limitar el impacto de la pandemia han deteriorado de forma notable las cuentas públicas, hasta alcanzar un déficit fiscal estimado para este año superior al 15% del PIB, pudiendo la deuda pública llegar a superar el 100% del PIB. Por tanto, el debate de cara al próximo año volverá a versar sobre la **sostenibilidad de las cuentas públicas**, algo que se pensaba haber dejado atrás tras la reforma fiscal llevada a cabo por el Gobierno de Bolsonaro.

**México** en contraste con Brasil presenta un menor dinamismo en la recuperación, en la medida que su política económica se ha desmarcado de la corriente común al resto de países y ha apostado por la **responsabilidad fiscal**. Esto implica una **menor tasa de crecimiento a corto y medio plazo**, con la contrapartida positiva de una mayor estabilidad financiera a largo plazo. Como válvula de escape, el **sector exterior podría empezar a ejercer de contrapeso**, sobre todo si EE.UU. confirma su recuperación en 2021 y las relaciones comerciales y diplomáticas entre ambos países discurren por los derroteros de una fluidez renovada.

La India sufrió de forma desproporcionada los efectos del confinamiento pero esperamos que su economía se recupere con fuerza en 2021

La reactivación económica en Latinoamérica depende en gran medida de la inmunización por su mayor dependencia de actividades con presencia física

Esperamos que la economía mundial crezca por encima del 5% en 2021, gracias al optimismo por las vacunas y al mantenimiento de los estímulos

## Escenario macro 2021 – Previsiones crecimiento y tipos de interés bancos centrales

Fuente: IMF World Economic Outlook Octubre 2020 y Santander Private Banking para estimaciones

	Crecimiento de la economía PIB*					Tasas bancos centrales a diciembre			
	2018	2019	2020e	2021e		2018	2019	2020e	2021e
	3,0%	2,2%	-3,5%	4,2%	 <sup>(1)</sup>	2,50%	1,75%	0,25%	0,25%
	1,8%	1,3%	-7,2%	4,6%	 <sup>(2)</sup>	-0,40%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
	1,3%	1,3%	-11,1%	5,4%	 <sup>(3)</sup>	0,75%	0,75%	0,10%	0,10%
	1,3%	1,1%	-4,4%	3,5%	 <sup>(4)</sup>	6,50%	4,50%	2,00%	2,00%
	2,2%	-0,3%	-8,8%	4,5%	 <sup>(5)</sup>	8,25%	7,25%	4,25%	4,25%
	6,7%	6,1%	2,3%	8,4%	 <sup>(6)</sup>	4,35%	4,15%	3,85%	3,85%

\*Tasa promedio anual

<sup>(1)</sup> Fed Funds: nivel objetivo de los fondos federales de la Reserva Federal (parte alta del rango). <sup>(2)</sup> Tipo de interés fijado por el BCE para la facilidad marginal de depósito overnight en el Eurosistema. <sup>(3)</sup> Bank of England base rate. <sup>(4)</sup> Tasa Selic Banco Central do Brasil. <sup>(5)</sup> Tasa objetivo Banxico. <sup>(6)</sup> Tipo de préstamo preferente a 1 año del Banco Popular de China



## 02 Sin pensar en subidas de tipos

### Búsqueda de rendimientos

Las políticas monetarias castigan a los ahorradores conservadores ante la falta de alternativas de inversión rentables sin riesgo, aunque dan un impulso a los activos de riesgo.

Los inversores están condicionados a invertir en activos de riesgo para conseguir rendimientos positivos.

Se recomienda protegerse del posible aumento de la inflación en el futuro ante las señales de mayor tolerancia de los bancos centrales a los posibles aumentos de precios.

### Tiempos heterodoxos

Este nuevo escenario de políticas no convencionales exige una revisión profunda de las estrategias de inversión y de las inversiones en activos tradicionales, para asegurar un adecuado posicionamiento.

El futuro se está moviendo en modo de avance rápido como resultado de la tecnología, los cambios demográficos y de hábitos de consumo, actuando la COVID-19 como un acelerador de estas tendencias.

En un entorno de nuevos paradigmas de política monetaria y fiscal, la volatilidad será un tema recurrente.

Nuestro escenario base para 2021 es de consolidación de la recuperación económica iniciada en el tercer trimestre de 2020, bajo las premisas de una continuación de las medidas extraordinarias de política fiscal y monetaria y del **éxito de la esperada vacunación masiva**. Históricamente estos episodios de recuperación económica han sido muy favorables para la inversión en activos financieros. Sin embargo, **existen dudas sobre el perfil de la recuperación económica por las peculiaridades de la propia contracción y de las propias medidas heterodoxas que se han acometido para salir de ella**. Como hemos visto en el apartado anterior, el volumen de las vacunas fiscal y monetaria que se han inoculado a las economías globales y la fórmula de las medicinas administradas, no tienen precedentes.

**A la hora de construir sus carteras de valores los inversores buscan satisfacer una o más necesidades financieras: protección de capital y liquidez, generación de rentas y/o crecimiento del capital.** En el pasado estas necesidades han sido cubiertas en gran medida con soluciones de inversión tradicionales que, hasta hace poco, han generado rentabilidades razonables y suficientes para cubrir dichos objetivos. Sin embargo, **el impacto combinado de la represión financiera, la reflación, el QE, o la disrupción y desigualdad en el crecimiento, hacen que el panorama futuro de los rendimientos de los activos financieros se antoje más complejo.**

**Los inversores más conservadores en busca de protección de capital y liquidez**, que habitualmente han invertido en la curva de instrumentos del Tesoro (letras y bonos) se enfrentan a **rentabilidades nulas en el corto plazo y tipos de interés reales (netos de inflación) negativos**. Para el año 2021 y para los años venideros, se espera que los tipos de los bancos centrales permanezcan en niveles mínimos, lo que implica que **la liquidez como refugio seguirá teniendo un coste financiero**. Adicionalmente, el cambio hacia mandatos de mayor tolerancia con la inflación por parte de los bancos centrales es una preocupación añadida. En este sentido, va a ser muy difícil que los bonos de gobiernos actúen, como en el pasado, como una alternativa de protección de capital que genere rendimientos positivos.

**En el objetivo de generación de rentas, en donde los inversores con un perfil moderado buscan un complemento a sus ingresos, tradicionalmente se ha optado por los bonos corporativos como instrumento de inversión, priorizando rendimiento sobre calidad crediticia.** En este caso, **la generación de rendimientos por encima de los niveles de inflación se complica adicionalmente por los efectos de las compras masivas de bonos (QE)** que han generado un alivio de liquidez a la vez que un fuerte estrechamiento de los diferenciales de estos bonos. La relajación cuantitativa ha sido una excelente noticia para las compañías endeudadas y un alivio para los mercados, pero deja un panorama futuro de bajos retornos para los inversores en renta fija.

La **apreciación de capital, necesidad financiera de inversores más arriesgados y con un horizonte de inversión de más largo plazo, tradicionalmente se hace a través de la inversión en renta variable.** La rápida recuperación de los mercados de valores tras la fuerte corrección de los primeros meses de la crisis, esconde **dos realidades muy distintas**. Por un lado, **empresas con fuertes perspectivas de crecimiento** y muy elevadas valoraciones bursátiles y por otro, **compañías seriamente afectadas, con valoraciones muy deprimidas** ante un futuro todavía incierto.

Con todo lo anterior, **los inversores tendrán que aprender a convivir con tipos bajos por un periodo de tiempo prolongado y tendrán que buscar soluciones de inversión distintas a las tradicionales que puedan satisfacer sus necesidades financieras.**

### Retos post-COVID de la gestión tradicional

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

Necesidades Financieras	Soluciones de Inversión Tradicionales	Retornos 10 Años (2009-20)		Rendimientos actuales		Retos para la gestión tradicional	
		USD	EUR	USD	EUR		
Liquidez / Protección de capital	Liquidez	Depósitos monetarios	0,6%	-0,1%	0,2%	-0,5%	Represión financiera
	Protección	Bonos soberanos	3,3%	4,6%	0,6%	0,0%	Reflación
Generación de rentas		Bonos corporativos	5,6%	3,9%	1,8%	0,5%	Relajación cuantitativa (QE)
Crecimiento de capital		Acciones	13,8%	6,7%			Disrupción crecimiento

**Cara y cruz de las políticas no ortodoxas: salida de la crisis pero potenciales secuelas a futuro**

**El legado de la crisis provocada por la COVID-19 impone retos importantes para la gestión tradicional: represión financiera, QE y desigualdad en el crecimiento**

**En renta fija todo tipo de interés pasado fue mejor**

**Al igual que en política monetaria, hay que buscar soluciones fuera del enfoque tradicional a la hora de invertir**

# Ahorro conservador y reflación

## Inversiones en liquidez

Como resultado de las agresivas políticas monetarias implementadas por los bancos centrales, los ahorradores de todo el mundo se enfrentan al mismo problema: cuentas bancarias, fondos del mercado monetario y otros instrumentos a corto plazo, han dejado de tener rentabilidad. Este año, **los rendimientos nominales de los bonos a diez años de EE.UU., el Reino Unido y Alemania han alcanzado sus niveles más bajos de la historia.**

Tal como lo acuñó Ronald McKinnon, el término "**represión financiera**" describe un conjunto de políticas que distorsionan los mercados para bajar artificialmente los tipos de interés y transferir recursos desde la comunidad inversora al sector público. Entre esas políticas figuran los préstamos forzados a los gobiernos, los topes a los tipos de interés o los controles de capital. Hoy en día, la represión financiera puede observarse en gran parte del mundo desarrollado, donde la riqueza de los hogares se ve erosionada por unos tipos de interés históricamente bajos o incluso negativos y por amplios programas de compra de bonos por parte de los bancos centrales. En consecuencia, en muchos países del mundo, **las inversiones en efectivo ya no compensan a los inversores por la inflación.**

Las inversiones con posiciones excedentes en liquidez tendrán que resignarse a que las tasas de interés se mantengan en los niveles actuales, ya que tal como **Jerome Powell** (presidente de la Fed) anunció en junio: "**no estamos pensando en pensar en subir los tipos de interés**". Los llamados *dot plots*, con los que la Fed presenta sus expectativas sobre el tipo de intervención, sugieren que se mantendrán cerca del 0% al menos hasta finales de 2023, mientras la economía se recupera lentamente de la recesión desencadenada por el coronavirus.

**Las posibilidades de que se incrementen las tasas de corto plazo en la zona Euro y el Reino Unido parecen aún más escasas.** El BCE no ha recortado el tipo de interés durante la

Refugiarse en liquidez seguirá teniendo un coste financiero durante un periodo prolongado

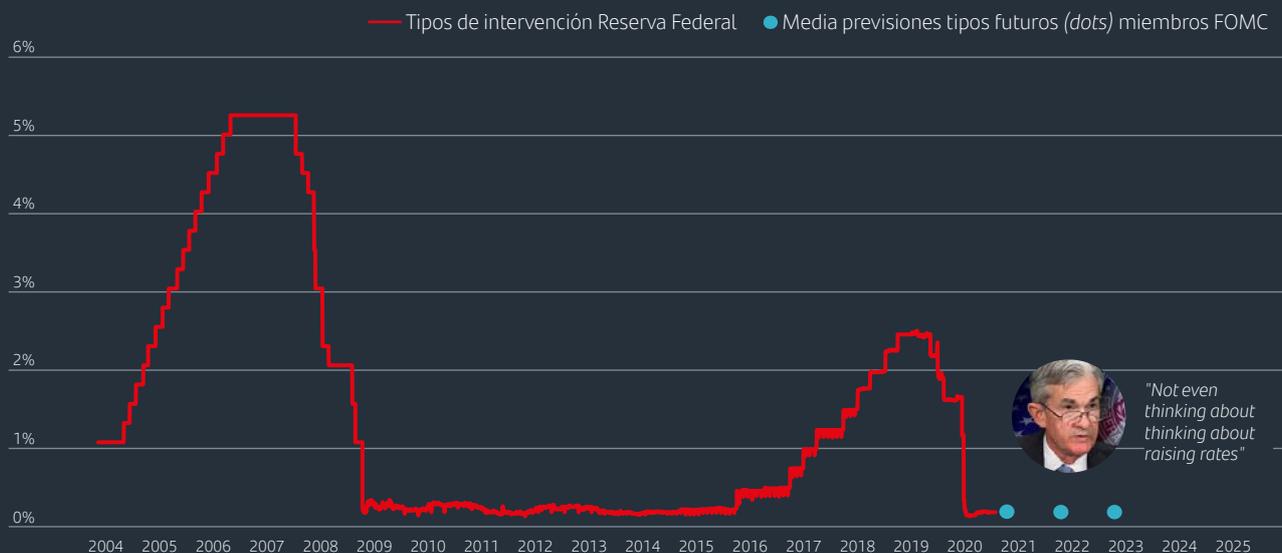
Los ahorradores en activos de máxima seguridad seguirán siendo penalizados por la represión financiera

Al igual que en la anterior crisis, la Reserva Federal se pensará mucho el momento de iniciar las subidas de tipos de interés

### Tipo de intervención de la Reserva Federal

Fuente: Bloomberg, Reserva Federal y elaboración propia. Datos a 30 de noviembre de 2020

### Las proyecciones del Comité FOMC<sup>(1)</sup> no contemplan subidas de tipos



"Not even thinking about thinking about raising rates"

<sup>(1)</sup> FOMC: Federal Open Market Committee

crisis de la COVID-19, simplemente porque los efectos positivos de bajar los tipos desde el -0,5% parecen limitados.

Esperamos que prevalezca el actual entorno de tipos de interés bajos y como resultado, las inversiones líquidas y sin riesgo continuarán sufriendo tasas reales negativas durante un período de tiempo considerable. **La represión financiera no ha terminado. Las tasas se mantendrán extremadamente bajas por más tiempo.**

## Protección de capital

La volatilidad del mercado ha sacudido la confianza de los inversores y éstos siguen preocupados por las pérdidas de capital. **Preservar el valor de las inversiones** es, por tanto, una prioridad de primer orden.

La ansiedad por la pandemia contribuyó a que **la tasa de ahorro de las economías desarrolladas alcanzara un nivel sin precedentes a mediados de año**, a pesar de la falta de rendimiento de los instrumentos seguros a corto plazo. El miedo ha sido un ingrediente clave en las conversaciones recientes sobre inversiones y hay un exceso de dinero colocado en la liquidez, a la espera de una mayor claridad sobre la pandemia y la recuperación económica. La preocupación de los inversores durante gran parte de 2020 ha sido la seguridad del principal invertido. Si te preocupa tu salud o perder tu trabajo, entonces el rendimiento de tus ahorros es una preocupación menor. Lo principal es que el capital esté protegido, el rendimiento es secundario. **La inversión en bonos del Estado ha sido históricamente la forma más natural para proteger el capital y obtener rendimientos en línea con la inflación.**

En la última década, **la inversión en índices de bonos del Estado ha proporcionado rendimientos positivos tanto en términos nominales como reales**, en un contexto de tipos de interés en descenso. En el siguiente gráfico podemos observar como tanto los bonos del Tesoro europeos (4,6% de retornos anualizados desde 2009) como los bonos del Tesoro de

Los bonos soberanos han sido una excelente inversión con inflación a la baja

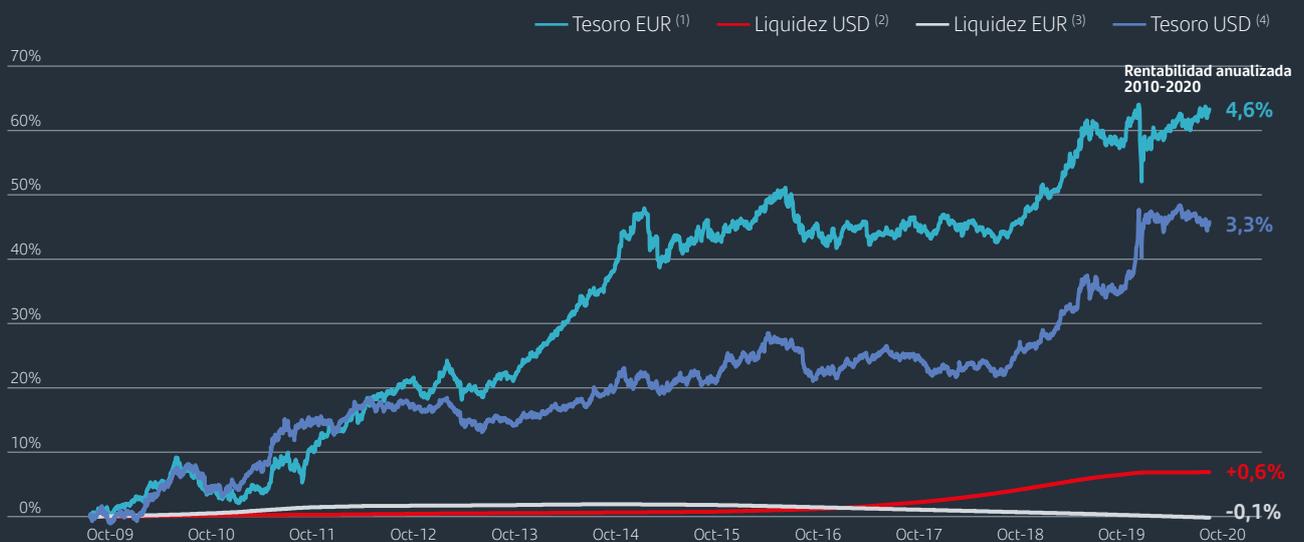
La financiación de los elevados déficits supondrá un factor de presión para que los tipos se mantengan deprimidos

Los inversores deben ponderar la probabilidad de un escenario de inflación al alza

## Rentabilidad acumulada y anualizada bonos gobierno y liquidez

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

### Excelentes retornos en un entorno de inflación controlada



<sup>(1)</sup> Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate Treasury Index. <sup>(2)</sup> Barclays 3 Month USD Libor Cash Index. <sup>(3)</sup> Barclays 3 Month EUR Libor Cash Index. <sup>(4)</sup> Bloomberg Barclays US Treasury Index

EE.UU. (3,3% de retorno) han proporcionado tanto rentabilidad como protección del capital durante este período. Por el contrario, la liquidez sólo ha proporcionado rendimientos positivos (0,6%) en USD, mientras que las posiciones líquidas en euros han tenido rendimientos nominales negativos (-0,1%) en los últimos diez años.

Pero la capacidad a futuro de los bonos soberanos de cumplir con su objetivo de proteger capital en términos reales corre un riesgo adicional al de las bajas rentabilidades nominales: se trata del peligro de que la inflación repunte desde los bajos niveles actuales. Los principales **bancos centrales están revisando sus mandatos de política monetaria**, adoptando modificaciones a su marco de estabilidad de precios, con el objetivo de flexibilizar los objetivos a medio plazo, permitiendo mayores niveles de precios. La Reserva Federal anunció que se embarcaría en un **régimen flexible de objetivos de inflación media**, mientras que el Banco Central Europeo podría anunciar cambios en su mandato estatutario el próximo año.

El principal objetivo del BCE es lograr la estabilidad de los precios, definida como una inflación cercana pero inferior al 2%. No ha logrado alcanzar este objetivo durante años, a pesar de haber comprado miles de millones de euros en bonos y haber recortado los tipos de interés hasta territorio negativo. Ahora los economistas advierten que este objetivo parece estar más lejos que nunca. El **BCE está atascado en una "trampa de baja inflación"**, ya que desde el año 2000, la inflación media ha sido sólo del 1,36%.

La expectativa de que la inflación no era un problema se ha dado por hecho durante más de 30 años, pero esto podría cambiar con la **desaparición de las fronteras entre la política fiscal y la monetaria**. La decisión de empezar a endurecer la política monetaria a futuro estará más politizada y no tendrá un marco tan claro, lo que hará más difícil la tarea de los bancos centrales de combatir tendencias inflacionistas.

Una vez las tendencias inflacionistas se arraiguen, es probable que sea demasiado tarde para que los inversores reaccionen: quizás para entonces los mercados ya se hayan movido en precios y se hayan ajustado hacia expectativas de mayor inflación. Las actuales tasas de inflación de equilibrio sugieren que esto no ha ocurrido todavía, abriendo una ventana de oportunidad para los inversores a largo plazo.

Mas de 17 billones de USD de instrumentos de deuda tienen rentabilidades negativas a vencimiento

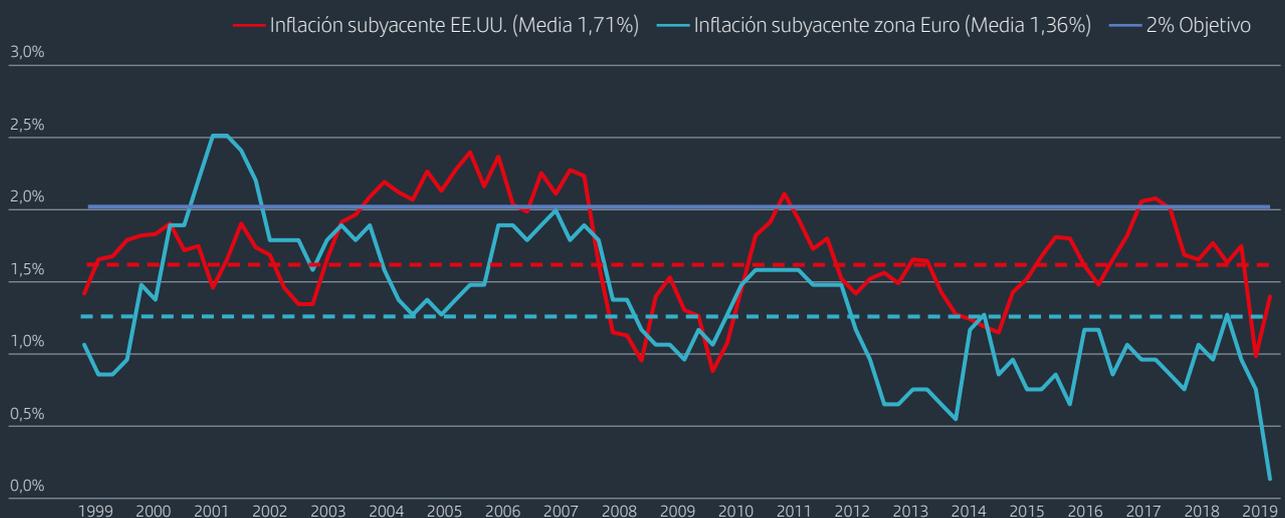
Comportamiento futuro incierto de los bonos por las medidas heterodoxas en política monetaria

La evolución a medio plazo de la inflación es un notable interrogante para los inversores de perfil conservador a largo plazo

## Inflación subyacente media en zona Euro y EE.UU.

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

La Fed y, sobre todo, el BCE han sido incapaces de acercar la inflación al objetivo del 2%



Otro factor de preocupación respecto al rol de los bonos gubernamentales en las carteras es su falta de efectividad como **cobertura en momentos de corrección del mercado**, tal y como hemos podido observar ya en la reciente crisis en el caso de los bonos europeos. En la siguiente tabla podemos comprobar como el índice agregado de bonos del Estado de la zona euro experimentó una caída del 3,0% durante la pasada corrección del mes de marzo, mientras que los Tesoros de EE.UU. subieron un 7,8% en ese periodo. Ello es debido al distinto punto de partida en rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense respecto a la referencia de la zona Euro (los *Bunds* emitidos por el Tesoro alemán). Mientras los *Treasuries* estadounidenses ofrecían una rentabilidad del 1,56% antes del inicio de la crisis y tenían margen de maniobra para ajustar su rendimiento a la baja y actuar como activo refugio, la TIR del *Bund* cotizaba a rentabilidades negativas (-0,25%) por lo que su recorrido era prácticamente nulo. La lección es clara: **cuando los bonos alcanzan una rentabilidad a vencimiento del 0% o inferior, su recorrido futuro en precios es básicamente negativo.**

La reciente caída de los rendimientos del efectivo y de los bonos de los países desarrollados que todavía ofrecían rentabilidades positivas ha dejado a los bonos del Estado en una posición en la que no pueden proporcionar dos de sus funciones básicas como instrumento de inversión en las carteras: generación de rentas y cobertura frente a una recesión económica. Esto tiene dos importantes implicaciones para la construcción de las carteras de inversión: un rendimiento menor a futuro y un mayor riesgo en caso de un *crack* de mercados. No hay un reemplazo simple y obvio para los bonos del gobierno en estas dos funciones tan valiosas.

Los **bajos rendimientos de los bonos de hoy en día crean varios desafíos para los inversores**: ¿cómo podemos reemplazar los ingresos que los bonos solían suministrar?; ¿cómo podemos adaptar las carteras frente a la pérdida de protección contra futuras crisis al no existir margen de maniobra para bajadas adicionales de los rendimientos de los bonos?; y ¿cómo podemos proteger nuestras carteras del riesgo del aumento de la inflación y del incremento de los tipos de interés?

No está claro que los bonos gubernamentales nominales proporcionen el equilibrio a una cartera que históricamente han proporcionado. Por tanto, debería considerarse la **posibilidad de incorporar una gama de instrumentos más amplia que la de los bonos gubernamentales nominales, a fin de obtener protección de capital y rendimientos reales** durante la próxima década.

Los bonos soberanos han sido el complemento perfecto a las carteras en activos de riesgo por su capacidad para revalorizarse en momentos de volatilidad

La efectividad de los bonos como cobertura desaparece con tipos casi nulos

Para proteger capital a futuro será necesario buscar nuevas alternativas y estrategias que complementen a los bonos del Tesoro

## Comportamiento de los índices de bonos en caídas de bolsas

Fuente: Bloomberg

### Efectividad histórica de la cobertura bono-bolsa

	Fechas mercado bajista		Variación MSCI World	Variación Índice	Índice Gobiernos EE.UU.		Índice Gobiernos Europa		
	Inicio corrección	Fin corrección			Variación de tasas		Variación Índice	Variación de tasas	
					Inicio	Variación		Inicio	Variación
Primera Guerra del Golfo	16/07/1990	28/09/1990	-21,3%	-2,4%	8,20%	0,40%			
LTCM (Long Term Capital Management)	20/07/1998	05/10/1998	-20,3%	10,7%	5,59%	-1,21%			
Crisis Tecnológica	27/03/2000	09/10/2002	-49,8%	21,9%	6,49%	-3,49%	19,5%	5,23%	-1,26%
Crisis Financiera (GFC)	31/10/2007	09/03/2009	-57,8%	13,6%	4,23%	-2,19%	6,1%	4,43%	-1,20%
Crisis Europea (Grecia)	02/05/2011	04/10/2011	-22,0%	13,7%	1,90%	-0,51%	6,6%	3,56%	-0,66%
Crisis COVID-19	09/02/2020	23/03/2020	-34,0%	7,8%	1,56%	-0,89%	-3,0%	0,25%	0,15%

## Generación de rentas y políticas monetarias no ortodoxas (QE)

Una de las necesidades financieras fundamentales de los inversores consiste en la búsqueda de rentas para el exceso de ahorro de las familias e instituciones financieras. Para cubrir este objetivo de inversión, **se da prioridad a la generación de rentas mientras que la protección del capital pasa a un segundo plano**. Esta opción suele ser la preferencia financiera de los inversores con un perfil de riesgo moderado así como de los clientes que ya no disponen de ingresos recurrentes elevados (por ejemplo pensionistas) y, por tanto, requieren de un complemento en la generación de rentas.

Los mandatos con un enfoque en generación de rentas priorizan el rendimiento y para ello se asume como coste de oportunidad algo de calidad crediticia en el emisor. Los bonos corporativos han sido el activo que mejor ha dado respuesta históricamente a esta necesidad por su favorable binomio rentabilidad-riesgo. El gráfico inferior muestra como **en la pasada década la inversión en bonos de empresas con calidad de grado de inversión ha generado retornos medios del 3,9% en EUR y del 5,6% en USD**.

En 2020, un nuevo comprador institucional (los bancos centrales mundiales) ha entrado en el mercado de bonos corporativos. Los programas de relajación cuantitativa de bonos corporativos (QE corporativo) destinados a estabilizar los mercados, se han convertido en una acción política normal. Gracias a estas medidas, los rendimientos de los bonos corporativos se han ajustado a una gran velocidad y se ha **producido una clara caída de los rendimientos y de las primas de riesgo de la deuda corporativa global**. Con el apoyo comprador del QE corporativo, la apreciación de los índices de bonos corporativos ha sido excepcional en 2020 (9% a nivel mundial) a pesar del impacto de la crisis económica en los balances de las empresas.

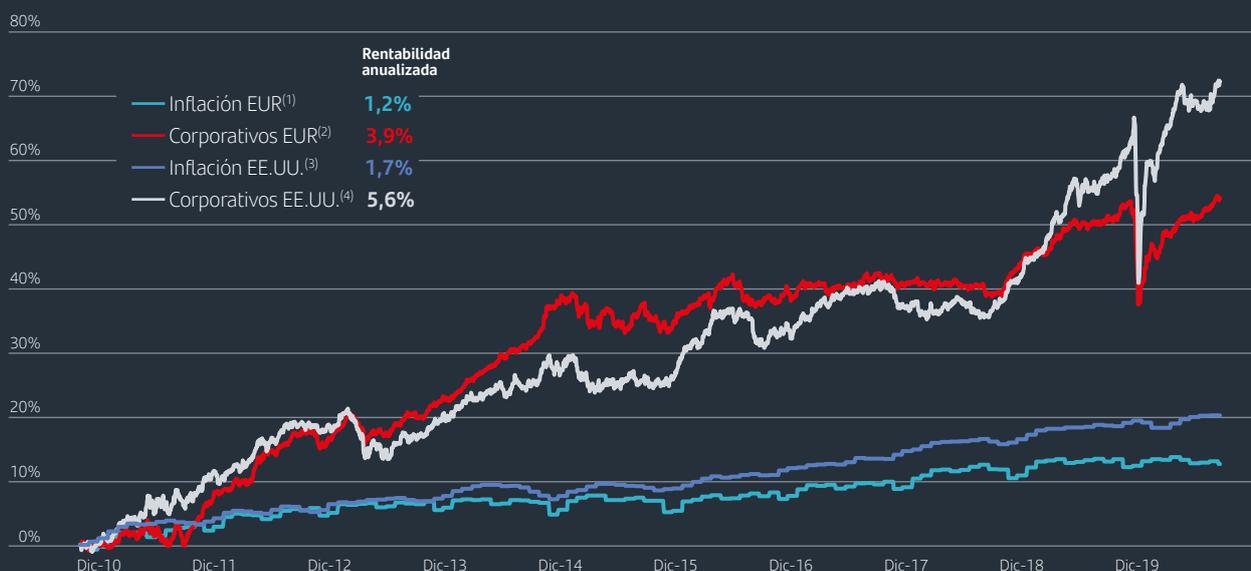
La inversión en bonos corporativos ha sido un vehículo idóneo para la generación de rentas con retornos medios superiores al 4% desde 2010

El QE corporativo ha sido un instrumento muy eficaz para ayudar a los mercados de crédito y ha contribuido a generar retornos muy elevados en 2020

### Retorno total y anualizado de los índices de bonos corporativos

Fuente: Índices Bloomberg Barclays. Datos a 30 de noviembre de 2020

La inversión en bonos corporativos de grado de inversión ha generado retornos significativamente por encima de la inflación



<sup>(1)</sup> EUR HICP <sup>(2)</sup> Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index <sup>(3)</sup> US CPI <sup>(4)</sup> Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Index.

En el cuadro que figura a continuación se muestran los rendimientos actuales a vencimiento de las principales categorías de renta fija en USD y en EUR, comparadas con el rango en el que han cotizado en los últimos 10 años. El único segmento del mercado de renta fija que no ofrece **rendimientos en zona de mínimos** es el *high yield* europeo. Los bonos corporativos de grado de inversión en USD han ofrecido rendimientos de entre el 1,8% y el 4,6% desde 2010, mientras que los rendimientos actuales están casi en el mínimo histórico. Los inversores en bonos corporativos europeos se enfrentan a rendimientos futuros aún más bajos, ya que los rendimientos actuales son un escaso 0,49%, cuando en los últimos 10 años los rendimientos han sido incluso diez veces más altos (rendimiento máximo del 5,29%). Los diferenciales podrían estrecharse aún más, ya que hay más de 17 billones USD de instrumentos de deuda que ofrecen rendimientos negativos en busca de alternativas que no impliquen certeza de pérdida de capital. **Muchos inversores que solo invertían en bonos de la máxima calidad crediticia están migrando hacia papeles de menor calificación, intentando escapar de la represión financiera.**

Los inversores que buscan instrumentos que generen un rendimiento con baja volatilidad están descubriendo cómo **los tipos de interés disponibles en los segmentos tradicionales de los bonos corporativos y gubernamentales de alta calidad crediticia se encuentran en niveles mínimos**. Los bonos corporativos con grado de inversión han reducido considerablemente sus niveles de diferencial y las empresas con mayor calificación están consiguiendo financiarse a tipos de interés nunca vistos. Las opciones de renta fija con un mayor componente de riesgo crediticio, como los bonos *high yield* o los bonos de países emergentes, también han experimentado una importante compresión de los rendimientos. **La vacuna monetaria ha resuelto los problemas de liquidez aliviando la carga del servicio de la deuda de los emisores más endeudados, pero ha reducido drásticamente las expectativas de rentabilidad de los inversores en este tipo de activos.**

Todas las categorías de renta fija cotizan con rendimientos a vencimiento en el rango inferior de la última década

La intervención de los bancos centrales ha sido una bendición para los mercados en 2020 pero nos deja un legado de mínimas rentabilidades futuras

### Rango de rentabilidades a vencimiento de las categorías de renta fija

Fuente: Índices Bloomberg Barclays. Datos a 30 de noviembre de 2020

Los rendimientos futuros de todos los instrumentos de renta fija serán sustancialmente menores a los históricos

(Rango de fechas: Dic-2010 - Nov-2020)

		Rango rendimientos renta fija USD			
	Actual	Mínimo	Rango	Máximo	
<b>Índice Renta Fija EE.UU. Agregado</b>	<b>1,21%</b>	<b>1,02%</b>		<b>3,66%</b>	
Tesoro EE.UU.	0,63%	0,40%		3,12%	
Corporativos Grado Inversión	1,84%	1,80%		4,58%	
Corporativos Grado Especulativo ( <i>High Yield</i> )	4,56%	4,56%		11,69%	
<b>Índice Renta Fija Emergente USD</b>	<b>3,91%</b>	<b>3,90%</b>		<b>7,88%</b>	
		Rango rendimientos renta fija EUR			
	Actual	Mínimo	Rango	Máximo	
<b>Índice Renta Fija Euro Agregado</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,04%</b>		<b>3,88%</b>	
Gobiernos zona Euro	0,03%	-0,03%		3,69%	
Alta calificación (ALE, HOL, FRA...)	-0,51%	-0,78%		3,13%	
Baja calificación (POR, GRE, ITA, ESP...)	0,03%	-0,11%		5,93%	
Corporativos Grado Inversión	<b>0,49%</b>	<b>0,45%</b>		<b>5,29%</b>	
Corporativos Grado Especulativo ( <i>High Yield</i> )	<b>3,55%</b>	<b>3,00%</b>		<b>12,67%</b>	

## Crecimiento del capital y disrupción

El tercer gran bloque de necesidades financieras de los inversores está relacionado con la búsqueda de instrumentos que permitan una apreciación del capital invertido por encima de los niveles de inflación. **El objetivo de conseguir ganancias de capital debe conllevar un horizonte de inversión de más largo plazo.** Esto es debido a que, para lograr este objetivo, es necesario invertir en activos de mayor volatilidad y riesgo de pérdidas en el corto plazo. **El inversor que aspira a obtener apreciación de capital debe asumir una mayor volatilidad en el corto plazo** y, por tanto, un rango de retornos de corto plazo muy incierto.

En la siguiente tabla se observan **los rendimientos de los principales activos en los últimos 10 años** con retornos que varían desde el 11,2% anualizado de la renta variable global (medida por el índice MSCI World) hasta el -0,1% de la liquidez en euros o el -7% de los índices de materias primas.

La inversión en renta variable global ha tenido retornos anualizados del 11,2%, logrando así crecimientos del capital significativos en los últimos 10 años

### Rentabilidades principales activos financieros - Últimos 10 años

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

											Rentabilidad anualizada		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	3 Años	5 Años	10 Años
<b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	1,5%	1,2%	0,6%
<b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>	0,9%	0,2%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,1%
<b>R. Fija Global <sup>(3)</sup></b>	5,6%	4,3%	-2,6%	0,6%	-3,7%	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	7,7%	4,5%	4,6%	2,7%
<b>R. Fija USD <sup>(4)</sup></b>	7,8%	4,2%	-2,0%	6,0%	0,9%	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	8,3%	5,3%	3,7%	3,3%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	6,6%	1,7%	-1,3%	2,6%	1,4%	1,1%	1,1%	1,4%	6,9%	8,3%	5,3%	3,7%	3,3%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	8,1%	9,8%	-1,5%	7,5%	0,1%	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,2%	7,0%	6,4%	5,6%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	5,0%	15,8%	7,4%	2,5%	-2,0%	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	5,1%	5,7%	7,5%	6,7%
<b>Renta Fija zona Euro <sup>(8)</sup></b>	3,2%	11,2%	2,2%	11,1%	1,9%	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	3,1%	2,6%	4,2%
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	3,4%	11,0%	2,2%	13,1%	2,7%	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	3,8%	3,0%	4,6%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	3,2%	14,6%	1,5%	11,0%	3,3%	2,9%	1,9%	-1,5%	6,2%	2,7%	2,3%	2,7%	3,9%
R. Fija High Yield (Europa) <sup>(11)</sup>	-2,4%	28,5%	9,9%	7,0%	5,6%	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,0%	2,9%	3,8%	6,6%
R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup>	7,0%	17,9%	-4,1%	4,8%	2,7%	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	4,9%	5,1%	6,3%	5,8%
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	10,7%	16,9%	-6,0%	4,2%	-2,2%	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	1,7%	2,9%	6,4%	5,3%
<b>Renta Variable Mundial <sup>(14)</sup></b>	-5,5%	15,8%	26,7%	4,9%	0,9%	7,5%	22,4%	-8,7%	27,7%	11,2%	9,9%	11,0%	9,8%
R. Variable EE.UU. <sup>(15)</sup>	2,1%	16,0%	32,4%	13,7%	3,0%	12,0%	21,8%	-4,4%	31,5%	14,0%	13,4%	14,1%	13,8%
R. Variable Europa <sup>(16)</sup>	-8,6%	18,2%	20,8%	7,2%	15,4%	1,7%	10,6%	-10,8%	26,8%	-4,5%	3,3%	3,1%	6,7%
R. Variable España <sup>(17)</sup>	-7,7%	2,8%	27,8%	8,6%	4,7%	2,6%	11,3%	-11,5%	16,6%	-13,1%	-3,3%	-0,9%	2,6%
R. Variable Japón <sup>(18)</sup>	-17,0%	20,9%	54,4%	10,3%	14,3%	0,3%	22,2%	-16,0%	18,1%	4,3%	1,6%	4,2%	9,5%
R. Variable Emergentes <sup>(19)</sup>	-18,4%	18,2%	-2,6%	-2,2%	-13,0%	11,2%	37,3%	-14,6%	18,4%	10,2%	5,8%	11,0%	3,4%
<b>Gestión Alternativa <sup>(20)</sup></b>	-8,9%	3,5%	6,7%	-0,6%	-2,3%	2,5%	6,0%	-6,7%	8,6%	4,3%	2,1%	2,5%	1,2%
<b>Materias Primas <sup>(21)</sup></b>	-13,4%	-1,1%	-9,6%	-17,0%	-22,3%	11,4%	0,7%	-13,0%	5,4%	-8,1%	-4,8%	-1,5%	-7,0%

<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. <sup>(14)</sup> MSCI World Index Total Return. <sup>(15)</sup> S&P 500 Total Return Index. <sup>(16)</sup> Stoxx600 Net Total Return Index. <sup>(17)</sup> Ibex 35 Total Return Index. <sup>(18)</sup> Topix Total Return. <sup>(19)</sup> MSCI Emerging Markets Net Total Return Index. <sup>(20)</sup> Hedge Fund Research HFRX Global Hedge Fund Index. <sup>(21)</sup> Bloomberg Commodity Index.

La inversión en una cesta de acciones diversificada globalmente ha permitido obtener rentabilidades que multiplican por 5 a los niveles de inflación global, proporcionando a los inversores que han invertido con un horizonte a largo plazo y con un enfoque internacional una muy elevada apreciación de capital. Para ello han tenido que seguir uno de los principios básicos de la inversión en activos de riesgo que consiste en **no perder la calma durante los momentos de volatilidad** e incertidumbre económica. Es difícil tener una perspectiva de largo plazo cuando se producen eventos de enorme impacto en las economías y en los mercados. En estas situaciones, muchos inversores pierden la calma y venden activos de riesgo, como las acciones, con la consecuencia de no participar en la recuperación posterior. Un muy buen ejemplo de lo difícil que es gestionar entornos de elevada volatilidad lo podemos apreciar en el comportamiento de la renta variable durante 2020. La bolsa mundial acumula a finales de noviembre una rentabilidad del 11,2% desde principios de año, pero ese retorno sólo está disponible para los inversores que no realizaron pérdidas en los peores momentos de incertidumbre sanitaria (el MSCI World llegó a perder un 32% a finales del mes de marzo). La renta variable ha sido el mejor activo financiero para generar apreciación de capital, pero para ello el inversor ha tenido que asumir su componente de activo altamente volátil e **invertir con una perspectiva de largo plazo**.

Los efectos de la COVID-19 en la economía mundial han sido muy distintos en función de los sectores. En el siguiente gráfico podemos observar la variación en capitalización bursátil de la bolsa mundial en porcentaje durante el ejercicio 2020 a nivel sectores y países. Se observa la enorme dispersión de retornos, desde el 33% de media de revalorización de las empresas de tecnología, hasta el 40% de caída media de las empresas del sector energético. El fuerte impulso a la digitalización que ha traído como consecuencia el cambio de conducta en lo que respecta al distanciamiento social y la mayor preocupación por la salud han propulsado **el crecimiento de los ingresos de las empresas tecnológicas y de investigación médica**. Por el contrario, los sectores cíclicos (por la menor actividad económica), las petroleras (por la caída de los precios del petróleo), las financieras (por la bajada de tipos de interés) y las empresas relacionadas con el turismo y el transporte han experimentado una fuerte caída en la generación de flujos de caja.

Para obtener elevadas rentabilidades en bolsa ha sido necesario un enfoque global global, y así tener acceso al crecimiento de EE.UU. y China

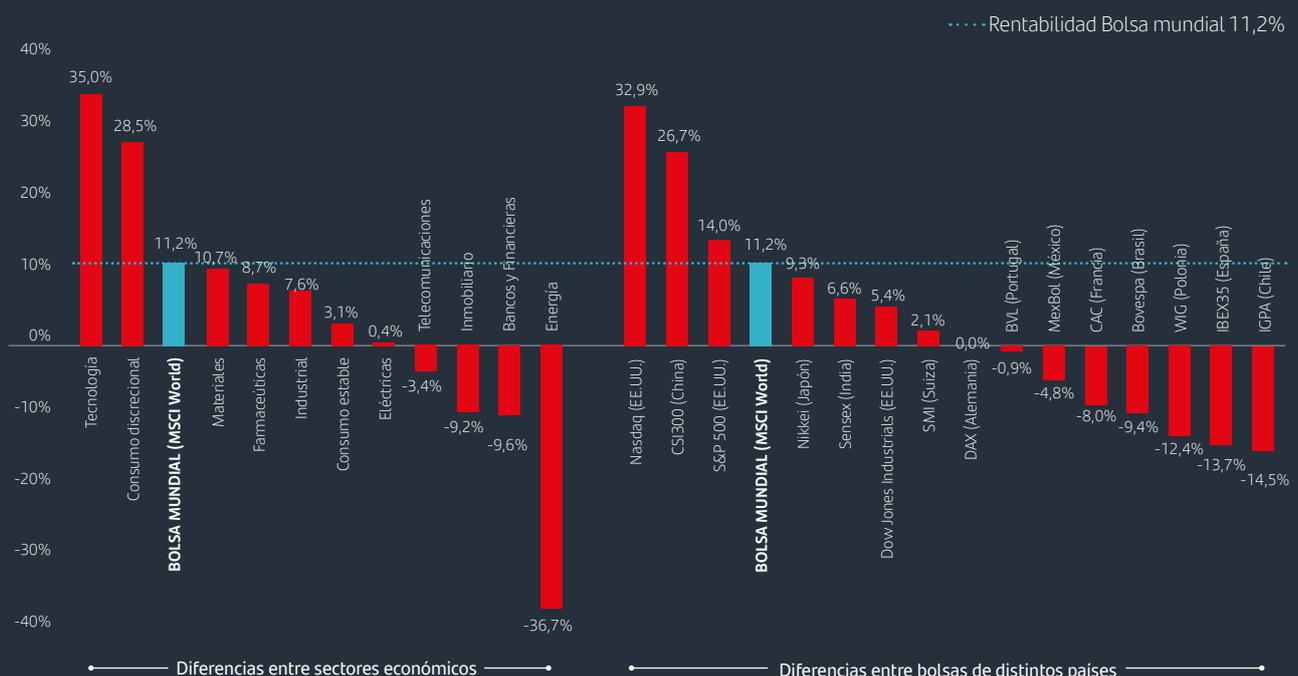
El factor más crítico de la inversión en renta variable es la tolerancia a la volatilidad, para evitar no estar invertido en las recuperaciones post-crisis

La crisis pandémica ha acentuado las diferencias entre sectores y geografías

## Bolsa Mundial (MSCI World) - Diferencias de rentabilidad entre países y sectores

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

### Elevada dispersión de los rendimientos por sector y geografía



Esta enorme desigualdad a nivel sectorial también ha tenido su impacto en el comportamiento de los distintos índices bursátiles nacionales como reflejo del diferente impacto de la pandemia por países. En el siguiente gráfico podemos ver cómo **la bolsa de valores de China y el enfoque tecnológico (Nasdaq) son los principales ganadores del cambio de escenario que ha provocado la pandemia**. La bolsa china acumula una revalorización del 27% medida en función del índice MSCI China, mientras que el índice tecnológico Nasdaq es el que acumula una mayor revalorización, con un 33% en el año con datos a 30 de noviembre. De hecho, el incremento en capitalización bursátil del Nasdaq en 2020 supera al de toda la bolsa mundial, dado que fuera del sector tecnológico, las apreciaciones de las empresas chinas y del sector farmacéutico se compensa con pérdidas en otras geografías y sectores. **El mercado sigue recompensando a los países y sectores que han demostrado mayor resistencia y potencial de recuperación después de la COVID-19**. Por el lado contrario, los índices de bolsas con mayor dependencia del sector servicios, turismo, materias primas y financieras y, en particular, las bolsas latinoamericanas y la española destacan por el lado negativo.

Este comportamiento tan dispar se ha visto acompañado de unos muy elevados niveles de concentración en un limitado número de acciones que han capitalizado esta destacada revalorización de los sectores tecnológico y de consumo discrecional. Así, los gigantes digitales (Google, Facebook, Microsoft, Apple) y valores de consumo (Amazon, Netflix, Alibaba o Tesla) han acaparado una gran parte (70%) de la apreciación global de los mercados.

En definitiva, la renta variable ha seguido aportando capacidad de apreciación de capital a los inversores, pero el nivel de volatilidad y **las grandes diferencias entre valores, sectores y geografías, han dificultado la labor de los gestores de renta variable durante el 2020** a la hora de seleccionar acciones. Desconocemos si esta dispersión va a seguir manifestándose de manera tan pronunciada a futuro, pero existe una forma de disminuir el riesgo de no tener exposición a los segmentos del mercado con mejores retornos. La fórmula consiste en tener siempre un porcentaje elevado de la exposición en renta variable

La recuperación de la renta variable mundial se ha basado en la revalorización de las bolsas en EE.UU. y China

El rally de la recuperación se ha concentrado en once valores tecnológicos globales

Esperamos a futuro un comportamiento con menor sesgo a large caps

### Incremento de la capitalización de mercado durante 2020 de las principales acciones

Fuente: Bloomberg. Datos a 20 de noviembre de 2020

Once valores explican alrededor del 70% del crecimiento de la capitalización bursátil a nivel global



destinado a vehículos con una elevada diversificación geográfica y sectorial, evitando en la mayor medida posible el *home-bias* o sesgo hacia los mercados locales. **La dispersión y la volatilidad se combaten con diversificación y posicionamiento en el largo plazo.**

Adicionalmente a la problemática de la disrupción del entorno COVID-19 y la variabilidad de los retornos por sectores y geografías, los inversores también se enfrentan al paradigma de los niveles de valoración de las acciones. En el gráfico inferior podemos observar cómo el índice MSCI World ha recuperado los niveles previos a la pandemia y se sitúa fuera de las bandas tradicionales de valoración (niveles de ratio PER superiores a 22x). Sin embargo, hay que tener en cuenta que las expectativas de beneficios de las empresas a nivel global han experimentado una caída superior al 20%. Esta bajada tan considerable de los beneficios esperados, unida a la recuperación de los niveles de precios de las acciones, ha elevado los niveles de valoración de la bolsa mundial a cotas que no habíamos visto desde la euforia del dot.com en el año 2000. **El MSCI World cotiza a múltiplos de beneficio de 24x y claramente se sitúa en zonas de sobrevaloración en relación a los rangos absolutos históricos.**

Estos elevados niveles de valoración pueden justificarse por la expectativa por parte de los inversores de que **los niveles actuales de beneficios esperados estén artificialmente deprimidos por los efectos de la pandemia**. Si los inversores consideran que la vacunación va a ser eficaz y la recuperación de la actividad a lo largo del 2021 es robusta, **la normalización de los beneficios podría ser muy rápida**. En ese caso, no tendría sentido valorar en función de los beneficios esperados para 2020 y habría que tener una visión más de largo plazo y considerar las expectativas de beneficios a partir de 2021. La lectura de los resultados recientemente anunciados para el tercer trimestre de 2020 y los prometedores avances de la vacuna de Pfizer/BioNtech han dado soporte a este posicionamiento. De hecho, los analistas están revisando al alza las cifras de beneficios esperados para los siguientes trimestres y, **en el caso del S&P 500, ya se espera que a finales de 2021 se recuperen los niveles de beneficios previos a la propagación del virus.**

Si valoramos con una perspectiva histórica la renta variable está en zona de sobrevaloración

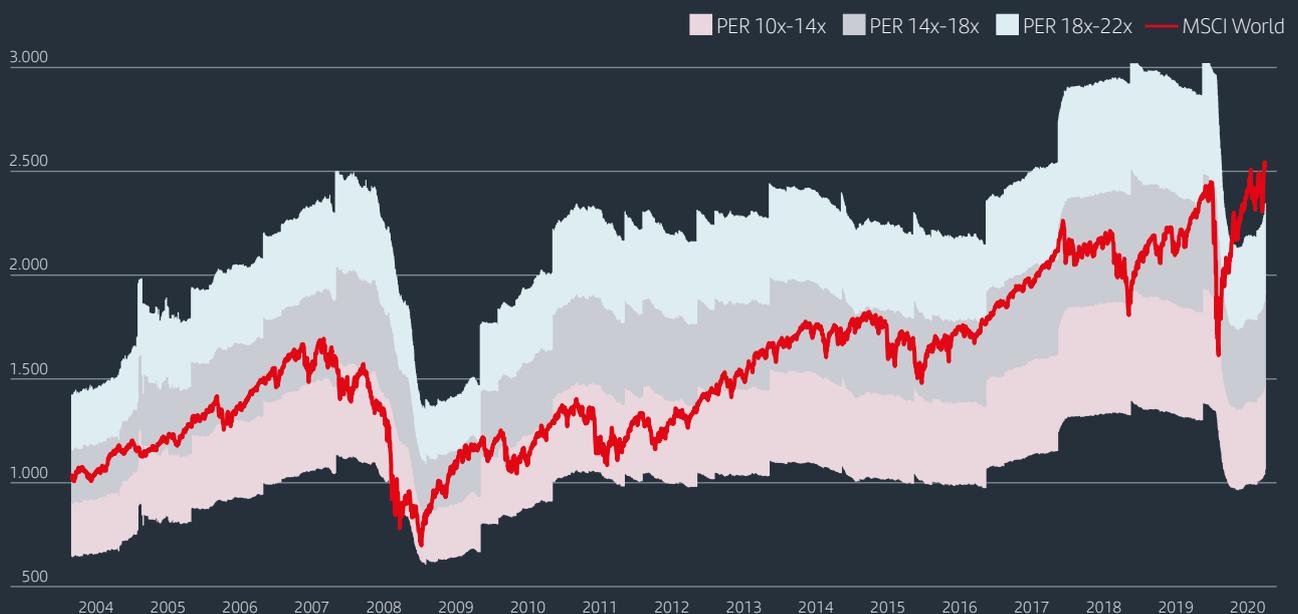
Es necesario incorporar a los esquemas de valoración tradicional la anomalía de los beneficios y de los tipos de interés actuales

El mercado está ignorando el impacto de la crisis en los beneficios de 2020 y valorando la recuperación esperada a partir de 2021

## Bolsa mundial (MSCI World) - Índice y zonas de valoración por múltiplo de beneficios (PER)

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

La valoración de la renta variable está fuera de la normalidad histórica



Otro argumento que soporta el cambio de actitud de los participantes en el mercado en relación con el mayor nivel de valoración de las acciones, se basa en la comparación con las rentabilidades disponibles para instrumentos de renta fija. El nivel de tipos de interés afecta de una manera muy directa a la valoración de los activos de riesgo y en particular al de las acciones. La tasa de descuento a la que los analistas valoran los flujos futuros de dividendos se basa en la tasa libre de riesgo (rentabilidad de los bonos del Tesoro) más una prima de riesgo. En la medida en que las curvas de tipos de interés a nivel global se han aplanado con bajadas generalizadas en todos los plazos, la valoración de los flujos de dividendos de las acciones se ha apreciado de forma notable. El **potencial de crecimiento futuro de los beneficios y dividendos de la renta variable cobra mucho más valor** cuando las tasas de descuento bajan considerablemente.

**El valor presente de los flujos futuros de caja aumenta exponencialmente con tasas de interés prácticamente nulas.** Los rendimientos de los activos de riesgo cotizan en los niveles inferiores de los rangos históricos, pero en comparación con los rendimientos de la renta fija su valoración es atractiva.

Otra manera de analizar la razonabilidad de los niveles de valoración de la bolsa reside en **normalizar los niveles de beneficios utilizando una media de los últimos diez años.** De esta manera, se intenta neutralizar el carácter cíclico de los beneficios utilizando una métrica más estable. Esta ratio de valoración es conocida como CAPE, que utiliza el acrónimo de relación precio/beneficio ajustada cíclicamente (*Cyclically Adjusted Price-to-Earnings ratio*) y fue popularizada por el profesor Robert Shiller de la Universidad de Yale. También se conoce como la relación **PER de Shiller**. En el siguiente gráfico podemos observar como la ratio CAPE actual está por encima de 30x, niveles que sólo se han observado en circunstancias de valoración extrema previas a correcciones históricas (Gran Depresión y Crisis Dot.com).

Sin embargo, en el mismo gráfico podemos apreciar cómo las circunstancias actuales son totalmente anormales en lo que respecta a los niveles de tipos de interés. El gráfico

**El apoyo incondicional al mercado por parte de la Fed y el BCE dificulta una visión negativa de la renta variable**

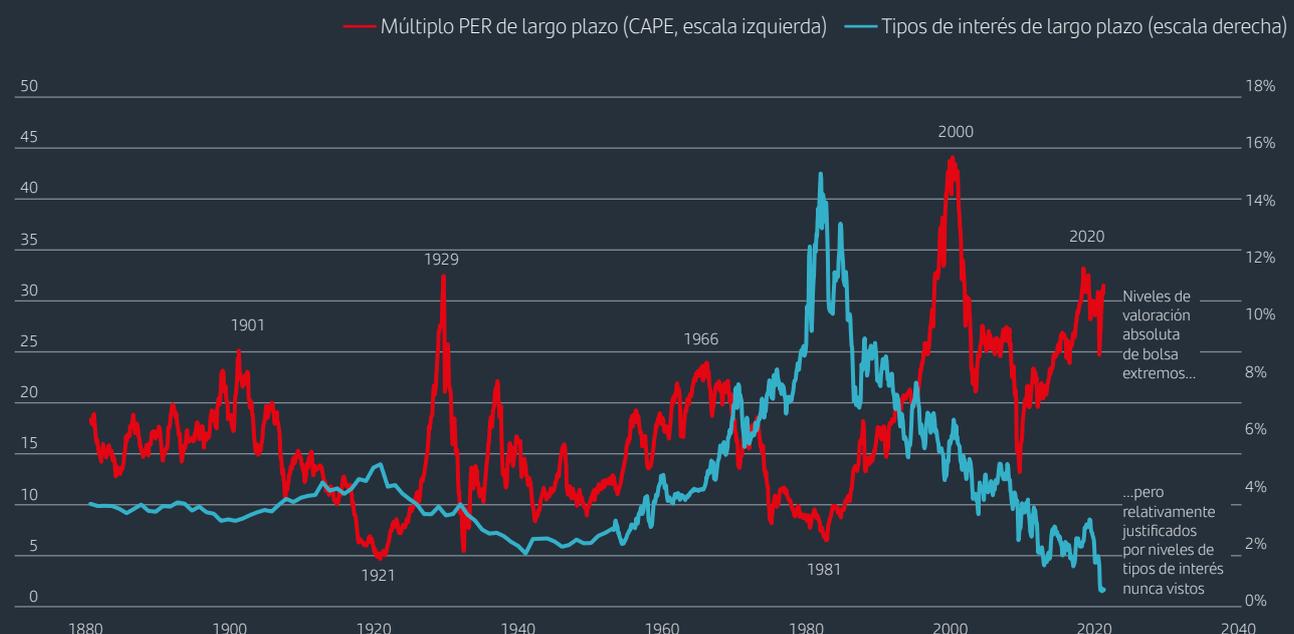
**El valor del potencial de crecimiento futuro de las acciones se multiplica, al ser descontado a tipos de interés cercanos a cero**

**El nivel sin precedentes de los tipos de interés está cambiando la perspectiva de valoración de todos los activos**

### S&P 500 - Ratio PER Shiller y tipos de interés de largo plazo en EE.UU.

Fuente: Robert Shiller y Universidad de Duke. Datos a 30 de noviembre de 2020

No existe precedente sobre cómo valorar las acciones con tipos de interés tan cercanos a cero



utiliza datos elaborados por el profesor Shiller con más de dos siglos de perspectiva y en el mismo podemos observar cómo **los niveles actuales de tipos de interés son una anomalía histórica**. Es cierto que la valoración en términos absolutos es elevada, pero no es menos cierto que nunca los inversores han tenido como referencia unos niveles de rendimientos de la renta fija tan reducidos. No disponemos de referencias históricas para valorar los rendimientos futuros de los activos de riesgo con tipos de interés tan bajos. El mundo financiero está navegando zonas inexploradas en lo que respecta a la valoración de activos financieros.

**Una caída de los tipos de interés es una noticia positiva de igual magnitud o superior a un incremento de beneficios o dividendos.** En la medida en que los bancos centrales continúen pisando el pedal de la política monetaria hasta el fondo, la valoración de las acciones y otros activos de riesgo estaría soportada.

Una manera de contrastar la perspectiva de las valoraciones absolutas (resultantes de comparar los múltiplos de valoración con su rango histórico) con las relativas a los tipos de interés sin riesgo es la que presentamos en el siguiente gráfico. En el mismo se observa la ratio CAPE Shiller como referencia de medida de valoración absoluta y como medida de valoración relativa, con lo que calculamos la **ratio entre el rendimiento vía dividendos y los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años**. A finales de la década de 1990, durante la burbuja tecnológica, ambas medidas mostraban niveles extremos de valoración muy similares: el CAPE se había situado en niveles superiores a 40x mientras que la ratio Tipos/Dividendo se incrementó por encima de 5x. Sin embargo, en la situación de mercado actual la ratio Tipos/Dividendo está en el extremo contrario por debajo de 1x (los rendimientos de la bolsa vía dividendos superan a los de los bonos de largo plazo). **La bolsa estadounidense está cara si tenemos en consideración únicamente las métricas absolutas, pero si nos centramos en las métricas de valoración relativa nos encontramos con uno de los momentos en los que ha cotizado con niveles más atractivos.**

**El mayor riesgo de corrección en las bolsas mundiales reside en un repunte de los tipos de interés globales**

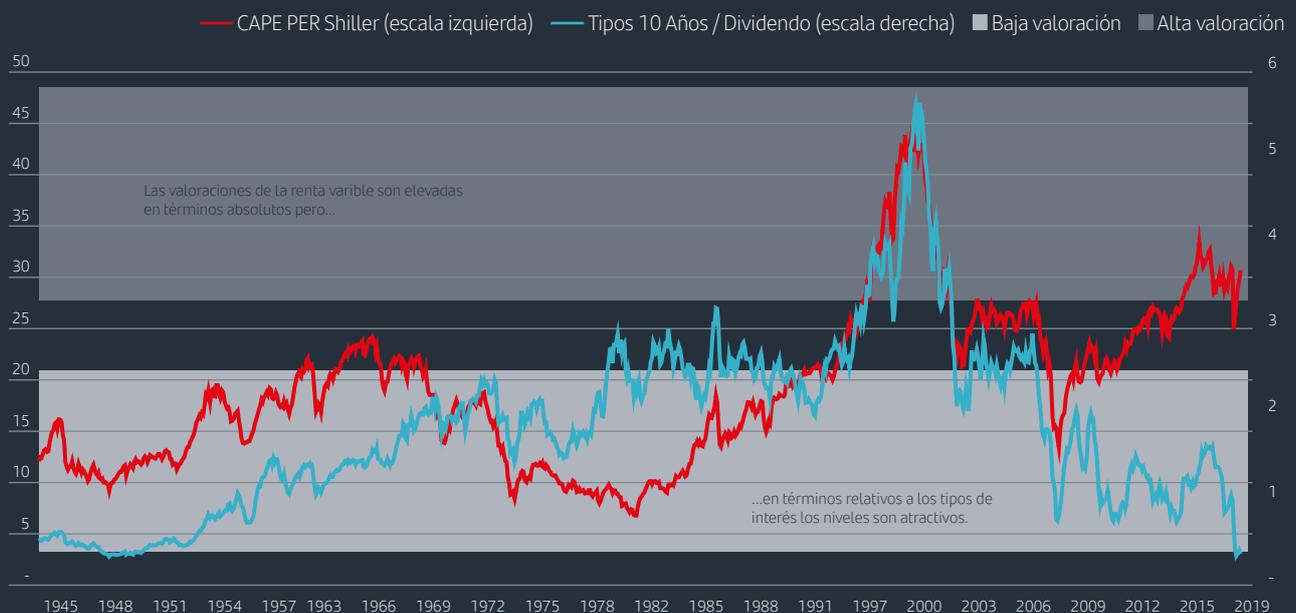
**Los retornos futuros de la inversión en renta variable serán inferiores a los experimentados en la anterior década por el impacto disruptivo de la crisis**

**La inversión en acciones cuenta con un triple apoyo: efectividad de las vacunas, estímulos fiscales y bajos tipos de interés**

### Valoración absoluta y relativa bolsa EE.UU.

Fuente: Bloomberg, Robert Shiller y Universidad de Duke. Datos a 30 de noviembre de 2020

La renta variable sigue siendo atractiva en comparación con la renta fija por los efectos de la heterodoxa política monetaria



# 03 Rediseñando soluciones de inversión

## Recuperación sostenible

La inversión sostenible (ASG) no es una moda pasajera. Un número creciente de inversores quiere ver su dinero fluir hacia inversiones que sean no solo rentables, sino que también reflejen sus valores.

Para más y más inversores, estas áreas son tan importantes como las variables financieras cuando se trata de decidir si invertir o no su dinero en una empresa.

También se pueden obtener mayores rendimientos ajustados al riesgo, ya que los factores ASG pueden influir en la financiación, la reputación y la presión regulatoria de las empresas e industrias.

## Rotación e innovación

El mundo se está recuperando de la COVID-19 y las carteras de inversión deberían reflejar este trasfondo positivo. Manténgase invertido, pero controle el nivel de riesgo.

Para afrontar 2021 con éxito, las carteras deben tener un equilibrio entre inversiones en nuevos modelos de negocio y compañías fuertemente castigadas por la pandemia que se benefician de la recuperación cíclica.

Las inversiones en mercados privados (no cotizados), las soluciones de inversión con control de riesgo/volatilidad y los productos estructurados, ofrecen un potencial de crecimiento y diversificación.

Entrando en 2021, **la gestión tradicional se enfrenta a retos nunca antes vistos**. Los activos que hasta ahora solían ser adecuados para cubrir las necesidades financieras básicas de los inversores, han perdido la capacidad de ofrecer los retornos de antaño. Esto se ha desencadenado por las extraordinarias medidas de política monetaria y fiscal, que han sido muy necesarias y positivas para impulsar la recuperación económica, aunque por el camino han roto paradigmas en términos de inversión. **Las necesidades siguen siendo las mismas pero las soluciones de inversión han de ser rediseñadas** de tal forma que cumplan el objetivo que el inversor espera.

Para aquellas carteras de inversión que tengan como objetivo prioritario la **protección de capital existen soluciones de riesgo controlado** que ofrecen un elevado porcentaje de protección, o que minimizan los escenarios de riesgo y repuntes de volatilidad. Otra manera de diversificar, sin poner mucho capital en riesgo, es mediante el uso de **estructurados con protección parcial de capital**. Adicionalmente, es recomendable **diversificar en activos que ofrezcan protección frente a una mayor inflación tales como el oro, activos inmobiliarios y bonos referenciados a inflación (TIPs)**.

El **objetivo de generar rentas por encima de la inflación** se ve dificultado por el efecto de la relajación cuantitativa (QE) en los rendimientos de todos los activos y de la renta fija en particular. Las primas de riesgo son reducidas, la recuperación económica desigual y los inversores deben ser selectivos y gestionar activamente su exposición a crédito *high yield* y emergente. Es por ello que recomendamos invertir en **soluciones que generen rentas con alta diversificación y sofisticación** y con buena capacidad para gestionar y controlar el riesgo. La **deuda privada, la inversión sistemática, los estructurados con capital en riesgo y los bonos verdes**, son opciones interesantes a incorporar en las carteras que buscan generación de rentas.

Para aquellos inversores cuyo objetivo es el **crecimiento de capital** recomendamos **invertir en carteras que combinen estrategias de rotación cíclica** (inversión en sectores golpeados por la pandemia y con potencial de recuperación) con carteras de fondos y/o acciones que mantengan un sesgo estructural hacia **innovación (gama de soluciones Future Wealth)**. Las **estrategias de inversión sostenible**, lejos de ser una moda, han cobrado importancia y cada vez más los gestores están incorporando criterios ASG en sus procesos de selección de valores. Recomendamos incorporar los criterios de sostenibilidad a sus carteras, ya que optimizan el ratio de rentabilidad/riesgo a sus inversiones. También conviene considerar la inversión alternativa en *private equity*, que en años posteriores a recesiones suele ofrecer rentabilidades muy atractivas por el mayor número de oportunidades de reestructuración.

El entorno de tipos de interés en mínimos y la posibilidad de un repunte de la inflación obligan a migrar a soluciones de inversión diferentes a las tradicionales y contando con un asesoramiento profesional. **Para cualquiera de las necesidades financieras es fundamental respetar el perfil de riesgo del inversor y tener en cuenta tres factores: la diversificación, el enfoque global y el control del riesgo.**

**Manténgase invertido, pero controle el nivel de riesgo**

**Analice la flexibilidad de protección y exposición disponibles vía estructurados**

**Explore las oportunidades que ofrecen los mercados no cotizados (*private equity* y *private debt*)**

**Combine en renta variable la rotación (sectores cíclicos) con la innovación (Soluciones Future Wealth)**

**Incorpore criterios de sostenibilidad en sus inversiones**

**Expanda sus horizontes con un enfoque de inversión global**

	Activos tradicionales	Retos nuevo entorno	Nuevas soluciones de inversión
Liquidez y protección de capital	Monetarios y bonos soberanos	Represión financiera y reftación	Estrategias de control de riesgo y estrategias de baja volatilidad Estructurados con protección parcial de capital Coberturas inflación (oro, inmobiliario, bonos ligados a inflación)
Generación de rentas	Bonos Corporativos Grado Inversión	Relajación cuantitativa (QE)	Inversión selectiva en emergentes y <i>high yield</i> Diversificar activos generadores de rentas Deuda privada y bonos verdes Estructurados con capital en riesgo
Crecimiento del capital	Renta Variable	Disrupción del crecimiento de las valoraciones	Rotación hacia empresas y sectores cíclicos <i>Future Wealth</i> (Temáticas innovación) <i>Private Equity</i> Empresas con enfoque sostenible (ASG)

## Soluciones de riesgo controlado

El **inversor con necesidades financieras de alta liquidez y seguridad en el retorno de capital se enfrenta a uno de los entornos más adversos de la historia**, derivado del impacto de los bajos tipos de interés y la elevada incertidumbre sobre la inflación y el entorno monetario futuro.

La primera opción que los inversores contemplan cuando los tipos de interés son muy reducidos es la de mantenerse en emisiones de alta calidad crediticia (principalmente gobiernos) pero **extendiendo el vencimiento de la inversión**. Esta estrategia de posicionarse en los tramos más alejados de la curva permite capturar la rentabilidad adicional que normalmente viene asociada a estos plazos. Esta prima por incrementar la duración de la inversión recompensa el riesgo de que los tipos de interés suban a futuro y se produzca una variación negativa en el precio de los bonos invertidos. En el siguiente gráfico podemos observar como **en las condiciones actuales esta prima implícita en la pendiente de la curva es bastante reducida** en comparación con la media histórica de la curva de tipos de interés en EUR y en USD.

Las actuaciones de los bancos centrales con compras masivas de bonos han reducido de forma agresiva los tipos de interés de largo plazo con el fin de incentivar la inversión y la toma de riesgo por parte de los agentes económicos. En periodos anteriores de recuperación económica similares al actual, la pendiente de la curva repuntó con fuerza anticipando futuras subidas de tipos de interés, dando oportunidades a los inversores de mejorar su rentabilidad. En esta nueva etapa de reactivación económica, los mensajes de los bancos centrales están siendo muy cautelosos en lo que respecta a futuras subidas de tipos y ello se refleja en el lento repunte de la pendiente en USD (y el nulo en la curva en EUR). Consideramos que **la solución de alargar plazos en las inversiones en bonos gubernamentales todavía no es la óptima por la baja remuneración del riesgo de interés asumido**.

Baja remuneración de las estrategias de alargar duración en la curva

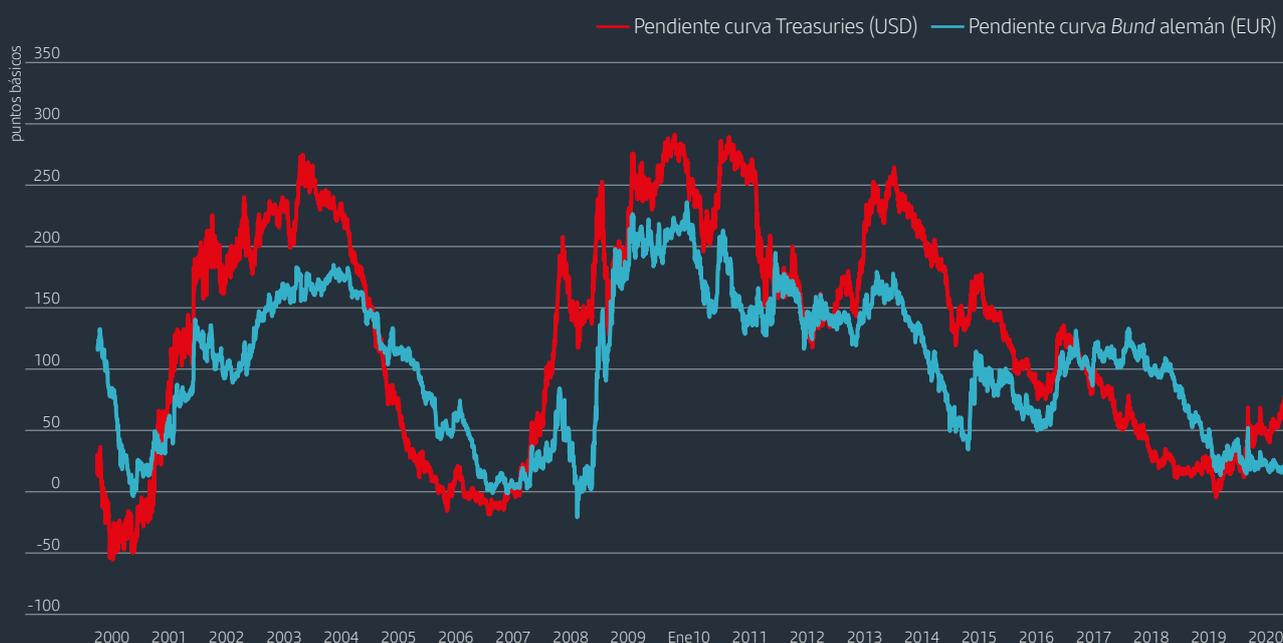
En un entorno de reflación y recuperación económica, los tramos largos tienden a repuntar aunque los bancos centrales limitarán el impacto de estas tensiones

Creciente necesidad de buscar fuentes alternativas de protección con rentabilidad real

### Diferencial 10-2 Años de la curva de bonos soberana

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

#### Baja remuneración del riesgo de duración en las curvas



Otra opción existente para los inversores en la zona Euro ha estado en el **diferencial existente entre las curvas de interés de los distintos gobiernos de la Eurozona**. En el gráfico inferior podemos observar la evolución de los tipos de interés de algunos de estos países y cómo el diferencial entre el riesgo soberano se ha ido reduciendo significativamente. Esto ha sido posible gracias a los programas de compras de activos del Banco Central Europeo, los avances en la consolidación fiscal europea (aprobación del plan *Next Generation EU* de reactivación económica financiado por el presupuesto conjunto de la UE) y el consenso actual de postergar las medidas de austeridad fiscal.

El **diferencial de tipos de interés entre los bonos emitidos por el Gobierno alemán y el italiano se ha estrechado hasta niveles cercanos al 1,0%**, que es el nivel más reducido de los últimos diez años. El arbitraje entre las distintas primas de riesgo soberano de la zona Euro tampoco proporciona rentabilidades netamente diferenciales para el nivel de riesgo asumido.

**Los inversores en busca de seguridad se ven obligados a buscar alternativas que compensen a la baja rentabilidad de los activos tradicionales.** Dado el mayor grado de preocupación por la gestión de la inflación derivado de los anuncios de los bancos centrales respecto a sus mandatos de equilibrio en precios, muchos inversores profesionales se han posicionado en **bonos del gobierno ligados a la inflación**. Los *breakevens* de inflación implícitos en la curva americana protegen a los inversores de subidas en la inflación a largo plazo por encima del 1,7%.

Otra manera de buscar alguna rentabilidad pero sin poner mucho capital en riesgo es mediante el uso de **estructurados con protección parcial de capital**. Dada la prácticamente nula rentabilidad que se genera comprando bonos de alta calidad, es necesario arriesgar algo de capital para poder comprar una opción sobre algún activo o mercado que potencialmente genere una rentabilidad adicional a la inversión. Este vehículo cuenta con la ventaja del elevado número de opciones existentes para estructurar la apuesta y que permite complementar y diversificar la cartera de inversiones.

Los bonos periféricos seguirán disfrutando de la mayor coordinación y cooperación en Europa, aunque su potencial de apreciación es muy limitado

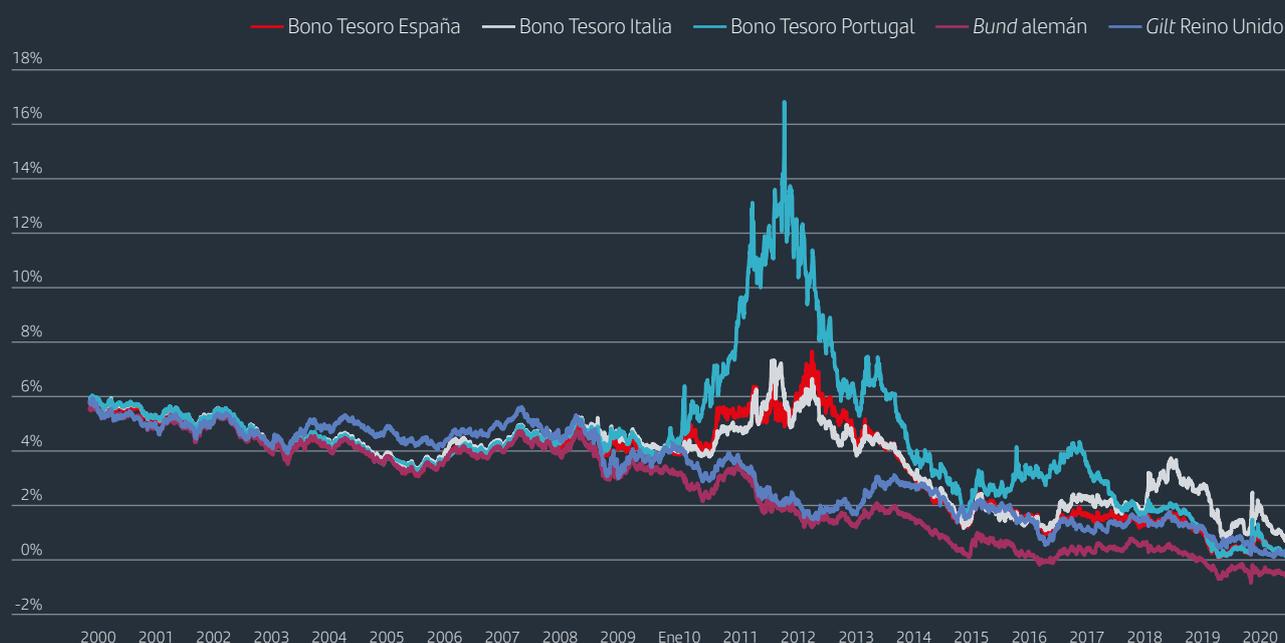
Los bonos ligados a inflación son un instrumento interesante pero poco conocido por el inversor particular

Las notas estructuradas son un vehículo muy eficiente para limitar el riesgo y lograr exposición a múltiples mercados

### Rendimientos bonos 10 años Tesoro gobiernos

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

#### Reducidas oportunidades de arbitraje entre bonos soberanos europeos



Tradicionalmente, el **oro** también ha jugado un **rol importante en la composición de las carteras de alta seguridad** y es uno de los activos clave en los balances de los bancos centrales. Los desequilibrios que existen en el sistema financiero mundial son los que han relanzado la adquisición de oro como reserva de valor y no creemos que los mismos se resuelvan en el corto plazo. El principal inconveniente del oro como activo de inversión ha sido su ausencia de rendimiento (no genera intereses) pero dado el panorama de baja o nula rentabilidad en los bonos gubernamentales este factor ha dejado de ser relevante. El precio del oro en los últimos 2 años ha subido en paralelo al volumen de bonos con rentabilidad negativa a nivel global (en la actualidad ese volumen está en máximos históricos y alcanza la cifra de 17,2 billones de USD). Pero quizás **el mayor atractivo del oro, y la razón por la cual los gestores profesionales lo utilizan como complemento de las inversiones en activos de riesgo, está en su capacidad de cobertura de las carteras en situaciones adversas de mercado**, tal como se puede observar en la siguiente tabla:

Fuente: Bloomberg

	Fechas mercado bajista		Variación MSCI World	Variación Precio Oro
	Inicio corrección	Fin corrección		
Primera Guerra del Golfo	16/07/1990	28/09/1990	-21,3%	12,4%
LTCM ( <i>Long Term Capital Management</i> )	20/07/1998	05/10/1998	-20,3%	0,2%
Crisis Tecnológica (TMT)	27/03/2000	09/10/2002	-49,8%	14,2%
Crisis Financiera Global (GFC)	31/10/2007	09/03/2009	-57,8%	15,8%
Crisis Europea (Grecia)	02/05/2011	04/10/2011	-22,0%	5,1%
Crisis COVID-19	09/02/2020	23/04/2020	-34,0%	10,2%
<b>Media</b>			<b>-34,2%</b>	<b>9,6%</b>

La inversión en bonos corporativos también es una opción, aunque su función es principalmente la de generación de rentas y conlleva un riesgo crediticio que puede poner en riesgo la protección de capital dada la sensibilidad de las apuestas en crédito al ciclo económico. Recomendamos **estrategias de control del riesgo que incorporen y gestionen los niveles de volatilidad** a la hora de garantizar un alto grado de preservación de capital. Este tipo de gestión solo puede ser puesta en práctica por equipos profesionales de gestión que cuentan con sistemas sofisticados de medición de los riesgos individuales de cada inversión y de los riesgos agregados del portfolio. Los asesores de Santander Private Banking (SPB) y los gestores de Santander Asset Management cuentan con las **herramientas cuantitativas para controlar los niveles de volatilidad de las carteras altamente diversificadas** y con distintas opciones para invertir en estas estrategias con niveles de riesgo diferenciados. En la medida en que la única manera de conseguir algún tipo de rentabilidad positiva sea invirtiendo en activos de riesgo, **las soluciones donde la gestión del riesgo sea prioritaria son una buena opción si no se quiere perder de vista la protección de capital.**

Como hemos explicado antes, no está claro que los bonos gubernamentales nominales proporcionen el equilibrio de cartera que han aportado históricamente y hemos examinado diferentes alternativas para complementarlos en carteras conservadoras. Por tanto, debería considerarse la posibilidad de **incorporar dentro de su perfil de riesgo una gama de instrumentos más amplia que la de los bonos gubernamentales nominales, a fin de obtener protección de capital y rendimientos reales durante la próxima década.**

El oro ha actuado como cobertura de capital en épocas de crisis de mercados

El ahorro conservador que necesite asumir riesgo debe hacerlo controlando la volatilidad

Mantenemos una preferencia por los bonos corporativos de calidad que cuentan con el apoyo del QE frente a los Tesoros

## Soluciones de generación de rentas

En el apartado 2.2 hemos analizado el escenario al que los inversores, que tienen como objetivo financiero principal la obtención de rentas, se enfrentan a futuro dado el fuerte descenso en la rentabilidad a vencimiento de los bonos corporativos. Actualmente, la renta fija corporativa de grado de inversión ofrece rentabilidades a vencimiento inferiores al 2% en el caso de emisores estadounidenses y del 0,5% en el caso de los emisores europeos.

Estas rentabilidades pueden ser insuficientes para compensar el nivel de inflación futura y, por tanto, obliga a los inversores a complementar el núcleo de su inversión en bonos de alta calidad crediticia con otro tipo de inversiones que permitan obtener un plus de generación de rentas para así lograr el objetivo de generar rentabilidad real.

**El entorno de recuperación económica y los bajos tipos de interés son tradicionalmente favorables para la inversión en bonos de compañías de mayor riesgo y endeudamiento y, por tanto, una estrategia de exposición moderada a este tipo de bonos puede ser una fuente de rendimiento adicional de cara a 2021.** Recomendamos invertir a través de vehículos gestionados para lograr ser muy selectivo en los sectores y compañías de menor calidad crediticia y mitigar el riesgo del fuerte deterioro en los balances de muchos emisores durante la pandemia.

Recomendamos una cartera bien diversificada de bonos corporativos con una exposición moderada al segmento de menor calidad crediticia dentro de la categoría *high yield* como estrategia más adecuada para generar rentas. La búsqueda de mayores rendimientos en el universo de renta fija conlleva asumir mayores riesgos crediticios, pero consideramos que **el riesgo de impagos se mantendría moderado mientras el coste de financiación se mantenga reducido, los bancos centrales sigan proveyendo de liquidez y la recuperación económica siga su curso.** El sector bancario está dando muy buenas señales de situación de capital, por lo que esperamos que se mantenga el estrechamiento de diferenciales en los bonos del sector financiero.

Con tipos de interés al cero, los inversores no pueden obtener rentas sin asumir algo de riesgo adicional

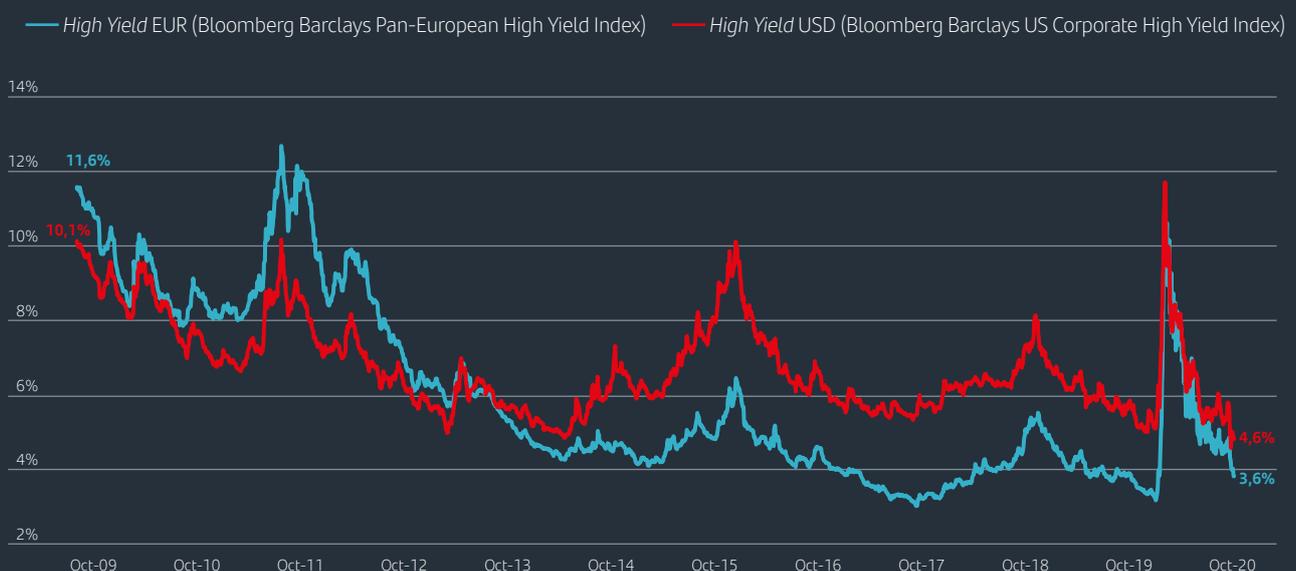
El entorno para el crédito sigue siendo favorable, aunque hay que buscar complementos a los bonos corporativos de buena calidad

La inversión en *high yield* es una opción que genera rentas adicionales, pero es recomendable realizarla a través de vehículos gestionados profesionalmente

### Rendimiento a vencimiento índices de bonos *high yield*

Fuente: Índices Bloomberg Barclays. Datos a 30 de noviembre de 2020

El apoyo de los bancos centrales y el apetito por obtener rendimientos favorece el estrechamiento de diferenciales



**Los mercados emergentes se han beneficiado de la acción decisiva de la Reserva Federal y otros bancos centrales del mundo desarrollado.** La inyección de enormes cantidades de liquidez en los mercados ha ayudado a apuntalarlos. Adicionalmente, aunque los bancos centrales de las economías emergentes suelen tener recursos más limitados, también han puesto en marcha medidas para aliviar las consecuencias de la crisis.

**Las economías emergentes se han enfrentado a una tormenta perfecta, tanto por el lado sanitario como por la vertiente financiera.** Además del coste sanitario, han tenido que hacer frente a las pérdidas de actividad provocadas por las medidas de contención internas, la caída en picado de la demanda externa, el colapso de los precios de las materias primas y una repentina interrupción de los flujos de capital.

En sus etapas iniciales, los mercados emergentes sufrieron lo que el BIS<sup>1</sup> y otros han denominado una "parada repentina" de entradas de capital. El capital no sólo dejó de fluir hacia estos mercados, sino que en muchos casos comenzó a moverse en la dirección opuesta. Además de las salidas de capital, se ha producido **una fuerte depreciación de las monedas emergentes**. Sin embargo, al menos en los mercados financieros, la situación ha mejorado considerablemente desde las semanas complicadas de marzo, con una **recuperación de los flujos de capital y de los niveles de confianza de los inversores**.

En un contexto de recuperación cíclica de la economía y de las materias primas, la inversión en una cartera diversificada de bonos de países emergentes puede aportar diversificación y una mejora muy necesaria en los niveles de generación de rentas gracias a sus mayores niveles de tipos de interés nominales.

A la hora de buscar alternativas de generación de rentas fuera del nicho tradicional de bonos corporativos, conviene también explorar las opciones que proporcionan tanto activos como

Los mercados emergentes han sufrido bastante al inicio de la crisis

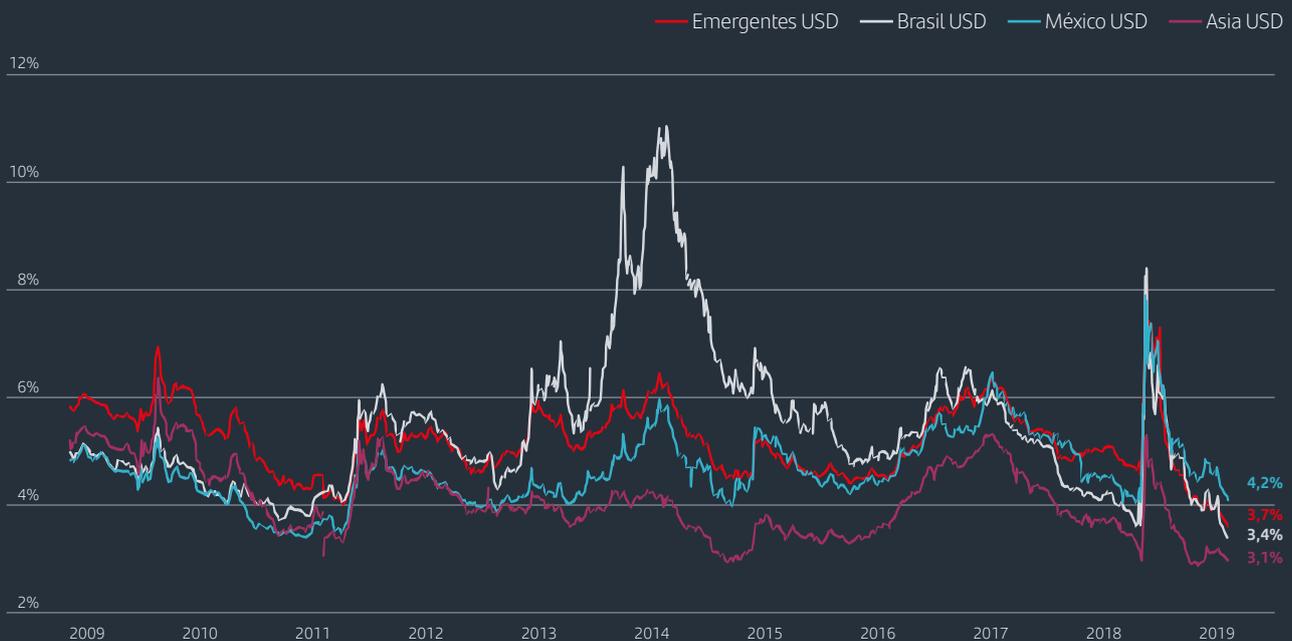
La mejora de las divisas emergentes frente al USD, la recuperación cíclica y su positiva repercusión en las materias primas deben favorecer a los bonos emergentes

Al igual que en acciones consideramos que hay que empezar a considerar los bonos asiáticos como elemento de diversificación y generación de rentas

## Rendimiento a vencimiento índices de bonos emergentes

Fuente: Índices Bloomberg Barclays. Datos a 30 de noviembre de 2020

Los bonos de países emergentes generan todavía un rendimiento diferencial al de los países desarrollados



<sup>(1)</sup> Bank of International Settlements

**estrategias alternativas.** Nos referimos a **soluciones de inversión sistemática, notas estructuradas, deuda privada o gestión alternativa.**

Las **notas estructuradas** tienen una gran ventaja por su **flexibilidad, tanto en el diseño de los niveles de protección de capital como en la selección de subyacentes y en la direccionalidad y apalancamiento al subyacente.** En colaboración con expertos de mercados de capitales, nuestros asesores pondrán a su disposición productos estructurados con opción a generar rentas adicionales y que responden a **oportunidades tácticas de generar valor** en todo tipo de situaciones de mercado y de subyacentes.

Otra vía alternativa a invertir en crédito es a través de los mercados de **deuda privada no cotizada (private debt).** El crédito privado es un activo definido por los préstamos no bancarios en los que la deuda no se emite ni se negocia en los mercados públicos. Estos activos no tienen una liquidez inmediata en los mercados cotizados y para tener acceso a su potencial de retorno los inversores tienen que sacrificar liquidez y apoyarse en gestores especializados. El crédito privado ha sido una de las clases de activos de más rápido crecimiento debido a la fuerte demanda de los inversores impulsada por la **excelente rentabilidad conseguida en los últimos veinte años** y un mercado cada vez más activo por el lado de la oferta.

El gráfico inferior muestra las tasas internas de retorno (IRR, metodología que mide la rentabilidad anualizada desde el comienzo de la inversión hasta su retorno al inversor) de la industria de deuda privada tanto en los niveles superiores como en la mediana (más representativo de la media del sector). La rentabilidad obtenida (promedio de 8,2%) ha sido similar a la de la renta variable global con una elevada consistencia en las rentabilidades de los distintos años de inversión. Estamos hablando de **inversiones que se alejan de la simplicidad de los bonos cotizados y con una importante prima de iliquidez,** pero su inclusión en una cartera de inversión puede generar un plus importante de rentabilidad y diversificación.

Existen alternativas de inversión con un mayor grado de complejidad, que pueden ser un buen complemento para el entorno actual

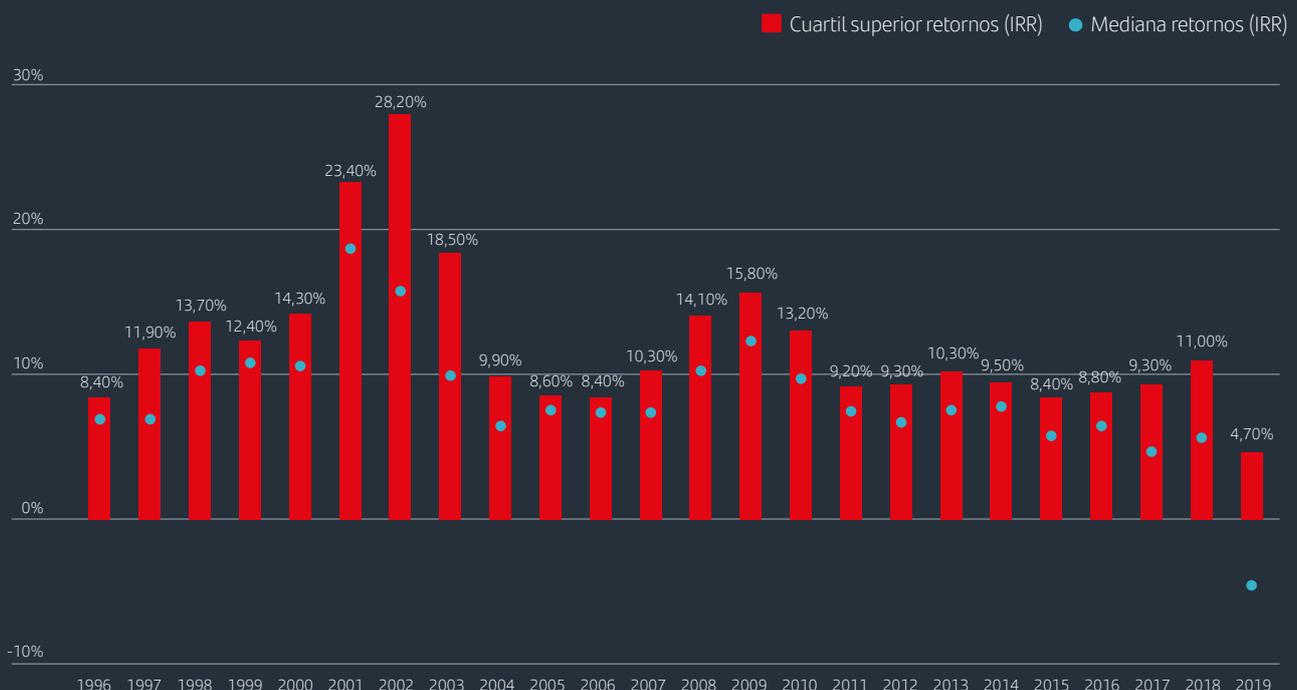
Las notas estructuradas pueden ser un vehículo óptimo para generar un mayor nivel de rentas asumiendo distintos niveles de riesgo y de exposición a múltiples mercados

La inversión en mercados no cotizados debe realizarse de la mano de gestores expertos dada la mayor dispersión de retornos en la deuda privada

### Rendimientos históricos (IRR) de los fondos de deuda privada

Fuente: Hamilton Lane y Cambridge Associates

La mediana de los retornos en los fondos de *private debt* ha compensado su falta de liquidez



Cada vez es más difícil alcanzar los niveles de rendimientos que los inversores han podido obtener en el pasado. Sin embargo, **un enfoque táctico con una gestión profesional de la inversión que pueda buscar oportunidades en una amplia variedad de clases de activos, puede ayudar a los inversores a alcanzar esos niveles de rentabilidad adicional.** El gráfico inferior intenta representar el nivel de rentas que generan los distintos tipos de activos financieros, ilustrando el nivel y tipología de riesgo que se asume para generar esos rendimientos. Un equipo de gestión profesional puede acceder y combinar todos esos instrumentos y, gracias a plataformas y sistemas sofisticados de inversiones, conocer y controlar el nivel de riesgo y adecuarlo al perfil del inversor.

En momentos en los que la incertidumbre es alta, los mercados son propensos a valorar erróneamente los activos de forma temporal e ignorar el potencial de retornos a largo plazo con esos activos. Sin embargo, los gestores profesionales pueden identificar esos desajustes en valoración y posicionarse en estos activos generando rendimientos adicionales. Para hacerlo de manera eficiente, es necesario tener **capacidad de valorar los riesgos que se incorporan a la cartera**, calcular la contribución marginal al riesgo de toda la cartera y tener la libertad de explorar una amplia gama de productos e instrumentos.

Los inversores que tienen como objetivo la generación de rentas tienen que asumir que, en el entorno actual, **las vías tradicionales de rentabilidad tienen que ser complementadas con nuevos instrumentos y métodos de gestión.** Los asesores y banqueros de Santander Private Banking ponen a su disposición distintas alternativas de productos y asesoramiento para optimizar la rentabilidad de sus carteras de inversión respetando su perfil de riesgo.

Recomendamos diversificar la generación de rentas con un mix adecuado de riesgos

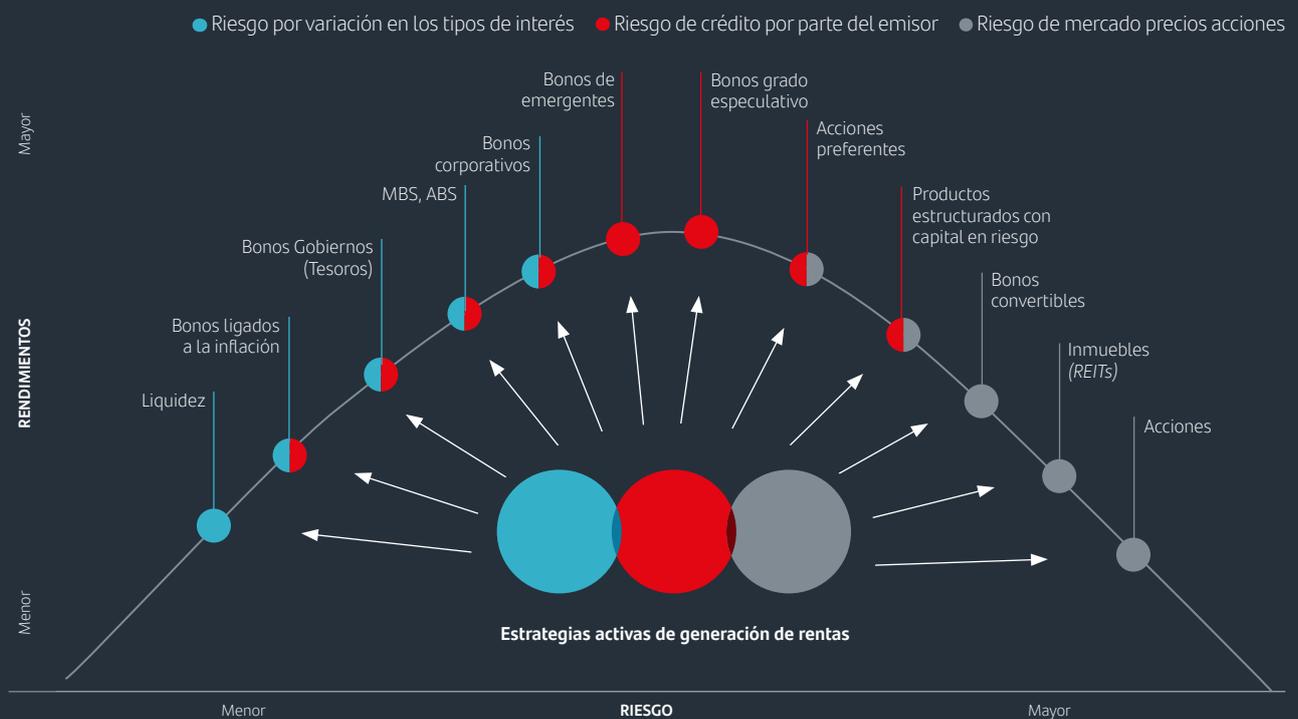
La tendencia natural de los inversores cuando la rentabilidad de los activos decrece es la de asumir más riesgo, por lo que es clave el apoyo de una gestión profesional

Es necesario más que nunca conocer y gestionar el riesgo global de las carteras en su conjunto

## Estrategias activas de generación de rentas

Fuente: elaboración propia<sup>(1)</sup>

La búsqueda de activos de generación de rentas debe hacerse con gran diversificación y control del riesgo



<sup>(1)</sup> Esta clasificación de fuentes de generación de rentas es ilustrativa y dinámica, y está sujeta a cambio en función de variables objetivas (momento de mercado, geografía, etc.).

## Soluciones de crecimiento en un entorno de disrupción

El escenario para el inversor es complejo, tal como analizamos en el apartado 2.3, pero consideramos que la renta variable puede seguir aportando valor como generador de rentas (dividendos) y apreciación de capital, siempre que la reapertura sea definitiva gracias a la inmunización y se mantengan activos los programas de estímulos monetarios y fiscales.

Consideramos que, de cara a los próximos trimestres, va a ser necesario tener una cartera más equilibrada entre sectores e índices más cíclicos y sectores que tienen un posicionamiento estratégico más favorable en las tendencias de crecimiento futuro. Nuestra recomendación de cara a 2021 es posicionarse en renta variable en los dos extremos del espectro de crecimiento de beneficios, manteniendo, por un lado, una exposición a los valores beneficiados por las nuevas tendencias de futuro, pero rotando desde las acciones con mayor revalorización en 2020 hacia sectores y temáticas menos exploradas.

Los cambios que las medidas de confinamiento han provocado pueden clasificarse en dos categorías: temporales y estructurales. Con temporales, nos referimos a actividades como la restauración, el ocio o el turismo que se han visto gravemente afectadas, pero que consideramos que volverán a recuperarse en mayor o menor medida cuando vuelva la normalidad. Los cambios que consideramos estructurales son los que vienen provocados por mutaciones permanentes en los hábitos de consumo, como por ejemplo actividades en donde la experiencia de usuario *online* está resultando más atractiva para el usuario y la digitalización ha demostrado su capacidad para reducir costes drásticamente.

En Santander Private Banking hemos lanzado en 2020 un **nuevo servicio de asesoramiento para ayudar a nuestros clientes a descubrir las temáticas en las que se está produciendo disrupción y mayores oportunidades de monetizar la innovación**. Este servicio lo hemos denominado **Future Wealth** y parte de un análisis *top-down* en el que se han seleccionado las temáticas de inversión que consideramos más interesantes de cara al futuro. Estas tendencias las hemos agrupado en tres grandes bloques de innovación: *Future Society*, *Future Tech* y *Future Planet*.

En **Future Society** hemos seleccionado los cambios estratégicos que afectan a demografía y los hábitos de consumo. Las temáticas seleccionadas permiten posicionar las inversiones apalancándose en el crecimiento de la **innovación en la salud** y hacia el **consumidor del futuro**, teniendo en cuenta las demografías de mayor crecimiento: la clase media en Asia, los *Millennials* y el envejecimiento de la población.

### Rentabilidad destacada de las temáticas seleccionadas en Future Wealth

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

Santander future wealth  <b>33,6%*</b>						
<b>27,0%</b> future society 	<b>47,6%</b> Ciencias de la vida	<b>61,5%</b> Tecnología de la salud	<b>-2,0%</b> Bienestar	<b>38,9%</b> Millennials	<b>-2,0%</b> Envejecimiento población	<b>18,3%</b> Consumidores asiáticos
<b>39,7%</b> future tech 	<b>62,8%</b> Internet de las cosas	<b>29,4%</b> Robótica	<b>80,7%</b> Inteligencia artificial	<b>24,6%</b> Comercio electrónico	<b>23,8%</b> Fintech	<b>16,9%</b> Ciberseguridad
<b>34,0%</b> future planet 	<b>131,6%</b> Transición energética	<b>17,9%</b> Acción climática	<b>5,1%</b> Escasez de recursos	<b>29,3%</b> Economía circular	<b>13,9%</b> Materiales inteligentes	<b>6,0%</b> Transporte futuro

\* Rentabilidad ponderada en EUR de los fondos y ETFs más representativos de cada una de las temáticas en 2020 (a fecha 30.11.2020). Rentabilidades pasadas no son indicativo de resultados futuros.

Recomendamos una rotación hacia los sectores más golpeados por el confinamiento y con mayor capacidad de recuperación cíclica en sus beneficios

Consideramos que, en este entorno de disrupción, hay que mantener un sesgo estructural hacia empresas innovadoras con estrategias de liderazgo en las nuevas tendencias

Con el lanzamiento de *Future Wealth* hemos desarrollado una plataforma de asesoramiento en las nuevas temáticas de crecimiento e innovación

En **Future Tech** nos centramos en las aplicaciones derivadas de los nuevos descubrimientos tecnológicos con dos grandes bloques de oportunidades. El primero lo denominamos **Cuarta Revolución Industrial** y agrupa todas las innovaciones que están permitiendo un aumento exponencial en la capacidad de los robots y objetos de realizar tareas que antes solo podíamos hacer los humanos. La segunda área de oportunidad la denominamos **Next Digital** y en ella seleccionamos todas las áreas de innovación que están permitiendo a los humanos acceder a servicios en formato *online* gracias a la digitalización.

En **Future Planet** analizamos las opciones de creación de valor derivadas de una mayor sensibilidad de nuestra sociedad hacia la conservación del planeta. En las temáticas de **Cambio Climático** exploramos las tecnologías que están permitiendo la transición energética, el uso de recursos naturales escasos o la lucha contra la contaminación. En **Ciudades Inteligentes** agrupamos las oportunidades de creación de valor en todos los campos de la economía circular, la transición hacia el transporte del futuro y la innovación en materiales más eficientes energéticamente.

No obstante, hay que tener cuidado en no incurrir en riesgos indeseados sobreponderando de forma excesiva alguna de estas tendencias. Existe la posibilidad de que muchas de estas nuevas empresas puedan estar sobrevaloradas por varios motivos: retrasos en la implantación de estas tecnologías disruptivas, mayores costes en el desarrollo o capacidad de respuesta de las empresas tradicionales.

La filosofía de asesoramiento de **Santander Future Wealth** tiene un enfoque de largo plazo. Es una manera de invertir en innovación y posicionarse en las tendencias de futuro con una filosofía de selección de compañías altamente diversificada y profesionalizada.

Como mencionábamos anteriormente, es necesario **ser disciplinado y evaluar el factor moda** que normalmente acompaña a las épocas en donde se producen cambios tan considerables. Sólo a modo de ejemplo, se puede mencionar el caso de la empresa Zoom Video, que ha alcanzado una gran notoriedad como una de las aplicaciones cuyo uso se ha disparado a raíz de los confinamientos y ha dotado a su acción con un *momentum* positivo y un crecimiento muy significativo en su número de usuarios.

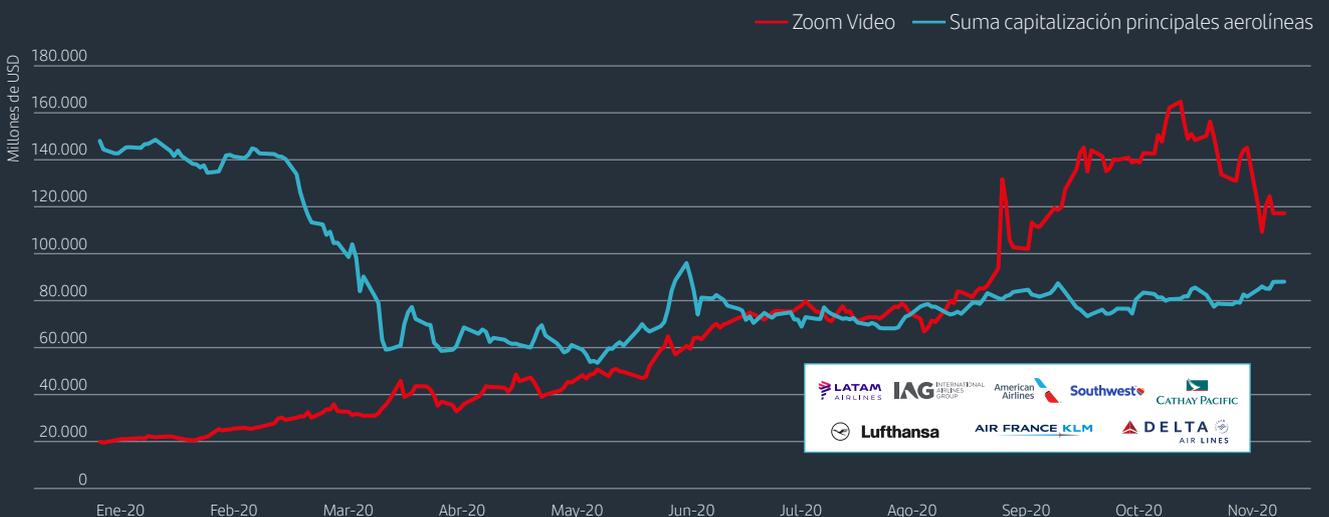
Recomendamos posicionarse en temáticas de crecimiento como transición energética, inteligencia artificial, *Internet of Things* o investigación genómica en salud

La innovación exige un mayor horizonte de inversión, el apoyo de gestoras especializadas en cada temática y una amplia diversificación de las apuestas

### Evolución de la capitalización bursátil de Zoom Video respecto al sector de las aerolíneas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 21 de noviembre de 2020

Esperamos que en 2021 se estreche la dispar valoración de las empresas cíclicas y las de nuevas tecnologías



En contraposición, se pueden identificar casos como la industria de las aerolíneas que han acusado sensiblemente su valoración debido al impacto de la pandemia. **La experiencia de los mercados hace observar que los cambios tan acusados en las valoraciones hay que tomarlos con cautela y es de esperar cierta reversión a la media**, en especial en los valores cíclicos que tanto han sufrido con las restricciones sanitarias, en un entorno donde creemos probable una vuelta a la normalidad por el efecto conjunto de la eficacia de las vacunas y de los estímulos gubernamentales.

Esperamos, por tanto, un cierto grado de rotación hacia compañías que han experimentado importantes caídas en su cotización por haber estado expuestas a los aspectos más adversos de las medidas de confinamiento. Muchas de estas empresas tienen actualmente la consideración de acciones "value" por cotizar a múltiplos muy inferiores a la media del mercado y pertenecen en gran medida al sector industrial, energético, ocio y financiero. Tal como se observa en el siguiente gráfico nos encontramos en el momento de mayor divergencia histórica en términos de diferencial de revalorización entre acciones de crecimiento (*growth*) y *value*.

El año 2020 ha sido, sin duda, el año del "Stay-at-Home" y de los valores a prueba de pandemias ("COVID-19 proof"), pero **2021 puede ser el año de la recuperación de los valores más representativos de la anterior normalidad.**

En este sentido, un claro ejemplo en 2020 han sido **las bolsas europea y latinoamericana**. Ambas regiones tienen una **composición sectorial con un alto sesgo cíclico** (mayor peso empresas financieras, automóviles y energía), y con la crisis sanitaria y los confinamientos han sufrido una importante caída de los beneficios empresariales. Adicionalmente, las empresas que componen estas bolsas tienen un elevado apalancamiento operativo, son más sensibles a los ciclos económicos y, por tanto, su crecimiento en beneficios se ve ampliado tanto al alza como a la baja en momentos de fuerte o débil crecimiento.

De cara a 2021, esperamos ver un panorama más favorable para ambas regiones en la medida en que los riesgos de nuevos cierres se desvanezcan por la llegada de una vacuna y los planes de estímulo monetario y fiscal mantengan el tono económico. Esta situación puede permitir que surjan oportunidades de inversión, dado el deseo de rotación de los participantes

Recomendamos rotar parcialmente desde empresas "Work-from-Home" muy apreciadas a compañías "Back-to-Work" muy castigadas en su valoración

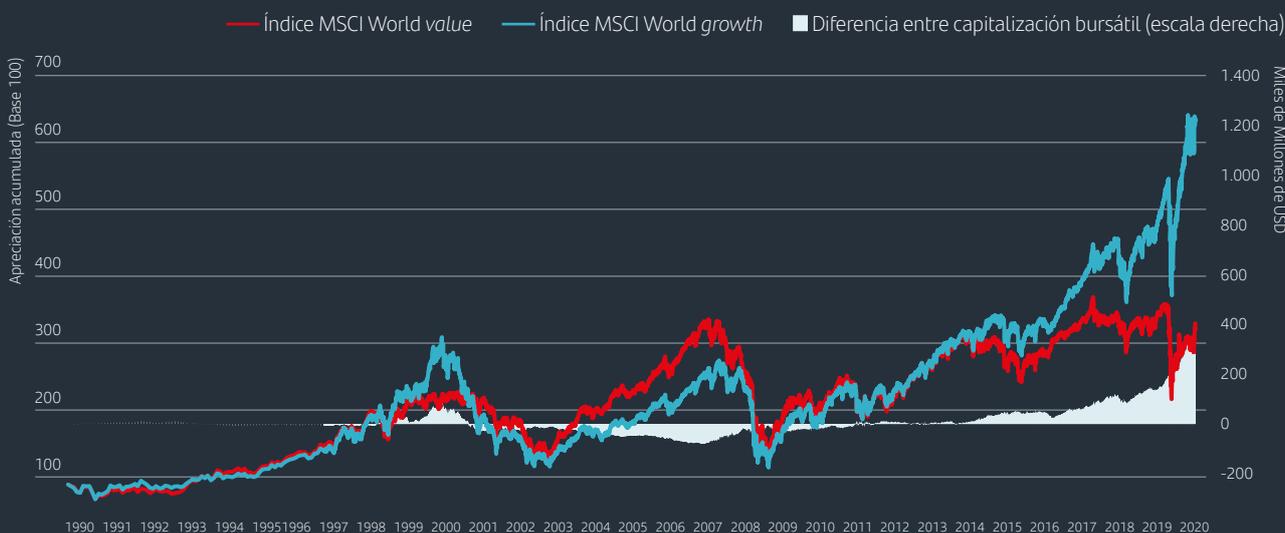
El diferencial de revalorización y valoración entre empresas *value* y *growth* es el mayor de la historia

La recuperación debería traer consigo una cierta reversión a la media en los múltiplos de valoración de los distintos sectores y estilos de inversión

### Apreciación acumulada de los índices mundiales de renta variable *growth* y *value*

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de noviembre de 2020

La diferencia en retornos y valoración entre empresas de *growth* y *value* es extrema



del mercado hacia bolsas, sectores y/o compañías que no estén en máximos de valoración y que se han quedado rezagadas en los primeros compases de la recuperación económica.

Dentro de las bolsas emergentes, **recomendamos tener exposición a la bolsa china** dado el vigor de su recuperación económica, su éxito en la gestión de la crisis sanitaria y las implicaciones de crecimiento del nuevo plan quinquenal. La bolsa china representa ya un porcentaje superior al 40% en la capitalización del índice *MSCI Emerging Markets*. La magnitud y vigor de la economía china y el crecimiento e innovación de muchas de sus empresas conlleva un elevado coste de oportunidad si no incorporamos al gigante asiático en las carteras globales. En nuestra opinión, **la bolsa y la economía china tienen ya un tamaño y una relevancia que no deben ser ignorados.**

**El entorno de elevada disrupción e innovación también puede generar oportunidades en el mundo de la gestión alternativa**, y en concreto en la inversión en activos no cotizados a través del *private equity*. En el gráfico inferior podemos observar como los retornos de los índices de *private equity* han generado un enorme diferencial de rentabilidad respecto a los activos tradicionales. Durante los últimos 20 años, los fondos de *private equity* han generado un retorno del 11,3% de forma anualizada, en comparación con el 5,9% del índice S&P 500. A medida que las empresas de todas las geografías se tambalean por el *shock* sin precedentes de la pandemia, **el *private equity* puede suponer una fuente de capital excepcionalmente ágil** para ayudar a las empresas a obtener financiación, mientras que, a su vez, pone la liquidez a trabajar en adquisiciones de empresas a múltiplos de valoración favorables.

Dado su horizonte de inversión a largo plazo, las empresas de *private equity* pueden ayudar a las empresas que necesitan oxígeno financiero para sobrevivir durante la recuperación económica, en un entorno en el que las oportunidades de inversión son mucho más atractivas.

A medida que las empresas privadas y públicas se enfrentan por igual a las disrupciones causadas por el coronavirus en sus plantillas, sus cadenas de suministro y sus flujos de ingresos, la demanda del capital flexible y paciente que ofrecen muchas empresas de *private equity* puede superar la oferta.

Los gestores de fondos de *private equity* tienen una enorme flexibilidad y capacidad financiera para aprovechar las oportunidades del entorno actual

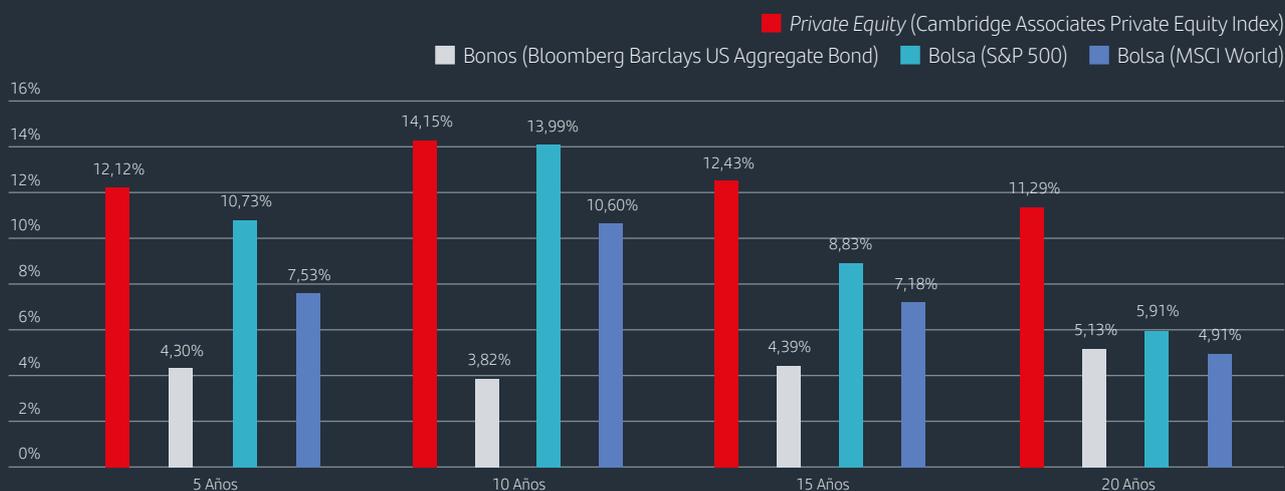
Consideramos que una cartera con enfoque global debe tener exposición al crecimiento en Asia. No se debe ignorar el crecimiento y dimensión de China a la hora de invertir

Esperamos un mejor entorno para la inversión en empresas europeas y emergentes en línea con la recuperación cíclica y value

### Retornos históricos del *private equity* en relación a activos tradicionales

Fuente: Cambridge Associates y Bloomberg (Datos a 30 Junio 2020)

La inversión en activos no cotizados vía *private equity* ha generado retornos diferenciales en el largo plazo



Una dinámica similar caracteriza los ciclos anteriores, que muestran que los beneficios de los compromisos de *private equity* materializados justo en los trimestres posteriores a una crisis superan a los de otros periodos. Los rendimientos del *private equity* se miden sobre la base del año de cosecha, definido a menudo como el año en que un fondo comienza a hacer inversiones en las empresas subyacentes.

Tal como se observa en el gráfico inferior, en las dos últimas décadas los fondos que comenzaron a invertir justo después de una crisis (como en el periodo 2001 a 2004, tras el estallido de la burbuja de las puntocom, o los de 2009 a 2012, tras la crisis financiera mundial) tuvieron un rendimiento un 68% superior al de los fondos cuyos años de inversión cayeron durante el pico de crecimiento económico del ciclo tardío (como los de 1998 a 2000 o 2005 a 2007). Esto puede deberse en gran medida a que los fondos de *private equity* obtuvieron precios más favorables durante las recesiones del mercado.

Es probable que las distorsiones del mercado causadas por la actual crisis sanitaria mundial creen un nuevo conjunto de oportunidades de *private equity*. Dado que la COVID-19 ha impactado más en algunas industrias y regiones que en otras, los rendimientos de los fondos individuales de *private equity* pueden mostrar una mayor dispersión que antes de la pandemia.

En la medida en que se produzca la esperada inmunización y reactivación económica, la inversión en activos sensibles al crecimiento (renta variable, *private equity*, bolsas emergentes, etc.) puede proporcionar retornos positivos. Si bien el entorno presenta un elevado grado de incertidumbre y las valoraciones limitan el retorno potencial a medio plazo, consideramos que **una gestión global y diversificada en activos de crecimiento puede generar retornos positivos**. Mirando al futuro inmediato el panorama para el inversor es complejo con luces y sombras: pocas opciones de rentabilidad en los instrumentos de bajo riesgo, optimismo al percibirse luz al final del túnel en la crisis sanitaria, mantenimiento del apoyo de las políticas monetarias y fiscales, valoraciones elevadas y posible recuperación cíclica. En este escenario consideramos que una inversión equilibrada y diversificada en activos de riesgo bajo asesoramiento profesional puede seguir generando óptimos retornos, tal como se ha demostrado en los últimos meses.

Las mejores añadas (*vintages*) para la inversión se producen en los momentos posteriores a una importante recesión económica

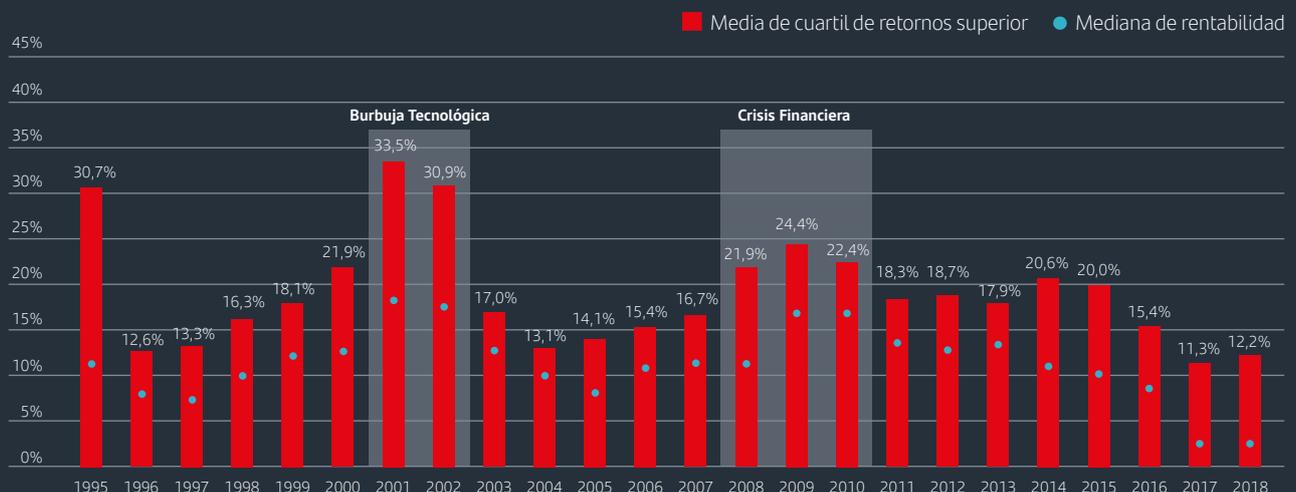
La inversión en mercados no cotizados es cada vez más relevante y el potencial de rentabilidad es mayor tal como se evidencia en los retornos históricos

La inversión en mercados no cotizados aporta valor por las elevadas primas de riesgo por iliquidez, diversificación y acceso a un perfil distinto de compañías y sectores

## Retornos anualizados a vencimiento de *private equity* por año de inversión

Fuente: Cambridge Associates

Los mejores añadas para invertir en *private equity* son en los años posteriores a una crisis económica



## Soluciones de inversión sostenible

**La pandemia ha acelerado la transición hacia una economía más circular, resistente, inclusiva y sostenible.** Las iniciativas de los gobiernos en términos de cambio climático y otras cuestiones ambientales, plasmadas en nuevas regulaciones, en impuestos sobre el carbono y en inversión pública, se han incrementado de manera importante en los últimos meses. **Recientemente China, el país con mayores emisiones de carbono a la atmósfera, ha incorporado en sus presupuestos una partida importante (1% de su PIB anual) para conseguir la "neutralidad de carbono" en 2060.** Las compañías se han puesto en marcha, pues las políticas climáticas y las condiciones de financiación favorecerán a aquellas que apuesten por infraestructuras verdes y por tecnologías de baja emisión de carbono. Por ello, **los inversores deberán replantear sus carteras teniendo en cuenta las inversiones ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno).**

Entre las mayores iniciativas gubernamentales está el **Acuerdo Verde Europeo**, lanzado a finales de 2019 por la Comisión Europea (CE), **cuyo objetivo principal es lograr que Europa alcance la neutralidad de carbono para 2050 y para lo cual se ha destinado alrededor de 1 billón de EUR.** Este acuerdo se considera parte integral de la estrategia de la Comisión para aplicar la Agenda 2030 de las Naciones Unidas y para los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). En **EE.UU.**, Joe Biden ha anunciado una transformación verde para lo cual en los próximos cuatro años se invertirán **2 billones de USD en proyectos de infraestructura ecológica, se renovará el compromiso de EE.UU. con el Acuerdo de París y se reducirán las emisiones de carbono para cumplir con la neutralidad en 2050.** Junto con China, los países de la UE y EE.UU., son 30 los países que tienen un compromiso de neutralidad de carbono, siendo ellos mismos los que emiten cerca del 43% del dióxido de carbono del mundo. En la tabla se observa el tamaño de las iniciativas de las principales economías y el año en que se han comprometido a alcanzar la neutralidad de carbono.

**Cada vez más inversores se interesan por la inversión sostenible como una solución que, además de ofrecer rentabilidades interesantes, también representa sus valores sociales.** El desempeño de las empresas está intrínsecamente ligado a la capacidad para navegar los cambios en las sociedades en las que se basan. Se ha visto que el perfil de riesgo de las compañías mejora cuando incorporan criterios ASG en sus procesos y que, esto se

Las iniciativas de los gobiernos en términos de sostenibilidad y la aplicación de criterios ASG por parte de las empresas irán en aumento a futuro

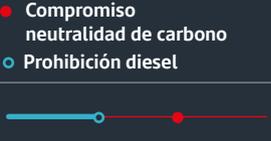
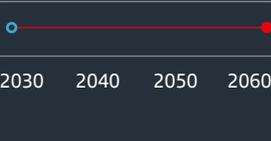
El compromiso para alcanzar la neutralidad del carbono entre 2050 y 2060 viene acompañada de importantes partidas de dinero por parte de los gobiernos

Contribuir de manera positiva con la sostenibilidad no está en disputa con obtener buenos rendimientos financieros

### Políticas medioambientales dirigidas a la economía verde

Fuente: World Economic Forum, Our World in Data, Reuters y elaboración propia

Los gobiernos se han comprometido a alcanzar la neutralidad del carbono y a financiar proyectos de transición verde

	Emisión de CO <sub>2</sub> y gases de efecto invernadero		Objetivo de neutralidad de carbono	Planes contra el cambio climático	
	Crecimiento 10 años	Cuota global	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Compromiso neutralidad de carbono</li> <li>○ Prohibición diesel</li> </ul>	Inversión	Programa
 Unión Europea	-11,9%	15,4%		1 billón EUR	Acuerdo Verde Europeo
 Reino Unido	-30,4%	1%		12 MM GBP	Inversiones Revolución Industrial Verde
 EE.UU.	-8,6%	14,8%		2 billones USD	Plan de Energía Limpia de Joe Biden
 Japón	-5,7%	3,2%		60 MM Yen	Fondos para promover energías renovables
 China	36,5%	27,5%		1% del PIB anual	Inversión anual en transición energética

traduce en una mayor valoración y una mejor reputación en el mercado. En 2020 ha quedado demostrada la fuerte correlación entre las altas puntuaciones ASG y las empresas de alta calidad con características resistentes. **Los índices de renta variable con un enfoque ASG se probaron por primera vez en un mercado en recesión y han conseguido superar a los índices tradicionales en los tres últimos años. La conclusión que podemos extraer de este comportamiento es que no son incompatibles los objetivos financieros de rentabilidad de un inversor con sus objetivos de contribuir de manera positiva con la sostenibilidad.**

El interés de los inversores también está recogido en las entradas netas a los fondos **que invierten de acuerdo con los principios ASG. De acuerdo con la categorización de Morningstar, entre enero y junio de 2020 se registraron entradas netas de 71.100 millones de USD en todo el mundo**, con lo que los activos gestionados en este tipo de productos alcanzaron un nuevo máximo de más de 1 billón de USD. Como se puede observar en el gráfico, en el año 2020 a pesar de las caídas de mercado de marzo los fondos sostenibles continúan aumentando sus activos bajo gestión. A pesar de este gran incremento observado, **las carteras vinculadas a objetivos ASG son todavía una porción reducida (aproximadamente un 2,4%) de los 41 billones de USD que atesoran los fondos de inversión en todo el mundo.**

Un área que está creciendo bastante rápido dentro del universo de las inversiones sostenibles es la de la **inversión de impacto**. Su objetivo es invertir en empresas, organizaciones y fondos, que generen un **impacto social o ambiental positivo y medible**, además de un rendimiento financiero favorable. Sir Ronald Cohen, pionero de la inversión de impacto social en todo el mundo, destaca la importancia del sistema financiero para cubrir los problemas sociales a los que nos enfrentamos, al afirmar que "las empresas tendrán que tener impacto, al igual que tienen que mostrar integridad financiera si quieren tener éxito". Aunque este mercado es todavía relativamente joven, con un tamaño estimado por la GIIN (*Global Impact Investing Network*) de 715.000 millones de USD en 2019, es una de las alternativas de inversión sostenible que irá ganando relevancia en los próximos años.

**En el mercado de instrumentos de deuda, una solución de inversión en donde está muy definido su objetivo, son los bonos de sostenibilidad.** Los fondos obtenidos a través de estos instrumentos de deuda se destinan a financiar proyectos que **benefician al medio ambiente, en el caso de los bonos verdes, a la sociedad, en el caso de los bonos sociales, o a una**

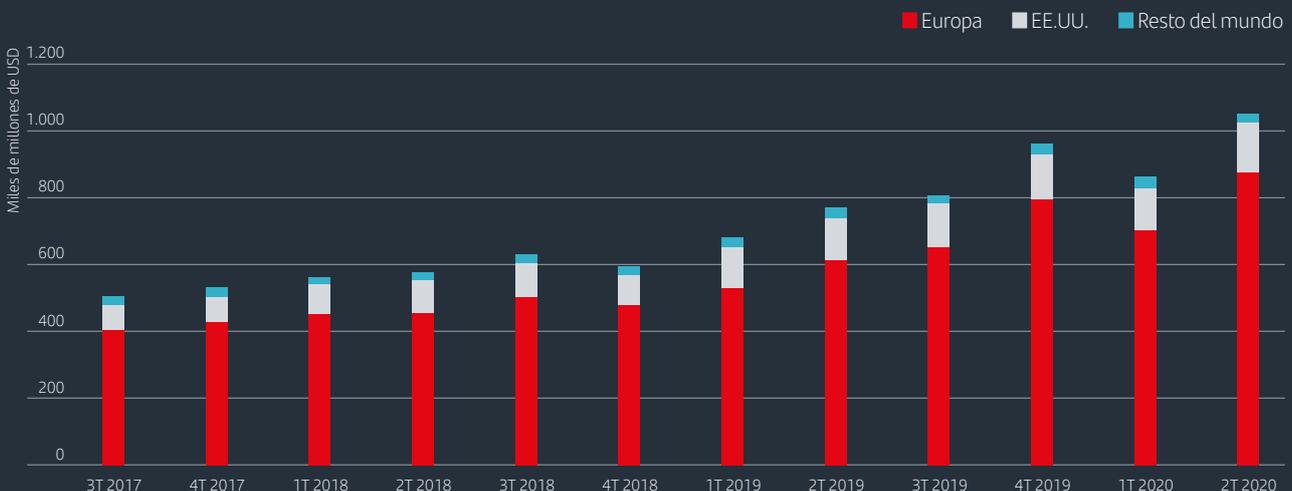
El universo de soluciones de inversión con características ASG crecerá de manera importante en los próximos años

Las inversiones de impacto son aquellas que se hacen con la intención de generar impacto social y medioambiental, además de retorno financiero

### Activos bajo gestión en fondos ASG

Fuente: Morningstar Direct

Los fondos ASG alcanzaron 1 billón de USD ayudados por el impulso generado por la pandemia



### combinación de objetivos sociales y de medio ambiente, los llamados bonos sostenibles.

En la actualidad **el mercado más desarrollado de los tres es el de bonos verdes**. Estos bonos tienen que estar alineados con los *Green Bond Principles*, lo cual garantiza la integridad del mercado en términos de transparencia, divulgación y reportes de actuación. En la actualidad, los emisores europeos representan alrededor del 50% del volumen mundial. Dicho esto, es de resaltar el fuerte crecimiento en América Latina, en donde las emisiones han aumentado un 57% en el primer trimestre de 2020. **Los bonos sostenibles, al combinar objetivos sociales y de medioambiente, se pueden asociar más fácilmente a los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas y son más adecuados para una gama más amplia de emisores**, debido a la mayor elegibilidad de proyectos en dónde invertir los recursos. Se espera que los bonos de sostenibilidad alcancen los 425.000 millones de USD en 2020, con la siguiente distribución: 58% de bonos verdes, 24% de bonos sociales y 18% de bonos sostenibles, lo cual, como se puede observar en el gráfico, ha ido variando en el tiempo, con los bonos sociales y los sostenibles ganando importancia dentro de este mercado.

Una incorporación más reciente a este mercado son los **bonos vinculados a la sostenibilidad (SLB, por sus siglas en inglés)**. Estos bonos constituyen un fuerte incentivo para que los emisores cumplan su compromiso de impacto, ya que **el coste de la deuda se ve directamente afectado por el cumplimiento de algunos objetivos de sostenibilidad**. Nuestra expectativa es que los bonos vinculados a la sostenibilidad sigan creciendo en los próximos años, ya que ofrecen la flexibilidad de otros instrumentos de deuda ordinarios, al tiempo que permiten a las empresas reiterar sus compromisos y objetivos sostenibles.

La creciente conciencia social con respecto a los temas de sostenibilidad seguirá incrementándose, y las empresas se enfrentarán cada vez más a un escrutinio en lo que se refiere a los temas ambientales, sociales y de gobierno. Por tanto, aquellas soluciones de inversión en donde se tengan en cuenta los principios ASG tienen buenas perspectivas de futuro.

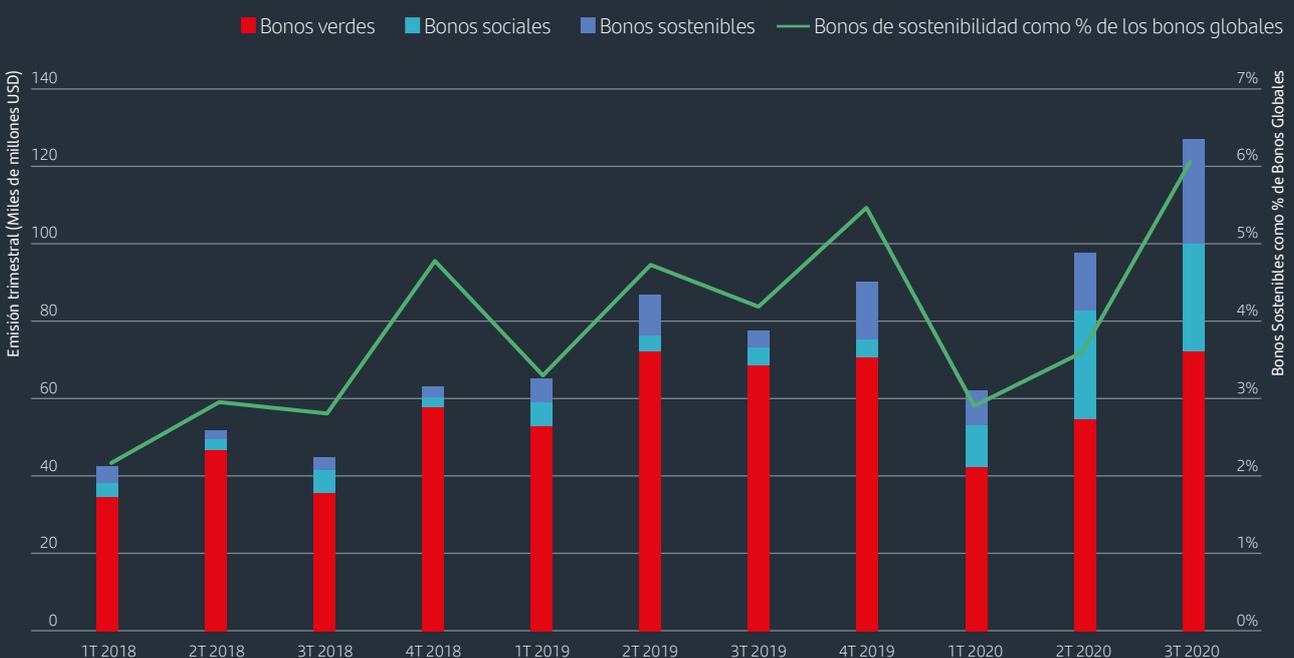
Los bonos de sostenibilidad, bien sean verdes, sociales o sostenibles destinan los fondos para financiar proyectos específicos que benefician al medio ambiente, a la sociedad, o a los dos en su conjunto

La pandemia va a poner bajo escrutinio las decisiones que tomen las empresas y que impactan tanto a empleados como a los clientes, y a la sociedad en general. La inversión sostenible busca maximizar el valor para todos ellos

### Emisión de bonos de sostenibilidad

Fuente: Morningstar

#### Recuperación del mercado de bonos verdes lleva a emisiones récord en el tercer trimestre de 2020



# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Nov. 2020
RV EE.UU.	S&P 500 TR	18,9% RV Emergente	38,3% Gobierno Zona Euro	28,1% Gobierno Zona Euro	54,4% RV Japón	71,3% Gobierno Zona Euro	15,4% RV Europa	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	3,3% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	14,0% RV EE.UU.
RV Japón	Topix TR	17,6% Materias Primas	7,6% Gobierno España	20,9% RV Japón	32,4% RV EE.UU.	61,3% Gobierno España	12,1% RV Japón	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	0,1% Gobierno Zona Euro	27,7% RV Mundial	11,2% RV Mundial
RV España	Ibex35 TR	15,1% RV EE.UU.	2,6% HY Global	19,3% HY Global	27,8% RV España	13,7% RV EE.UU.	1,4% RV EE.UU.	11,4% Materias Primas	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	26,8% RV Europa	10,2% RV Emergente
RV Emergentes	MSCI EM TR	13,9% HY Global	2,1% RV EE.UU.	18,2% RV Emergente	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	-0,1% Liquidez	11,2% RV Emergente	21,8% RV EE.UU.	-1,5% IG Europa	18,4% RV Emergente	4,8% Gobierno España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	12,5% Gobierno Zona Euro	2,0% IG Europa	18,1% RV Europa	21,1% Gobierno España	8,6% RV España	-0,5% IG Europa	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	4,5% HY Global
Materias Primas	Commodity RB TR	11,8% RV Mundial	0,9% Liquidez	16,0% RV EE.UU.	20,8% RV Europa	8,3% IG Europa	-0,8% RV Mundial	6,6% Gobierno Zona Euro	10,6% RV Europa	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	4,3% RV Japón
RV Mundial	MSCI World TR	4,8% IG Europa	-5,5% RV Mundial	15,8% RV Mundial	8,0% HY Global	7,2% RV Europa	-3,6% RV España	5,7% Gobierno España	10,2% HY Global	-8,7% RV Mundial	12,6% HY Global	3,7% Gobierno Zona Euro
IG Europa	ERLO TR	1,0% RV Japón	-7,8% RV España	13,2% IG Europa	2,4% IG Europa	4,9% RV Mundial	-4,2% HY Global	4,8% IG Europa	1,9% IG Europa	-10,8% RV Europa	10,1% Gobierno España	2,7% IG Europa
Liquidez EUR	Eonia TR	0,4% Liquidez	-8,6% RV Europa	2,8% RV España	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Gobierno España	2,6% RV España	1,7% Gobierno España	-11,5% RV España	8,1% Gobierno Zona Euro	-0,4% Liquidez
HY Global	HW00 TR	-2,8% RV Europa	-13,4% Materias Primas	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-0,1% HY Global	-14,9% RV Emergente	1,7% RV Europa	0,7% Materias Primas	-13,0% Materias Primas	6,2% IG Europa	-4,5% RV Europa
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-12,9% RV España	-17,0% RV Japón	-1,1% Materias Primas	-9,6% Materias Primas	-2,2% RV Emergente	-16,3% Gobierno Zona Euro	0,6% RV Japón	-0,2% Gobierno Zona Euro	-14,6% RV Emergente	5,4% Materias Primas	-8,1% Materias Primas
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-37,1% Gobierno España	-18,4% RV Emergente	-3,8% Gobierno España	-46,6% Gobierno Zona Euro	-17,0% Materias Primas	-22,3% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-13,1% RV España

+  
Rentabilidad  
-

Datos a 30 de noviembre de 2020

# Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Wealth Management & Insurance



-  Jacobo Ortega
-  Cristina Rodríguez Iza
-  Francisco Simón

-  Eduardo Castro
-  Mario Felisberto

-  Kent Peterson
-  Stefano Amato
-  John Mullins

-  Alfredo Sordo

-  Diego Ceballos

-  Nicolás Guaia

-  José Mazoy
-  Ana Rivero
-  Agustín Carles



-  Álvaro Galiñanes
-  Alfonso García Yubero
-  Felipe Arrizubieta

-  Manuel Pérez Duro
-  Nicolás Pérez de la Blanca
-  Carlos Shteremberg
-  José Rodríguez

-  Gustavo Schwartzmann
-  Rafael Bisinha
-  Rafael Arelios Neves

-  Christian Pieck
-  Pablo Figueroa

-  Fernando Bustamante
-  Eduardo Gibbs

-  Catarina Luis Gali Roseira
-  Paulo Jorge Sa Luis

-  Carlos Mansur

-  Dolores Ybarra
-  Juan de Dios Sánchez-Roselly
-  Cristina González Iregui
-  Mafalda da Gama

Con la colaboración de Aralar Pérez Azpiroz y Alberto Güemes Hernández

**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.



Con la colaboración de

