

Informe de mercado 2024

Extendiendo
el horizonte
de inversión



Índice



Mensajes clave 2024

Página 4



Estrategias para invertir más allá del corto plazo

Página 6



En profundidad:

01 Los tipos bajarán en 2024

Página 8

02 Un entorno de cambios estratégicos

Página 14

03 Invirtiendo más allá del corto plazo

Página 19

La importancia de asegurar retornos más allá del corto plazo

Estimado inversor,

Además de saludarle un año más y agradecerle su confianza en Santander, me gustaría darle unas pinceladas de los principales mensajes contenidos en este Informe de Perspectivas de Mercado 2024.

A pesar de que los economistas siempre nos muestran unas reglas muy "matemáticas" de comportamiento de las variables macro, la verdad es que la economía post-pandemia está reaccionando con un patrón distinto al tradicional. En concreto, los efectos de la subida de tipos más rápida de las últimas décadas están mostrando mucho retraso a la hora de moderar el crecimiento y la inflación, y ello genera dudas sobre las dinámicas del régimen macro actual.

Sir John Templeton decía que *"las cuatro palabras más peligrosas en inversión son: esta vez es diferente"*, por lo que para evitar caer en ello, diremos que **"esta vez está tardando más"**. Teniendo todo esto en cuenta, en nuestro escenario central para 2024 **el crecimiento económico se desacelera** (pero se evita una recesión global de calado), **la inflación se modera** (pero se mantiene elevada) y **los tipos de interés empiezan a bajar** (de forma paulatina).

¿Qué hacer en este escenario? La falta de visibilidad hasta la fecha sobre el fin del ciclo de subidas de tipos de interés, unida a un nuevo episodio de riesgo geopolítico en Oriente Próximo, ha llevado a los inversores a **centrarse en soluciones de inversión a corto plazo**, que han sido las principales beneficiadas de la subida de los tipos de interés.

Sin embargo, consideramos necesario **combinar este posicionamiento con estrategias que permitan extender estos rendimientos durante un plazo mayor**. En concreto, quisiéramos plantear tres líneas de actuación complementarias:

- 1.- Históricamente, un contexto de desaceleración económica y tipos de interés en máximos ha sido favorable para los **bonos a largo plazo**, lo que aconseja incrementar la duración en las carteras.
- 2.- Adicionalmente, más allá de los bonos soberanos y los mercados monetarios, hay otros activos que cotizan a **valoraciones razonables**, con **moderado riesgo crediticio** y que representan oportunidades de inversión, como por ejemplo bonos corporativos con grado de inversión. Esto permite **construir carteras de inversión equilibradas** con un balance de rentabilidad-riesgo diferencial respecto a los últimos años.
- 3.- Por último, en el informe analizamos cuatro grandes **transiciones estratégicas en las que conviene posicionarse**. El mundo se enfrenta a cambios muy relevantes con respecto al **modelo energético**, al **contexto geopolítico**, al **uso de la tecnología** y al **acceso a la financiación**. De estos factores pueden surgir oportunidades de inversión (*nearshoring*, inteligencia artificial, descarbonización, mercados privados...) a largo plazo.

Nuestros banqueros y equipos especialistas de inversiones están a su disposición para explicarles **cómo combinar las inversiones a corto plazo con estas oportunidades en un horizonte de inversión más extenso**. Esperamos que este informe sea de su utilidad y agrado, y quedamos a su disposición para poderlo comentar o ampliar en la medida que sea de su interés.

Atentamente,



Víctor Matarranz
Director General
Santander Wealth Management & Insurance



Mensajes clave 2024

Los tipos bajarán en 2024

Tratamiento con efectos retardados

El impacto del ciclo de subidas de tipos de interés más acusado de las últimas décadas está siendo más lento de lo esperado. El **consenso ha cambiado** desde la inevitabilidad de la recesión hacia el aterrizaje suave, a pesar de los elevados tipos de interés. Consideramos que las dinámicas de enfriamiento de la economía **no se han disipado, simplemente se están produciendo con un retraso significativamente mayor que en otros ciclos**. Los bancos centrales mantendrán elevados los tipos de interés por un tiempo más dilatado. Si bien continuarán atentos a la evolución de la inflación, la cuestión para las autoridades monetarias se traslada a la decisión de cuándo bajar los tipos de interés.

El crecimiento es resistente pero no es inmune a los tipos

El sector privado está demostrando una gran capacidad para absorber el *shock* de las subidas de tipos apoyado por la fortaleza del mercado laboral y una saneada situación financiera. Vemos poco probable un escenario de recesión similar al de ciclos pasados, pero **el contexto será de bajo crecimiento mientras las condiciones financieras sean tan restrictivas**. El sector público, que ha sido de gran apoyo para la economía en los últimos años, tendrá que hacer el ejercicio de reconducir el déficit fiscal. El crecimiento económico dependerá en gran medida de sus propias dinámicas y difícilmente podrá contar con paquetes adicionales de estímulo fiscal.

Un entorno de cambios estratégicos

Ampliando la visión del ciclo

Consideramos probable que tanto el nivel de neutralidad de tipos de interés como la inflación sean estructuralmente más elevados que en el pasado. Vemos también un menor protagonismo del gasto público dado el elevado nivel de déficit fiscal. **Nos adentramos en un entorno de mayor ortodoxia y moderación en la aplicación de estímulos económicos**.

Otro factor que va a condicionar el crecimiento económico en las próximas décadas reside en el **bajo crecimiento demográfico** en los países desarrollados. Este bajo crecimiento de la población activa es probable que prolongue la escasez de mano de obra cualificada.

Cuatro grandes cambios de paradigma

Estamos asistiendo a un cambio de entorno como resultado de la interacción de cuatro grandes transiciones. En primer lugar está la necesidad de realizar una **transición radical en el modelo energético** mundial con el fin de alcanzar la meta de descarbonización para el año 2050. Asistimos también al avance tecnológico más disruptivo desde la aparición de internet, con el vertiginoso crecimiento de las **soluciones de inteligencia artificial**. Igualmente nos enfrentamos a una **transición en el equilibrio geopolítico y comercial**, como resultado de la relación entre China y Estados Unidos. Por último, se está produciendo un **cambio estructural en las fuentes de financiación de las empresas** con un mayor protagonismo de los mercados privados (*private equity* y *private debt*).

Invirtiendo más allá del corto plazo

Un entorno óptimo para construir carteras diversificadas...

El inversor dispone de un **gran número de opciones para invertir con rendimientos más elevados que la media de las últimas décadas**. Pero ninguna de las opciones compara tan favorablemente con las referencias históricas recientes como la rentabilidad que ofrece la renta fija gubernamental de corto plazo. Esta combinación de mayor seguridad y mejora de rendimientos probablemente condicione a muchos inversores a refugiarse en el corto plazo. Consideramos que, **con una perspectiva de inversión más amplia, tiene sentido posicionarse en carteras más diversificadas** que permitan consolidar los rendimientos actuales a un mayor plazo.

... y posicionarse para las transiciones de futuro

Con una **perspectiva de largo plazo**, los inversores deben tener en cuenta los efectos combinados de la inflación y la innovación y **considerar la inversión en renta variable y en mercados privados**. Estos últimos han ido ganando relevancia, y es allí en donde están surgiendo alternativas y proyectos de inversión que en el pasado se encontraban casi exclusivamente en el mercado cotizado. Además, los inversores pueden aprovechar las oportunidades derivadas de las grandes transiciones a nivel global: energética, tecnológica y comercial.



Estrategias para invertir más allá del corto plazo

1. Extender los plazos para consolidar los altos tipos de interés

Las subidas acumuladas de los tipos de interés y la paulatina bajada de la inflación han situado la remuneración real de las inversiones de corto plazo en su mejor nivel de las últimas décadas. El mercado ve probable que este escenario se mantenga por un periodo prolongado (*"higher for longer"*) y ello posibilita la oportunidad de fijar el nivel de tipos actual por un periodo más largo. **La tentación de refugiarse en inversiones de corto plazo es grande, pero hay que tener en cuenta que estos niveles de tipos no permanecerán por mucho tiempo.** Consideramos que hay valor en los tramos largos de las curvas de las principales geografías y que **sería conveniente posicionarse para capturar ese potencial de rentabilidad más allá del corto plazo.**

3. Maximizar la diversificación en carteras de renta fija

El mercado de renta fija ofrece atractivos rendimientos en relación con sus niveles históricos en prácticamente todos los segmentos y geografías. Un adecuado binomio de rentabilidad-riesgo se encuentra en los instrumentos de menor volatilidad (bonos gubernamentales y corporativos de máxima calidad crediticia). Sin embargo, los elevados niveles de primas de riesgo y rendimientos permiten optimizar carteras con la incorporación de instrumentos que combinan mayor volatilidad y potencial de retorno. **La combinación de un posicionamiento en la curva de bonos gubernamentales con primas de riesgo de bonos corporativos con diversificación geográfica y sectorial puede ofrecer uno de los mejores potenciales de retorno real desde la Gran Crisis Financiera.**

5. Acceder a la creciente oportunidad de los mercados privados

Los mercados financieros están experimentando una transformación radical donde los mercados públicos y el sistema financiero están perdiendo el monopolio de la financiación de los proyectos empresariales. **Los mercados privados cobran cada vez más protagonismo en proveer acceso a capital y liquidez** para la creación, expansión y reestructuración de empresas. Aquellos inversores con conocimientos financieros avanzados y capacidad para posicionarse a largo plazo, pueden acceder a niveles de rentabilidad potencialmente superiores a través de un **creciente número de soluciones de inversión alternativas (private equity, infraestructuras, private debt o venture capital).**

2. Capturar primas de riesgo en bonos corporativos de calidad

Un entorno de crecimiento económico por debajo del potencial aconseja un posicionamiento de cautela en la gestión del riesgo crediticio. Sin embargo, el mercado cotiza a primas de riesgo, que en términos generales, reflejan un incremento de los niveles de quiebras corporativas en línea con este escenario de bajo crecimiento. Consideramos que tiene sentido posicionarse en bonos corporativos de empresas con balances y modelos de negocio sólidos para capturar la prima de riesgo crediticia. **Los niveles actuales de rendimientos de la renta fija corporativa de grado de inversión son atractivos en términos históricos.**

4. Comprar opcionalidad en renta variable y buscar soporte de valoración

Una de las ventajas del incremento de los tipos de interés en todos los tramos de la curva gubernamental es que facilita la vehiculización de soluciones de inversión con distintos niveles de combinación de riesgo y subyacentes. El potencial de invertir en renta variable con protección de capital vía estructurados está también apoyado por los moderados niveles de volatilidad de las bolsas. Adicionalmente existen oportunidades de posicionarse en sectores y geografías donde los niveles de valoración reflejan ya un escenario adverso en crecimiento económico. **El perfil de rentabilidad-riesgo de la renta variable es menos atractivo a corto plazo que el de la renta fija, pero mejora en la medida que se extiende el horizonte de inversión.**

6. Posicionarse de cara a los nuevos paradigmas

El volumen de inversión necesario para acometer la transición energética, la revolución de la inteligencia artificial y la reordenación de las cadenas de suministro es de dimensiones históricas. Los inversores pueden participar de estos cambios estratégicos y ampliar su horizonte de inversión para capturar el potencial de crecimiento y de mejora de productividad. **Con una perspectiva de largo plazo, una opción puede ser posicionarse en temáticas de inversión ligadas a electrificación, machine learning, energías renovables, nearshoring (relocalización) o robótica, por mencionar algunas.** Es muy probable que en la próxima década experimentemos una aceleración en el desarrollo e implementación de estas tendencias, por lo que podría ser conveniente incorporarlas en los perfiles que inviertan a medio y largo plazo.



En profundidad:

01 Los tipos bajarán en 2024

Tratamiento con efectos retardados

El impacto del ciclo de subidas de tipos de interés más acusado de las últimas décadas está siendo más lento de lo esperado. El **consenso ha cambiado** desde la inevitabilidad de la recesión hacia el aterrizaje suave, a pesar de los elevados tipos de interés. Consideramos que las dinámicas de enfriamiento de la economía **no se han disipado; simplemente se están produciendo con un retraso significativamente mayor que en otros ciclos**. Los bancos centrales mantendrán elevados los tipos de interés por un tiempo más dilatado. Si bien continuarán atentos a la evolución de la inflación, la cuestión para las autoridades monetarias se traslada a la decisión de cuándo bajar los tipos de interés.

El crecimiento es resistente, pero no es inmune a los tipos

El sector privado está demostrando una gran capacidad para absorber el shock de las subidas de tipos, apoyado por la fortaleza del mercado laboral y una saneada situación financiera. Vemos poco probable un escenario de recesión similar al de ciclos pasados, pero el **contexto será de bajo crecimiento mientras las condiciones financieras sean tan restrictivas**. El sector público, que ha sido de gran apoyo para la economía en los últimos años, tendrá que hacer el ejercicio de reconducir el déficit fiscal. El crecimiento económico dependerá en gran medida de sus propias dinámicas y difícilmente podrá contar con paquetes adicionales de estímulo fiscal.

Los tipos de interés bajarán en 2024

El proceso de subidas de tipos de interés llevado a cabo por una gran mayoría de bancos centrales ha sido particularmente intenso y prolongado en términos históricos, dada la intensidad del *shock* inflacionista. El mercado ha tenido que ir asimilando un tratamiento de restricción monetaria más contundente del inicialmente previsto y, a lo largo de 2023, ha ido ajustando las expectativas a un escenario "higher for longer" (**tipos más altos durante más tiempo**). Como se observa en el gráfico inferior izquierdo, y tomando como referencia la curva de tipos de interés en Estados Unidos, **el proceso de ajuste alcista parece haber culminado**. El desplazamiento al alza en las expectativas de tipos se ha producido en dos fases. En una primera etapa se produjo el ajuste en los tipos de interés de corto plazo ("higher"), que fue brevemente interrumpido por los interrogantes que surgieron tras la intervención de algunas entidades financieras (Credit Suisse en Europa y SVB, Signature y First Republic en Estados Unidos). Una vez despejadas las dudas de que los problemas en el sistema financiero se limitaban a unas entidades con problemas específicos, **se reanudó el tensionamiento monetario en una segunda fase donde el ajuste se desplazó a la parte larga de la curva de tipos ("longer")**.

Los bancos centrales a nivel global (con excepciones como Japón o China) han llevado los tipos de interés a niveles muy restrictivos **que deberían ser suficientes para moderar las tensiones inflacionistas**. En el gráfico inferior derecho podemos observar cómo la ola de subidas de tipos de interés, que alcanzó su pico a finales de 2022, parece estar amainando y las autoridades monetarias pasan de preguntarse "hasta cuánto" subir los tipos a cuestionarse "hasta cuándo" mantenerlos elevados. Este giro está ya adelantado en algunas economías emergentes, y en particular, bancos centrales como el de Chile y Brasil que comenzaron antes el ajuste monetario ya han procedido a bajar sus tipos de interés. De **confirmarse que realmente los tipos de interés han tocado techo**, se despejaría uno de los focos de incertidumbre más importantes para los inversores. En concreto, **el panorama de inversión en los mercados más sensibles a tipos de interés (principalmente renta fija) aparece más despejado**.

Elevada probabilidad de que el ciclo de subidas de tipos haya terminado en las principales economías desarrolladas

El mercado traslada su atención desde el "hasta cuánto" hacia el "hasta cuándo"

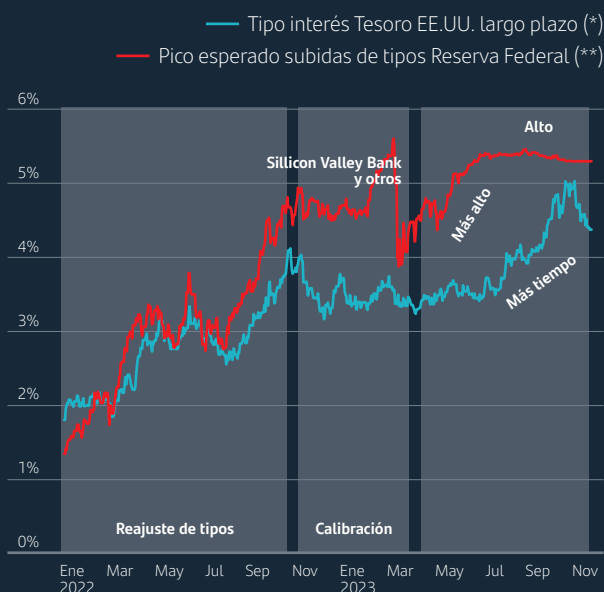
Los recortes de tipos no parecen inminentes (salvo en economías emergentes) pero se producirán en 2024

El ciclo de subidas de tipos de interés a nivel global parece haber llegado a su fin

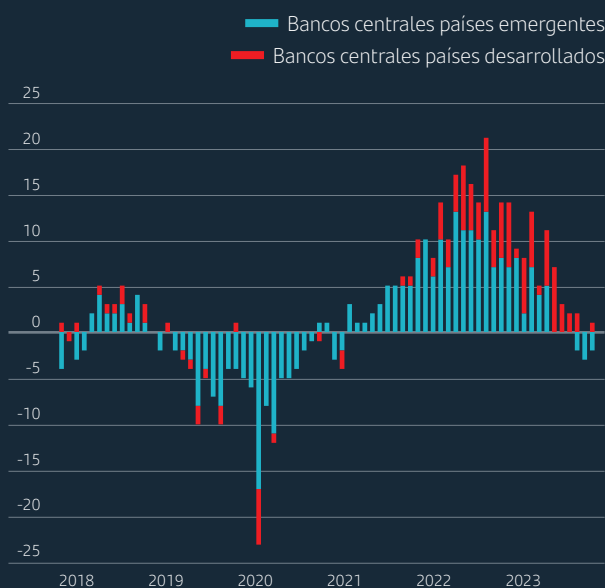
Fuente: Bloomberg. Datos a 22/11/2023

El mercado ya ha ajustado al alza tanto los tramos cortos como los largos de la curva de tipos

Finaliza el ajuste monetario



Número de subidas/bajadas de tipos de interés



(*) Tipo a 5 Años dentro de 5 años (5Yr-5Yr forward).

(**) Futuros de los Fed Funds a 30 días.

Este cambio en el sesgo de la política monetaria está siendo posible gracias a la **confirmación de que están remitiendo las presiones inflacionistas**. Tal y como se observa en el gráfico inferior izquierdo el repunte de los niveles de inflación por el efecto conjunto de la reapertura post-pandemia y la invasión de Ucrania fue muy significativo: más de 8 puntos porcentuales (pp) en inflación general y en torno a 5pp en inflación subyacente tanto en Estados Unidos como en Europa. **Importantes focos de inflación, y en especial los relacionados con demanda de bienes, transporte y energía, poco a poco se han ido mitigando**. El consumo se ha ido trasladando desde los bienes hacia los servicios y la debilidad creciente en la actividad manufacturera se ha traducido en un comportamiento muy moderado de los precios industriales (China vuelve a exportar deflación a través de sus costes de producción). Las tensiones de precios por el lado de la oferta (escasez de suministros, disrupciones en los mercados...) parecen haber remitido.

El aspecto más preocupante del proceso de estabilización de los precios reside en el **componente de servicios**, donde la evolución de la inflación está siendo más persistente por dos factores: la **estrechez del mercado laboral y el traspaso de demanda desde bienes hasta servicios** como resultado de la normalización post-pandémica. La fortaleza de los datos de empleo, a pesar del deterioro en las expectativas económicas y las subidas de tipos, se explica por la mayor propensión de las empresas a retener trabajadores en un contexto de mayor escasez de mano de obra cualificada por tendencias demográficas. Tanto en la zona Euro como en Estados Unidos el nivel de desempleo se encuentra cerca de los mínimos de las últimas décadas y ello puede condicionar las demandas de subidas salariales (tal y como se ha visto recientemente en el sector automovilístico en Estados Unidos). La consecuencia es que la **Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra seguirían favoreciendo una política de tipos de interés elevados durante más tiempo hasta asegurar que la inflación se encuentra bajo control**.

Sin embargo, tal y como se manifiesta en las proyecciones de inflación de los gráficos inferiores, **estimamos una continuidad en las tendencias desinflationistas durante 2024**. En este contexto, **esperamos que los bancos centrales confirmen las expectativas del mercado respecto a que los tipos de interés han tocado techo y que el próximo movimiento será a la baja**.

Los bancos centrales observan con alivio cómo se va confirmando la tendencia a la baja de los indicadores de inflación

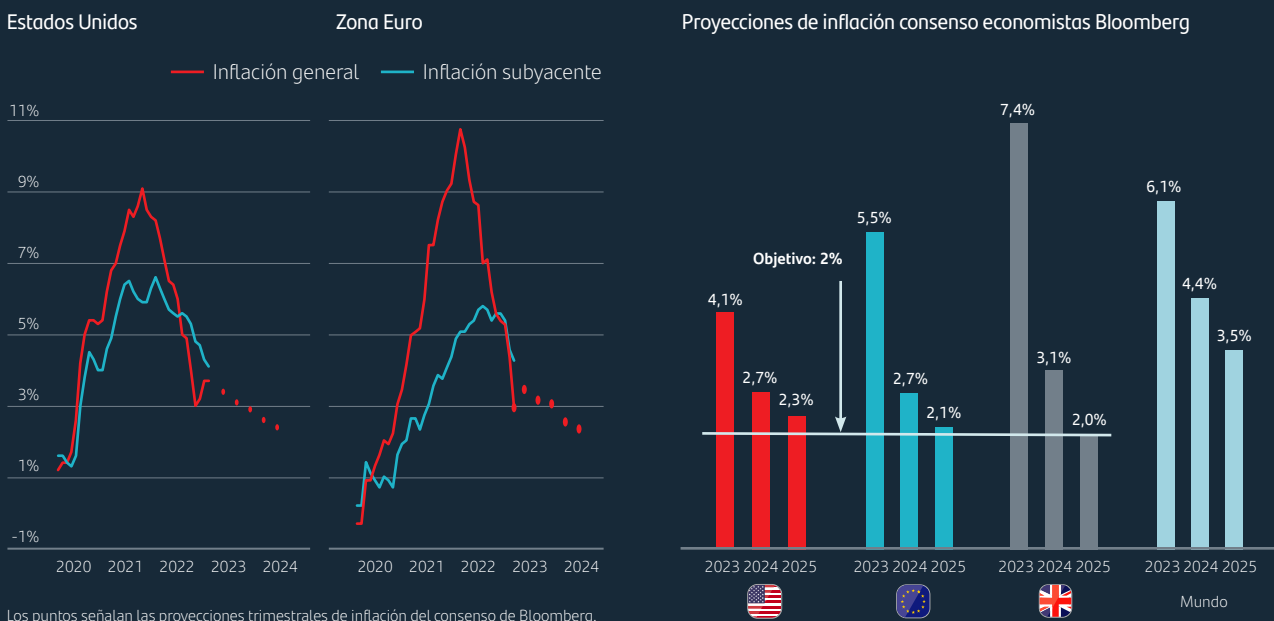
La batalla por el control de la inflación no se puede dar por ganada hasta que se produzcan mayores retrocesos en los precios del sector servicios

Esperamos que se mantenga la tendencia desinflationista en 2024, pero los bancos centrales se mantendrán vigilantes

El consenso de economistas prevé una continuidad en el proceso de desinflación en 2024

Fuente: Bloomberg economic forecasts.

La inflación seguiría a la baja en 2024 pero se mantendría por encima del objetivo del 2%



Otro factor que apuntala nuestra visión de que los tipos de interés han tocado techo reside en nuestro **escenario de bajo crecimiento de las economías en los próximos trimestres**. Aunque el dato de PIB de la economía estadounidense del tercer trimestre fue excepcional (+4,9% en términos trimestrales anualizados), consideramos que no es extrapolable y que se manifestarán signos de desaceleración en próximos trimestres. Los efectos de la restricción monetaria se están presentando con un mayor retraso, pero acabarán condicionando el crecimiento. El gráfico inferior derecho muestra el crecimiento esperado por el consenso de economistas publicado en Bloomberg. En 2024 el crecimiento se moderará en Estados Unidos y será algo más positivo en la zona Euro, pero en los dos casos estará por debajo de la media de la última década. **Si bien se evita la recesión en un sentido amplio, la economía en 2024 mostrará que no es inmune a los efectos de la subida de tipos de interés.**

Hay aspectos diferenciales de este ciclo económico que han provocado un mayor decalaje en la transmisión de la política monetaria restrictiva al crecimiento económico. En particular, los programas de expansión fiscal aprobados durante y después de la pandemia (Inflation Reduction Act, NextGenerationEU, ...) han continuado dando impulso a la economía. En Estados Unidos los programas de estímulo fueron especialmente generosos y las ayudas a las familias permitieron un exceso de ahorro enorme que ha servido para amortiguar la pérdida de poder adquisitivo derivada del repunte de la inflación. Asimismo, muchas familias y empresas aprovecharon los extraordinariamente bajos tipos de interés previos a 2022 para refinanciar sus hipotecas y deudas a tipo fijo durante un periodo prolongado. **Pero trimestre a trimestre, el impulso fiscal se va diluyendo, el ahorro acumulado disminuye, los programas de ayudas vencen (ej. moratoria de la deuda estudiantil en EE.UU.) y un mayor número de préstamos se renuevan a tasas de interés mucho más elevadas.**

El avance en el control de la inflación inevitablemente va a tener efecto en el crecimiento. Los elevados tipos de interés han tardado en mostrar su efecto, pero observaremos una mayor eficacia en la correa de transmisión monetaria con moderación de la creación de empleo, restricción en los planes de inversión e incremento en el esfuerzo de empresas y familias para afrontar sus obligaciones financieras. **El descenso de la inflación debido a la**

Los efectos de la restricción monetaria se están manifestando con un mayor retraso, pero acabarán condicionando el crecimiento en 2024

Existen factores diferenciales que han amortiguado el impacto de los elevados tipos de interés en la marcha de la economía

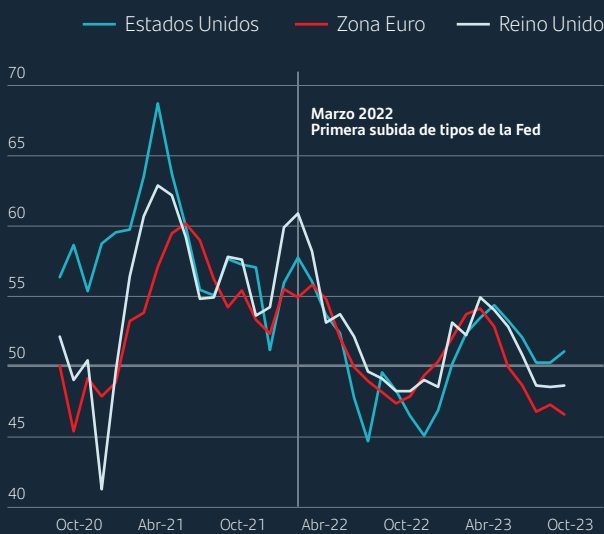
El convencimiento de que la inflación está controlada posibilitará el cambio de sesgo en la política monetaria

Moderación en los indicadores de confianza empresarial y menor crecimiento en 2024

Fuente: Bloomberg. Datos a octubre de 2023

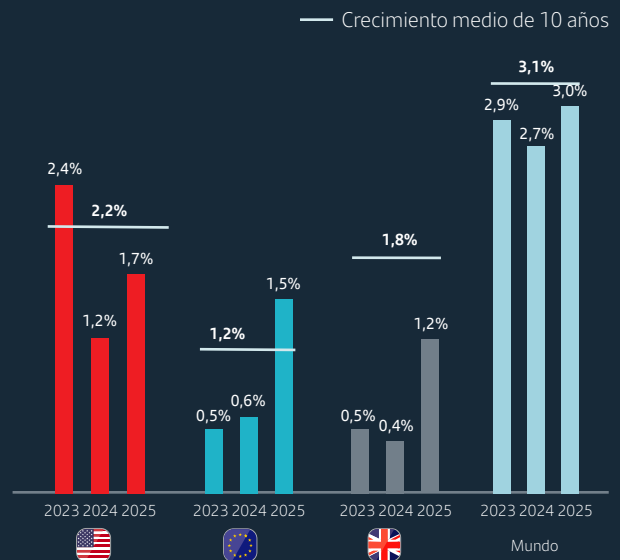
Bajos niveles de crecimiento, pero sin llegar a recesión

Indicadores de confianza empresarial (PMI compuesto)



Niveles por encima de 50 son indicativos de expansión y por debajo de 50 indican que la actividad se contrae.

Proyecciones de crecimiento anual de PIB según el consenso de economistas de Bloomberg



pérdida de momento en la actividad económica debería terminar por inclinar la balanza en el foco de preocupación de los bancos centrales, posibilitando bajadas de tipos en la segunda mitad del 2024.

De confirmarse las cifras de desaceleración económica que comentábamos con anterioridad, estaríamos ante un ajuste de naturaleza muy moderada en comparación con episodios anteriores de subidas de tipos de interés. Hay un cierto consenso sobre la naturaleza del tipo de ajuste económico al que nos enfrentamos y sus diferencias con anteriores ciclos: se conoce como *"soft landing"*. Con este término de "aterrizaje suave" se hace referencia a un ciclo muy moderado de desaceleración en el cual se logran los objetivos de los bancos centrales en términos de estabilidad de precios con un coste moderado en clave de destrucción de empleo y crecimiento económico por debajo de la media. **En nuestra opinión, un término más acertado sería el de *"long landing"*, dado que lo que más caracteriza a este ciclo de ajuste es el hecho de que se esté produciendo de una manera prolongada y paulatina,** contribuyendo a la percepción de moderación.

En nuestra opinión, **el factor diferencial que posibilita que el ajuste sea moderado y prolongado deriva del bajo nivel de endeudamiento del sector privado en el presente ciclo.** Tal y como se observa en los gráficos inferiores, las familias, y en menor grado las empresas, han sido muy cautelosas en sus decisiones de financiación y gasto en la última década. Esta disciplina financiera es una de las causas que apoyan que este ciclo de ajuste sea moderado: el sector privado, al haber evitado excesos financieros en el pasado reciente, no va a tener que restringir de forma agresiva el consumo discrecional y la inversión.

En definitiva, **nuestro escenario central para 2024 contempla (i) una continuidad en las tendencias desinflacionistas, (ii) un moderado crecimiento económico en el que los altos tipos de interés empiezan a pesar en las decisiones de inversión y gasto, y (iii) un giro en la política monetaria en la segunda mitad del año con bajadas de tipos de interés** en las economías desarrolladas, siguiendo la estela de las economías emergentes. Consideramos que se ha tocado techo en tipos de interés y ahora hay que buscar el suelo al crecimiento económico.

El ajuste en este ciclo se produce durante un periodo más prolongado, contribuyendo a la percepción de moderación

El sector privado ha evitado un excesivo apalancamiento en este ciclo y no tiene que realizar ajustes extraordinarios

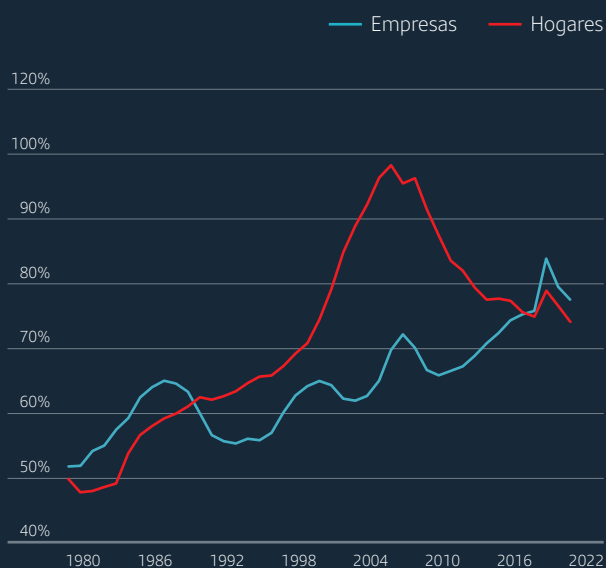
No observamos un desplome de la actividad económica pero sí una desaceleración por el efecto rezagado de las subidas de tipos

Deuda de los hogares y las empresas (% PIB)

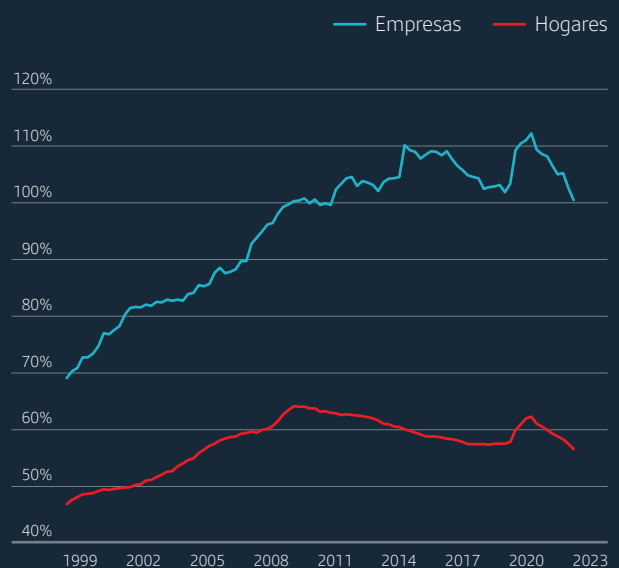
Fuente: Monitor Global de Deuda 2023. Fondo Monetario Internacional (FMI)

El moderado apalancamiento del sector privado limita el impacto de la subida de tipos

Estados Unidos



Zona Euro



Riesgos: geopolítica y déficits públicos

Nuestro escenario central de ajuste prolongado y moderado del crecimiento y la inflación es vulnerable a la interacción de múltiples factores entre los que destacaríamos dos: **turbulencias geopolíticas y ausencia de nuevos estímulos fiscales en los años venideros.**

El gráfico inferior izquierdo ilustra las proyecciones de déficit fiscal (% PIB) de acuerdo con los datos del Congressional Budget Office (CBO) en Estados Unidos y del Banco Central Europeo para la zona Euro. Las proyecciones están basadas en una continuidad de los altos niveles de gasto y déficits públicos, en un contexto de elevados tipos de interés y creciente coste financiero de la deuda. En comparación con los años anteriores, donde los paquetes fiscales fueron fundamentales para mantener la economía a flote durante y después de la pandemia, **se producirá un cambio de rumbo en política fiscal dada la necesidad de reconducir las finanzas públicas, con lo cual es poco probable que exista un apoyo presupuestario adicional al crecimiento hacia el futuro** (lo mismo que hubo que cambiar el rumbo de la política monetaria ultraexpansiva al evidenciarse los riesgos de inflación). En este ciclo, el sector privado no ha acumulado desequilibrios financieros y ello ha dotado a la economía de una gran resiliencia ante los efectos negativos de la subida de tipos de interés. Con las finanzas públicas ha ocurrido todo lo contrario y es por eso que las expectativas de crecimiento del consumo y la inversión pública son bastante moderadas en 2024 (1,3%) en comparación con 2023 (3,3%), de acuerdo con el consenso de economistas de Bloomberg.

En términos de geopolítica, la evolución de la relación entre Estados Unidos y China, el conflicto bélico de Ucrania y el conflicto en Oriente Próximo serán temas a los que estaremos prestando gran atención. El gráfico derecho muestra el **repunte en la percepción del riesgo geopolítico** y el potencial contagio económico a través de incrementos en los precios energéticos, que en otras ocasiones han reaccionado de manera importante. La confianza de consumidores e inversores estará sujeta a los cambios que se puedan producir en estos frentes. Un último foco de atención, que cobrará importancia a medida que avance **2024, son las elecciones presidenciales de Estados Unidos.**

La probabilidad de revisiones a nuestro escenario central tiene sesgo negativo

El cambio de rumbo de la política fiscal supone la ausencia de estímulos adicionales a la economía en el futuro próximo

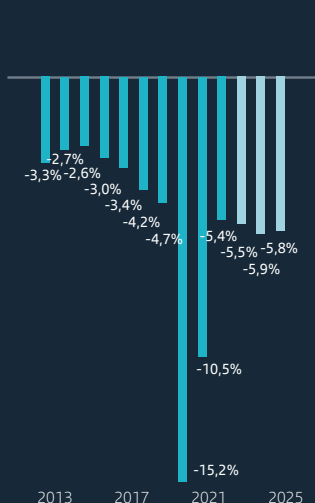
El avance de los temas geopolíticos y las elecciones presidenciales de Estados Unidos en 2024 centrarán la atención

Factores que pueden afectar el escenario central: deuda pública y costes energéticos

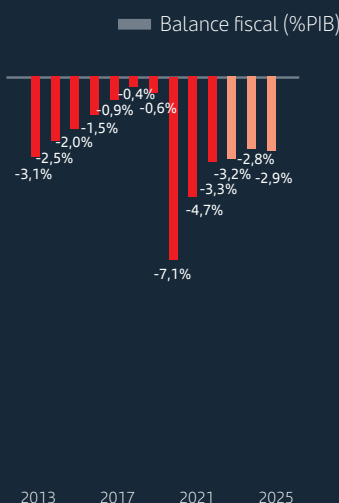
Fuente: Bloomberg, previsiones del Congressional Budget Office (CBO) y del Banco Central Europeo (BCE). Datos a 22/11/2023

Es importante estar atentos a la trayectoria de los déficits fiscales y a los precios de la energía

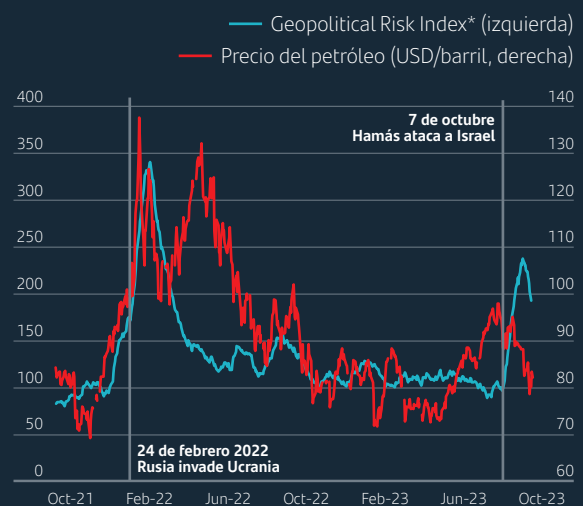
Estado Unidos



Zona Euro



Conflictos geopolíticos y precio del petróleo



* Dario Caldara y Matteo Iacoviello construyen una medida de acontecimientos geopolíticos adversos y riesgos asociados basada en un recuento de artículos periodísticos que cubren tensiones geopolíticas, y examinan su evolución y efectos económicos desde 1900. El índice de riesgo geopolítico (GPR) registra picos en torno a las dos guerras mundiales, al comienzo de la guerra de Corea, durante la crisis de los misiles de Cuba y después del 11 de septiembre. Un mayor riesgo geopolítico presagia un descenso de la inversión, las cotizaciones bursátiles y el empleo. Un mayor riesgo geopolítico también se asocia con una mayor probabilidad de desastres económicos y con mayores riesgos a la baja para la economía mundial.



En profundidad:

02 Un entorno de cambios estratégicos

Ampliando la visión del ciclo

Consideramos probable que tanto el nivel de neutralidad de tipos de interés como la inflación sean estructuralmente más elevados que en el pasado. Vemos también un menor protagonismo del gasto público, dado el elevado nivel de endeudamiento. **Nos adentramos en un entorno de mayor ortodoxia y moderación en la aplicación de estímulos económicos.**

Otro factor que va a condicionar el crecimiento económico en las próximas décadas reside en el **bajo crecimiento demográfico** en los países desarrollados. Este bajo crecimiento de la población activa es probable que prolongue la escasez de mano de obra cualificada.

Cuatro grandes cambios de paradigma

Estamos asistiendo a un cambio de entorno como resultado de la interacción de cuatro grandes transiciones. En primer lugar está la necesidad de realizar una **transición radical en el modelo energético** mundial con el fin de alcanzar la meta de descarbonización para el año 2050. Asistimos también al avance tecnológico más disruptivo desde la aparición de internet, con el vertiginoso crecimiento de las **soluciones de inteligencia artificial**. Igualmente nos enfrentamos a una **transición en el equilibrio geopolítico y comercial**, como resultado de la relación entre China y Estados Unidos. Por último, se está produciendo un **cambio estructural en las fuentes de financiación de las empresas** con un mayor protagonismo de los mercados privados (*private equity* y *private debt*).

Un entorno de cambios estratégicos

En la medida en que hay mayor claridad con respecto a los tipos de interés, empieza a ser más relevante la cuestión de qué tendencias van a marcar el crecimiento económico en las próximas décadas. **Si extendemos el horizonte de inversión identificamos cuatro grandes transiciones en las cuales será clave posicionarse para generar retornos diferenciales en el largo plazo:**

1) Transición energética y el reto de la descarbonización

El panorama energético mundial está experimentando una transformación radical a medida que las inversiones en fuentes de energía limpias crecen de forma diferencial respecto a la nueva inversión en combustibles fósiles (ver gráfico izquierdo). Este cambio marca un **momento crucial en la transición energética** y refleja el creciente reconocimiento de la necesidad de combatir el cambio climático y reducir las emisiones de carbono. Adicionalmente, los compromisos hacia la descarbonización, sumados a la inseguridad energética suscitada por la invasión de Ucrania, han impulsado la política de energías limpias en las mayores economías del mundo. La Ley de Reducción de la Inflación (IRA) de Estados Unidos destina 369.000 millones de dólares estadounidenses (USD) a subvenciones para la tecnología verde; la Comisión Europea prevé conceder al menos 250.000 millones de euros (270.000 millones de USD) a empresas de tecnología limpia, y ha decidido adelantar el objetivo de duplicar la capacidad solar instalada en la Unión Europea de 2030 a 2025.

El impulso a la inversión en energías limpias va a producir un cambio en el mix de producción de energía (ver gráfico derecho). Este cambio está generando enormes oportunidades de inversión que no están exentas de volatilidad e incertidumbre por la confluencia de diversos factores (cambios regulatorios, escasez de materiales, inflación de ciertos suministros, sensibilidad a tipos de interés...). **La transición energética va a involucrar el mayor volumen de inversión de la historia en infraestructura** y el mercado financiero se verá afectado en múltiples dimensiones por esta transformación.

Cuatro cambios globales influirán en el crecimiento a largo plazo, que se redistribuirá entre economías y sectores

Capital público y privado seguirán apoyando la transición energética creando oportunidades

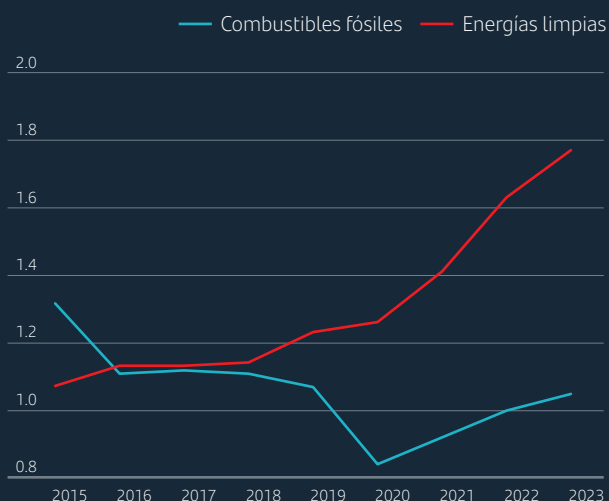
La invasión de Ucrania y la carrera por la descarbonización han acelerado la inversión en energías renovables, vehículos eléctricos y almacenamiento de energía

La descarbonización está impulsando las inversiones en energías renovables, almacenamiento de energía e infraestructuras de red

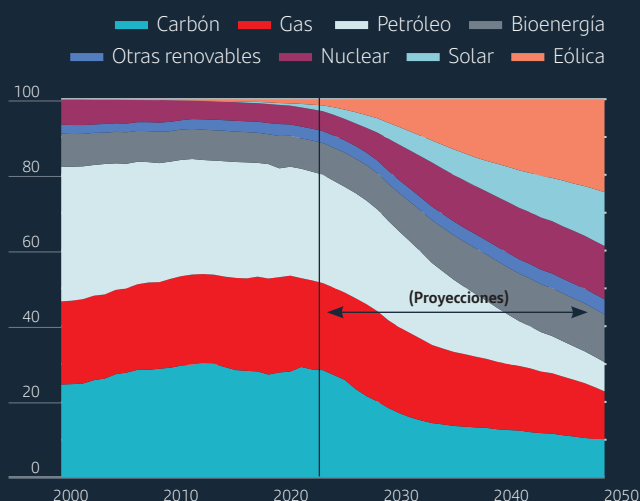
Fuente: AIE World Energy Investment 2023

Las energías renovables y los vehículos eléctricos lideran el aumento de la inversión en energías limpias

Inversión anual en energía, 2015-2023 (Miles Mn USD)



Energía primaria por tipo de combustible (%)



2) La inteligencia artificial generativa y el impulso a la productividad global

Si la transición energética va a suponer la mayor inversión en infraestructuras de las próximas décadas, la inteligencia artificial (IA) podría tener un impacto en la productividad que añadiría billones de USD de valor a la economía mundial. La IA generativa está llamada a ser el avance tecnológico de esta generación y el impresionante crecimiento de ChatGPT (que alcanzó los 100 millones de usuarios en sólo 2 meses) podría ser catalogado como el acontecimiento de 2023. **Las implicaciones de la IA van más allá de las empresas puramente tecnológicas, trascendiendo sectores y geografías, ya que tienen el potencial de cambiar la anatomía del trabajo.** Las últimas aplicaciones de IA generativa pueden realizar una serie de tareas rutinarias, como la reorganización y clasificación de datos. El ruido de la IA es cada vez más atronador, con las cotizaciones del sector tecnológico alcanzando nuevos máximos, más de 2 millones de programadores utilizando sus capacidades y los principales actores preparándose para competir con nuevas herramientas de IA.

El despliegue de la IA generativa y otras tecnologías supondrá un impulso a la productividad, ayudando a compensar el descenso de la población activa en muchos países. El gráfico de la izquierda ilustra cómo las tendencias demográficas adversas implican que, para mantener el nivel de crecimiento, son indispensables las mejoras en la productividad. Los retos actuales para que las empresas de todo el mundo cubran los puestos de trabajo en muchas áreas críticas, ponen de relieve el terreno fértil en donde impulsar las inversiones tecnológicas para potenciar sus capacidades y soluciones de IA. Según las estimaciones de McKinsey ("El potencial económico de la IA generativa: la próxima frontera de la productividad"), la automatización de las actividades laborales individuales que permiten estas tecnologías **podría proporcionar a la economía mundial un impulso anual de la productividad de entre el 0,2% y el 3,3% entre 2023 y 2040,** en función del ritmo de adopción de la automatización. McKinsey analizó múltiples casos de uso a través de funciones empresariales en las que la tecnología puede abordar retos empresariales específicos que producen uno o más resultados medibles. Esos innumerables aumentos de

La IA generativa tiene múltiples aplicaciones con un potencial impacto disruptivo en una amplia gama de sectores y actividades

La automatización impulsada por la IA puede aumentar la productividad de los trabajadores y ofrecer ventajas competitivas a las empresas

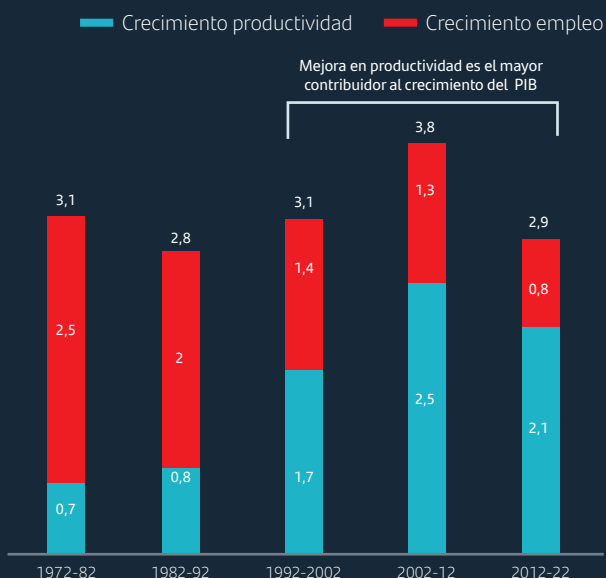
El número de casos de uso de la IA generativa sigue aumentando a un ritmo asombroso y con ello el potencial impacto en la economía global

La IA generativa puede desencadenar la próxima oleada de productividad que impulse el crecimiento económico mundial

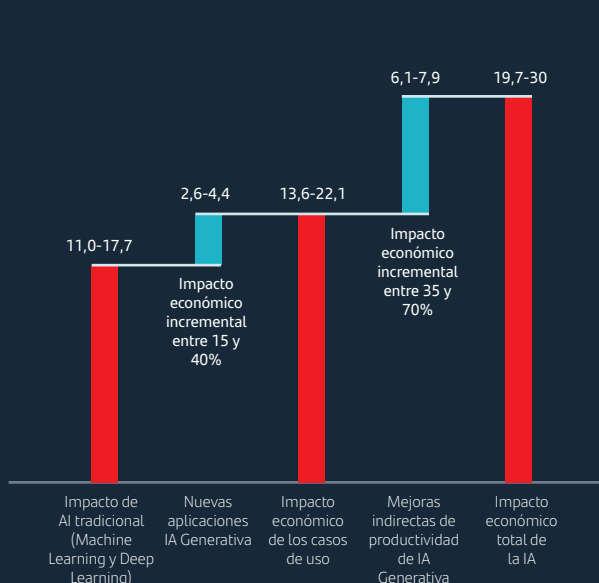
Fuente: McKinsey. "El potencial económico de la IA generativa: la próxima frontera de la productividad". Junio 2023

La IA podría generar billones de USD en sectores que van desde la banca a la biotecnología

Contribución media al crecimiento del PIB mundial por componentes 1972-2022 (%)



Impacto potencial de la IA en la economía global, Billones de US \$



productividad que probablemente se materializarán cuando la tecnología se aplique a todas las actividades de los "trabajadores del conocimiento" (término acuñado por Peter Drucker en 1959 para describir trabajadores de alto nivel que aplican conocimiento teórico y analítico para desarrollar productos y servicios) podrían oscilar entre 6,1 y 7,9 billones de USD anuales. **La IA generativa es el desarrollo tecnológico más importante de las últimas décadas y los inversores no deberían ignorar sus implicaciones al ampliar su horizonte de inversión.**

3) La polarización geopolítica y los nuevos flujos comerciales

La rivalidad latente entre Estados Unidos y China, exacerbada por las disputas comerciales y la competencia tecnológica, ha creado un **entorno de incertidumbre y riesgo para las empresas que operan a escala mundial**. La interrupción de las cadenas de suministro a raíz de la pandemia puso de manifiesto **la fragilidad del sistema comercial global**. La invasión de Ucrania demostró **la vulnerabilidad y dependencia energética excesiva de Europa**. Todo esto ha llevado a un **alejamiento gradual del modelo tradicional de hiperglobalización**, caracterizado por una profunda integración de las redes de producción a través de las fronteras, **hacia un enfoque más fragmentado y regionalizado del comercio y un redireccionamiento de los flujos de capital.**

En este contexto, **el *friendshoring* y el *nearshoring* han surgido como alternativas viables a las estrategias tradicionales de aprovisionamiento global**. Por ejemplo, Estados Unidos ha promovido activamente una estrategia de ***friendshoring*** con sus aliados de la región Indo-Pacífica, como la India, Vietnam y Japón, con el objetivo de **reducir la dependencia de China para bienes y servicios críticos**. El ***nearshoring***, o acercar la producción al destino final por su parte, resulta atractivo para las empresas que buscan **reducir las interrupciones de la cadena de suministro y los costes de transporte e incluso de mano de obra**, que es el caso de la relocalización de la producción a México por las empresas estadounidenses. Se puede observar en el gráfico de la derecha que México ha tomado la delantera a China como mayor fuente de importaciones de Estados Unidos y que parece ser que esta tendencia continuará a futuro.

Pérdida de confianza, interrupciones de los flujos comerciales y excesiva dependencia han puesto en tela de juicio la hiperglobalización

La relocalización de los centros de producción se conoce como *nearshoring* o *friendshoring*

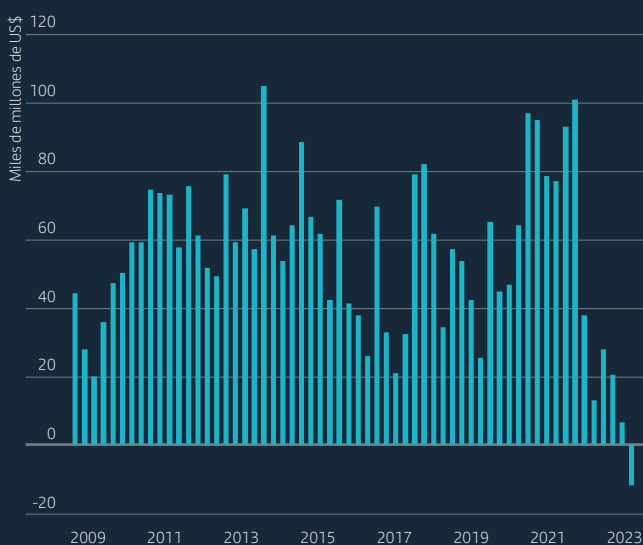
Los flujos de inversión extranjera directa (IED) han cambiado de destino en los últimos años, perdiendo China atractivo para el mundo

Consecuencias de la polarización geopolítica: cambios en flujos comerciales y de capital

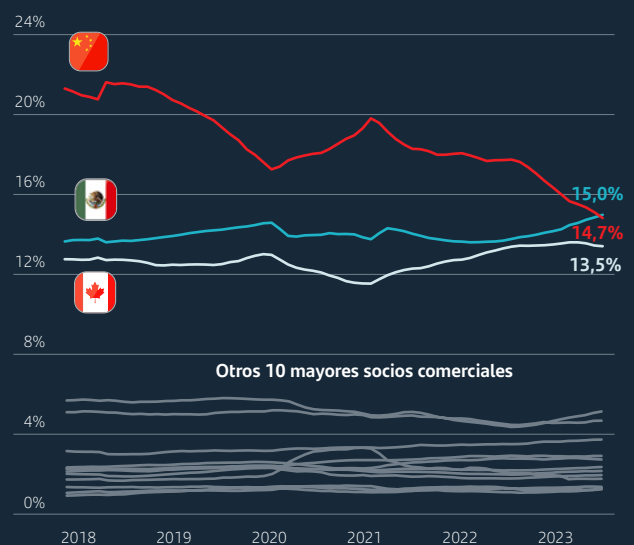
Fuente: Para IED, FMI World Economic Outlook Abril 2023, capítulo 4 y para importaciones, US Census Bureau con datos a agosto de 2023

La polarización geopolítica tiene ganadores y perdedores

Inversión extranjera directa neta en China



Porcentaje del total de importaciones de Estados Unidos (datos mensuales)



Este cambio también es evidente en la evolución de los flujos de inversión extranjera directa (IED). **Según datos del Fondo Monetario Internacional (WEO abril 2023) a nivel global la IED ha disminuido en 2020-22 frente a 2015-20, y uno de los países más afectados ha sido China.** En el gráfico izquierdo de la página anterior se puede observar una tendencia a la baja en la IED hacia China en los últimos dos años y ya en el tercer trimestre de 2023 la IED ha sido negativa, cosa que no sucedía desde 1998. **Tanto comercio como flujos de capital han sufrido un deterioro importante en el gigante asiático.**

4) Mercados financieros en transición: el auge de los mercados privados

El cuarto cambio de paradigma que queremos resaltar es el que está ocurriendo en el acceso al capital para financiar la innovación tecnológica, la transición energética y otros proyectos de reestructuración y crecimiento que están creando valor en la economía. Históricamente, las bolsas de valores y las instituciones financieras eran los mecanismos principales de acceso a la financiación, pero este protagonismo cada vez es más compartido con los mercados privados. En el dinámico panorama de las finanzas mundiales, los **mercados privados no cotizados**, que engloban la deuda privada (*private debt*), la inversión en infraestructuras, recursos naturales, sector inmobiliario y el capital riesgo (*private equity*), **son cada vez más actores principales del crecimiento y la innovación de las empresas** (ver gráfico inferior).

La **deuda privada**, caracterizada por préstamos y bonos emitidos directamente por las compañías a los inversores privados ha tenido gran auge por la flexibilidad con la que responde a las necesidades específicas de las compañías en distintas fases de desarrollo. Los proveedores de deuda privada ofrecen vencimientos a más largo plazo, cláusulas menos estrictas, mayor agilidad en la tramitación del crédito frente a los bancos y un enfoque más práctico, fomentando asociaciones a largo plazo con las empresas participadas. El **capital riesgo**, invierte en empresas que no cotizan en bolsa, normalmente aquellas con un gran potencial de crecimiento, pero con un acceso limitado a los canales de financiación tradicionales. Las empresas de capital riesgo aportan no sólo capital, sino también experiencia, apoyo operativo y una red de contactos en el sector, y desempeñan un papel crucial en el éxito de las empresas de su cartera.

Una gran parte de la creación de valor de las nuevas empresas tiene lugar antes de que sus acciones coticen en bolsa, por lo que es necesario cada vez más extender el campo de acción de la inversión a los mercados privados.

Los mercados privados están creciendo en protagonismo a la hora de financiar la innovación y el crecimiento

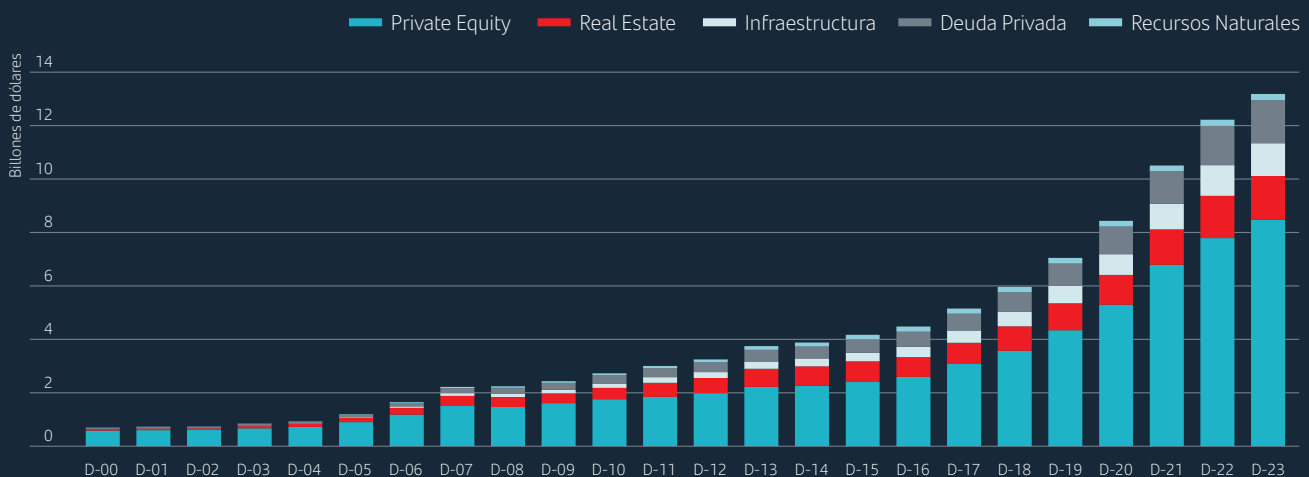
El coste de oportunidad de ignorar la inversión en mercados privados es cada vez mayor

Estos mercados inicialmente estaban restringidos al inversor institucional pero su acceso se amplía a otro tipo de inversores

Mercados privados globales. Activos bajo gestión (Billones de USD)

Fuente: Base de datos de Preqin. Datos a 22/11/2023

El tamaño de los mercados privados ha crecido a una tasa anual del 15% en la última década





En profundidad:

03 Invirtiendo más allá del corto plazo

Un entorno óptimo para construir carteras diversificadas...

El inversor dispone de un **gran número de opciones para invertir con rendimientos más elevados que la media de las últimas décadas**. Pero ninguna de las opciones compara tan favorablemente con las referencias históricas recientes como la rentabilidad que ofrece la renta fija gubernamental de corto plazo. Esta combinación de mayor seguridad y mejora de rendimientos probablemente condicione a muchos inversores a refugiarse en el corto plazo. Consideramos que, **con una perspectiva de inversión más amplia, tiene sentido posicionarse en carteras más diversificadas** que permitan consolidar los rendimientos actuales en un mayor plazo.

... y posicionarse para las transiciones de futuro

Con una **perspectiva de largo plazo**, los inversores deben tener en cuenta los efectos combinados de la inflación y la innovación y **considerar la inversión en renta variable y en mercados privados**. Estos últimos han ido ganando relevancia, y es allí en donde están surgiendo alternativas y proyectos de inversión que en el pasado se encontraban casi exclusivamente en el mercado cotizado. Además, los inversores pueden aprovechar las oportunidades derivadas de las grandes transiciones a nivel global: energética, tecnológica y comercial.

Consolidando más allá del corto plazo

Desde que el proceso de subida de tipos se iniciara hace algunos trimestres, los inversores han asistido al efecto combinado de repuntes en las tasas de referencia sobre la valoración de múltiples activos. Si bien este tensionamiento de las curvas de tipos parece haber tocado niveles máximos y empieza a materializar el esperado pivote (cambio de sesgo a bajadas) por parte de algunos bancos centrales, la experiencia vivida en 2022 (el que más invierte en renta fija) ha sido muy negativa. **El incremento de la volatilidad y el ajuste negativo en la valoración de los bonos ha dejado huella** y el inversor en líneas generales (y en particular el más adverso al riesgo financiero) ha incrementado su propensión a **posicionarse en activos sin riesgo**.

Esta predisposición a evitar la volatilidad se ha visto probablemente impulsada por la mejora experimentada en los rendimientos de los activos monetarios. Los gráficos inferiores muestran el cambio en el perfil de rendimiento en los tramos cortos de la curva, tanto en términos nominales como reales en las dos principales divisas de referencia. **Se puede dar por terminado lo que podemos denominar como “travesía del desierto” por parte del inversor verso al riesgo** en la que incluso la liquidez estuvo penalizada con rentabilidades negativas en regiones como la zona Euro. La progresiva moderación de los índices de inflación ha permitido que, tras las últimas subidas de tipos de interés, se puedan obtener rendimientos reales positivos (netos de inflación) sin asumir volatilidad de mercado. **El refugiarse en el corto plazo no supone un coste de oportunidad inmediato y es una reacción natural después de una experiencia reciente de elevada volatilidad.** El ser humano tiene una tendencia a extrapolar el pasado reciente en sus proyecciones futuras y ello puede llevar a comportamientos no óptimos bajo una óptica financiera. En esta sección **explicamos seis estrategias que consideramos pueden ser complementarias a la inversión en el corto plazo** y que pueden permitir extender la oportunidad actual en un plazo más dilatado.

La mayor certeza sobre el pico de los tipos otorga visibilidad creciente sobre la valoración de los activos

Por primera vez más de un decenio el punto de partida para el inversor (el tipo de interés sin riesgo) ofrece valor neto de inflación

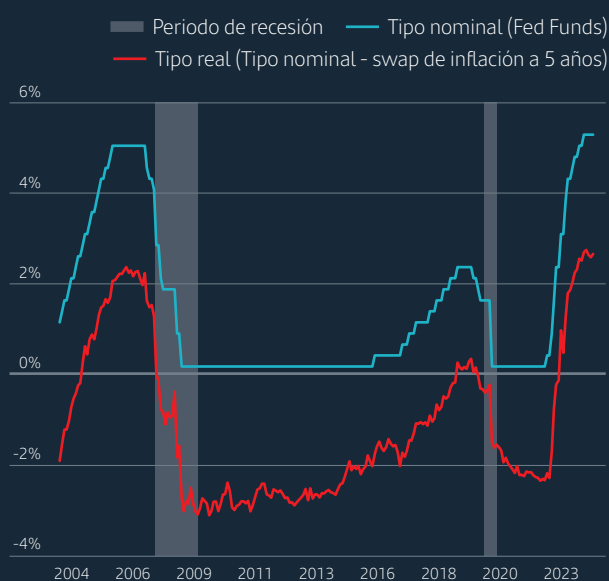
Entorno favorable para combinar el posicionamiento en el corto plazo con estrategias que extiendan la rentabilidad por un periodo más dilatado

Tipos a corto plazo en términos nominales y reales

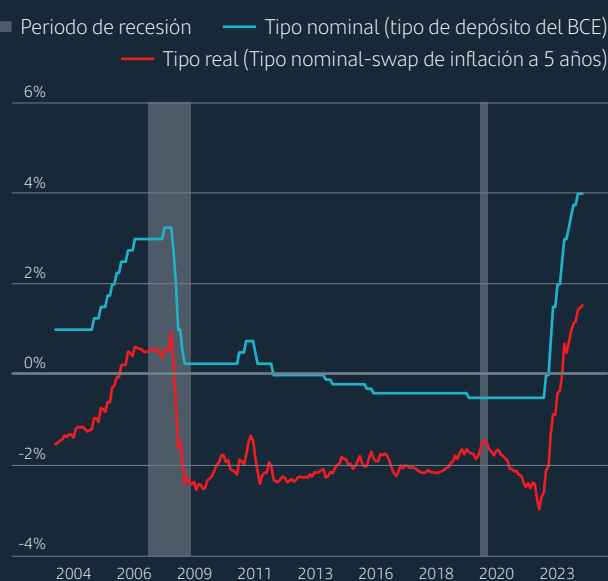
Fuente: Bloomberg. Datos hasta 22/11/2023

La inversión en el corto plazo vuelve a tener valor después de 15 años

Estados Unidos



Zona Euro



1) Extender los plazos para consolidar los altos tipos de interés

El proceso de normalización de los tipos de interés experimentado tras el repunte de inflación y la actuación de los bancos centrales ha provocado el mayor ajuste reciente del mercado de bonos. Esta corrección de valor ha sido especialmente dolorosa en los bonos con vencimientos más lejanos, dada la mayor sensibilidad a las variaciones de tipos de interés del papel de mayor duración. Estar posicionado en los tramos cortos de la curva ha sido la estrategia menos penalizada por el ajuste al alza de los tipos de interés. Sin embargo, la continuidad del movimiento desinflacionista y la probable desaceleración en los indicadores económicos abren la posibilidad de un **cambio de tendencia en el atractivo de posicionarse en los tramos más largos de la curva.**

El gráfico inferior ilustra la conveniencia de incrementar la duración de las carteras de inversión de renta fija en momentos en los cuales los bancos centrales implementan la pausa final en sus políticas monetarias restrictivas. En concreto, los círculos nos muestran el diferencial de rendimientos de los bonos del Tesoro frente a la media de los Fed Funds doce meses después de la pausa de tipos de interés. En todos los periodos puede observarse que incrementar duración es una estrategia que ha generado retornos diferenciales. Sólo en ocasiones donde la inflación vuelve a repuntar con fuerza y obliga al banco central a implementar mayores dosis de restricción monetaria (inicios de la era Volcker en la década de los 80), puede resultar más rentable permanecer en el corto plazo. **Consideramos que tanto la FED como el BCE han generado credibilidad en esta fase de control de inflación y ello permite asignar bajas probabilidades a un escenario en el que sea necesario volver a subir tipos.**

El manual de inversión tradicional aconseja incrementar el plazo de las inversiones en los momentos en los cuales se alcanza el pico en las subidas de tipos de interés.

Los tipos de interés vuelven a ser atractivos y el foco debe trasladarse a cómo extender estos rendimientos a un plazo más largo

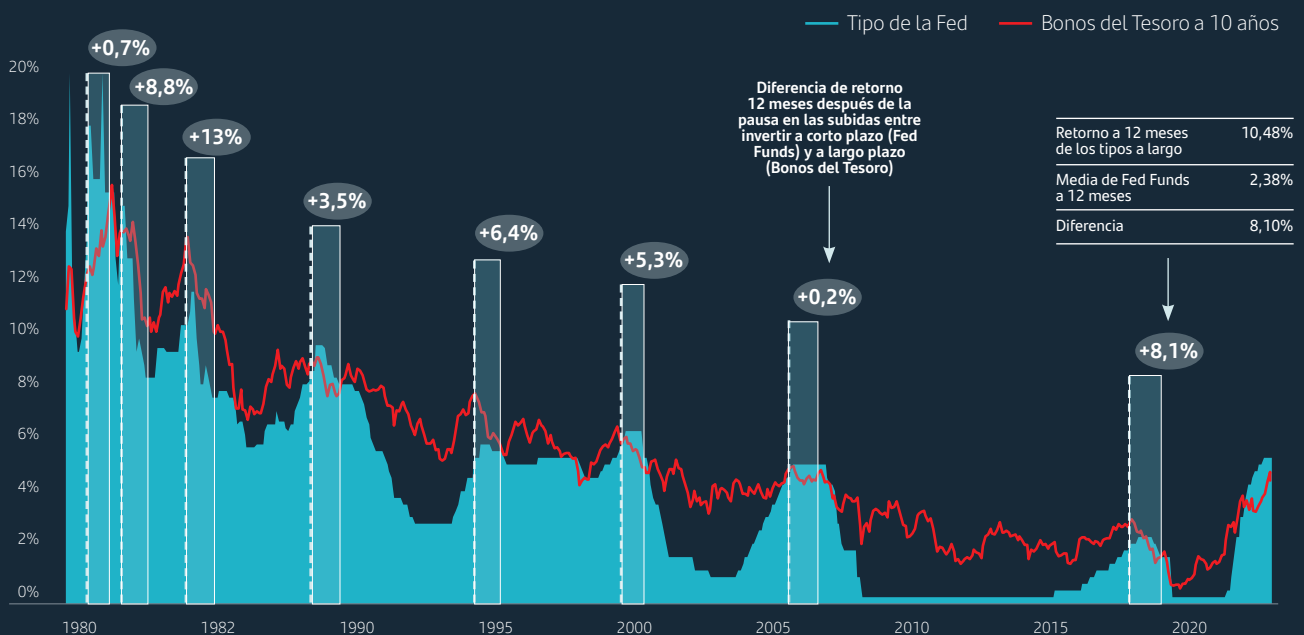
Históricamente el posicionamiento en el largo plazo ofrece valor una vez se confirma la culminación del proceso de subidas de tipos

Extender duración en renta fija mejora el perfil defensivo de las carteras de inversión ante escenarios de desaceleración económica

Rendimiento de los bonos del Tesoro americano a 10 años y tipos de corto plazo (Fed Funds)

Fuente: Santander y Bloomberg. Datos hasta el 20/11/2023

Retornos del bono a 10 años en los doce meses posteriores al pico en las subidas de tipos



2) Capturar primas de riesgo en bonos corporativos de calidad

Un entorno de crecimiento económico por debajo del potencial aconseja un posicionamiento de cautela en la selección de emisores, dando prioridad a la calidad crediticia. Es por ello que en esta fase del ciclo sea aconsejable sobreponderar los bonos gubernamentales respecto a los corporativos con el fin de minimizar el riesgo de eventos crediticios adversos (reestructuraciones, quiebras, impagos...). La experiencia adversa de los ciclos anteriores refuerza esta tendencia pero, tal y cómo hemos explicado en el primer apartado, **observamos un menor riesgo de apalancamiento en el sector privado y ello nos abre la posibilidad de capturar rendimientos adicionales en los segmentos de mayor calidad crediticia de los bonos corporativos.**

El dilatado periodo durante el cual los tipos de interés se mantuvieron en niveles muy reducidos **posibilitó a muchas empresas ampliar el plazo de su financiación** en los mercados de capitales. El análisis de la evolución del coste financiero de las empresas cotizadas corrobora esta percepción de que la transmisión de la política monetaria restrictiva al sector corporativo no ha sido inmediata. Si analizamos la estructura de vencimientos de las emisiones de renta fija de categoría de inversión y el cupón medio que están pagando de forma efectiva las empresas emisoras, llegamos también a la misma conclusión: **un porcentaje elevado de empresas pueden asumir las subidas de tipos de interés sin que se resienta de forma significativa su situación financiera.**

Los gráficos inferiores nos muestran la evolución de la remuneración del riesgo de asumir eventos crediticios adversos, en comparación con los datos reales de quiebras en el segmento de mayor calidad crediticia (grado de inversión). No obstante, a nivel agregado, se observa cómo la estrategia de capturar primas de riesgo crediticio sigue generando retornos adicionales al ser prácticamente la norma el que las tasas de impago se sitúen por debajo del diferencial obtenido por asumir el riesgo crediticio. Este atractivo binomio rentabilidad-riesgo aconseja **incorporar bonos corporativos de elevada calidad crediticia al añadir valor en una gran mayoría de soluciones de inversión.**

La calidad del balance de las empresas en su conjunto es superior a la de anteriores ciclos económicos

Un elevado porcentaje de compañías consiguieron refinanciarse a largo plazo con bajos tipos de interés y se han aislado temporalmente del repunte de tipos

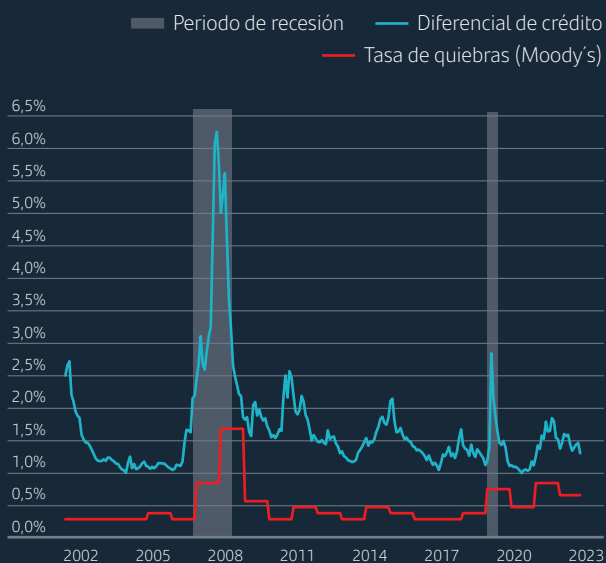
A nivel agregado la prima de riesgo actual sigue remunerando por encima de las probabilidades de quiebra

Diferencial de riesgo de crédito y tasa de quiebras en bonos corporativos grado de inversión

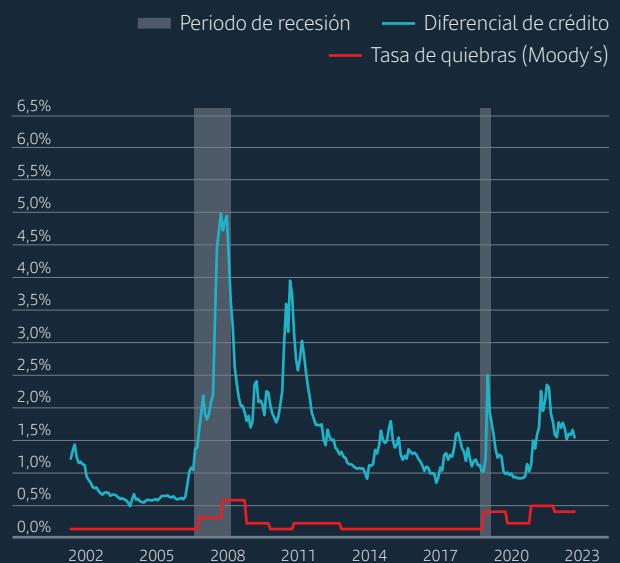
Fuente: Bloomberg y Moody's. Datos hasta el 22/11/2023

La remuneración del riesgo es adecuada para el escenario económico previsto

Estados Unidos



Zona Euro



3) Maximizar la diversificación en carteras de renta fija

La culminación del proceso de normalización de la política monetaria y la menor percepción de riesgo inflacionario abren diferentes posibilidades para añadir valor y diversificar carteras. A las estrategias mencionadas de pivotar hacia plazos más largos y de capturar primas de riesgo en emisores corporativos de calidad, podemos incorporar otras adicionales con distintos grados y tipologías de riesgo. Tal y como se observa en los gráficos inferiores, la mejora de rendimientos ha sido generalizada en todos los segmentos del mercado de renta fija. **Estamos en un buen momento para incrementar la diversificación en carteras de renta fija dada la gran variedad de activos que cotizan a rendimientos históricamente elevados.** Un segmento que consideramos atractivo por las particularidades del ciclo actual es el de las titulizaciones hipotecarias. Los criterios de concesión de hipotecas fueron altamente reforzados como resultado del incremento de la regulación bancaria posterior a la Gran Crisis Financiera y ello ha contribuido a tasas de impago hipotecario muy inferiores a la media histórica.

El incremento de la duración en los portfolios de renta fija y la mejora de los rendimientos permiten un **colchón de seguridad que puede ser utilizado para ganar una exposición moderada a instrumentos de mayor riesgo.** Los bonos de países emergentes con bancos centrales que ya han iniciado el proceso de bajada de tipos, ciertos emisores *high yield* con modelos de negocio y estructuras financieras no vulnerables al corto plazo, instrumentos AT1 de entidades financieras estables, bonos con riesgos idiosincrásicos como los bonos catástrofe (*cat bonds*) todos son ejemplos de estrategias que pueden aportar valor y diversificación. El principal inconveniente de añadir nuevas combinaciones de instrumentos de renta fija radica en la dificultad para calibrar si el resultado sigue siendo ajustado al nivel de riesgo que cada inversor quiere asumir. **La mejor manera de acceder a este tipo de inversiones para el inversor no profesional es a través de soluciones de inversión gestionadas (fondos multiestrategia o carteras gestionadas) que permiten acceder a estas oportunidades con el adecuado control del riesgo.**

El escenario es favorable para la combinación de posiciones sensibles a tipos de interés (duración) con instrumentos sensibles al ciclo (crédito)

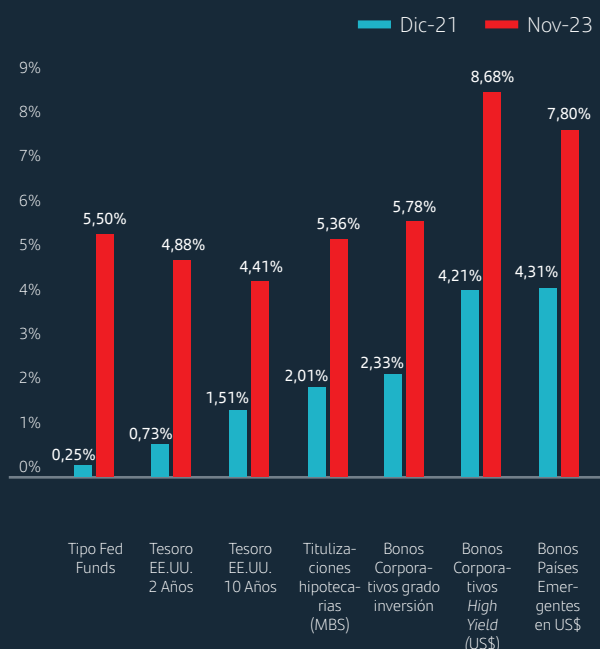
Nuestra sugerencia es acceder a los segmentos de mayor rentabilidad de los mercados de renta fija a través de soluciones de inversión gestionadas (carteras y fondos)

Rentabilidad a vencimiento de los distintos segmentos del mercado en renta fija

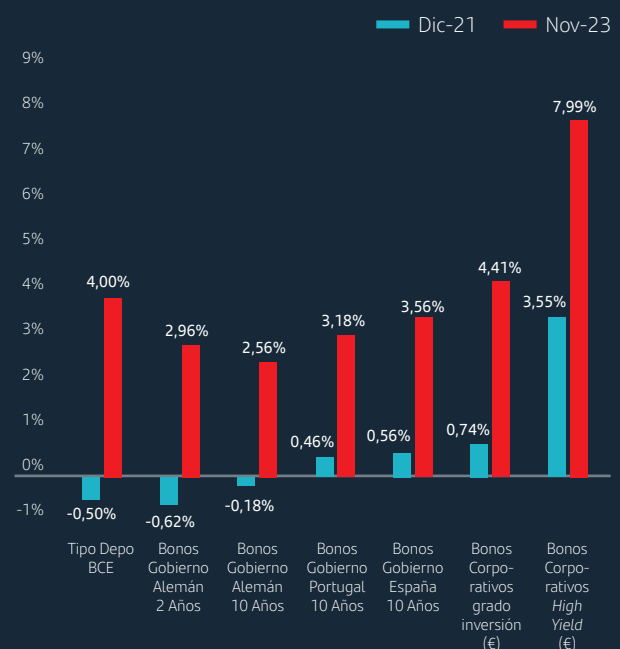
Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 20/11/2023

Momento para diversificar carteras combinando distintas primas de riesgo

Estados Unidos



Zona Euro



4) Comprar opcionalidad en renta variable y buscar el soporte de la valoración

En un escenario macroeconómico donde los tipos de interés tocan techo y la preocupación bascula desde el riesgo de elevada inflación hacia la desaceleración económica, **la renta fija toma protagonismo respecto a la renta variable en las carteras de inversión**. Sin embargo, esto no debería implicar un posicionamiento ultradefensivo e infraponderar excesivamente la renta variable por ser el ingrediente fundamental a la hora de generar retornos diferenciales sobre la tasa libre de riesgo en estrategias a medio plazo. En la medida que se extiende el horizonte de inversión, la valoración del momento cíclico de la economía adquiere menos valor al mismo tiempo que lo gana la **capacidad de las acciones de generar retornos reales ajustados a la inflación**.

De la misma manera que en la renta fija la sobreponderación está ligada a la visibilidad sobre el pico en las subidas de tipos de interés, **en renta variable la clave para cambiar a un posicionamiento más constructivo reside en identificar el punto de inflexión en los ajustes a la baja de las estimaciones de beneficios**. Los resultados del tercer trimestre de 2023 han arrojado un balance mixto (positivos en el caso del S&P 500 pero negativo en el caso de la bolsa europea) por lo que estaremos atentos a analizar las tendencias en próximos trimestres. La volatilidad de las bolsas mundiales se ha mantenido moderada y eso permite posicionarse en bolsa con protección de capital a través de estructurados.

La bolsa europea y la estadounidense mantienen dinámicas distintas en términos de momento de crecimiento de beneficios y también en valoración, como se ve de manera muy clara en los gráficos inferiores. El eje vertical mide la valoración en base al múltiplo de beneficios esperados para los siguientes doce meses y el eje horizontal el nivel de tipos de interés al que cotizan los bonos gubernamentales. En la renta variable europea el nivel actual de valoración por múltiplos de beneficios se ajusta a la norma histórica en este entorno de tipos de interés. En cambio, en la bolsa estadounidense se observa un exceso en la valoración vía múltiplos de los beneficios respecto a las cotizaciones históricas en niveles de tipos de interés similares. Sin embargo, una gran parte de esta sobrevaloración se justifica por el posicionamiento estratégico en IA y el crecimiento diferencial de los siete gigantes tecnológicos que empiezan a ser conocidos por los "Magnificent 7" (Microsoft, Meta, Alphabet, Nvidia, Tesla, Amazon y Apple).

La cautela cíclica en el posicionamiento en renta variable no debe hacernos olvidar su capacidad de generar retornos reales diferenciales en el largo plazo

La oportunidad de volver a sobreponderar renta variable vendrá de la mano de la confirmación del final del ajuste a la baja de los beneficios empresariales

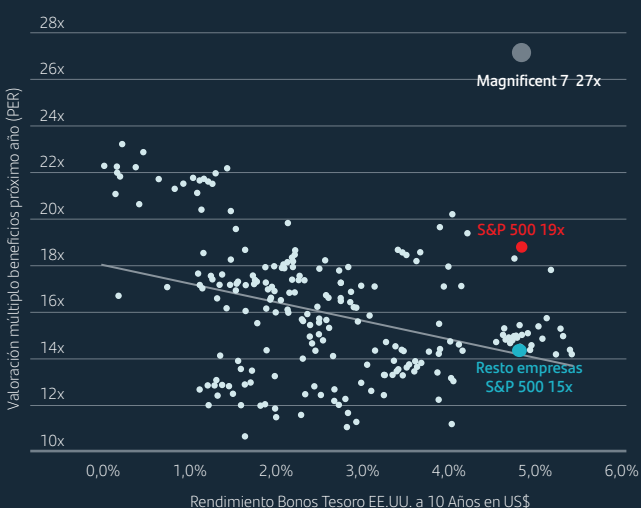
La bolsa europea cotiza a múltiplos más ajustados pero tiene un perfil de menor crecimiento de cara a 2024 y menor representación de compañías líderes en IA

Correlación entre valoración por múltiplos de las bolsas y nivel de tipos de interés a largo plazo (2005-2023)

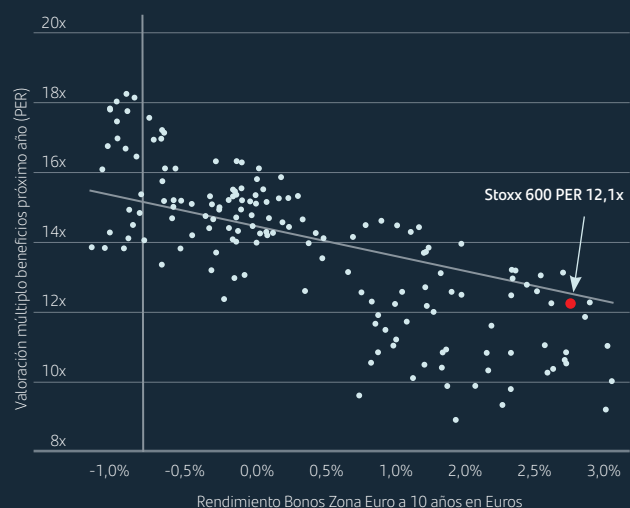
Fuente: Bloomberg. Datos a 20/11/2023

La sobrevaloración del S&P500 se explica en gran parte por la valoración de las "Magnificent 7"

Renta Variable Estados Unidos (S&P 500)



Renta Variable Europa (Stoxx 600)



5) Acceder a la creciente oportunidad de los mercados privados

El mercado financiero está experimentando una radical transformación en donde los mercados públicos y el sistema financiero están perdiendo el monopolio de la financiación de los proyectos empresariales. Tal y cómo mencionamos en el apartado anterior, **el crecimiento de los mercados no cotizados es estructural y el coste de oportunidad de no contemplar este tipo de estrategias en las carteras de inversión de largo plazo es cada vez mayor.** Hasta hace poco, este tipo de inversiones alternativas sólo estaba disponible para inversores institucionales, pero **las bancas privadas y gestoras están lanzando nuevos vehículos para dar acceso a sus clientes más sofisticados a este tipo de inversiones.** Gracias a estos vehículos, los clientes más sofisticados están accediendo a nuevos segmentos de mercado y activos (*leasing*, infraestructuras, renovables, *venture capital*...) además de los tradicionales *private equity* y *private debt*.

Se puede observar en el gráfico inferior que **los retornos obtenidos en la inversión en mercados privados han sido elevados en el largo plazo, compensando su menor grado de liquidez.** Dadas las restricciones de liquidez y el perfil de largo plazo de los vehículos, estas inversiones no deben realizarse en función del momento cíclico de la economía. Es por ello que, si bien es probable que el entorno de elevados tipos de interés y desaceleración económica no sea el más idóneo para las rentabilidades de los fondos existentes, pueda ser un buen momento para entrar en estos mercados. **Las mejores rentabilidades de las añadas (*vintages*) de *private equity* son las que invirtieron en entornos de peor momento económico al beneficiarse de múltiplos de valoración más ajustados.** La inversión en mercados privados es una estrategia adecuada para extender el horizonte de inversión, aumentar diversificación y capturar primas de riesgo de liquidez.

Dado el entorno menos favorable para obtener liquidez vía nuevos fondos, salidas a mercados cotizados y desinversiones, **las mejores oportunidades de inversión pueden materializarse a través de fondos que invierten en secundarios** (que permiten acceder a descuentos de valoración y recortar plazos de inversión). Igualmente vemos oportunidades para incrementar posiciones en *private debt*, ya que los **prestamistas privados pueden dictar mejores condiciones en los nuevos préstamos** y negociar protecciones más sólidas y menores niveles de apalancamiento.

Los mercados privados permiten ampliar el espectro de inversión a distintos segmentos y sectores de la economía

Tanto como ofrecen retornos diferenciales en el largo plazo y diversificación respecto a la inversión en mercados cotizados

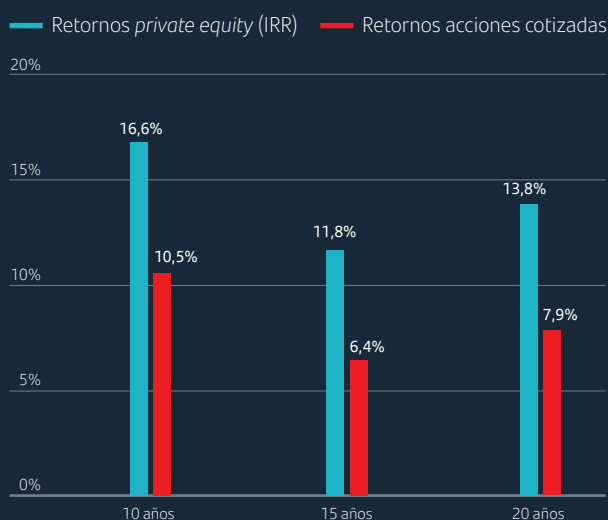
Un entorno de desaceleración y menor liquidez suele ser un buen momento de entrada para incrementar el posicionamiento y acceder a oportunidades en secundarios

Rentabilidades a largo plazo de la inversión en mercados privados y mercados cotizados

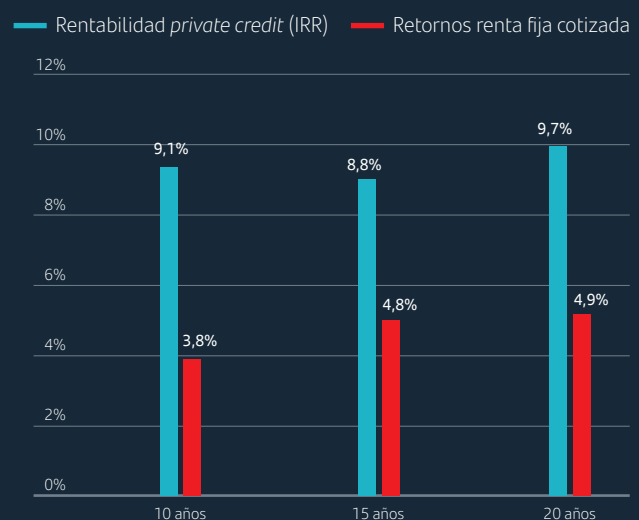
Fuente: Cambridge Associates. Datos a Marzo 2023

Los mercados privados compensan con retornos su menor liquidez

Renta Variable - Rentabilidad anual histórica acumulada



Renta Fija - Rentabilidad anual histórica acumulada



6) Posicionarse de cara a los nuevos paradigmas

Nuestra recomendación general de extender el plazo de las inversiones también debe contemplar un posicionamiento respecto a las cuatro grandes transiciones que hemos identificado en el segundo apartado del informe. La inteligencia artificial (IA) es sin duda la disrupción de mayor actualidad con un enorme potencial de generar valor a escala mundial. **La IA promete abrir una nueva era de crecimiento de la productividad e impulsar la prosperidad económica.** Toda estrategia con un horizonte de inversión más allá del corto plazo debe incorporar un posicionamiento que se apalanque en los nuevos modelos de negocio basados en la aplicación de estos avances tecnológicos.

Los **retos de la descarbonización** tienen como primera derivada un **cambio en el mix energético, priorizando las energías renovables y la electrificación.** El volumen de inversión necesario para cambiar la infraestructura de producción y consumo energético en el horizonte de 2050 (ver cuadro inferior) supone el **mayor esfuerzo inversor al que se ha enfrentado la humanidad.** Las empresas que lideren este cambio de modelo están en capacidad de generar enorme valor, tal y cómo se ha apreciado en compañías del sector de automoción con el auge de los vehículos eléctricos. Esta transformación no estará exenta de volatilidad por las incertidumbres respecto a la eficiencia de las nuevas tecnologías y el nuevo entorno regulatorio entre otros factores, por lo que es necesario tener un enfoque diversificado que abarque múltiples sectores de la cadena de valor (minerales críticos, almacenamiento de energía, infraestructura de red...).

Igualmente importantes son las oportunidades de negocio derivadas de los cambios en los flujos comerciales y de inversión con el fin de lograr cadenas de suministro menos vulnerables a las disrupciones geopolíticas. **Percibimos una oportunidad de inversión posicionándose en geografías como México, Indonesia o Corea del Sur que podrían estar entre las más beneficiadas del nearshoring en la siguiente década.** Es conveniente, más que nunca, identificar los factores de cambio y extender el plazo de inversión para posicionarse de manera favorable a las nuevas tendencias.

La aplicación de soluciones de inteligencia artificial en todos los ámbitos supone una gran oportunidad de creación de valor a escala global

La descarbonización plantea un enorme reto a la hora de identificar ganadores y perdedores en la transición energética

La búsqueda de seguridad en las cadenas de suministro tiene un enorme potencial de creación de valor en algunas geografías

Impacto a largo plazo de los principales cambios de paradigma a los que se enfrenta la economía global

Fuente: elaboración propia.

Significativas oportunidades de crecimiento y creación de valor en estas cuatro transiciones

Transición global en ENERGÍA

55 billones de \$ 

La AIE calcula que el coste total de la descarbonización de la producción de energía rondará los 55 billones de dólares en las próximas tres décadas.

Transición global en TECNOLOGÍA

16 billones de \$ 

Un estudio de McKinsey & Company estima que la IA podría aumentar el PIB mundial hasta en 15,7 billones de dólares en 2030, de los cuales 5,6 billones corresponderían a aumentos de productividad.

Transición global en COMERCIO

26 billones de \$ 

Según un informe de 2022 de Moody's Analytics, el nearshoring podría afectar potencialmente hasta el 20% del comercio mundial (25,5 billones de USD), con el impacto más significativo la industria manufacturera.

Transición global en MERCADOS

23 billones de \$ 

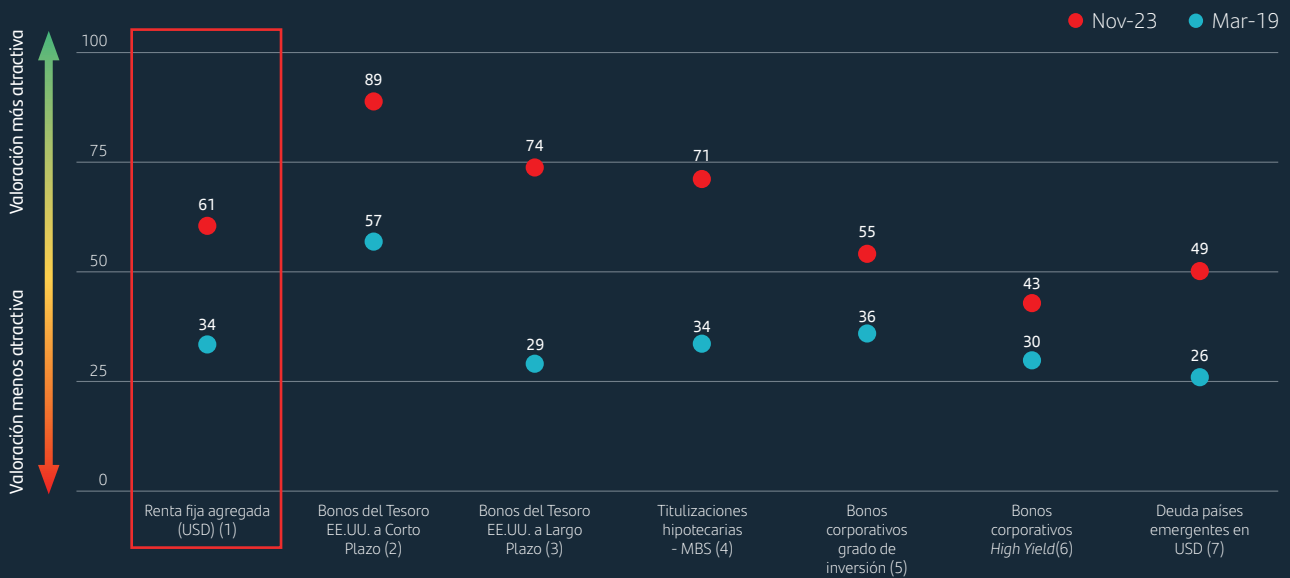
Pregin estima que los activos alternativos mundiales superarán los 23,3 billones de USD a finales de 2027, frente a los 13,7 billones de finales de 2021.

Anexos

Anexo 1: valoración mercados de renta fija respecto a su media histórica

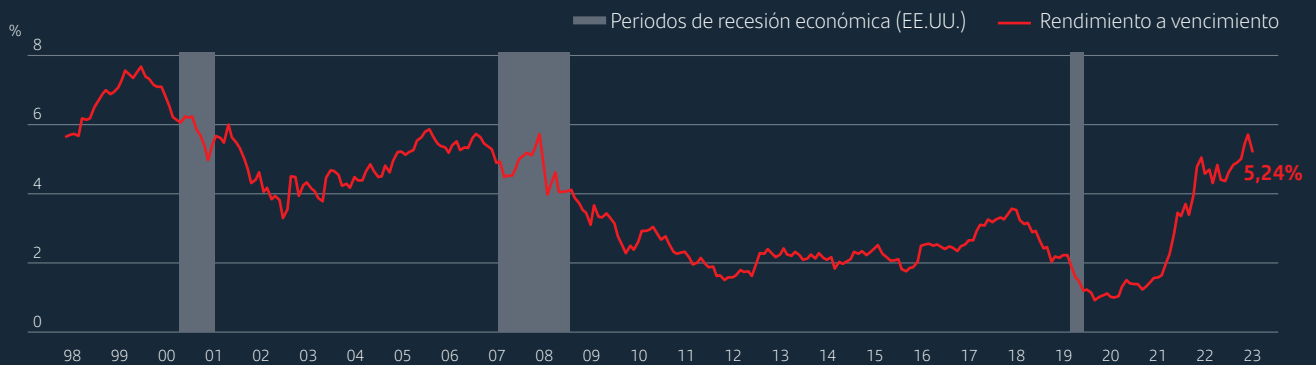
a) Valoración de la renta fija en USD

La valoración de cada activo se basa en percentiles respecto a su media histórica (percentil 0 equivale a valoración menos atractiva de los últimos 25 años). Para la renta fija, se consideran los niveles nominales y reales de los tipos de interés y el diferencial de crédito para los bonos corporativos respecto al activo sin riesgo (deuda pública)



(1) Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD (2) US 2Y Treasury (3) US 10Y Treasury (4) Bloomberg US MBS Index Total Return Value Unhedged USD (5) Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD (6) Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD (7) Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged

Rendimiento a vencimiento del índice agregado renta fija en US\$ (Bloomberg US Aggregate Fixed Income Index)

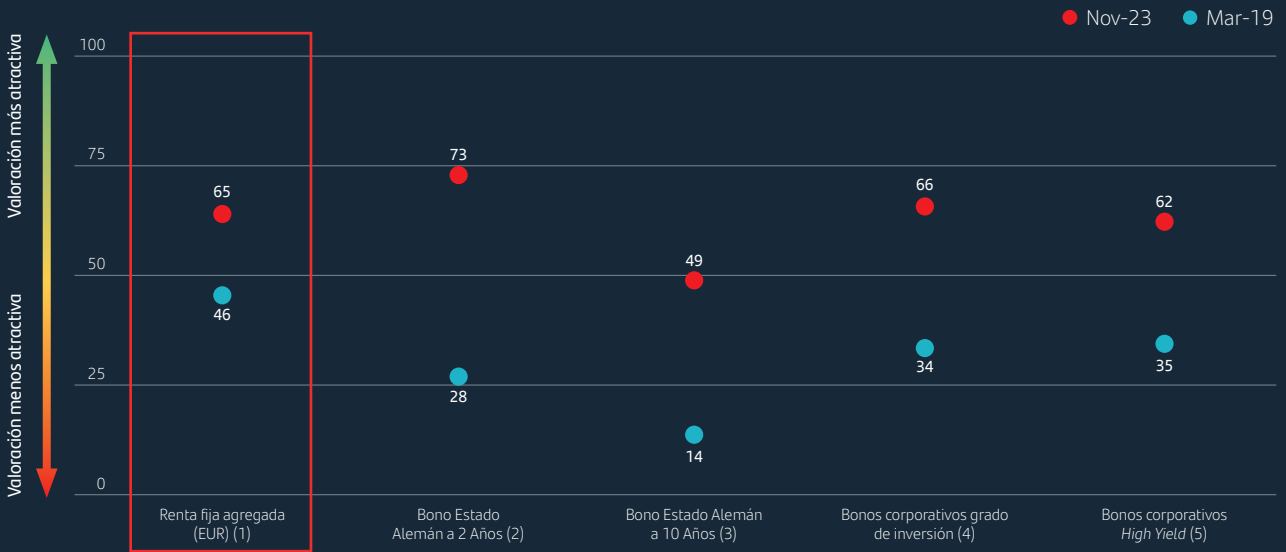


Percentiles de valoración respecto a media histórica del índice agregado de renta fija en US\$



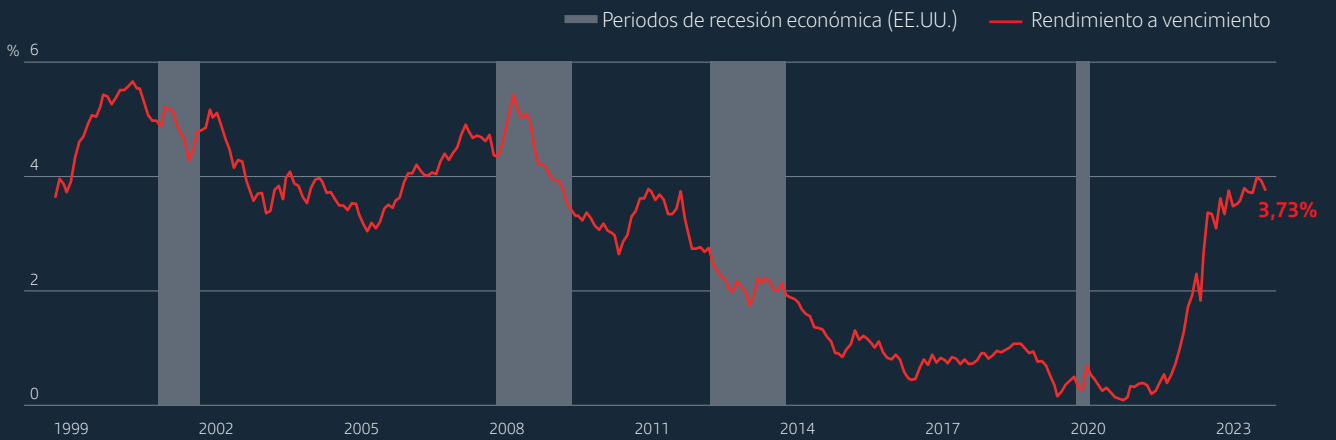
B) Valoración de la renta fija en Euros

Valoración de la renta fija (EUR) con respecto a sus niveles históricos

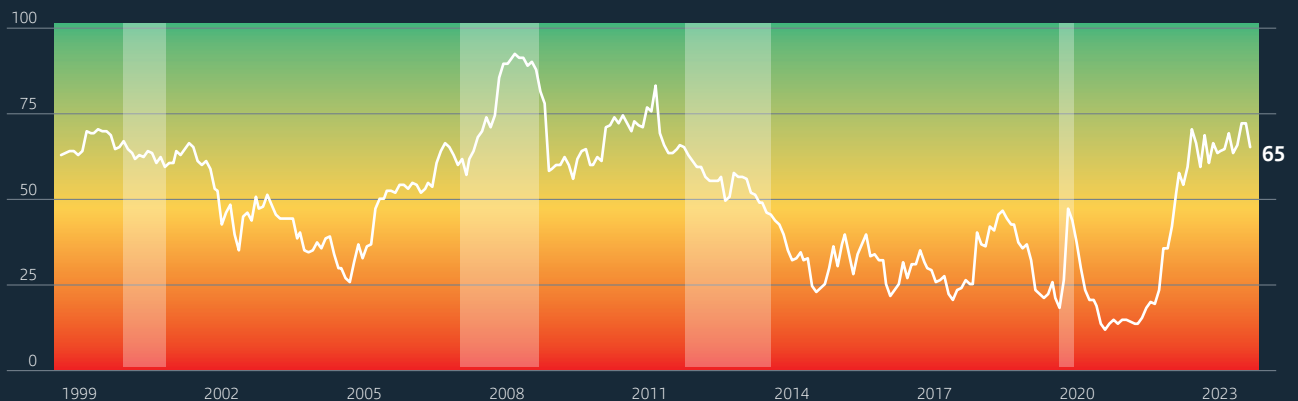


(1) Bloomberg Pan-European Aggregate Total Return Index (2) GERMANY GOVT BND 2 YR (3) GERMANY GOVT BND 10 YR (4) Bloomberg Pan European Aggregate Corporate TR Index (5) Bloomberg Pan-European High Yield Total Return Index

Rendimiento a vencimiento del índice agregado renta fija en euros (Bloomberg PanEuropean Aggregate Fixed Income Index)

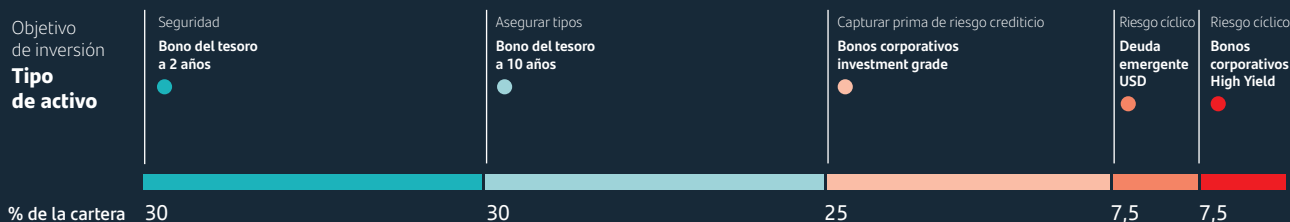


Percentiles de valoración respecto a media histórica del índice agregado de renta fija en Euros



Anexo 2: rendimientos carteras diversificadas de renta fija

Cartera de renta fija de riesgo moderado (dólar)



Rentabilidad a vencimiento en términos nominales

Rendimiento a vencimiento (%)

4,9% 4,4% 5,7% 7,8% 8,6%

Contribución ponderada por peso (%)

1,5% 1,3% 1,4% 0,6% 0,6%

Total 5,45%

Rentabilidad a vencimiento en términos reales*

Rendimiento a vencimiento (%)

1,46% 1,32% 1,43% 0,58% 0,65%

Contribución ponderada por peso (%)

0,56% 0,42% 0,68% 0,36% 0,42%

Total 2,45%

* Tipos reales = Tipos nominales - Expectativas de inflación en los próximos 5-10 años

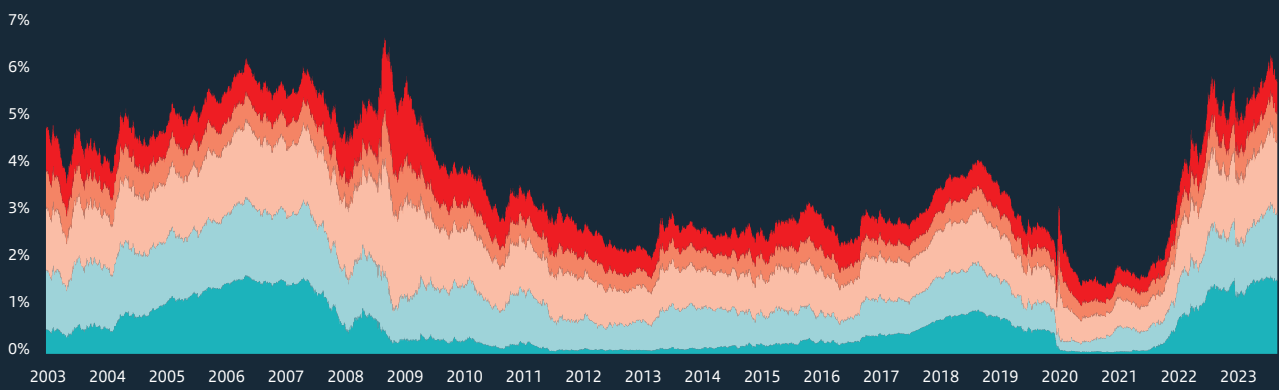
Contribución a la rentabilidad real por tipo de activo

Contribución ponderada por peso (%)

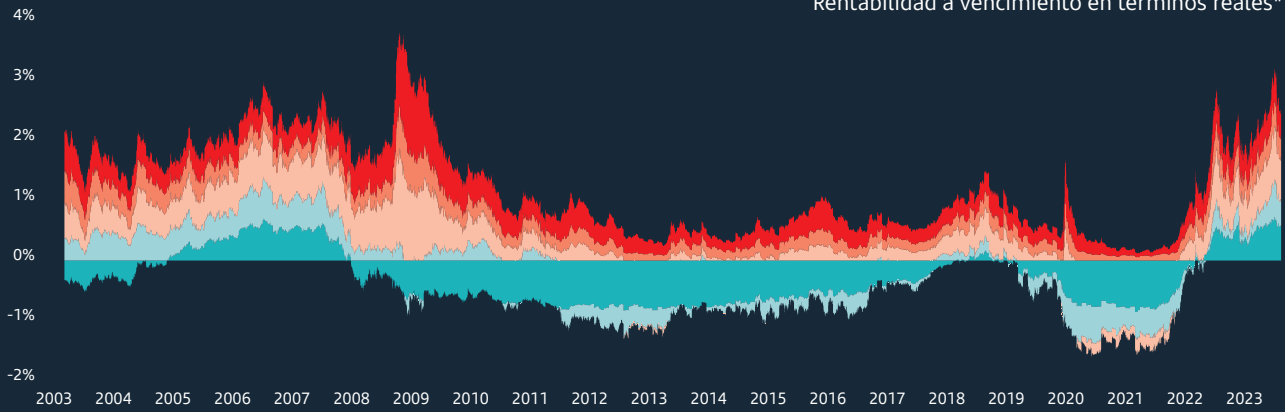
23% 17% 28% 15% 17%

-
 Bono del tesoro a 2 años
-
 Bono del tesoro a 10 años
-
 Bonos corporativos investment grade
-
 Deuda emergente USD
-
 Bonos corporativos High Yield

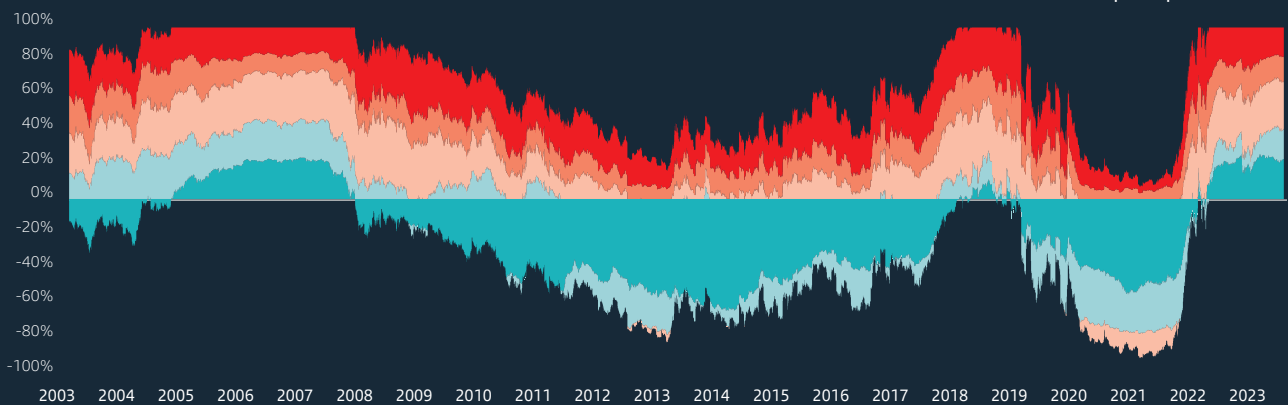
Rentabilidad a vencimiento en términos nominales



Rentabilidad a vencimiento en términos reales*

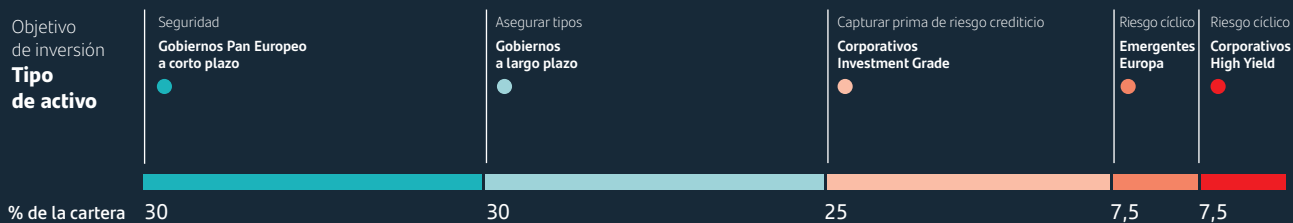


Contribución a la rentabilidad real por tipo de activo



Anexo 2: rendimientos carteras diversificadas de renta fija

Cartera de renta fija de riesgo moderado (Euro)

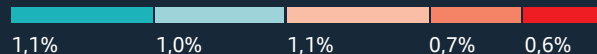


Rentabilidad a vencimiento en términos nominales

Rendimiento a vencimiento (%)

3,52% 3,43% 4,47% 9,11% 8,41%

Contribución ponderada por peso (%)



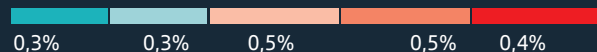
Total 4,52%

Rentabilidad a vencimiento en términos reales*

Rendimiento a vencimiento (%)

1,0% 0,9% 2,0% 6,6% 5,9%

Contribución ponderada por peso (%)

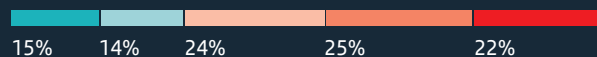


Total 2,01%

* Tipos reales = Tipos nominales - Expectativas de inflación en los próximos 5-10 años

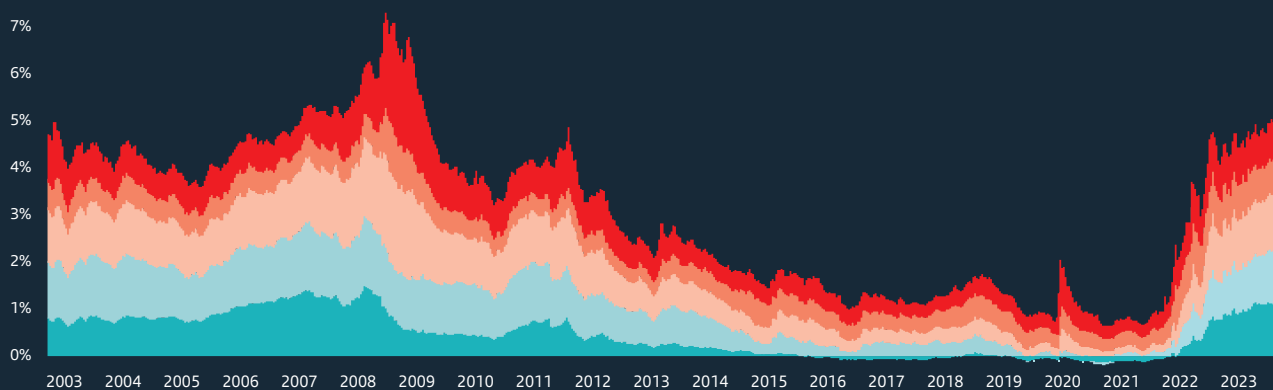
Contribución a la rentabilidad real por tipo de activo

Contribución ponderada por peso (%)

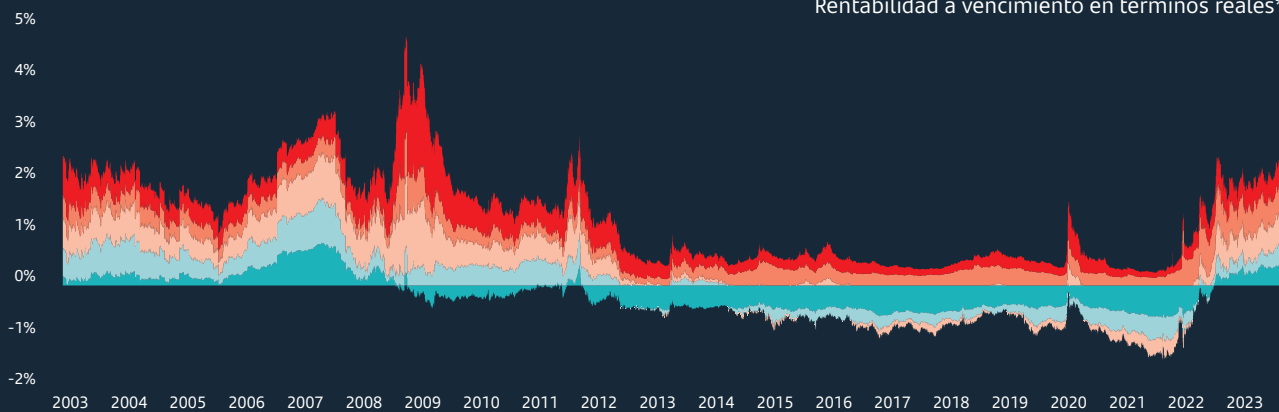


- Gobiernos Pan Europeo a corto plazo
- Gobiernos a largo plazo
- Corporativos Investment Grade
- Emergentes Europa
- Corporativos High Yield

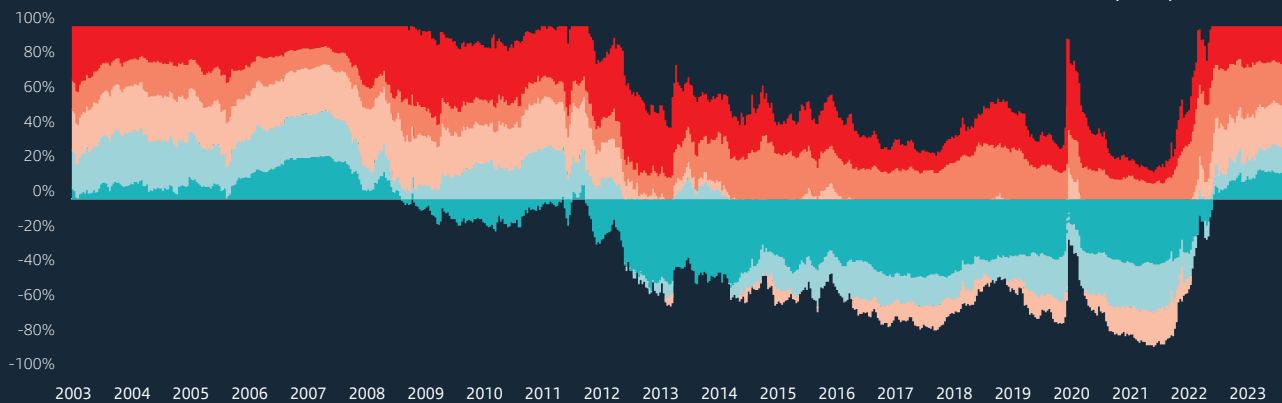
Rentabilidad a vencimiento en términos nominales



Rentabilidad a vencimiento en términos reales*

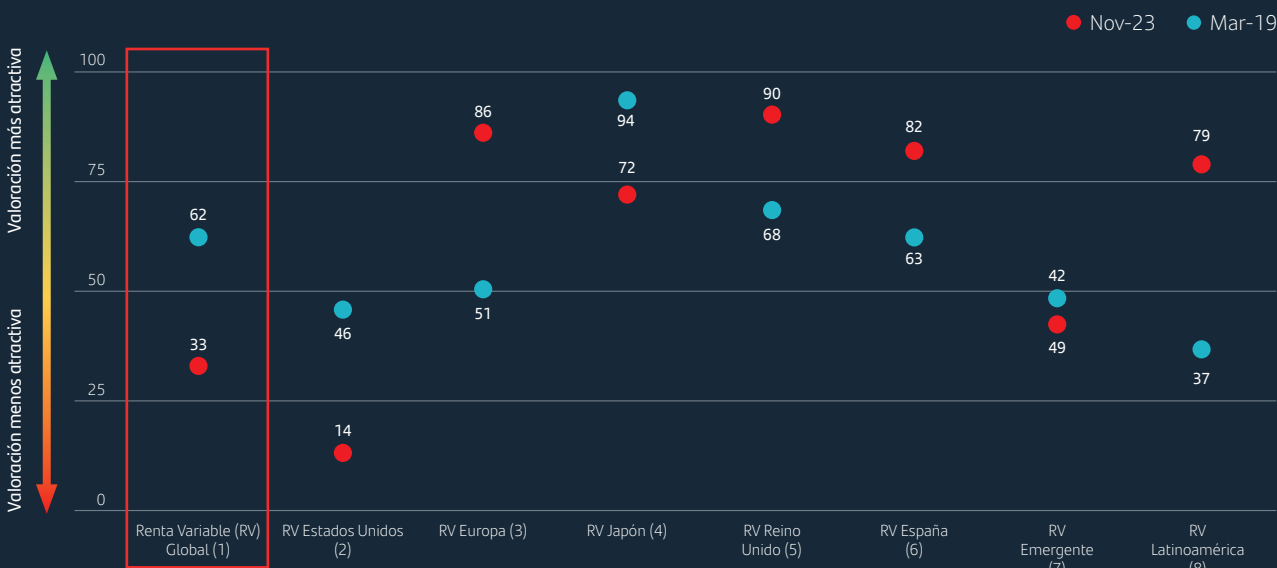


Contribución a la rentabilidad real por tipo de activo



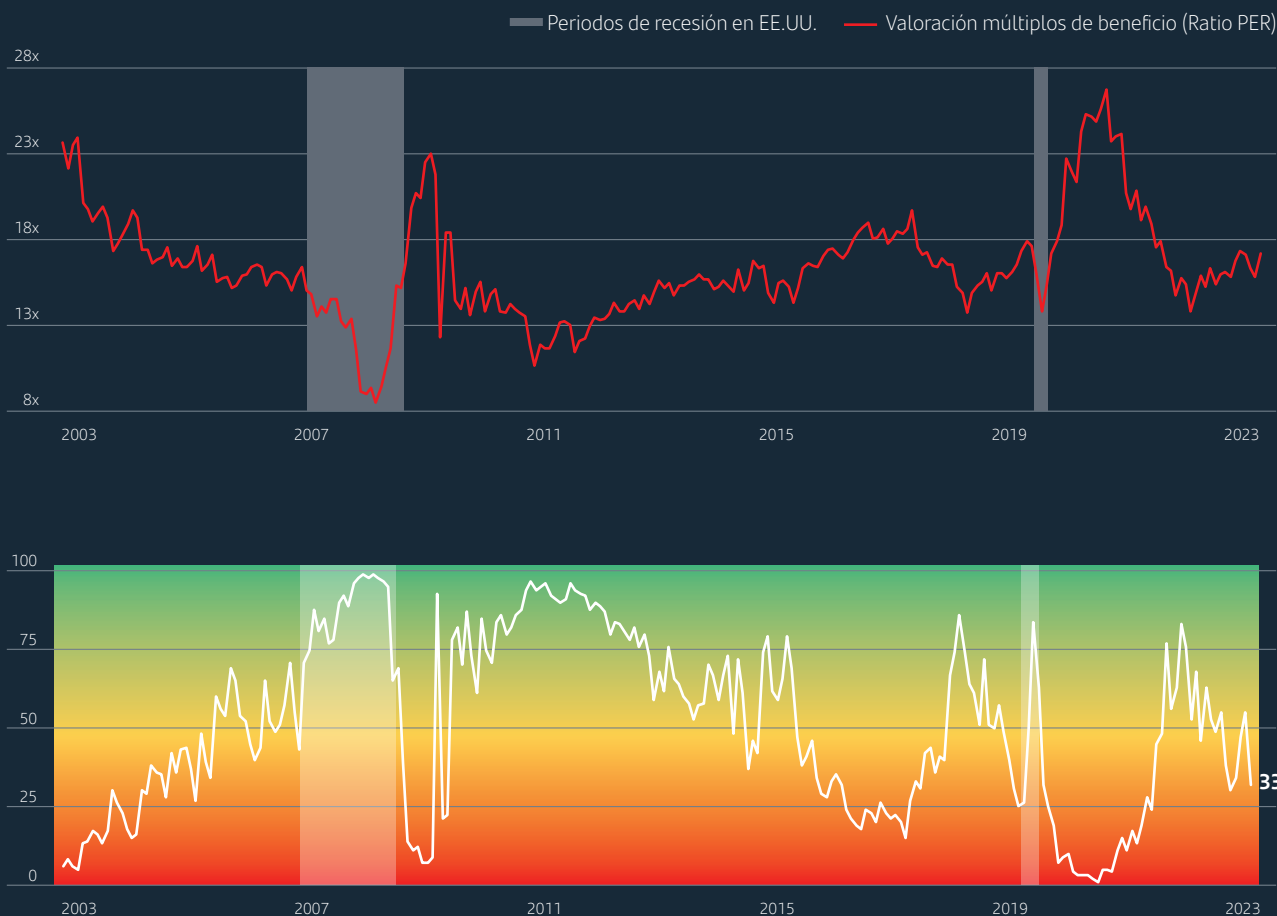
Anexo 3: valoración de los mercados de renta variable respecto a media histórica

Valoración* de la renta variable frente a sus niveles históricos



* La valoración de cada activo está calculada con respecto a su ratio PE histórico. (Percentil 100 equivale al momento de valoración más atractiva de los últimos 20 años).
 (1) MSCI ACWI (2) S&P500 (3) Stoxx 600 Europe (4) Nikkei (5) FTSE 100 (6) IBEX 35 (7) MSCI EM (8) MSCI Latam.

Valoración histórica de la bolsa mundial (MSCI ACWI) por múltiplos de beneficio (Ratio PER)



Anexo tablas

Rentabilidades de los principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 24 de noviembre de 2023

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

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged; ⁽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 24 de noviembre de 2023

| | | Último precio | Variación | Rango últimos 10 años | | | Rentabilidades | | | Rentabilidad anualizada | | |
|---------------|------------------------|---------------|-----------|-----------------------|-------|---------|----------------|--------|--------|-------------------------|--------|---------|
| | | | 12 meses | Mínimo | Rango | Máximo | 2021 | 2022 | 2023 | 3 años | 5 años | 10 años |
| EEUU | S&P 500 | 4.556 | | 1.783 | | 4.766 | 26,9% | -19,4% | 18,7% | 8,4% | 11,6% | 9,7% |
| | DOW JONES INDUS. | 35.384 | | 15.699 | | 36.338 | 18,7% | -8,8% | 6,7% | 6,1% | 7,8% | 8,2% |
| | NASDAQ | 14.231 | | 4.104 | | 15.645 | 21,4% | -33,1% | 36,0% | 6,2% | 15,4% | 13,6% |
| Europa | Stoxx 50 | 3.981 | | 2.701 | | 4.054 | 22,8% | -4,4% | 9,0% | 9,2% | 6,6% | 3,3% |
| | Zona Euro (EuroStoxx) | 4.373 | | 2.787 | | 4.471 | 21,0% | -11,7% | 15,3% | 8,1% | 6,9% | 3,6% |
| | España (IBEX 35) | 9.954 | | 6.452 | | 11.521 | 7,9% | -5,6% | 21,0% | 7,6% | 2,2% | 0,3% |
| | Francia(CAC 40) | 7.295 | | 4.166 | | 7.498 | 28,9% | -9,5% | 12,7% | 9,9% | 8,1% | 5,5% |
| | Alemania (DAX) | 16.031 | | 9.306 | | 16.447 | 15,8% | -12,3% | 15,1% | 6,9% | 7,5% | 5,7% |
| | Reino Unido (FTSE 100) | 7.483 | | 5.577 | | 7.876 | 14,3% | 0,9% | 0,4% | 5,7% | 1,5% | 1,2% |
| | Italia (MIB) | 29.427 | | 16.198 | | 29.645 | 23,0% | -13,3% | 24,1% | 10,7% | 9,5% | 4,6% |
| | Portugal (PSI 20) | 6.338 | | 3.945 | | 7.608 | 13,7% | 2,8% | 10,7% | 12,5% | 5,7% | 0,0% |
| | Suiza (SMI) | 10.878 | | 7.808 | | 12.876 | 20,3% | -16,7% | 1,4% | 1,3% | 4,2% | 2,8% |
| LatAm | México (MEXBOL) | 52.836 | | 34.555 | | 56.537 | 20,9% | -9,0% | 9,0% | 7,7% | 5,1% | 2,5% |
| | Brasil (IBOVESPA) | 126.035 | | 40.406 | | 126.802 | -11,9% | 4,7% | 14,9% | 5,5% | 7,9% | 9,1% |
| | Argentina (MERVAL) | 911.420 | | 5.391 | | 911.460 | 63,0% | 142,0% | 351,0% | 160,6% | 97,0% | 66,6% |
| | Chile (IPSA) | 5.803 | | 3.439 | | 6.394 | 3,1% | 22,1% | 10,3% | 12,0% | 2,5% | 4,5% |
| Asia | Japón (NIKKEI) | 33.626 | | 14.304 | | 33.626 | 4,9% | -9,4% | 28,9% | 9,6% | 9,2% | 8,1% |
| | Hong-Kong (HANG SENG) | 17.559 | | 14.687 | | 32.887 | -14,1% | -15,5% | -11,2% | -12,8% | -7,5% | -3,0% |
| | Corea (KOSPI) | 2.497 | | 1.755 | | 3.297 | 3,6% | -24,9% | 11,6% | -1,4% | 3,9% | 2,2% |
| | India (Sensex) | 65.970 | | 20.514 | | 66.528 | 22,0% | 4,4% | 8,4% | 14,4% | 13,5% | 12,6% |
| | China (CSI) | 3.538 | | 2.146 | | 5.352 | -5,2% | -21,6% | -8,6% | -10,9% | 2,4% | 4,0% |
| Mundo | MSCI WORLD | 3.009 | | 1.547 | | 3.232 | 20,1% | -19,5% | 15,6% | 5,7% | 8,8% | 6,4% |

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 24 de noviembre de 2023

| | Último precio | Variación | Rango últimos 10 años | | | Rentabilidades | | | Rentabilidad anualizada | | | Ratios | | |
|---------------|--------------------------------|-----------|-----------------------|-------|--------|----------------|-------|--------|-------------------------|--------|---------|----------|----------------|------|
| | | 12 meses | Mínimo | Rango | Máximo | 2021 | 2022 | 2023 | 3 años | 5 años | 10 años | PE Ratio | Dividend Yield | |
| | MSCI World | 3.009 | | 1.547 | | 3.232 | 20,1% | -19,5% | 15,6% | 5,7% | 8,8% | 6,4% | 17,40 | 2,12 |
| Estilo | MSCI World High Dividend Yield | 1.352 | | 978 | | 1.447 | 12,6% | -7,4% | 0,9% | 2,8% | 3,1% | 2,3% | 12,91 | 3,92 |
| | MSCI World Momentum | 3.463 | | 1.366 | | 3.978 | 14,6% | -17,8% | 7,7% | 2,9% | 10,2% | 9,8% | 18,37 | 1,73 |
| | MSCI World Quality | 3.998 | | 1.327 | | 4.058 | 25,7% | -22,2% | 26,7% | 9,2% | 14,7% | 11,5% | 21,71 | 1,70 |
| | MSCI World Minimum Volatility | 4.433 | | 2.202 | | 4.730 | 14,3% | -9,8% | 3,9% | 3,2% | 5,6% | 7,0% | 17,10 | 2,61 |
| | MSCI World Value | 11.571 | | 6.429 | | 11.937 | 21,9% | -6,5% | 4,7% | 7,5% | 6,3% | 5,4% | 12,67 | 3,45 |
| | MSCI World Small Cap | 591 | | 318 | | 705 | 15,8% | -18,8% | 4,6% | 2,0% | 6,0% | 6,0% | 16,85 | 2,33 |
| | MSCI World Growth | 8.998 | | 3.205 | | 9.693 | 21,2% | -29,2% | 31,1% | 6,5% | 14,2% | 10,8% | 26,51 | 0,90 |
| Sector | Energía | 459 | | 164 | | 479 | 40,1% | 46,0% | 2,3% | 27,6% | 7,7% | 1,9% | 9,51 | 4,30 |
| | Materiales | 544 | | 229 | | 590 | 16,3% | -10,7% | 6,1% | 3,9% | 8,2% | 5,2% | 15,91 | 3,13 |
| | Industriales | 501 | | 238 | | 520 | 16,6% | -13,2% | 13,4% | 1,2% | 6,4% | 5,9% | 19,13 | 2,03 |
| | Consumo Discrecional | 506 | | 210 | | 595 | 17,9% | -33,4% | 27,7% | -5,5% | 5,6% | 6,4% | 20,24 | 1,41 |
| | Consumo Básico | 432 | | 241 | | 470 | 13,1% | -6,1% | -0,9% | 3,1% | 5,8% | 5,6% | 18,88 | 2,81 |
| | Salud | 485 | | 215 | | 518 | 19,8% | -5,4% | -1,1% | 5,9% | 8,8% | 8,8% | 20,10 | 1,85 |
| | Financiero | 249 | | 125 | | 263 | 27,9% | -10,2% | 7,9% | 6,7% | 5,4% | 5,0% | 11,94 | 3,01 |
| | Tecnología | 692 | | 132 | | 692 | 29,8% | -30,8% | 46,6% | -0,7% | 13,1% | 13,9% | 31,50 | 0,78 |
| | Inmobiliario | 351 | | 269 | | 517 | 28,7% | -25,1% | -9,5% | -0,6% | 1,6% | 3,6% | 23,13 | n.d. |
| | Servicios de comunicación | 183 | | 106 | | 220 | 14,4% | -36,9% | 41,9% | -8,6% | 1,8% | 1,6% | 20,08 | 1,17 |
| | Servicios Públicos | 301 | | 175 | | 331 | 9,8% | -4,7% | -3,5% | 2,1% | 6,0% | 5,9% | 14,49 | 4,04 |

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 24 de noviembre de 2023

| | Rating (S&P) | Tipo de interés | | | Variación 12 meses | 10 años | | | Variación en pb | | | Pendiente en pb 10-2 años |
|----------------------|--------------|-----------------|--------|---------|--------------------|-----------------------|-------|--------|-----------------|------|---------|---------------------------|
| | | B. Central* | 2 años | 10 años | | Rango últimos 10 años | | | Mes | Año | A 1 año | |
| | | | | | | Mínimo | Rango | Máximo | | | | |
| Desarrollados | | | | | | | | | | | | |
| EEUU | AA+ | 5,50% | 4,95% | 4,48% | | 0,53% | | 4,93% | -45 | 297 | 87 | -0,47 |
| Alemania | AAA | 4,00% | 3,07% | 2,65% | | -0,70% | | 2,84% | -16 | 283 | 72 | -0,42 |
| Francia | AA | 4,00% | 3,40% | 3,21% | | -0,40% | | 3,43% | -22 | 301 | 80 | -0,19 |
| Italia | BBB | 4,00% | 3,66% | 4,39% | | 0,54% | | 4,78% | -34 | 322 | 51 | 0,73 |
| España | A | 4,00% | 3,52% | 3,64% | | 0,05% | | 4,15% | -25 | 307 | 69 | 0,12 |
| Reino Unido | AA | 5,25% | 4,74% | 4,31% | | 0,10% | | 4,51% | -20 | 334 | 115 | -0,43 |
| Grecia | BBB- | 4,00% | n.d. | 3,83% | | 0,61% | | 15,42% | -34 | 250 | -32 | n.d. |
| Portugal | BBB+ | 4,00% | 3,17% | 3,30% | | 0,03% | | 6,13% | -22 | 284 | 43 | 0,14 |
| Suiza | AAA | 1,75% | 1,36% | 0,99% | | -1,05% | | 1,58% | -10 | 115 | -9 | -0,37 |
| Polonia | A- | 5,75% | 5,39% | 5,63% | | 1,15% | | 8,34% | -3 | 198 | -96 | 0,24 |
| Japón | A+ | -0,10% | 0,06% | 0,78% | | -0,27% | | 0,95% | -17 | 71 | 52 | 0,71 |
| Emergentes | | | | | | | | | | | | |
| Brasil | BB- | 12,75% | 10,36% | 11,09% | | 6,49% | | 16,51% | -77 | 26 | -165 | 0,74 |
| México | BBB | 11,25% | 10,46% | 9,63% | | 5,24% | | 10,20% | -57 | 206 | 40 | -0,82 |
| Chile | A | 9,00% | 6,63% | 5,85% | | 2,19% | | 6,79% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Argentina | CCC- | 133,00% | n.d. | n.d. | | 0,00% | | 0,00% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Colombia | BB+ | 13,25% | 9,77% | 10,74% | | 5,39% | | 13,79% | -102 | 254 | n.d. | 0,97 |
| Turquía | B | 35,00% | 37,53% | n.d. | | 6,98% | | 26,62% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Rusia | A- | 5,75% | 5,42% | 5,64% | | 1,16% | | 8,37% | -3 | 197 | -96 | 0,22 |
| China | A+ | 2,39% | 2,43% | 2,70% | | 2,51% | | 4,58% | 1 | -7 | -22 | 0,27 |
| India | BBB- | 6,50% | n.d. | 7,27% | | 5,84% | | 8,86% | -8 | 82 | -1 | n.d. |

* 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 24 de noviembre de 2023

| | Último precio | Variación | Rango últimos 10 años | | | Rentabilidad | | | Rentabilidad anualizada | | |
|---------|---------------|-----------|-----------------------|-------|--------|--------------|--------|--------|-------------------------|--|--|
| | | 12 meses | Mínimo | Rango | Máximo | 2023 | 3 años | 5 años | 10 años | | |
| EUR/USD | 1,0939 | | 0,98 | | 1,39 | 2,2% | -2,6% | -0,7% | -2,1% | | |
| EUR/GBP | 0,87 | | 0,70 | | 0,92 | 2,0% | -0,8% | -0,4% | 0,4% | | |
| EUR/CHF | 0,96 | | 0,96 | | 1,23 | 2,6% | 3,8% | 3,2% | 2,5% | | |
| EUR/JPY | 164 | | 114 | | 164 | 16,5% | -8,9% | -4,8% | -1,7% | | |
| EUR/PLN | 4,37 | | 4,04 | | 4,86 | 7,2% | 0,8% | -0,4% | -0,4% | | |
| GBP/USD | 1,26 | | 1,12 | | 1,71 | 4,3% | -1,8% | -0,3% | -2,5% | | |
| USD/CHF | 0,88 | | 0,87 | | 1,03 | 4,8% | 1,2% | 2,5% | 0,3% | | |
| USD/JPY | 150 | | 101 | | 152 | -12,3% | -11,3% | -5,5% | -3,8% | | |
| USD/MXN | 17,12 | | 12,86 | | 24,17 | 13,9% | 5,6% | 3,6% | -2,7% | | |
| USD/ARS | 357,52 | | 6,52 | | 357,52 | -50,5% | -39,2% | -36,3% | -33,5% | | |
| USD/CLP | 872 | | 529 | | 969 | -2,4% | -4,0% | -5,0% | -5,0% | | |
| USD/BRL | 4,89 | | 2,21 | | 5,75 | 7,9% | 3,6% | -4,8% | -7,4% | | |
| USD/COP | 4.039 | | 1.877 | | 4.940 | 20,2% | -3,4% | -4,4% | -7,2% | | |
| USD/CNY | 7,15 | | 6,05 | | 7,32 | -3,5% | -2,7% | -0,6% | -1,6% | | |
| EUR/SEK | 11,44 | | 8,83 | | 11,88 | -2,4% | -3,7% | -2,1% | -2,5% | | |
| EUR/NOK | 11,71 | | 8,12 | | 11,85 | -10,3% | -3,0% | -3,6% | -3,5% | | |

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

| | Último precio | Variación | Rango últimos 10 años | | | Rentabilidad | | | Rentabilidad anualizada | | |
|----------------------|---------------|-----------|-----------------------|-------|--------|--------------|--------|--------|-------------------------|--------|---------|
| | | 12 meses | Mínimo | Rango | Máximo | 2021 | 2022 | 2023 | 3 años | 5 años | 10 años |
| Petróleo (Brent) | 81,0 | | 18 | | 124 | 49,2% | 5,5% | -0,5% | 21,2% | 12,0% | -9,3% |
| Petróleo (W. Texas) | 76,8 | | 19 | | 115 | 58,7% | 4,2% | -4,4% | 21,4% | 15,2% | -6,7% |
| Oro | 2.001,1 | | 1.060 | | 2.001 | -3,5% | -0,1% | 9,6% | 2,9% | 17,8% | 17,2% |
| Cobre | 8.409,5 | | 4.561 | | 10.375 | 25,2% | -13,9% | 0,4% | 5,4% | 10,7% | 5,8% |
| Índice CRB | 275,1 | | 117 | | 317 | 38,5% | 19,5% | -1,0% | 20,5% | 15,3% | 0,0% |
| Gas Natural (USA) | 2,8 | | 3 | | 6 | 31,4% | 38,8% | -42,0% | 0,8% | -0,3% | -19,7% |
| Gas Natural (Europa) | 47,4 | | 15 | | 177 | 119,7% | 144,3% | -43,7% | 44,9% | 36,5% | n.d. |

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos*

| Activo | Índice de referencia | Rentabilidad anual de los principales activos | | | | | | | | | | |
|--------------------|----------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------|----------------------------|
| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 YTD |
| RV EE.UU. | S&P 500 TR | 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. | 38,5% Materias Primas | 22,0% Materias Primas | 29,4% RV Japón |
| RV Japón | Topix TR | 32,4% RV EE.UU. | 13,7% RV EE.UU. | 6,4% RV Europa | 12,0% RV EE.UU. | 22,4% RV Mundial | 2,4% Gobierno Zona Euro | 28,2% RV Europa | 18,3% RV Emergente | 28,7% RV EE.UU. | 0,1% Liquidez | 25,6% RV España |
| RV España | Ibex35 TR | 27,8% RV España | 10,3% Gobierno Zona Euro | 1,6% Gobierno España | 11,2% RV Emergente | 22,2% RV Japón | -0,4% Liquidez | 27,7% RV Mundial | 15,9% RV Mundial | 23,2% RV Europa | -2,0% RV España | 20,4% RV EE.UU. |
| RV Emergentes | MSCI EM TR | 26,7% RV Mundial | 10,3% RV Japón | 1,4% RV EE.UU. | 9,7% Materias Primas | 21,8% RV EE.UU. | -1,2% IG Europa | 18,4% RV Emergente | 8,0% HY Global | 21,8% RV Mundial | -2,5% RV Japón | 18,0% RV Europa |
| RV Europa | Eurostoxx50 TR | 21,5% RV Europa | 8,6% RV España | 0,3% Gobierno Zona Euro | 7,5% RV Mundial | 11,3% RV España | -3,3% HY Global | 18,1% RV Japón | 7,4% RV Japón | 12,7% RV Japón | -9,5% RV Europa | 17,4% RV Mundial |
| Materias Primas | Commodity RB TR | 11,0% Gobierno España | 8,3% IG Europa | -0,1% Liquidez | 4,8% IG Europa | 10,2% HY Global | -4,4% RV EE.UU. | 16,6% RV España | 4,4% Gobierno España | 10,8% RV España | -13,2% HY Global | 8,2% HY Global |
| RV Mundial | MSCI World TR | 8,0% HY Global | 4,9% RV Mundial | -0,5% IG Europa | 4,2% Gobierno España | 9,2% RV Europa | -8,7% RV Mundial | 13,7% HY Global | 3,0% Gobierno Zona Euro | 1,4% HY Global | -14% IG Europa | 5,8% RV Emergente |
| IG Europa | ERLO TR | 2,3% IG Europa | 4,0% RV Europa | -0,9% RV Mundial | 4,0% Gobierno Zona Euro | 2,5% IG Europa | -10,7% Materias Primas | 11,8% Materias Primas | 2,7% IG Europa | -0,5% Liquidez | -17,7% Gobierno España | 4,0% IG Europa |
| Liquidez EUR | Eonia TR | 0,1% Liquidez | 0,1% Liquidez | -3,5% RV España | 3,7% RV Europa | 1,7% Materias Primas | -11,5% RV España | 8,6% Gobierno España | -0,5% Liquidez | -1,1% IG Europa | -17,8% Gobierno Zona Euro | 3,7% Materias Primas |
| HY Global | HW00 TR | -2,3% Gobierno Zona Euro | -0,1% HY Global | -4,2% HY Global | 2,6% RV España | 1,1% Gobierno España | -12,0% RV Europa | 6,3% IG Europa | -3,2% RV Europa | -2,50% RV Emergente | -18,1% RV EE.UU. | 3,0% Liquidez |
| Gobierno España | ESPAÑA 10 YR | -2,6% RV Emergente | -2,2% RV Emergente | -14,9% RV Emergente | 0,3% RV Japón | -0,4% Liquidez | -14,6% RV Emergente | 3,0% Gobierno Zona Euro | -9,3% Materias Primas | -2,7% Gobierno Zona Euro | -18,1% RV Mundial | 2,2% Gobierno España |
| Gobierno Zona Euro | ALEMANIA 10 YR | -5,0% Materias Primas | -17,9% Materias Primas | -23,4% Materias Primas | -0,3% Liquidez | -1,4% Gobierno Zona Euro | -16,0% RV Japón | -0,4% Liquidez | -12,7% RV España | -3,1% Gobierno España | -20,1% RV Emergente | 1,0% Gobierno Zona Euro |

Rentabilidad

*Datos a 24 de noviembre de 2023.

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Equipo Global

Responsables de Inversiones Santander Wealth Management & Insurance



 **Jacobo Ortega**

 **Mario Felisberto**

 **Rafael Buerba**

 **Szymon Borawski-Reks**

 **Diego Ceballos**

 **Cristian Brau**

 **José Mazoy**

 **Luiz Felix Fortes**

 **Delfina Pérez, CIAA**

 **Agustín Carles, CFA**




 **Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA**

 **Alfonso García Yubero, CIAA, CESGA®, CEFA**

 **Felipe Arrizubieta**

 **Kevin Esteban Iglesias**

 **Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA**

 **Carlos Shteremberg, CFA**

 **Jorge Suárez, CFA**

 **Michelle Chan**

 **Olivia Estrugo**

 **Priscila Deliberalli**

 **Fernando Buendía**

 **Pablo Figueroa**

 **Piotr Tukendorf**

 **Carlos Mansur**

 **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&I, 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&I.

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.

