

Octubre 2021



Informe
trimestral

Cuellos de botella en la recuperación económica global

Los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales y la persistencia de contagios por las variantes víricas están repercutiendo en la desaceleración del crecimiento económico a corto plazo. Sin embargo, la demanda embalsada y las condiciones financieras favorables siguen apoyando el camino hacia la plena recuperación.

La economía mundial está pasando de una recuperación basada en los estímulos a una expansión orgánica y autosostenida. Hasta ahora, los bancos centrales han tenido éxito en comunicar de forma efectiva la transición hacia una menor acomodación monetaria y han evitado el nerviosismo de los mercados. Los actuales rendimientos reales negativos en los mercados desarrollados descuentan un escenario muy favorable en inflación o en subidas de tipos de interés que cada vez parece menos probable.

Las exigentes valoraciones de los activos de riesgo implican una alta sensibilidad del mercado ante sorpresas negativas. Destacamos cuatro riesgos que podrían implicar repuntes de volatilidad en los próximos meses: la persistencia de la inflación, el mercado inmobiliario chino, la compresión de los márgenes empresariales y la incertidumbre de la política fiscal en Estados Unidos. No obstante, consideramos que la tendencia alcista de la renta variable y el crédito sigue estando respaldada por las valoraciones relativas, la mejora de los beneficios empresariales y un entorno de política monetaria todavía acomodaticio.

Mensajes clave para 4T 2021

Los cuellos de botella y las variantes de la Covid-19 demoran la recuperación global

La economía mundial sigue avanzando hacia la plena recuperación gracias a unas condiciones financieras muy favorables. Sin embargo, las expectativas de crecimiento se han moderado debido al impacto de la variante Delta y a importantes cuellos de botella en la cadena de valor mundial. Creemos que el actual ciclo expansivo aún encuentra apoyo en las políticas monetarias expansivas, en el optimismo de las empresas, y en la demanda reprimida.

Los estímulos continúan apoyando la economía

Los banqueros centrales han tenido éxito hasta ahora en convencer a los inversores sobre la naturaleza de corto plazo del repunte inflacionista y sobre la conveniencia de empezar a reducir las compras de activos. Sin embargo, el proceso de subida de tipos de interés promete ser más problemático, como ya se ha visto en los mercados emergentes en 2021. Los inversores confían en que el inicio de esas subidas y el aumento de los impuestos sigan estando fuera del radar en los próximos doce meses, pero las probabilidades de que se produzcan antes son cada vez mayores.

Los activos de riesgo siguen respaldados por los flujos y las valoraciones relativas

Tras los buenos resultados de los primeros 9 meses de 2021, muchos inversores se preguntan si el mercado puede mantener el ritmo. Seguimos creyendo que la fase alcista para los activos de riesgo no ha terminado, ya que los activos de menor riesgo no son una alternativa y la economía mundial no se ha recuperado del todo de la conmoción de la pandemia. Sin embargo, las valoraciones absolutas están cada vez más elevadas, y esto es una fuente de fragilidad y preocupación sobre la volatilidad y los rendimientos futuros.

01 Mensajes contradictorios en el radar económico

El ciclo económico se adentra en una fase en que los datos de crecimiento e inflación empiezan a ser más contradictorios. La dificultad mundial para controlar los casos de Covid-19 está alejando las esperanzas de una reactivación económica rápida y sostenida, obligando a las empresas a reajustar sus planes y revisar sus previsiones.

Durante el verano, las expectativas han pasado de una reapertura total y cercana gracias al crecimiento y los estímulos, a una perspectiva de recuperación algo más lenta y desigual. El índice de confianza del consumidor de la OCDE sigue mejorando a nivel mundial, pero economías como Estados Unidos y China, que salieron antes de la crisis, empiezan a mostrar una inflexión en la senda de mejoría. Parece claro que la variante Delta ha llevado a un deterioro de la confianza y a la pérdida de impulso de los indicadores económicos.

Aun así, en términos generales, **la situación financiera de los hogares se mantiene fortalecida gracias a los generosos programas de estímulo de los gobiernos en las economías desarrolladas y, las condiciones financieras mundiales son muy favorables para la inversión empresarial.** La economía europea es un buen ejemplo de fuerte recuperación de la crisis del coronavirus. El crecimiento en la zona Euro superó al de Estados Unidos y China en el segundo trimestre de 2021, más del 70% de los adultos de la UE están totalmente vacunados, la inversión está en auge y el desempleo está disminuyendo. Sin embargo, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, se mostró recientemente cautelosa al afirmar que "no estamos fuera de peligro" y destacó riesgos como la variante Delta o los cuellos de botella para los próximos meses, a pesar de haber elevado sus previsiones de crecimiento por tercera vez consecutiva este año.

Un buen ejemplo de las **señales contradictorias que proporciona la publicación de datos económicos** puede observarse en los dos gráficos siguientes. Las medidas de "sorpresa" (es decir, la comparación de los datos oficiales publicados con las previsiones de los economistas) en cuanto a crecimiento, empezaron a deteriorarse y **se volvieron negativas durante el verano.** Al mismo tiempo, los **datos de inflación han sorprendido al alza superando las expectativas en todo el mundo.** Los economistas ven riesgos a la baja para la economía mundial, pero siguen esperando un crecimiento sólido en 2021.

La variante Delta ha llevado a un deterioro de la confianza y a la pérdida de impulso de los indicadores económicos

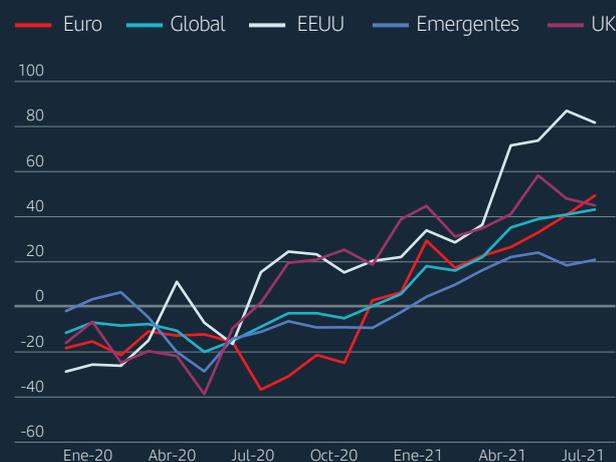
Aumenta la incertidumbre sobre si la recuperación de la economía mantendrá el buen ritmo que ha tenido hasta el momento

La economía global da señales mixtas de inflación y crecimiento

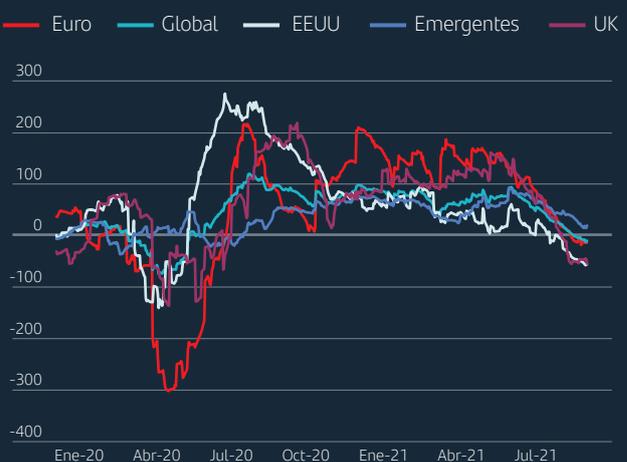
Fuente: Bloomberg

La combinación de alta inflación y bajo crecimiento preocupa a los inversores

Inflación - Citi Inflation Surprise Index



Crecimiento - Citi Economic Surprise Index



El camino hacia la normalidad requiere vacunas de refuerzo

Han pasado casi 18 meses desde el inicio de la pandemia y la economía se va recuperando y fortaleciendo a medida que aumenta la inmunización. Aun así, el mundo se enfrenta a la variante Delta y la necesidad de una vacuna de refuerzo parece ser la única forma de mantener un alto nivel de eficacia.

A finales de 2020 se decía que se alcanzaría la "inmunidad de rebaño" cuando el 70% de la población estuviese inoculada. Según *Our World in Data*, que recopila todos los datos disponibles en el mundo sobre la Covid-19, el porcentaje de población con al menos una dosis es ligeramente superior al 40% a nivel mundial, con marcadas diferencias por regiones como se puede ver en el gráfico inferior. Si bien es cierto que las nuevas infecciones disminuyeron en general en torno al mes de junio (ver gráfico superior), la aparición de la variante Delta ha provocado nuevos repuntes en el contagio, especialmente entre la población no vacunada.

Es probable que el escepticismo sobre las vacunas sea prácticamente residual a medida que aumenten las pruebas de su eficacia. Un estudio realizado por el Servicio de Salud Pública de Inglaterra demostró que dos dosis de la vacuna de Pfizer-BioNTech tenían una eficacia del 96% contra la hospitalización por la variante Delta, mientras que la vacuna de Oxford-AstraZeneca tenía una eficacia del 92%. También se ha demostrado que la eficacia de las vacunas disminuye con el tiempo, por lo que podría ser necesaria una dosis de refuerzo para que las personas mayores mantengan un alto nivel de eficacia más prolongado. Cuanto mayores sean las tasas de infección de las nuevas variantes, mayor será el porcentaje de vacunación necesario. No obstante, no consideramos que constituya un obstáculo para la recuperación, ya que los agentes económicos se han acostumbrado a lidiar con este tipo de incertidumbre, incluidos los gobiernos. Sin embargo, la posibilidad de nuevas variantes de la Covid-19 que no estén cubiertas por las vacunas sigue siendo el mayor riesgo potencial para la estabilidad del mercado y el crecimiento económico.

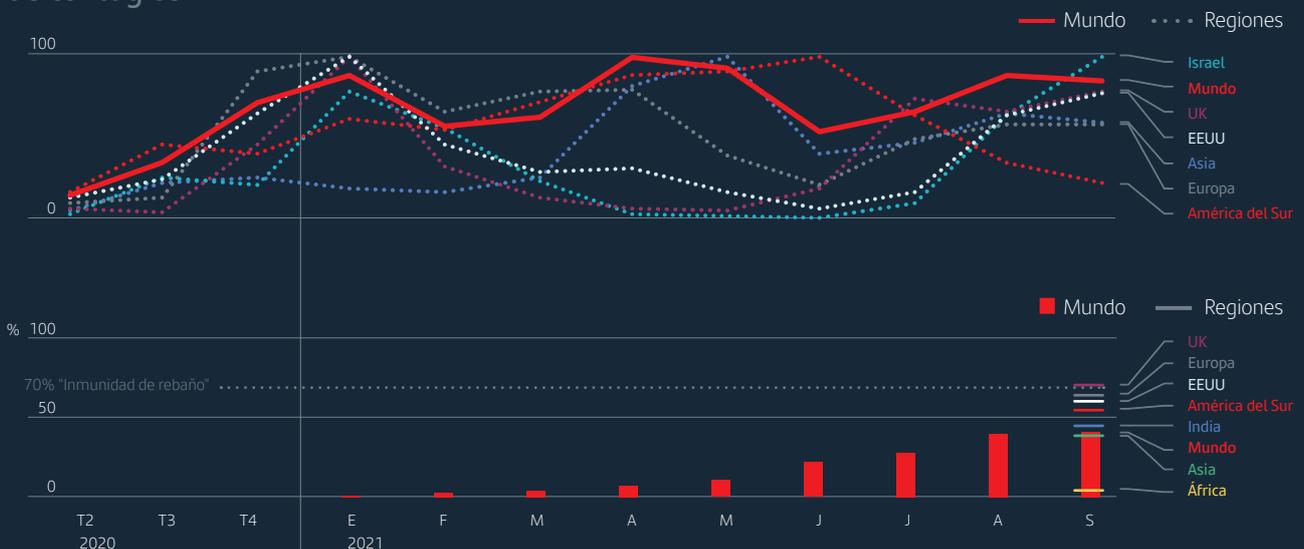
La pandemia continúa a través de nuevas variantes que, hasta el momento, no han logrado descarrilar el proceso de recuperación

La mayor capacidad de contagio de la variante Delta, aún entre las personas ya vacunadas, implica que hay una "nueva normalidad" que difiere de esa idea de retorno al mundo pre-Covid que se anhelaba con la llegada de las vacunas

Promedio de nuevos casos diarios por millón (100=nivel máximo) y porcentaje de población vacunada en el mundo

Fuente: *Our World in Data* a 7 de septiembre de 2021. El porcentaje de personas vacunadas se refiere a la población total e incluye a aquellos que han recibido al menos una dosis

A pesar de los altos niveles de vacunación, la variante Delta ha incrementado el número de contagios



Los cuellos de botella son una mala noticia a corto plazo, pero podrían extender la recuperación

La interrupción de las cadenas de suministro está causando disrupciones. Aunque algunos productos han visto reducida su oferta, la producción mundial de manufacturas está cerca de un máximo histórico. El problema se centraría más bien en un desequilibrio entre la oferta y la demanda más que en un problema de "menos oferta". **Desde mediados de la década de 1970, las empresas no habían sufrido tantos retrasos en las entregas de los proveedores, y las encuestas empresariales realizadas por IHS Markit indican que los problemas logísticos siguen aumentando.** Un ejemplo muy claro del impacto de la escasez de semiconductores y de personal puede observarse en la industria automotriz (véase el gráfico inferior), que se ha visto obligada a recortar la producción de forma significativa para asignar adecuadamente el limitado número de microchips a las plantas de montaje de automóviles.

A lo largo de 2021, los consumidores de las economías desarrolladas han ido gastando los ahorros que acumularon durante el confinamiento. Ese gasto se ha dirigido a los bienes más que a los servicios, debido a las restricciones por la pandemia en el sector servicios, o porque los consumidores se sienten más seguros evitando los negocios relacionados con los servicios. Esto ha llevado a un nivel extraordinario de demanda de bienes que ha aumentado el gasto en bienes duraderos muy por encima de la tendencia.

El auge está creando dos tipos de cuellos de botella. El primero está relacionado con las cadenas de suministro. Hay escasez de todo, desde madera hasta semiconductores. El segundo **está en los mercados laborales**, especialmente el estadounidense. En agosto se crearon solamente 235.000 puestos de trabajo en Estados Unidos, muy por debajo de los 720.000 previstos. Sin embargo, las ofertas de empleo están en máximos históricos y las empresas tienen dificultades para cubrir los puestos. Algunas de estas tensiones deberían aliviarse en los próximos doce meses. Las cadenas de suministro mundiales se ajustarán y reforzarán, y el mercado laboral se adaptará a las nuevas demandas. La recuperación de la pandemia no será ni mucho menos fácil. **La buena noticia es que todavía hay mucha demanda reprimida en muchos sectores (vivienda, automóvil, semiconductores...), por lo que la escasez a corto plazo no parece tener el potencial de hacer descarrilar la recuperación económica.**

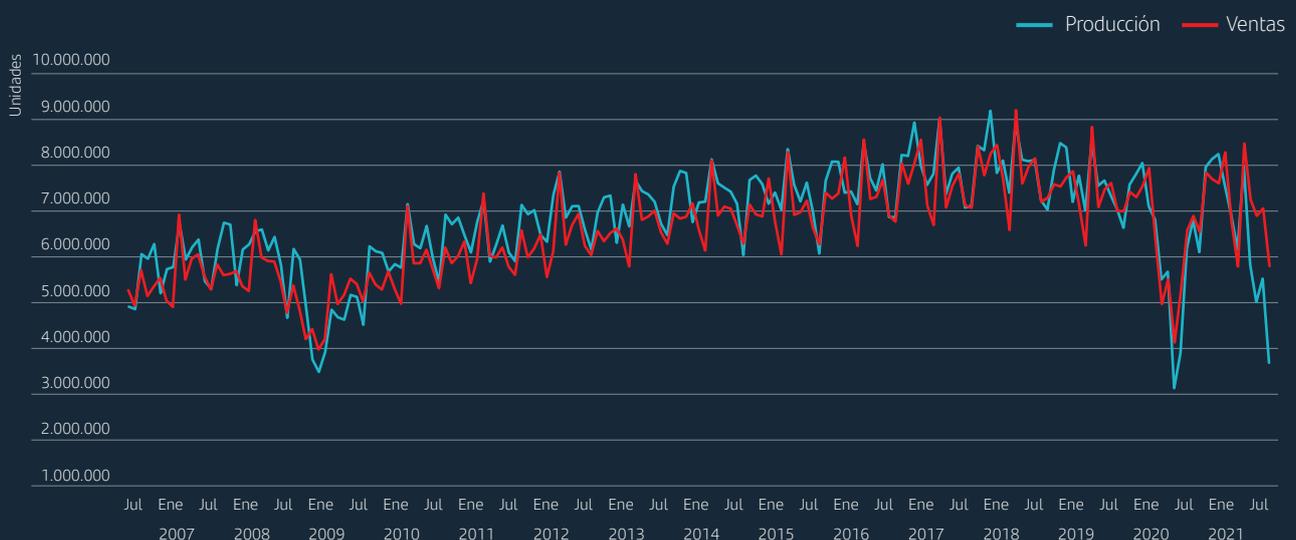
Muchos sectores están sufriendo escasez de materiales y retrasos en las entregas como consecuencia de las disrupciones causadas por la pandemia

Se mantiene el optimismo empresarial con respecto al crecimiento aunque preocupa la escasez y el repunte de precios en los suministros

La producción global de vehículos se desploma y no llega a satisfacer la demanda actual

Fuente: Wards Intelligence y Datastream

El desabastecimiento de chips está causando serios problemas a la industria automovilística



El ciclo económico ha superado el pico de crecimiento

El impulso de la recuperación económica ha disminuido en los últimos meses. Los indicadores de confianza revelan un comportamiento dispar entre los principales mercados desarrollados, así como una divergencia con los mercados emergentes. **El aumento de los contagios, los cuellos de botella en la producción, las limitaciones de la oferta de mano de obra y el fin de varias medidas de estímulo en Estados Unidos concretamente, están provocando una moderación -aunque los niveles de crecimiento siguen siendo muy elevados en la mayoría de las economías-.** El fuerte repunte del crecimiento económico que siguió al desplome inicial de la actividad por cuenta de la pandemia resulta insostenible en el tiempo y es de esperar un retorno a niveles más moderados.

La dinámica negativa de la pandemia sigue lastrando la actividad económica en Australia y Japón, donde aumentan los contagios y se prolongan y amplían las medidas severas, como el confinamiento. Los indicadores de confianza del sector servicios cayeron bruscamente, y la actividad manufacturera también se está ralentizando. Estados Unidos y el Reino Unido también han experimentado importantes oleadas de contagios que están provocando una desaceleración mayor de la esperada. En estos casos las restricciones no se han endurecido de manera muy drástica pero la situación parece ir en aumento frenando también la actividad de los consumidores. El lado positivo es que los **indicadores de confianza revelan que la zona Euro está mostrando resistencia.** Como ya dijimos el trimestre pasado, la recuperación económica en esta región iba por detrás del resto del mundo -que probablemente alcanzó su punto máximo en el segundo trimestre- y ahora toca ponerse al día.

Las economías emergentes se vieron afectadas por la variante Delta en una fase temprana de la recuperación económica y están luchando contra la debilidad de las condiciones internas. China no es diferente de otros grandes países y también está experimentando una moderación económica en la segunda mitad del año.

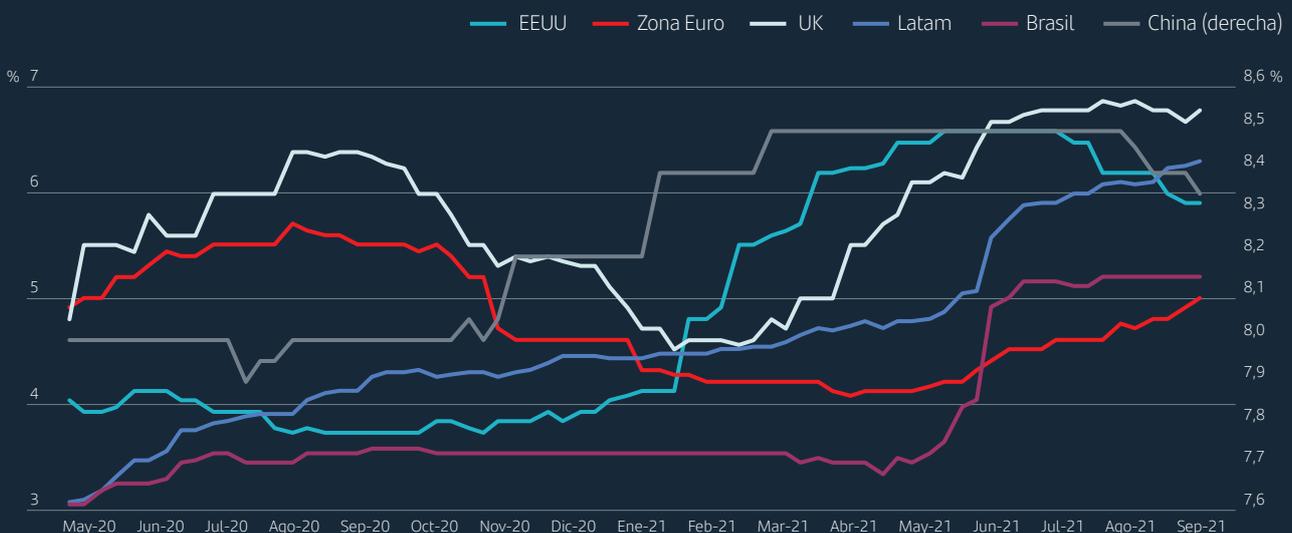
El impulso económico se ha moderado por el aumento de los contagios, los cuellos de botella y las restricciones en la oferta

El crecimiento económico en 2021 se mantendrá en niveles altos aun con la moderación que se espera para lo que queda de año

Previsiones de crecimiento 2021

Fuente: Encuesta mensual de economistas de Bloomberg News. Datos a 24/9/2021

Los cuellos de botella y la variante Delta moderan las expectativas de crecimiento



02 El apoyo de la política continúa, pero 2022 es otra historia

Los gobiernos están empezando a retirar el cuantioso apoyo que prestaron al principio de la pandemia. Aun así, tanto la política monetaria como la fiscal continúan siendo muy acomodaticias. Los **mercados siguen siendo extremadamente dependientes de los estímulos monetarios**, y los inversores se preguntan cuánto tardará la economía mundial en volver al pleno empleo y qué pasará con la inflación en los próximos trimestres.

Existe un **riesgo creciente de que el aumento de la inflación, exacerbado por las actuales fricciones en la cadena de suministro, haga mella en la demanda el próximo año**. En EE.UU., el índice de precios al consumo (IPC) publicado por la Oficina de Estadísticas Laborales subió un 5,3% en agosto con respecto a hace un año, justo por debajo del nivel del 5,4% comunicado anteriormente, siendo este dato el más alto desde 2008. La inflación subyacente, que excluye elementos volátiles como los alimentos y la energía, también se desaceleró. La mayor parte de las subidas de precios observadas en lo que va de año han procedido de los sectores más sensibles a los cuellos de botella de la oferta, un grupo reducido de artículos como los coches usados o el alojamiento de vacaciones y de otros sectores impactados la pandemia. La última lectura del IPC ofreció una nueva confirmación de que las presiones sobre los precios en esos sectores están empezando a remitir.

Los bancos centrales y los economistas prestan más atención a las expectativas de inflación a más largo plazo, que se han mantenido ancladas tanto en Europa como en Estados Unidos, lo que permite tanto a la Fed como al BCE ver más allá de estas oscilaciones temporales de la inflación. Las expectativas de inflación a largo plazo se han movido mucho menos que la inflación real o las expectativas a corto plazo, lo que sugiere que los hogares, las empresas y los participantes en el mercado también creen que las actuales lecturas de inflación elevada probablemente sean transitorias. En nuestra opinión, **es poco probable que la dinámica inflacionista afecte a la política de la Reserva Federal a corto plazo**. En cambio, la velocidad de la recuperación del mercado laboral dictará la fecha de despegue de la Fed. La inflación sólo debería ser relevante en la medida en que la economía estadounidense se acerque al pleno empleo.

En los próximos meses esperamos que la inflación se modere desde los niveles actuales, lo que coincide con las expectativas de los bancos centrales

Un aumento prolongado en los precios de la energía es el mayor riesgo para la inflación, que también afectaría a las finanzas de las familias, la confianza del consumidor, y la propia recuperación económica

En contraste con 2013, los tipos de interés a largo plazo apenas han repuntado al anunciarse el menor apoyo de la Fed

Fuente: Bloomberg y Santander

Los mercados de bonos mantienen la calma a pesar del repunte de la inflación y de la cercanía del inicio del *tapering*



IPC Interanual 2013	1,6%	2,0%	1,5%	1,1%	1,4%	1,8%	2,0%	1,5%	1,2%	1,0%	1,2%	1,2%
IPC Interanual 2021	1,4%	1,7%	2,6%	4,2%	5,0%	5,4%	5,4%	5,3%				

Los bancos centrales comienzan a reducir sus compras de activos

Los banqueros centrales, al igual que las empresas, los gobiernos y los servicios de salud, se esfuerzan por responder a la pregunta de cómo será la "normalidad" después de la pandemia. La respuesta es crucial para decidir **la rapidez con la que hay que aplicar la estrategia de salida, cuyo primer paso es cerrar lentamente el flujo de compras de activos que los mercados denominan "tapering"**. Como puede verse en el gráfico de la página anterior, este proceso de *tapering* creó algunas turbulencias en el ciclo anterior (el *taper tantrum* de 2013) con un repunte de los rendimientos de los bonos mundiales. **En la actualidad, los rendimientos de la deuda pública siguen siendo moderados** y el rendimiento real de la deuda de menor calificación (bonos basura) ha llegado recientemente a niveles negativos por primera vez, cayendo por debajo de la tasa de inflación general.

Este proceso ya ha sido iniciado por tres reguladores monetarios de las economías del G7. El Banco de Canadá inició el proceso de reducción de sus programas de compra de bonos en abril, y el Banco de Inglaterra pronto alcanzará su objetivo de compra de bonos de 875.000 millones de libras esterlinas tras anunciar en mayo la decisión de reducir el ritmo de su programa de compra de bonos. Asimismo, el Banco de la Reserva de Australia comenzó a reducir sus compras mensuales de activos tras su reunión del 7 de septiembre. **El BCE recientemente anunció una reducción de las compras de activos, explicándola como una "recalibración", logrando tranquilizar a los mercados.** Jerome Powell y la Reserva Federal están tratando de lograr la misma "hazaña". En el mensaje de Jackson Hole, la Fed **logró comunicar una separación entre la decisión de retirada del QE y la de iniciar la subida de sus tipos de interés, restándole así dramatismo al anuncio del *tapering*.** Los banqueros centrales entienden que las valoraciones de los precios de los activos de todo tipo se han visto impulsadas por la relajación monetaria, y **los mercados han acogido con satisfacción el enfoque mesurado y la atención a la narrativa con la que se está llevando a cabo el proceso de "pliegue de velas"**.

Los bancos centrales han sido exitosos en esta ocasión a la hora de comunicar y preparar a los mercados para una futura retirada de estímulos

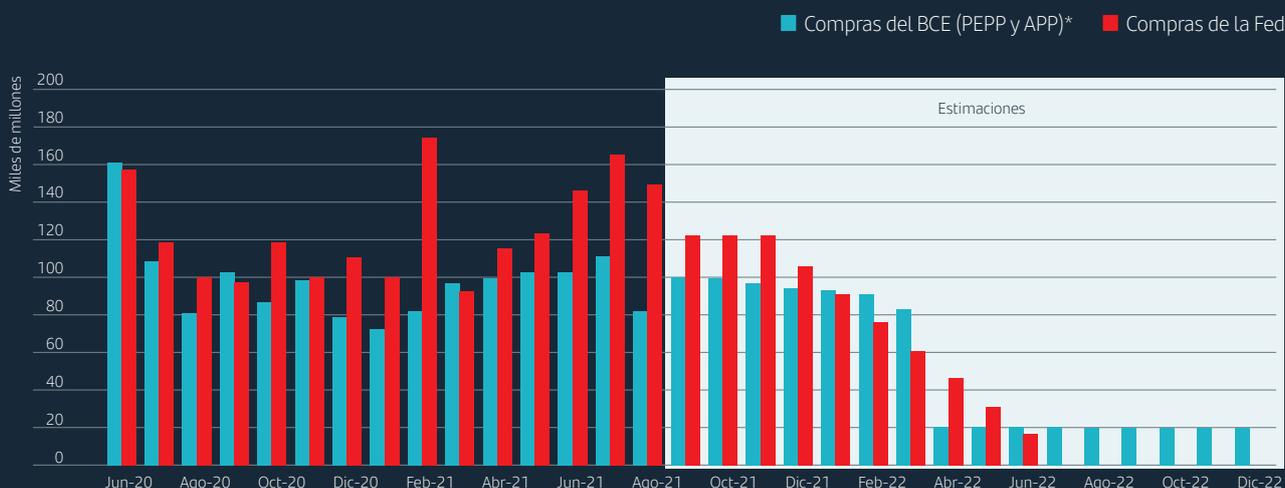
Nuestro escenario central con respecto a la Reserva Federal es que anuncie el inicio del *tapering* en la reunión del FOMC de noviembre y disminuya las compras mensuales de activos a partir de diciembre de 2022

Compras mensuales de activos por parte de la FED y el BCE

Fuente: Bloomberg, BCE, Reserva Federal y Santander

BCE: Valores en EUR. Estimaciones propias para el PEPP y del BCE para el APP. FED: Valores en USD. Estimaciones de la encuesta de la Fed de Nueva York a los Primary Dealers del julio de 2021.

El proceso de retirar las inyecciones de liquidez está justificado por los avances en la recuperación económica



* PEPP: pandemic emergency purchase programme; APP: asset purchase programme

La política monetaria prioriza el crecimiento y la recuperación del mercado laboral sobre la estabilidad de precios

Ahora que los mercados han digerido un ritmo más lento en las compras de activos y no temen escuchar el término *tapering*, los inversores se preguntan durante cuánto tiempo más podrán disfrutar de los actuales tipos de interés históricamente bajos. El inicio de las subidas de tipos ya se ha producido en algunos países como Brasil y Rusia, donde los bancos centrales han elevado los tipos de interés varias veces este año, ya que los costes de los alimentos y la energía se han disparado. Si bien los primeros en mover ficha han sido los países emergentes, donde la inflación suele verse agravada por los movimientos de los agitados mercados de divisas, se empieza a vislumbrar el momento de las subidas de tipos en el bloque desarrollado, como ha sido el ejemplo reciente de Noruega.

La Fed ha dejado claro que necesita que el mercado laboral vuelva al "máximo empleo" y que la inflación se mantenga por encima del 2% durante algún tiempo antes de plantearse subir sus tipos. La condición relativa a la inflación parece ir por buen camino, lo que deja la definición de lo que es el "máximo empleo" como crítica para evaluar el momento de la primera subida. Estimamos (véase el gráfico inferior) que el pleno empleo estadounidense podría alcanzarse a principios de 2023 si la economía es capaz de crear una media de 250.000 nuevos puestos de trabajo durante 2022, teniendo en cuenta el número récord de vacantes y la necesidad de las empresas de contratar nuevos trabajadores. Estados Unidos aún tiene una larga batalla que librar en la recuperación laboral, pero creemos que la irá ganando paulatinamente, con la consiguiente primera subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal hacia finales de 2022/comienzos de 2023.

El Banco de Inglaterra podría adelantarse a la Reserva Federal y subir su tipo de intervención probablemente antes de que termine el año, mientras que no se espera que el BCE eleve sus tipos oficiales en los próximos dos años. Dado el carácter inusual de esta crisis, tanto en el declive como en la recuperación, esperamos que las autoridades monetarias sigan siendo muy cautelosas, aplicando una retirada muy gradual del estímulo monetario, pero en los próximos trimestres podría producirse un avance sustancial hacia el pleno empleo.

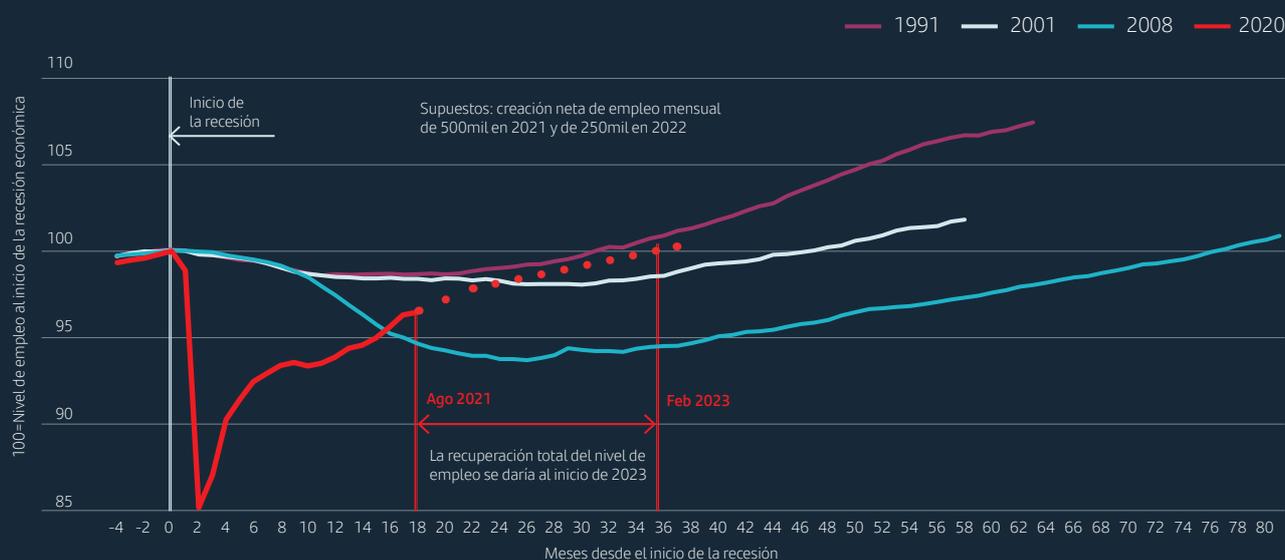
La evolución de la tasa de desempleo será clave para la Fed. No esperamos una recuperación total de los niveles de empleo hasta 2023

En los siguientes 18 meses esperamos que la política monetaria continúe siendo expansiva en las grandes economías, lo que permitiría un crecimiento global por encima de tendencia

Estados Unidos: Recuperación del empleo en el ciclo actual y en períodos anteriores de caída económica

Fuente: Bloomberg y Santander

Los niveles actuales de vacantes sugieren que el empleo puede recuperarse completamente para inicios de 2023



Los gobiernos empiezan a quedarse sin munición fiscal

Los gobiernos de todo el mundo han llevado a cabo una actuación fiscal extremadamente agresiva, para luchar contra la recesión causada por la Covid. Se utilizaron acertadamente recursos fiscales y medidas de salud pública para amortiguar el impacto de la pandemia a costa de un aumento sustancial de los niveles de deuda pública. Por ejemplo, el déficit fiscal de la UE aumentó del 0,5% del PIB en 2019 al 7,5% en 2021. La deuda pública respecto al PIB ha aumentado del 79% del PIB en 2019 al 94% en 2021. En EEUU el déficit fiscal alcanzó el 15,6% en 2020 y los expertos económicos esperan una cifra superior al 13% en 2022. **A medida que la economía se recupera, la estrategia de salida fiscal será de suma importancia.**

En Estados Unidos, la aprobación en el Congreso de la American Families Act (AFP) y el American Jobs Plan (AJP o proyecto de ley de infraestructuras) son la piedra angular de la agenda legislativa del Presidente Biden. Sin embargo, para financiar el gasto adicional, los demócratas han propuesto subir los impuestos a las empresas y a las rentas más altas. El Gobierno de Biden pretende elevar el tipo impositivo de las empresas del 21% al 26%, revirtiendo una gran parte de los recortes fiscales de Trump (véase el gráfico siguiente). Algunos legisladores demócratas quieren reducir los aumentos de impuestos propuestos por el presidente Biden sobre los beneficios empresariales y las ganancias de capital, como parte de los **2,9 Bn\$ en aumentos de impuestos para pagar la expansión de la red de seguridad social del presidente** (una expansión de 3,5 Bn\$ de la inversión en educación, atención médica y energía verde). Consideramos que estas discusiones unidas al debate sobre el techo de la deuda podrían pesar sobre los mercados de acciones.

A corto plazo, no se prevé un giro hacia la austeridad. De hecho, en la Unión Europea el gasto del fondo de recuperación Next GenerationEU por valor de 750.000 millones de euros acordado en 2020 no ha hecho más que empezar. Sin embargo, la política fiscal se está volviendo mucho menos acomodaticia y se espera que los déficits fiscales en el G20 se reduzcan a la mitad el próximo año en comparación con 2021. Un ejemplo es el reciente **anuncio del Primer Ministro del Reino Unido, Boris Johnson, de que aumentará los impuestos sobre las nóminas para ayudar a sostener un sistema sanitario financiado por el Estado** que está luchando por gestionar las secuelas de la pandemia. Más allá de 2022, los políticos tendrán que afrontar decisiones muy difíciles en cuanto a subidas de impuestos o recortes agresivos del gasto.

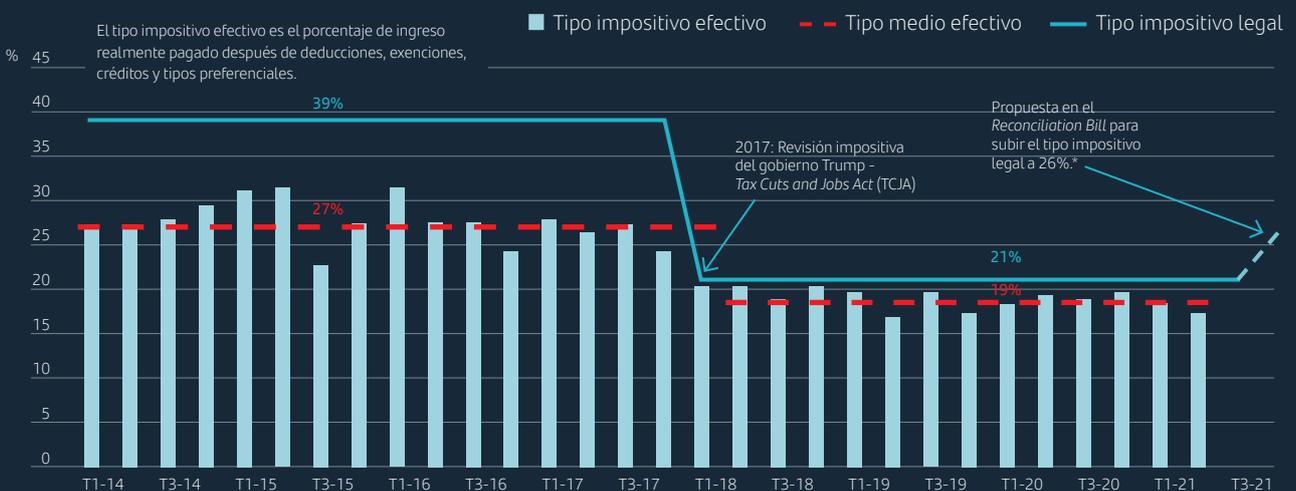
El déficit fiscal permanecería elevado en 2022 en EE.UU. y en Europa debido a los programas de gasto ya aprobados

El Reino Unido es el primero de los países del G7 en subir impuestos para disminuir el déficit creado por los gastos de la pandemia. Es previsible que otros países tomen medidas adicionales a futuro

Tipo impositivo legal y efectivo para empresas en Estados Unidos

Fuente: S&P Global y Goldman Sachs

Los demócratas buscan financiar sus planes de gasto social revirtiendo parte de los recortes de impuestos de la era Trump



* Después de pedir a los diferentes comités del Congreso que revisen/modifiquen sus presupuestos para llegar a un objetivo, este tipo de acto legislativo es rápido pues sólo requiere la aprobación con mayoría simple en el Senado y no requiere firma presidencial.

03 Los beneficios y las condiciones financieras siguen respaldando los activos de riesgo

Con unas políticas fiscal y monetaria que siguen siendo favorables, y una situación financiera de los hogares en los países más desarrollados fortalecida, las probabilidades de que la economía mundial sufra una recesión antes de 2023 son reducidas. A pesar del lento avance en la inmunización, la recuperación de los niveles de actividad continúa vigente y estimamos que la expansión económica se mantenga en 2022. De confirmarse esta tendencia, y en ausencia de nuevos factores de riesgo, consideramos que la mejor recomendación es mantener posiciones en el mercado. El crédito y la renta variable seguirían gozando del apetito inversor mientras las condiciones financieras sean favorables y los beneficios empresariales sean lo suficientemente sólidos para permitir niveles crecientes de dividendos y bajos niveles de quiebras.

El mayor apoyo para la evolución alcista de los mercados bursátiles ha estado en la fortaleza de la recuperación de los beneficios. Como podemos ver en los dos gráficos siguientes, tanto en Europa como en EE.UU. la revalorización bursátil ha estado respaldada al 100% por el aumento de las expectativas de beneficios. **La recuperación de los beneficios estimados y publicados ha sido incluso más pronunciada que la revalorización del valor de los índices bursátiles.** Desde junio de 2020, las ratios de valoración (PER) de las bolsas estadounidense y europea se han abaratado por el superior repunte de los beneficios. **Las estimaciones de beneficios en todas las regiones, salvo en el Reino Unido, se han recuperado y superado los niveles anteriores a la pandemia.** Los informes de beneficios del segundo trimestre sorprendieron a los analistas del mercado, ya que el 87% de las empresas del S&P 500 superaron las expectativas. Un fallo tan sostenido y sistemático de las estimaciones por parte de los analistas en tantas empresas sugiere que puede haber un aumento prolongado de los beneficios.

Los beneficios de las compañías han sido sorprendentes. El S&P 500 ha registrado el mayor crecimiento interanual de beneficios de la década

Las empresas han podido hasta ahora traspasar el aumento de los costes al consumidor gracias a la fortaleza de la demanda en un contexto de elevados estímulos financieros a las familias

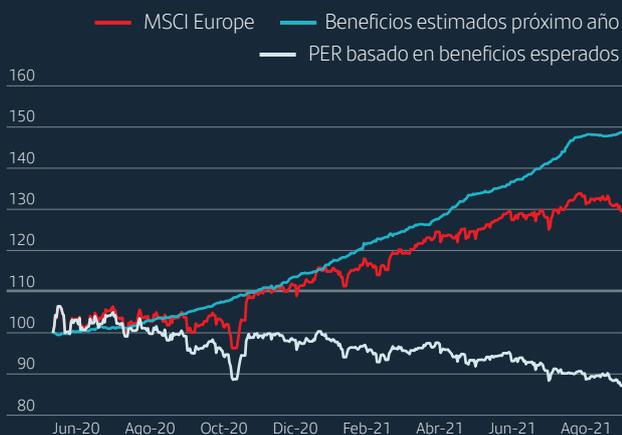
La recuperación de los beneficios empresariales da soporte a la renta variable

Fuente: Bloomberg y Santander

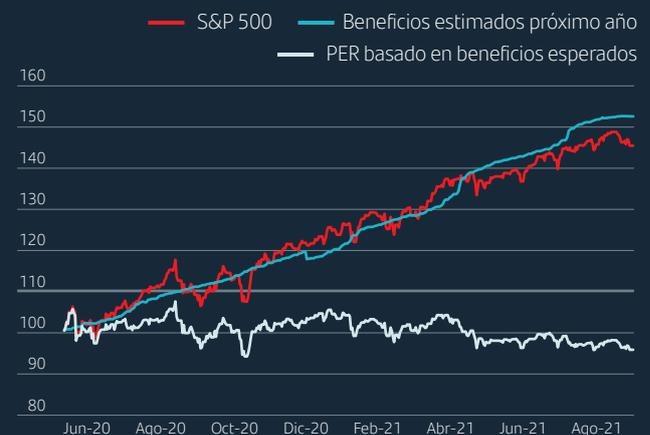
Los gráficos muestran la variación porcentual del índice, del BPA a 12m y el múltiplo de beneficios (PER) 12m a partir del 1 de junio de 2020

Los múltiplos de los mercados europeo y americano no se han encarecido al superar el crecimiento de los beneficios a la revalorización de los índices

Mercado Europeo



Mercado Estadounidense



Los rendimientos reales negativos de los bonos impulsan flujos récord hacia la renta variable

La noción de que "no hay alternativa" a las acciones sigue siendo un mantra clave para los inversores, a pesar de la desaceleración de los indicadores de crecimiento y las exigentes valoraciones de las acciones. Un inversor conservador que mantenga su dinero en efectivo o en bonos del Estado de alta calidad "sin riesgo" se dará cuenta de que el poder adquisitivo de ese dinero ha disminuido con el tiempo. Este escenario de rendimientos reales negativos tiende a incentivar a los inversores a tomar decisiones de inversión en busca de mayores rendimientos, a pesar del incremento del riesgo que conlleva. Los rendimientos nominales de los bonos han caído desde sus máximos de marzo, en un momento en que las expectativas de inflación sólo han bajado ligeramente, lo que ha llevado a los rendimientos reales por debajo del mínimo histórico del año pasado. **Una de las razones que explica el repunte de la renta variable es la ausencia de alternativas rentables, dado que los rendimientos de los bonos y los diferenciales de crédito se han reducido hasta sus niveles más bajos en más de una década.**

En el primer semestre de 2021 -según datos de Morningstar- los flujos netos de activos tanto en ETFs como en fondos de inversión (véase el gráfico inferior) revelaron un fuerte apetito de los inversores por productos de mayor riesgo (renta variable y fondos mixtos) en comparación con las alternativas de renta fija. Los flujos totales **hacia la renta variable y los fondos mixtos han superado los 900.000 millones de USD en todo el mundo en tan solo un semestre**, ya que los inversores intentan compensar los bajos rendimientos reales récord de la deuda pública más segura del mundo.

El mercado en el corto plazo está muy sostenido por este apetito inversor pero en el medio plazo los flujos necesitan estar soportados por la continuidad en el crecimiento de los beneficios.

Otra área que está experimentando flujos de entrada récord son los fondos centrados en ASG (Ambiental, Social y Gobernanza) debido a la mayor concienciación de particulares e instituciones sobre la necesidad de invertir de forma más sostenible. En general, los **activos en fondos sostenibles europeos aumentaron hasta un récord de 1,83 billones de USD a finales de junio**, lo que representa un aumento del 11,5% desde finales de marzo, según datos facilitados por Morningstar.

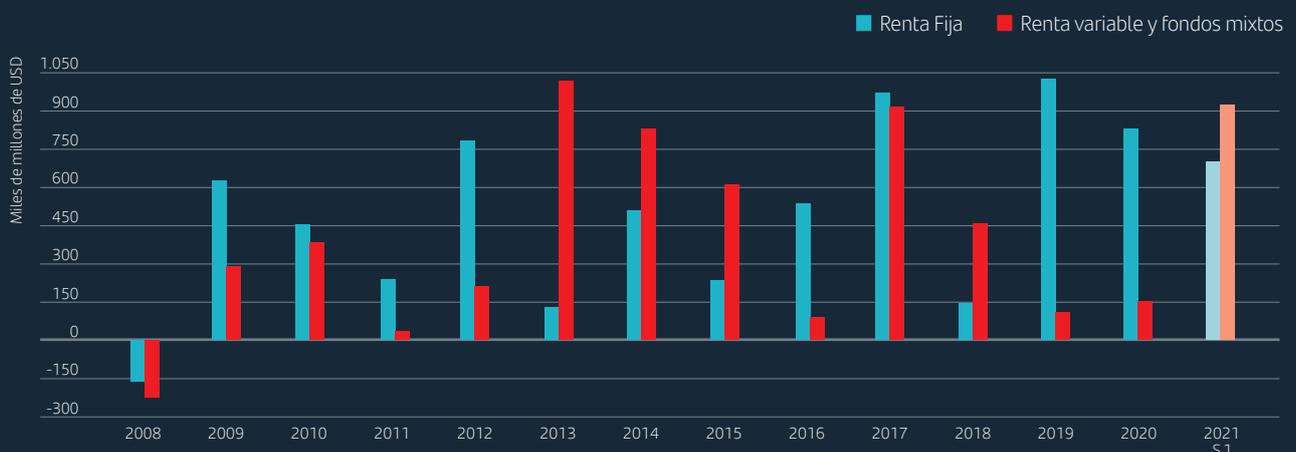
Los flujos hacia la renta variable se han visto soportados por la política monetaria ultraexpansiva y los flujos de compra récord. En adelante, los retornos podrían moderarse por los elevados niveles de valoración

Los gobiernos aceleran sus planes de transición hacia emisiones cero de carbono y los inversores orientan sus carteras hacia productos ASG

Flujos netos en fondos de inversión y ETFs a nivel mundial

Fuente: Morningstar Direct y Santander
2021: datos del primer semestre del año

Los flujos hacia fondos de renta variable en sólo el primer semestre de 2021 superan ya a los flujos anuales en otros períodos



Las bolsas mantienen el atractivo en valoración relativo frente a las alternativas de menor riesgo

Las ratios de valoración absoluta de las acciones han alcanzado niveles que no se veían desde el *rally* de las *punto.com*. Las valoraciones de las acciones mundiales son elevadas en función de la relación precio-beneficio (PER), que valora una acción en relación con su potencial de beneficios anteriores o futuros. Sin embargo, creemos que el PER es una medida menos informativa que la diferencia entre el rendimiento de la renta variable y el tipo sin riesgo ofrecido por los bonos del Estado. Este diferencial se conoce como **prima de riesgo de la renta variable (ERP en inglés), y mide si los inversores son compensados por el mayor riesgo de la renta variable frente a la deuda pública "sin riesgo"**. Este diferencial puede observarse en el gráfico inferior, que compara el rendimiento vía beneficios del mercado mundial de renta variable (MSCI World) con el rendimiento real de la deuda pública en tres zonas geográficas diferentes. La bolsa mundial no está en su momento de mayor rendimiento absoluto pero destaca en comparación con la baja rentabilidad de los bonos.

No es secreto alguno que los tipos nominales han estado bajando durante mucho tiempo. La pandemia aceleró esa tendencia, ya que los inversores acudieron en masa a activos seguros como los bonos del Tesoro durante la crisis, lo que hizo que los rendimientos nominales cayeran a mínimos históricos. A principios de 2021, cuando las economías se abrieron y el crecimiento económico se reanudó, se produjo un repunte en las rentabilidades de los bonos gubernamentales, pero esta tendencia se moderó a pesar del repunte de la inflación. El resultado es que los rendimientos reales han caído a mínimos históricos en todas las economías desarrolladas implicando tipos reales negativos que generan insatisfacción a los inversores que buscan otras alternativas.

Esperamos que el rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años vuelva a subir paulatinamente hasta el 1,7%-1,9% a finales de año. Los rendimientos de los bonos en otros mercados desarrollados experimentarían también presión al alza, pero menos que en EE.UU., dada la condición de "alta beta" de los bonos del Tesoro estadounidense. **Dadas las oportunidades negativas de rentabilidad real de la deuda pública, los inversores con un horizonte temporal de 12 meses deberían mantener una exposición al menos igual a la renta variable y al crédito en una cartera multiactivo.**

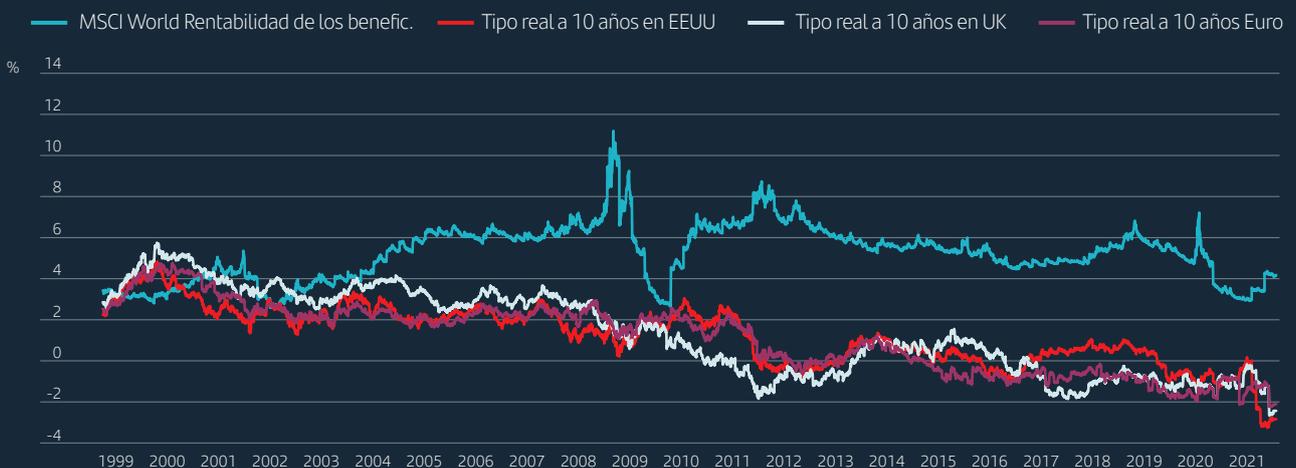
Los retornos negativos en términos reales de los activos con menor riesgo empujan a los inversores hacia otros activos que ofrecen retornos más atractivos

Existe poca competencia por parte de los mercados de renta fija a la hora de rivalizar con los rendimientos que se pueden obtener en los mercados de mayor riesgo

Rentabilidad de los beneficios de la renta variable global y tipos de interés reales de los bonos de gobiernos

Fuente: Bloomberg y Santander

La renta variable continúa ofreciendo rendimientos atractivos frente a las alternativas de menor riesgo



La vulnerabilidad del mercado aumenta debido a los exigentes niveles de valoración

El año 2021 ha recompensado a los inversores con un sólido comportamiento de los mercados en los principales activos de riesgo y geografías, con un número limitado de excepciones. **La solidez de los beneficios empresariales y la tranquilidad, al margen de períodos puntuales, de los mercados de renta fija han permitido a los mercados resistir a muchas adversidades:** la propagación de la variante Delta, el conflicto geoestratégico entre Estados Unidos y China, la subida de la inflación, las interrupciones de las cadenas de suministro, la disminución del impulso de la recuperación y una dura oleada de regulación en China, entre otras.

La pregunta ahora es ¿queda recorrido a los mercados? Hay razones para creer que la tendencia alcista sigue intacta, dado que la recuperación económica goza aún de recorrido, pero las valoraciones parecen estar en un punto de agotamiento y, en consecuencia, los mercados son más vulnerables frente a las sorpresas negativas. **Identificamos cuatro riesgos potenciales en los próximos meses: un nuevo repunte de la crisis eléctrica** que provoque preocupaciones sobre la inflación y un menor crecimiento, una **compresión de los márgenes empresariales** por el aumento de los precios de producción, un deterioro de los problemas de liquidez en el **sector inmobiliario chino** y una posible **agitación en el Congreso de EE.UU.** como resultado de las negociaciones sobre los planes de gasto del Presidente y la necesidad de **eleva el techo de la deuda**.

Vemos probables períodos de volatilidad en los mercados, y que lo mejor de la dinámica alcista bursátil probablemente haya quedado atrás. Seguimos siendo constructivos con respecto a la renta variable frente a la renta fija y el efectivo siempre que los mercados y la economía cuenten con el apoyo de los bancos centrales y los inversores sigan comprando la caída.

Las valoraciones de los activos reflejan las expectativas positivas incorporadas a los precios de los activos y crean el potencial para que se produzcan eventos de volatilidad

Las valoraciones elevadas aumentan la sensibilidad de los mercados a los choques negativos. Destacamos cuatro riesgos principales que podrían aumentar la volatilidad en el cuarto trimestre: **Evergrande, la crisis energética, los cuellos de botella y el techo de deuda de EE.UU.**

El rally de la renta variable podría enfrentarse a períodos de volatilidad

Fuente: Bloomberg y Oficina de Presupuesto del Congreso Americano (CBO)

Riesgos potenciales a vigilar en los próximos meses, que podrían llevar al mercado a una corrección

Los márgenes corporativos podrían verse presionados por la subida de los costes



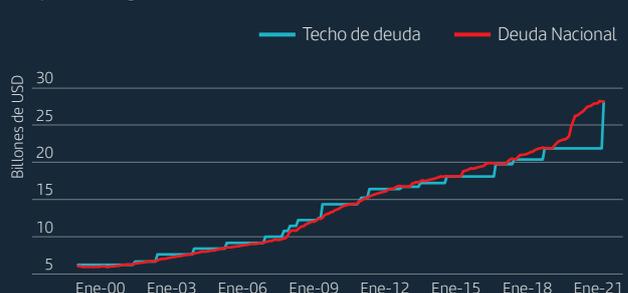
La crisis de liquidez de Evergrande podría tener efectos secundarios en la economía china



Los niveles récord de los precios del gas y la electricidad podrían llevar a una "estanflación"



El debate sobre el techo de deuda en EE.UU. podría complicar los planes de gasto de Biden



Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2021						Rentabilidades		Rentabilidad anualizada		
	Jul-21	Ago-21	Sep-21	YtD	YoY	2019	2020	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	2,2%	0,4%	1,1%	1,1%	0,6%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	1,3%	-0,4%	-1,8%	-4,1%	-1,0%	6,8%	9,2%	4,2%	2,0%	1,9%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	1,1%	-0,2%	-0,9%	-1,6%	-0,5%	8,7%	7,5%	5,4%	2,9%	3,0%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	0,8%	-0,2%	-0,6%	-1,2%	-1,0%	5,2%	5,8%	4,0%	2,0%	1,8%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	1,4%	-0,3%	-1,1%	-1,3%	1,9%	14,5%	9,9%	7,4%	4,6%	4,9%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	0,4%	0,5%	0,0%	4,5%	10,7%	14,3%	7,1%	6,9%	6,5%	7,4%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	1,6%	-0,5%	-1,1%	-2,3%	-1,9%	6,0%	4,0%	2,8%	1,2%	3,7%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	1,8%	-0,6%	-1,2%	-2,9%	-2,7%	6,8%	5,0%	3,4%	1,3%	4,0%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	1,1%	-0,4%	-0,6%	-0,3%	0,9%	6,2%	2,8%	2,7%	1,7%	3,9%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	0,5%	0,3%	-0,1%	4,2%	9,4%	12,3%	1,8%	4,7%	4,5%	7,8%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	0,2%	1,0%	-1,7%	-1,1%	3,4%	13,1%	6,5%	5,9%	4,1%	5,7%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	0,5%	1,1%	-2,3%	-2,6%	4,3%	12,3%	4,5%	4,0%	3,2%	5,0%
MSCI World (USD)	1,7%	2,3%	-4,3%	11,8%	31,1%	25,2%	14,1%	11,2%	11,7%	10,5%
S&P 500 (USD)	2,3%	2,9%	-4,8%	14,7%	31,7%	28,9%	16,3%	13,9%	14,7%	14,3%
MSCI Europe (EUR)	1,8%	1,7%	-3,1%	14,0%	32,7%	22,2%	-5,4%	5,2%	5,4%	6,7%
MSCI Emerging Markets (USD)	-7,0%	2,4%	-4,2%	-3,0%	13,6%	15,4%	15,8%	6,1%	6,8%	3,6%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	-6,6%	2,2%	-4,0%	-2,1%	13,9%	19,2%	22,4%	9,2%	9,9%	8,3%
MSCI Latin America (USD)	-4,2%	0,2%	-11,4%	-9,1%	23,4%	13,7%	-16,0%	-4,7%	-1,3%	-4,0%

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

Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2021

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	YtD	2020	1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	4.308		1.247		4.523	-4,8%	14,7%	16,3%	29,1%	13,9%	14,9%	14,3%
	DOW JONES INDUS.	33.844		11.955		35.361	-4,3%	10,6%	7,2%	21,8%	8,6%	13,3%	12,0%
	NASDAQ	14.449		2.605		15.259	-5,3%	12,1%	43,6%	29,4%	21,5%	22,4%	19,6%
Europa	Stoxx 50	3.499		2.257		3.617	-3,3%	12,6%	-8,7%	20,5%	4,5%	4,2%	4,9%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.048		2.119		4.196	-3,5%	13,9%	-5,1%	26,8%	6,0%	6,2%	6,4%
	España (IBEX 35)	8.796		6.090		11.521	-0,6%	9,0%	-15,5%	31,0%	-2,2%	0,0%	0,3%
	Francia (CAC 40)	6.520		3.017		6.680	-2,4%	17,4%	-7,1%	35,7%	5,9%	8,0%	8,1%
	Alemania (DAX)	15.261		5.898		15.835	-3,6%	11,2%	3,5%	19,6%	7,6%	8,0%	10,7%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.086		5.321		7.749	-0,5%	9,7%	-14,3%	20,8%	-1,9%	0,5%	3,3%
	Italia (MIB)	25.684		12.874		26.009	-1,3%	15,5%	-5,4%	35,1%	7,4%	9,5%	5,6%
	Portugal (PSI 20)	5.461		3.945		7.608	0,8%	11,5%	-6,1%	34,3%	0,6%	3,5%	-0,8%
	Suiza (SMI)	11.642		5.652		12.411	-6,2%	8,8%	0,8%	14,3%	8,6%	7,4%	7,7%
LatAm	México (MEXBOL)	51.386		34.555		53.305	-3,6%	16,6%	1,2%	37,2%	1,3%	1,5%	4,4%
	Brasil (IBOVESPA)	110.979		40.406		126.802	-6,6%	-6,8%	2,9%	17,3%	11,8%	13,7%	7,8%
	Argentina (MERVAL)	77.364		2.257		77.364	1,2%	51,0%	22,9%	87,5%	32,2%	35,8%	41,2%
	Chile (IPSA)	4.363		3.439		5.855	-2,9%	4,4%	-10,5%	19,9%	-6,2%	1,5%	1,2%
Asia	Japón (NIKKEI)	29.453		8.435		29.453	4,9%	7,3%	16,0%	27,0%	6,9%	12,0%	13,0%
	Hong-Kong (HANG SENG)	24.576		17.989		32.887	-5,0%	-9,8%	-3,4%	4,8%	-4,0%	0,7%	3,4%
	Corea (KOSPI)	3.069		1.755		3.297	-4,1%	6,8%	30,8%	31,8%	9,4%	8,2%	5,7%
	India (Sensex)	59.126		15.455		59.126	2,7%	23,8%	15,8%	55,3%	17,7%	16,3%	13,6%
	China (CSI)	4.866		2.140		5.352	1,3%	-6,6%	27,2%	6,1%	12,3%	8,4%	6,5%
Mundo	MSCI WORLD	3.007		1.178		3.141	-4,3%	11,8%	14,1%	27,0%	11,2%	11,8%	10,5%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2021

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	YtD	2020	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	3.007		1.178		3.141	-4,3%	11,8%	14,1%	27,4%	11,2%	11,8%	10,5%	19,44	1,74
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	1.358		810		1.422	-4,4%	5,7%	-3,0%	17,8%	3,6%	4,6%	5,5%	13,59	3,69
	MSCI World Momentum	3.699		936		3.842	-3,7%	8,4%	28,3%	20,5%	14,5%	17,7%	15,5%	16,78	1,41
	MSCI World Quality	3.680		961		3.933	-6,4%	14,0%	22,2%	26,4%	17,8%	17,5%	15,3%	23,34	1,41
	MSCI World Minimum Volatility	4.425		1.730		4.635	-4,5%	6,9%	2,6%	13,5%	7,8%	8,6%	10,2%	20,12	2,04
	MSCI World Value	11.033		4.695		11.376	-3,0%	13,8%	-1,2%	32,1%	6,7%	8,6%	9,6%	14,13	2,77
	MSCI World Small Cap	680		218		702	-3,1%	13,2%	16,0%	40,5%	10,9%	12,5%	12,9%	21,06	1,60
	MSCI World Growth	8.962		2.262		9.454	-5,2%	12,0%	33,8%	26,5%	19,2%	18,7%	15,6%	30,14	0,76
	Sector	Energía	294		164		428	9,4%	34,1%	-31,5%	69,1%	-7,1%	-0,4%	0,9%	13,16
Materiales		522		229		573	-7,4%	5,7%	19,9%	22,2%	10,4%	11,5%	7,2%	11,52	3,46
Industriales		481		167		505	-4,7%	10,1%	11,7%	26,2%	9,6%	11,5%	12,2%	21,79	1,63
Consumo Discrecional		548		127		562	-2,4%	8,8%	36,6%	26,7%	17,2%	17,6%	16,5%	26,30	0,85
Consumo Básico		424		181		442	-3,9%	3,2%	7,8%	10,4%	8,4%	6,4%	9,5%	20,51	2,84
Salud		480		130		507	-5,2%	11,0%	13,5%	19,7%	12,1%	12,7%	14,5%	18,60	1,63
Financiero		248		87		251	-1,3%	23,2%	-2,8%	53,5%	9,0%	12,0%	11,4%	12,23	2,43
Tecnología		602		93		639	-5,7%	14,7%	43,8%	30,2%	26,0%	27,0%	21,3%	28,56	0,77
Inmobiliario		467		205		495	-5,6%	16,2%	-5,0%	26,6%	9,0%	6,5%	9,2%	28,96	2,78
Servicios de comunicación		208		78		220	-5,9%	16,3%	23,0%	34,8%	19,3%	11,2%	10,4%	20,39	1,14
Servicios Públicos		294		147		316	-7,0%	-1,3%	4,8%	8,4%	8,4%	7,1%	6,9%	18,04	3,62

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2021

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Pendiente 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Mínimo	Rango	Máximo	Mes	Año	A 1 año	
Desarrollados												
EEUU	AA+	0,25%	0,28%	1,49%		0,53%		3,14%	18	57	80	1,21
Alemania	AAA	-0,50%	-0,69%	-0,20%		-0,70%		2,28%	18	37	32	0,49
Francia	AA	-0,50%	-0,68%	0,16%		-0,40%		3,39%	19	49	40	0,84
Italia	BBB	-0,50%	-0,45%	0,86%		0,54%		7,11%	15	32	-1	1,31
España	A	-0,50%	-0,58%	0,46%		0,05%		6,86%	12	41	21	1,04
Reino Unido	AA	0,10%	0,41%	1,02%		0,10%		3,02%	31	83	79	0,61
Grecia	BB	-0,50%	n.d.	0,88%		0,61%		34,96%	11	25	-15	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,69%	0,36%		0,03%		16,40%	14	33	9	1,04
Suiza	AAA	-0,75%	-0,78%	-0,18%		-1,05%		1,06%	16	40	33	0,60
Polonia	A-	0,10%	0,72%	2,16%		1,15%		5,91%	34	94	86	1,44
Japón	A+	-0,10%	-0,12%	0,07%		-0,27%		1,07%	5	5	6	0,20
Emergentes												
Brasil	BB-	6,25%	9,70%	11,11%		6,49%		16,51%	61	420	352	1,41
México	BBB	4,75%	5,89%	7,38%		4,49%		9,16%	40	184	126	1,49
Chile	A	1,50%	4,42%	5,49%		2,19%		5,49%	52	284	281	1,07
Argentina	CCC+	38,00%	n.d.	n.d.	n.d.	0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	2,00%	n.d.	7,66%		4,85%		8,98%	45	228	n.d.	n.d.
Turquía	B+	18,00%	17,40%	17,71%		6,21%		20,69%	124	520	n.d.	0,31
Rusia	BBB-	6,75%	7,24%	7,32%		5,55%		12,98%	43	275	282	0,09
China	A+	2,89%	2,47%	2,87%		2,51%		4,58%	3	-27	-26	0,40
India	BBB-	4,00%	4,23%	6,22%		5,84%		8,87%	1	36	21	1,99

* Tipo de intervención, salvo en los países de la Zona Euro, donde se emplea la facilidad marginal de depósito.

Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2021

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	YtD	YoY	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,1580		1,05		1,39	-1,9%	-5,2%	-1,2%	0,0%	0,6%	-1,3%
EUR/GBP	0,86		0,70		0,92	0,1%	-3,9%	-5,3%	-1,1%	-0,2%	0,1%
EUR/CHF	1,08		1,03		1,24	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-1,8%	-0,2%	-1,2%
EUR/JPY	129		96		148	-0,8%	2,1%	4,2%	-0,8%	2,5%	2,5%
EUR/PLN	4,61		4,04		4,63	1,9%	1,1%	1,7%	2,5%	1,4%	0,4%
GBP/USD	1,35		1,22		1,71	-2,0%	-1,4%	4,3%	1,1%	0,8%	-1,3%
USD/CHF	0,93		0,88		1,03	1,8%	5,3%	1,2%	-1,8%	-0,8%	0,1%
USD/JPY	111		76		124	1,2%	7,8%	5,5%	-0,8%	1,9%	3,8%
USD/MXN	20,64		12,13		24,17	2,8%	3,6%	-6,7%	3,3%	1,3%	3,9%
USD/ARS	98,74		4,24		98,74	1,0%	17,3%	29,6%	35,7%	45,2%	37,1%
USD/CLP	810		471		855	4,6%	13,8%	3,3%	7,2%	4,3%	4,4%
USD/BRL	5,44		1,72		5,75	5,6%	4,7%	-3,0%	10,6%	10,8%	11,2%
USD/COP	3.808		1.763		4.056	1,0%	11,0%	-0,6%	8,3%	5,7%	6,9%
USD/CNY	6,44		6,05		7,16	-0,2%	-1,3%	-5,1%	-2,1%	-0,7%	0,1%
EUR/SEK	10,14		8,34		10,93	-0,4%	0,9%	-3,4%	-0,7%	1,0%	1,0%
EUR/NOK	10,13		7,29		11,48	-1,4%	-3,3%	-7,4%	2,4%	2,5%	2,6%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	YtD	YoY	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	78,8		21		124	10,6%	53,9%	92,4%	-2,5%	18,2%	-8,8%
Petróleo (W. Texas)	75,0		19		108	9,5%	54,6%	86,5%	-0,1%	15,9%	-1,1%
Oro	1.755,3		1.060		1.971	-3,3%	-7,4%	-7,0%	13,9%	10,2%	2,0%
Cobre	8.936,5		4.561		10.258	-6,1%	15,1%	33,9%	12,7%	22,5%	8,5%
Índice CRB	228,9		117		322	4,9%	36,4%	54,1%	5,0%	7,1%	-8,2%
Rogers International	3.087,1		1.560		3.915	5,4%	36,3%	56,0%	6,5%	11,6%	-3,6%
Soja	498,7		334		697	-2,8%	-4,2%	22,7%	13,6%	9,6%	2,2%

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos*

		Rentabilidad anual de los principales activos										
Activo	Índice de referencia	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1S'21
RV EE.UU.	S&P 500 TR	9,6% Gobierno Zona Euro	20,9% RV Japón	54,4% RV Japón	16,7% Gobierno España	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	2,6% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	36,5% Materias Primas
RV Japón	Topix TR	7,4% Gobierno España	19,3% HY Global	32,4% RV EE.UU.	13,7% RV EE.UU.	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	2,4% Gobierno Zona Euro	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergente	15,9% RV EE.UU.
RV España	Ibex35 TR	2,6% HY Global	18,2% RV Emergente	27,8% RV España	10,3% Gobierno Zona Euro	1,6% Gobierno España	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	15,9% RV Europa
RV Emergentes	MSCI EM TR	2,1% RV EE.UU.	18,1% RV Europa	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	1,4% RV EE.UU.	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	14,7% RV Japón
RV Europa	Eurostoxx50 TR	2,0% IG Europa	16,0% RV EE.UU.	21,5% RV Europa	8,6% RV España	0,3% Gobierno Zona Euro	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	13,0% RV Mundial
Materias Primas	Commodity RB TR	0,9% Liquidez	15,8% RV Mundial	11,0% Gobierno España	8,3% IG Europa	-0,1% Liquidez	4,8% IG Europa	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	4,4% Gobierno España	11,1% RV España
RV Mundial	MSCI World TR	-5,5% RV Mundial	13,2% IG Europa	8,0% HY Global	4,9% RV Mundial	-0,5% IG Europa	4,2% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	13,7% HY Global	3,0% Gobierno Zona Euro	2,1% HY Global
IG Europa	ERLO TR	-7,7% RV España	5,5% Gobierno España	2,3% IG Europa	4,0% RV Europa	-0,9% RV Mundial	4,0% Gobierno Zona Euro	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	11,8% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,4% Liquidez
Liquidez EUR	Eonia TR	-8,2% Materias Primas	4,6% Gobierno Zona Euro	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-3,5% RV España	3,7% RV Europa	1,7% Materias Primas	-11,5% RV España	8,6% Gobierno Zona Euro	-0,5% Liquidez	-0,4% IG Europa
HY Global	HW00 TR	-14,1% RV Europa	2,8% RV España	-2,3% Gobierno Zona Euro	-0,1% HY Global	-4,2% HY Global	2,6% RV España	1,1% Gobierno Zona Euro	-12,0% RV Europa	6,3% IG Europa	-3,2% RV Europa	-1,2% RV Emergente
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-17,0% RV Japón	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,3% RV Japón	-0,4% Liquidez	-14,6% RV Emergente	3,0% Gobierno Zona Euro	-9,3% Materias Primas	-2,5% Gobierno España
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-18,4% RV Emergente	-3,3% Materias Primas	-5,0% Materias Primas	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-1,4% Gobierno Zona Euro	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-2,9% Gobierno Zona Euro

+ ↑ Rentabilidad ↓

*Datos a 30 de septiembre de 2021.

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Private Banking



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA,
CEFA, CESGA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca,
CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Rafael Arelios Neves

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Paulo Jorge Sa Luis

 Carlos Mansur

 David Sterland

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso legal importante:

El presente informe ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander, S.A. ("WM", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "Santander"). Contiene pronósticos económicos e información recopilada de varias fuentes. La información contenida en el presente informe puede haber sido recopilada de terceros. Todas estas fuentes se consideran fiables, si bien la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni de forma expresa ni implícita, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este informe no deben considerarse irrefutables y pueden diferir, o ser de cualquier forma inconsistentes o contradictorias con las opiniones expresadas, bien sea de forma oral o escrita, o con las recomendaciones o decisiones de inversión adoptadas por otras unidades de Santander.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Ha sido realizado con fines exclusivamente informativos. Este informe no constituye una recomendación, asesoramiento de inversión, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la simple puesta a disposición del mismo a un cliente o cualquier tercero, no implica la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión u oferta del mismo.

Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos jurídicos de un determinado Activo Financiero, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados

por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el *Federal Deposit Insurance Corporation*. No representan una obligación de Santander ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

En cualquier momento, Santander (o sus empleados) pueden tener posiciones alineadas o contrarias a lo establecido en este informe para los Activos Financieros, comprar o vender Activos Financieros como principal o agentes, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de un Activo Financiero o a una sociedad vinculada con el emisor de los mismos.

La información contenida en esta presentación es confidencial y pertenece a Santander. Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por WM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literario (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.



Taking your wealth beyond
www.santanderprivatebanking.com
  @santanderpb