

Informe de mercado 2025

Pilotando la normalización de los mercados



Todos los datos y cifras de
textos y gráficos de este
informe de mercado están a
20 de noviembre de 2024.



Samantha Ricciardi
CEO SAM

Estimado inversionista,

Es un placer compartir con usted nuestro Informe de Mercados 2025, con el análisis de nuestro equipo global y de nuestros expertos locales. Su conocimiento profundo de los activos domésticos y de las tendencias globales nos permite tomar decisiones estratégicas bien fundamentadas. Nuestro objetivo es claro: proporcionarle una visión global sólida, complementada con análisis locales para ayudarle a construir carteras alineadas con sus objetivos.

Al iniciar 2025, es crucial reflexionar sobre el entorno actual, más despejado tras las incertidumbres de los últimos años. La extensión del ciclo económico a nivel global y la moderación de la inflación en EE. UU. y en Europa dibujan un escenario favorable para la diversificación de activos globales, entre los que favorecemos a los activos de riesgo y, en particular, a la bolsa de EE. UU. y a los bonos de empresas.

Por otro lado, la inteligencia artificial empieza a materializar su impacto en innovación, productividad, nuevas formas de relacionarse con los clientes, etc. Nuestras estimaciones de variables económicas, análisis de los activos y procesos y decisiones de inversión así la están incluyendo, sin dejar de lado otras tendencias que modelan el futuro como el envejecimiento de la población y la necesaria transición en las fuentes energéticas.

En este Informe, compartimos con usted nuestro análisis y nuestras cinco ideas de inversión para el 2025:

1. Renta variable EE.UU.
2. Renta fija privada europea.
3. Renta fija Latam.
4. Dólar.
5. IA Generativa 2.0, ampliando la inversión a todo el ecosistema.

También abordamos la tendencia estructural clave de integrar la inversión en mercados privados en las carteras, que fortalece la rentabilidad ajustada por riesgo ofreciendo una ventaja competitiva para nuestros clientes. La democratización de estos activos está ampliando su alcance más allá del ámbito institucional hacia una base más diversa de inversionistas.

Reconocemos los riesgos inherentes al entorno, desde factores económicos inesperados hasta tensiones geopolíticas, no olvidando el papel preponderante que juega China en su evolución. Estamos preparados para monitorear estos desafíos y actuar con agilidad cuando sea necesario.

Nuestro equipo está a su disposición para profundizar en los temas de este documento y ayudarle a aprovechar las oportunidades que presenta un mercado en proceso de normalización.

Muchas gracias por su confianza.

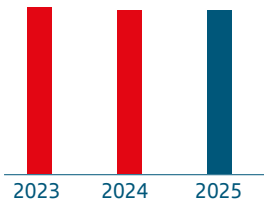
Pilotando la normalización de los mercados



José Mazoy, PhD
Director de Inversiones Global SAM

Crecimiento

La economía global continuará creciendo en 2025. Preveemos que el ritmo de avance del PIB continúe en torno al 3%.

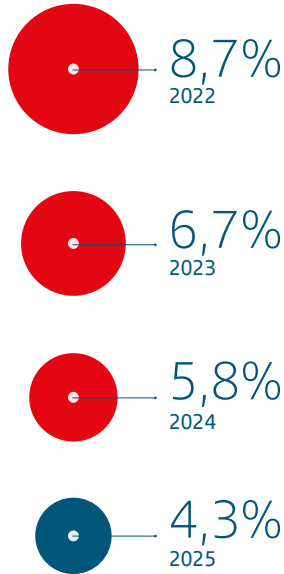


El crecimiento será positivo en todas las zonas geográficas.

100%

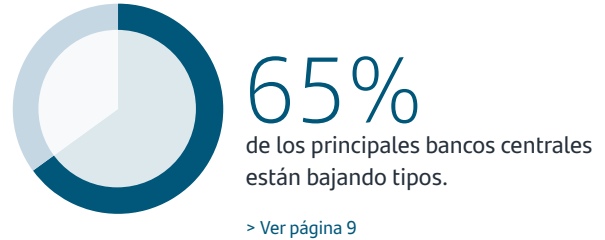
Las proyecciones del World Economic Outlook del FMI esperan crecimiento en todos los países.

Inflación



Evolución de la inflación mundial, según el World Economic Outlook del FMI.

Normalización de la política monetaria



Oportunidades de inversión

Nuestro escenario central espera una rentabilidad positiva a medio plazo en todos los activos globales y favorece a la renta variable y el crédito.



Las carteras deben construirse en torno a la **diversificación**, con preferencia por los activos de riesgo.

De cara al 2025, enfrentamos un entorno global más equilibrado en términos de crecimiento, inflación y política monetaria con diferente ritmo de evolución por países. Incorporando también las tendencias de largo plazo como el cambio demográfico, la regionalización frente a la globalización, la transición energética y la inteligencia artificial (IA), identificamos 5 ideas clave de inversión para 2025 y una tendencia estructural en la gestión de activos:

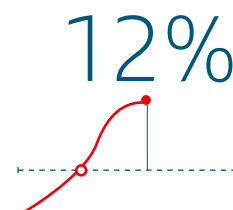
1. Renta variable de EE.UU.

El crecimiento estabilizado, junto con una inflación en camino a los objetivos de la Fed, favorecen que continúe la normalización de la política monetaria. Esto, combinado con previsiones positivas de beneficios empresariales, refuerza nuestra convicción por la renta variable estadounidense como el motor principal de una cartera diversificada. Además, creemos que las tecnológicas seguirán capitalizando la inversión en IA, mientras que otras empresas aprovecharán la ampliación del ciclo económico para contribuir al crecimiento de los beneficios empresariales del mercado.

Esperamos un aterrizaje suave en EE.UU. en dirección al 2% del PIB



El crecimiento de beneficios empresariales esperado para 2025 en EE.UU. se sitúa por encima de la media histórica



2. Renta fija privada en la Eurozona y el Reino Unido

Un entorno de crecimiento positivo, aunque moderado en Europa, y la normalización de inflación y políticas monetarias hacen atractiva la renta fija privada. Aumentar la duración de las carteras y apostar por *carry* positivo ofrece valor, respaldado por la confianza en la salud del sector empresarial reflejada en los *spreads* de crédito.

3,30%

TIR del índice ICE BoFA Euro Corporate

5,55%

TIR del índice Bloomberg Sterling Aggregate Corporate ISMA

3. Renta fija en Latam

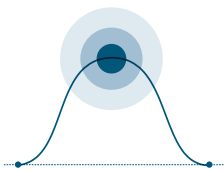
El grado de normalización monetaria varía según la geografía.

Brasil

El banco central ha retomado la restricción monetaria. Mantenemos una visión positiva sobre los activos monetarios, con tasas aún atractivas y un entorno fiscal incierto que limita las tendencias alcistas en la bolsa y la divisa.

Pico esperado para el tipo Selic

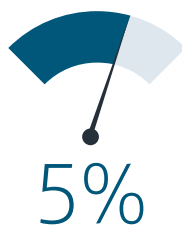
12,75%



México

Favorecemos la extensión de duración en bonos gubernamentales de largo plazo, respaldados por una política monetaria aún restrictiva que esperamos se relaje gradualmente.

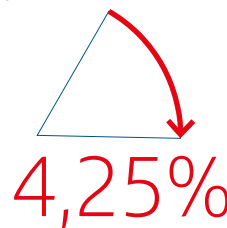
Tasa de referencia real por encima del 5%



Chile

Creemos que los bonos de empresas y gubernamentales se verán favorecidos por el atractivo punto de entrada que ofrecen las tasas actuales, con inflación convergiendo y expectativas de recortes de tasas oficiales en 2025.

Tasa política monetaria podría bajar hasta el 4,25%



Argentina

Los bonos soberanos en dólares, con una prima de riesgo por debajo de los 800 puntos base, siguen siendo una oportunidad destacada para 2025.

Prima de riesgo del EMBI

2400pb

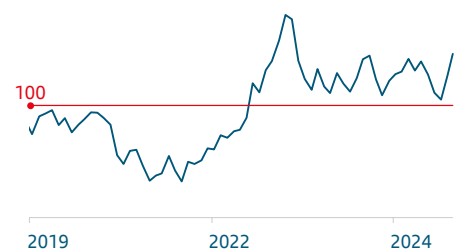
734pb

Nov 2023 Nov 2024

4. Dólar

En un entorno de potenciales riesgos geopolíticos, aunado con la previsión de políticas destinadas al proteccionismo en EE.UU., seguimos teniendo una visión positiva sobre el dólar estadounidense.

Evolución del índice del dólar frente a las principales divisas (DXY)



5. Inteligencia Artificial Generativa 2.0. Ampliando la inversión a todo el ecosistema

Mirando al futuro, la Inteligencia Artificial (IA) Generativa 2.0 se ha convertido en un catalizador clave del crecimiento por su capacidad de transformar industrias y redefinir la productividad. El hito logrado por OpenAI al lanzar ChatGPT en noviembre de 2022 y superar los 100 millones de usuarios en enero de 2023 despertó un entusiasmo significativo entre los inversionistas, impulsando las valoraciones y los precios de las acciones de las grandes empresas tecnológicas. Una vez digerido el entusiasmo inicial, el enfoque debe ampliarse hacia cómo la adopción de tecnologías de IA Generativa impactará más ampliamente la productividad y el crecimiento. Según McKinsey ⁽¹⁾, el impacto de la IA Generativa podría agregar billones de dólares a la economía global. Su investigación más reciente estima que podría contribuir entre 2,6 y 4,4 billones de dólares anuales. Para poner en contexto lo que representan estas cifras, valga decir que el PIB del Reino Unido en 2023 fue de 3,3 billones de dólares. En términos del crecimiento de la productividad podría añadirle anualmente entre 0,5% y 3,4%.

Sin perder de vista el sector de las grandes tecnológicas, es clave analizar cuál comienza a ser el impacto de la implementación de la IA Generativa en todo el ecosistema.

En los últimos años, la IA Generativa ha ido superando niveles de desempeño de las capacidades humanas en varias tareas. El informe AI Index de la Universidad de Stanford ⁽²⁾ destaca los avances de la IA Generativa en relación con los estándares humanos en nueve indicadores clave señalando que ha superado el desempeño humano en: clasificación de imágenes (2015); comprensión básica de lectura (2017); razonamiento visual (2020) e inferencia de lenguaje natural (2021). Sin embargo, algunas tareas cognitivas más complejas, como el razonamiento común visual y la resolución de problemas matemáticos avanzados siguen siendo desafiantes. Por ejemplo, en un experimento realizado por BCG Consulting ⁽³⁾, al usar GPT-4 para la innovación creativa de productos, el desempeño de los participantes mejoró hasta un 40%. Sin embargo, en tareas de resolución de problemas empresariales, el desempeño disminuyó un 23%, lo que indica que el mayor potencial radica en complementar la inteligencia humana con la IA. Esto pone de manifiesto que "unos ganan más que otros". Aquellas actividades con mayor contenido ligado a los avances conseguidos por la IA ya se pueden ver beneficiadas.

Identificar aquellas industrias y empresas en las que tienen más peso las actividades que se ven más enriquecidas por la IA Generativa es identificar a las que pueden tener mayor potencial de impulsar sus beneficios y contribuir al crecimiento económico. Las proyecciones más recientes de McKinsey ⁽¹⁾ señalan un impacto significativo en los siguientes sectores:

Grandes Tecnológicas

Los ingresos podrían aumentar entre un 4,8% y un 9,3% (240 mil millones a 460 mil millones de dólares).

Bancos, Farmacia y Productos médicos

Estas industrias están preparadas para beneficiarse de una mayor eficiencia operativa e innovación y sus ingresos podrían aumentar hasta más de un 4%.

Educación

Se espera que soluciones personalizadas de aprendizaje y la creación de contenido impulsen su crecimiento, pudiendo aumentar más de un 2% los ingresos del sector.

Contribución anual de la IA Generativa 2.0 al PIB mundial según McKinsey



Desempeño de los participantes al utilizar GPT-4

+40%

En tareas de innovación creativa de productos

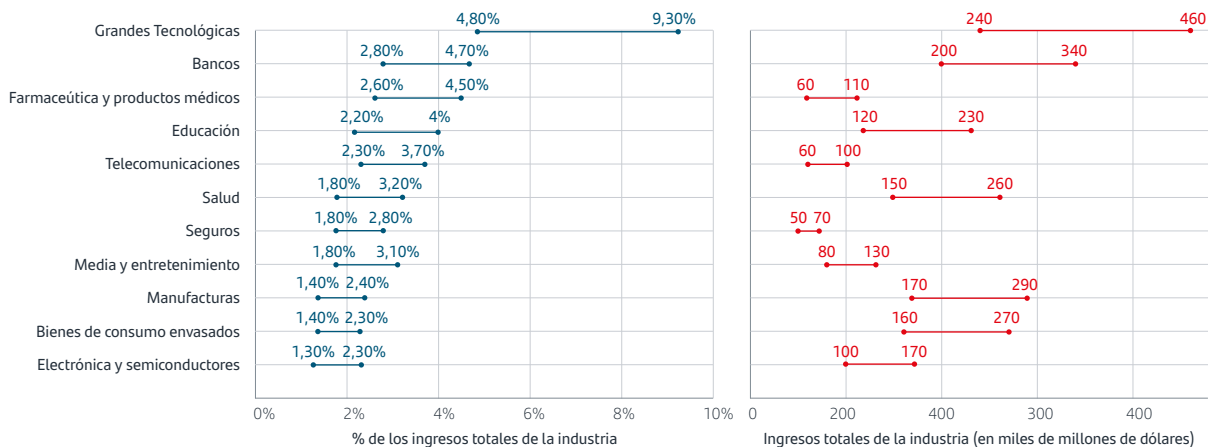
-23%

En tareas de resolución de problemas empresariales

(1) MckKinsey & Company. The economic potential of generative AI: The next productivity frontier. June 2023. (2) AI Index Report 2024 by Stanford University. (3) How People Can Create—and Destroy—Value with Generative AI. BCG, 2023.

Impacto previsto de la IA Generativa en los ingresos por industria

Fuente: McKinsey & Company, 2024 AI Index report



La IA Generativa puede también contribuir a abordar desafíos demográficos al mejorar la productividad en economías con poblaciones envejecidas y una disminución en la fuerza laboral. Los países desarrollados con economías orientadas a los servicios son los que probablemente experimenten mayores beneficios en su PIB. Al mismo tiempo, muchos países del G7 han y siguen migrando de la manufactura a los servicios, posicionándose mejor para aprovechar las ventajas de la IA Generativa.

Esta historia de éxito no está exenta de potenciales obstáculos, entre los que hay que señalar los costes, la regulación, su impacto medioambiental y las propias limitaciones de los datos utilizados para entrenar los modelos. El ritmo de desarrollo e implementación de la IA Generativa en el ecosistema tendrá que ir acompasado a las propias capacidades de las industrias que la produzcan y que la utilicen.

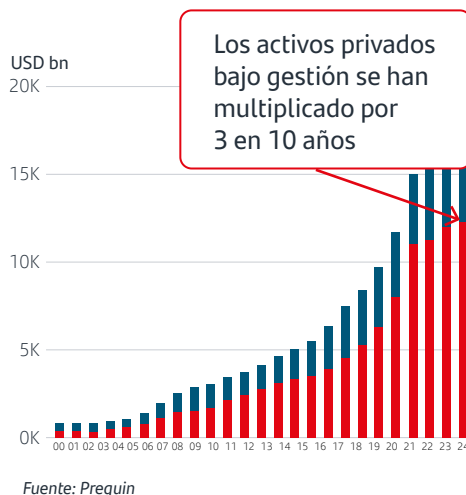
Identificar oportunidades de inversión en el ecosistema más amplio de la IA Generativa tiene que hacerse en un marco integral que permita a los inversionistas posicionarse estratégicamente y con un horizonte no cortoplacista en esta tendencia transformadora.

El escenario de 2025 exige una gestión activa y diversificada, adaptada a un entorno de baja volatilidad que favorece estrategias basadas en derivados para equilibrar riesgos y capturar oportunidades. Estamos listos para navegar en este panorama con decisiones informadas y visión estratégica.

Tendencia estructural en la gestión de activos: Mercados privados

La integración de mercados privados en carteras fortalece el binomio rentabilidad y riesgo, ofreciendo una ventaja competitiva a nuestros clientes. La democratización de estos activos, impulsada por la innovación financiera, un marco regulatorio más accesible, mayor transparencia y educación financiera, está ampliando su alcance más allá del ámbito institucional hacia una base más diversa de inversionistas.

Dentro de mercados privados, nuestra preferencia recae en el sector inmobiliario privado por ser un activo con duración y rentas recurrentes, que en un entorno de normalización de tasas de interés debería beneficiarse. Dentro del sector inmobiliario, favorecemos particularmente el segmento de co-living. Este modelo, que maximiza ingresos con costos operativos bajos, es ideal para jóvenes y nómadas digitales en ciudades de alto costo.



01

Visión global



Escenario de inversión global



Delfina Pérez, CIIA
Directora de Estrategia de Mercados SAM



Luiz Felix, PhD
Director Global de Asignación de Activos SAM

En los últimos años, la economía global y los mercados financieros enfrentaron una serie de eventos disruptivos que nos llevaron a mares turbulentos, a escenarios desconocidos y llenos de incertidumbre. Con una situación de partida en la que la Eurozona convivía con la anomalía de tipos de interés negativos, el mundo tuvo que afrontar una crisis sanitaria sin precedentes que necesitó de medidas monetarias y fiscales de dimensiones extraordinarias y provocó una ruptura en las cadenas de suministros, seguida de un *shock* inflacionista que requirió de una restricción monetaria de escala similar a las de la década de los 70. La visibilidad era limitada y las decisiones estratégicas se tomaban con cautela, buscando mantener el rumbo que con frecuencia sufría golpes de timón.

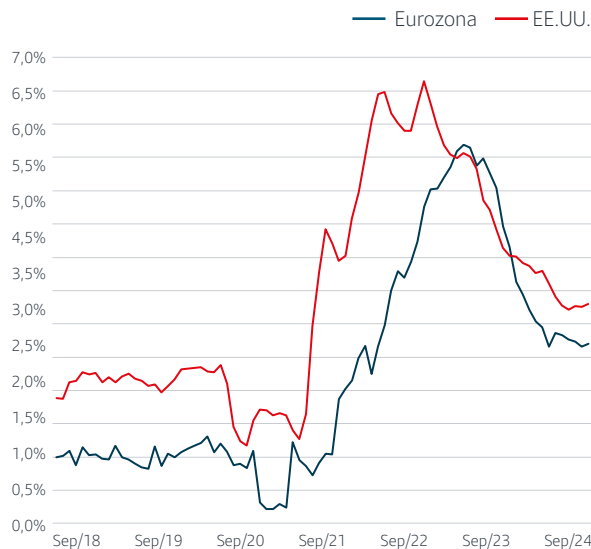
Ahora avanzamos hacia un escenario más normalizado y con horizontes más despejados. Este entorno nos permite adoptar estrategias de inversión con mayor horizonte temporal y tomar decisiones en las que los fundamentales retoman el protagonismo y vuelven a ser la brújula para lograr los objetivos de rentabilidad y riesgo.

El escenario de inversión que esperamos para 2025 se basa en un crecimiento económico sólido a nivel global, en el entorno del 3%, con buenos fundamentos en los dos pilares del PIB, consumo e inversión. Al mismo tiempo, creemos que la inflación en los principales países desarrollados continuará descendiendo hacia los objetivos de los bancos centrales, senda de la que ya ha recorrido gran parte, y que les ha permitido empezar en 2024 con la normalización de los tipos de interés. Esperamos que los tipos continúen bajando durante 2025 hasta territorio más neutral para luego entrar en pausa. La combinación de crecimiento sólido y estable junto con una política monetaria menos restrictiva configuran un escenario muy favorable para estar invertido y, en particular, para una estrategia que favorezca los activos de riesgo, tanto acciones como crédito. Creemos que las carteras deben construirse en torno a la diversificación: todos los activos globales pueden aportar rentabilidades positivas a medio plazo; los de riesgo tienen un mayor potencial, mientras que los activos

El crecimiento global sostenido y la inflación moderándose fundamentan la inversión en activos de riesgo

Evolución de la inflación subyacente en EE.UU. y Eurozona

Fuente: Datastream y Santander AM



Porcentaje de los principales bancos centrales* que están bajando tipos

Fuente: LSEG Datastream y Santander AM



* Australia, Brasil, Canadá, China, Chile, Colombia, República Checa, Dinamarca, Eurozona, Indonesia, India, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido, EE.UU.

conservadores aportarán más estabilidad. Adaptar la diversificación al perfil de riesgo del inversor será lo que determine la cuantía de exposición a uno u otro activo.

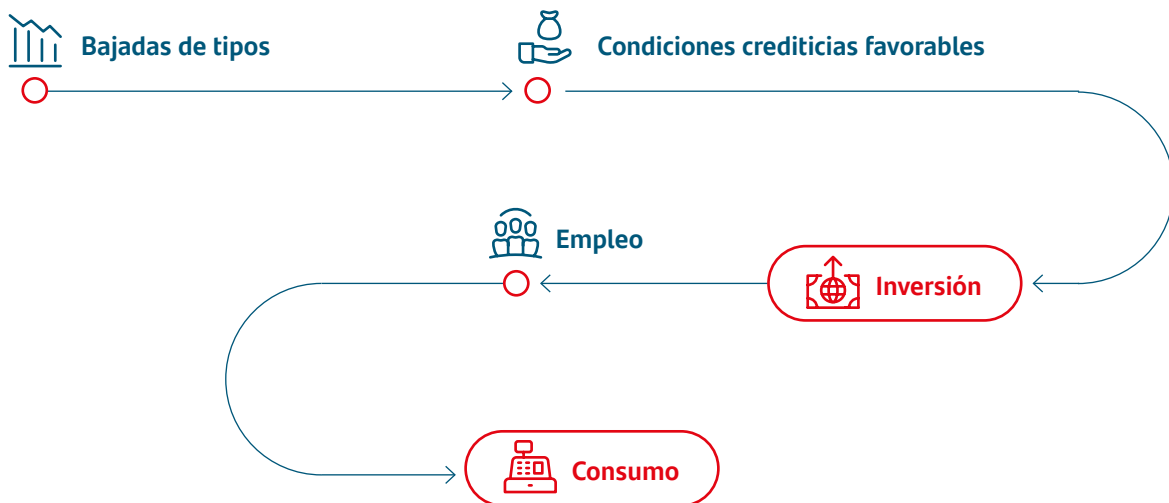
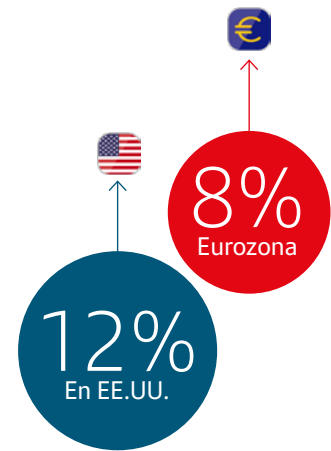
En nuestro escenario de inversión, los beneficios empresariales crecerán en niveles atractivos. Para el S&P500 esperamos en torno a 12%, superior a la media histórica, y para el índice europeo Stoxx600 un 8%, algo por debajo de la media histórica. En los mercados emergentes nuestras estimaciones apuntan crecimiento de beneficios de 14,5%, superando la media de los últimos veinte años. Un factor diferencial en 2025 es que esperamos que en EE.UU. aumente significativamente el número de empresas que contribuyan a la generación positiva de beneficios. En 2024 el crecimiento de beneficios del S&P500 se concentró principalmente en las llamadas "siete magníficas"*. El entorno actual es propicio para que los sectores y mercados más cíclicos, con mayor apalancamiento y con mayor sensibilidad a tipos de interés, aporten también a la generación de beneficios.

Tipos a la baja y crecimiento económico explican también a nuestro juicio las valoraciones de las bolsas, que algunos inversores consideran demasiado exigentes. Históricamente, en las fases de crecimiento económico las valoraciones se van situando progresivamente por encima de las medias reflejando una disminución en la prima de riesgo. Salvo las grandes tecnológicas, las valoraciones del resto del mercado se sitúan en torno a su media histórica, lo que les dota potencial adicional de revalorización.

Esperamos que las empresas tecnológicas sigan con una generación de beneficios y márgenes superior a las medias de mercado. La inteligencia artificial es una tendencia transversal y transformacional imparable que ya es una realidad y nos da confianza para estimar continuidad en la generación de beneficios del sector y para justificar sus valoraciones. Esta tendencia también beneficia a empresas y sectores que adopten la Inteligencia Artificial Generativa 2.0 para eficientar sus procesos productivos y enriquecer sus modelos de negocio.

Los fundamentales sólidos del sector empresarial se ven reforzados por unas condiciones financieras y crediticias cada vez más favorables, lo que se plasma en la tendencia a la baja de las tasas de quiebra. El crecimiento económico global, los sólidos balances de las compañías y rentabilidades históricamente atractivas explican la elevada demanda de bonos de empresas, que esperamos continúe, y que los diferenciales de créditos se sitúen en mínimos de los últimos años. Nuestra visión favorable en el crédito se basa en el atractivo de las TIREs actuales que esperamos se mantengan en torno a estos niveles, aportando rentabilidad recurrente a las carteras.

Esperamos una sólida generación de beneficios empresariales en 2025



* Las siete magníficas son: Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, NVIDIA y Tesla.

En los bonos soberanos también vemos estabilidad en sus TIRES puesto que los mercados han descontado ya el grueso de los recortes de tipos del actual ciclo bajista de la Fed y del BCE. La rentabilidad esperada para el activo estaría, por tanto, en torno a sus TIRES actuales. Tras unos años en los que la correlación entre los bonos y la bolsa ha sido "anormalmente" positiva, los bonos soberanos han recuperado su papel de estabilizador y activo refugio en las carteras.

Nuestro escenario de inversión no está exento de riesgos, que tenemos identificados y monitorizados. Por el lado económico, la fortaleza del crecimiento podría ser superior a la prevista lo que afectaría a nuestras expectativas sobre bancos centrales y tipos de interés. Asimismo, unas economías debilitándose podrían situar el foco en los beneficios empresariales y las valoraciones de los activos de riesgo. Estos escenarios alternativos podrían venir provocados tanto por factores puramente económicos como por factores geopolíticos, entre los que cobra protagonismo la nueva administración Trump en EE.UU. con mayoría republicana en el Congreso. Sus principales políticas girarán en torno a recorte de impuestos, subida de aranceles y el control de la inmigración. Por el momento, y a la espera de conocer los detalles concretos, nuestro análisis determina que no implican una alteración significativa de los fundamentales en los que se basa nuestra estrategia de inversión. Sí cabe esperar que el dólar estadounidense se pueda apreciar respecto a las principales divisas, tendencia que iremos teniendo en cuenta al modular la exposición geográfica de las inversiones.

Mirando a 2025, la progresiva normalización de economías y mercados proporciona un escenario más claro y predecible que en los años precedentes. Pilotar la normalización requiere de una gestión activa y constante. Nuestra estrategia se enfoca en aprovechar este entorno más estable, monitorizando estrechamente los riesgos para adaptarnos ágilmente a cualquier cambio que surja en el proceso de normalización.

El entorno es favorable para inversión en activos de carry

2,35%

TIR del bono del Gobierno alemán a 10 años

5,20%

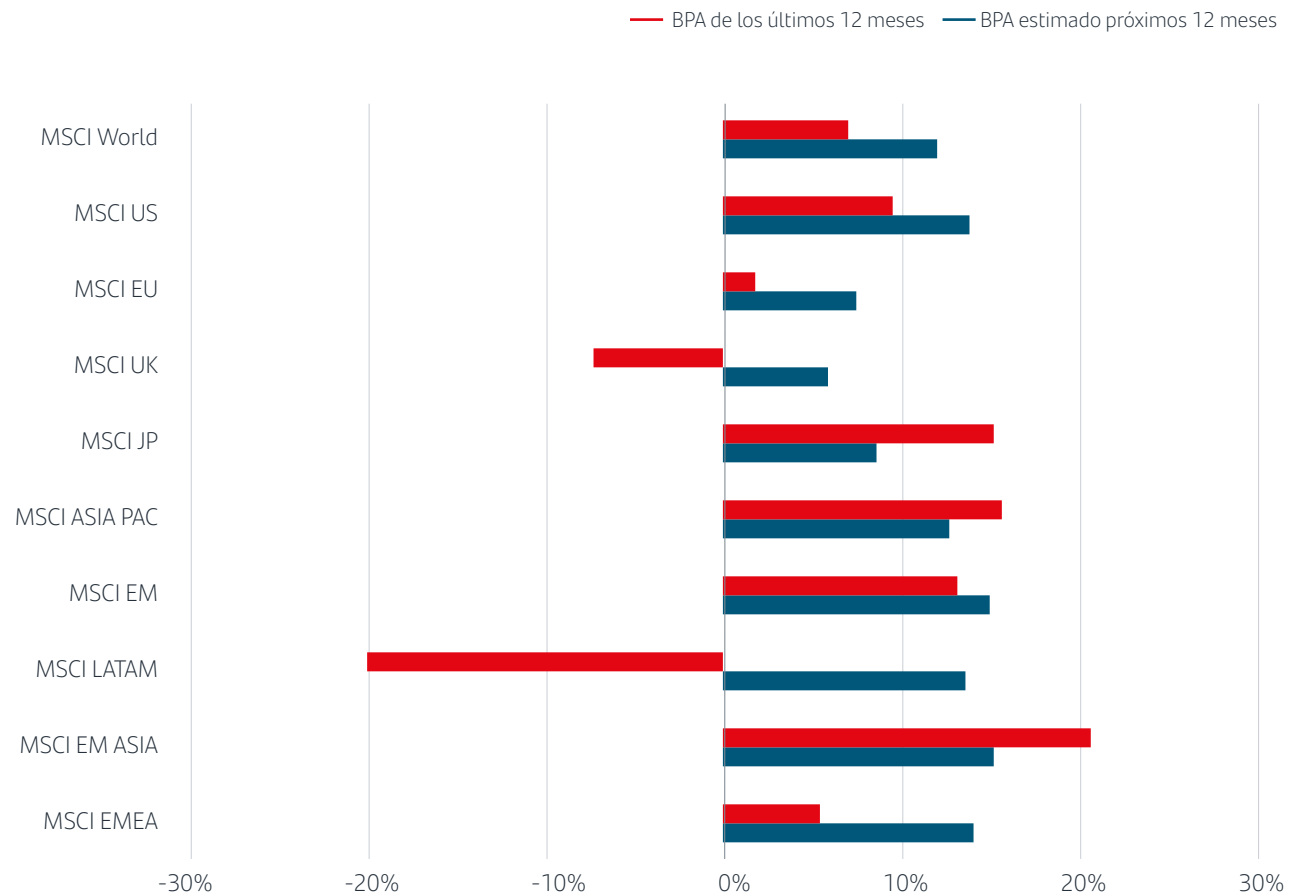
TIR del índice ICE BofA US Corporate en USD

6,80%

TIR del índice ICE BofA Global High Yield en USD

Beneficios empresariales: crecimiento generalizado por mercados y sectores

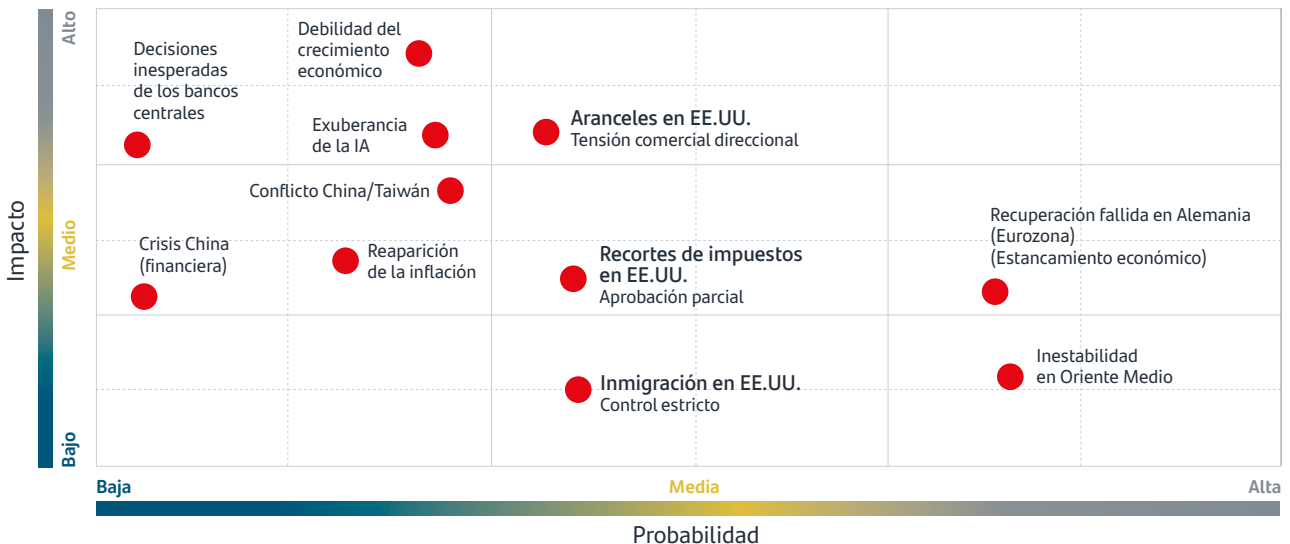
Fuente: LSEG Datastream y Santander AM



Escenario de inversión



Mapa de riesgos



Escenario macro global



Agustín Carles, CFA
 Director de Macroeconomía Global SAM

EE.UU.

A punto de finalizar el año, esperamos que el crecimiento del PIB de la economía estadounidense se sitúe en 2024 en el entorno del 2,7%, lo que supondrá el tercer año consecutivo con tasas cercanas al 3%, por encima, por tanto, del potencial que se estima en el entorno del 2%.

A pesar de estos últimos años de crecimiento superior al potencial, creemos que el ciclo no se encuentra aún próximo a su fin. Al contrario, en ausencia de *shocks* externos significativos, este ciclo expansivo se debería extender a 2025 aunque, eso sí, con un crecimiento del PIB algo más moderado que el de los últimos tres años.

Pensamos que el ciclo no está realmente agotado principalmente porque, como muestran los indicadores de medio plazo como la tasa de ahorro de los hogares o el porcentaje de beneficios de las empresas no financieras, la posición financiera tanto de los primeros como de las segundas sigue siendo bastante saludable. Esto explica por qué las condiciones de crédito que los bancos están aplicando a ambos sectores se han venido flexibilizando, sobre todo desde que la Fed diera por finalizado el proceso de subidas de tipos a final de 2023.

En este contexto de situación saneada del sector privado y condiciones de crédito que probablemente continuarán relajándose, creemos que la inversión empresarial crecerá a un ritmo razonable dando con ello soporte al empleo y, a través de este, también al consumo privado. Por todo ello, estimamos un crecimiento del PIB para 2025 del 2,2%, en torno al potencial, pero inferior al de los últimos tres años dado que determinados factores de impulso extraordinarios (sobre todo la inmigración) dejarán de tener el protagonismo que han tenido desde 2022.

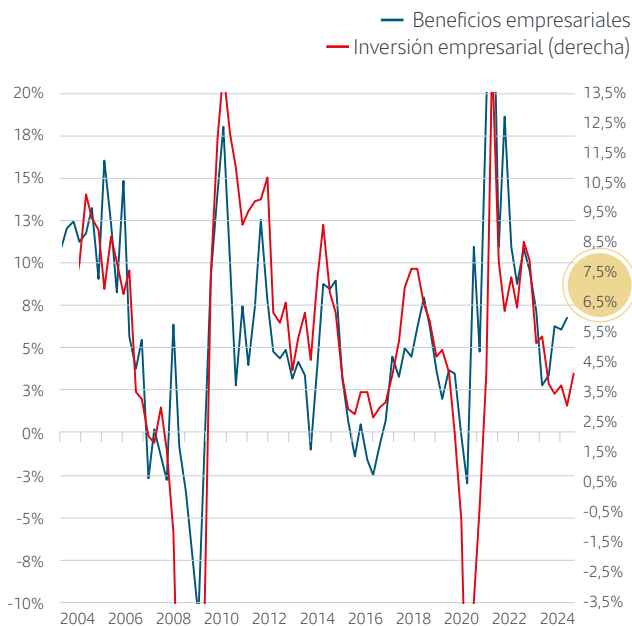
Escenario base para 2025:

PIB
 2,2%

Tipo terminal
 Fed funds al
 3,50% - 3,75%

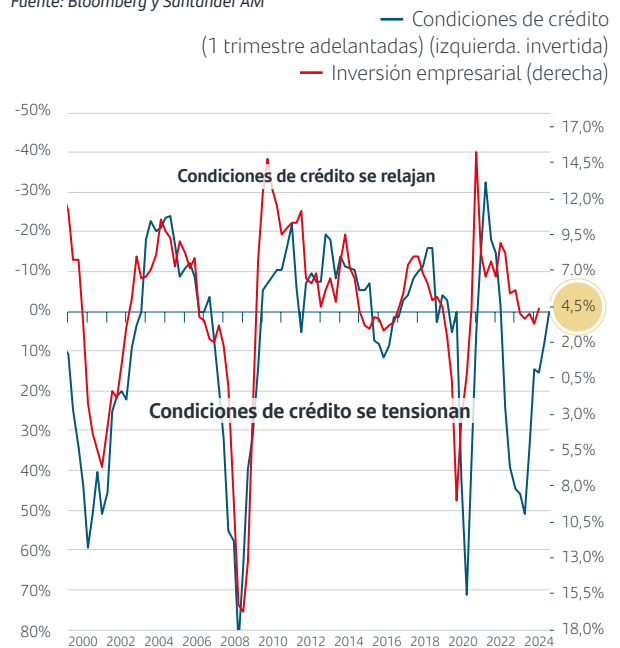
EE.UU.: inversión empresarial y beneficio bruto operativo de las empresas no financieras

Fuente: Bloomberg y Santander AM



EE.UU.: la mejora de las condiciones de crédito favorece a la inversión empresarial

Fuente: Bloomberg y Santander AM



En cuanto a los precios, en ausencia de *shock* externos significativos, creemos que la inflación subyacente (esto es, la relevante para la Fed) mantendrá la tendencia a la baja que lleva registrando en los dos últimos años. Pensamos que el crecimiento actual del consumo privado (razonable, pero no elevado) junto con la ausencia de restricciones de oferta, van a permitir que la inflación subyacente siga bajando desde el 3,3% interanual actual al entorno del 2,5% a mitad de 2025 y ya más cercano al 2% a final del año.

Este entorno de crecimiento del PIB en torno al potencial y de inflación acercándose gradualmente al objetivo de la Fed del 2% hará que esta probablemente mantenga una senda de recortes de tipos graduales, que creemos que serán de 25 puntos básicos y no en todas las reuniones. Es cierto que la Fed empezó con un primer recorte de 50 puntos básicos en septiembre, pero consideramos que el entorno de crecimiento es lo suficientemente sólido para no requerir una relajación monetaria fuerte y rápida. En este sentido, creemos que los tipos de la Fed se terminarán estabilizando en la segunda mitad de 2025 en el entorno del 3,5%/3,75%.

Propuestas electorales de Trump

¿Qué tipo de *shocks* podrían realmente alterar este escenario central? El que vemos como más significativo sería, sin duda, el que supondría la adopción de políticas disruptivas para el crecimiento y/o la inflación por parte de la nueva administración de EE.UU. No se sabe aún qué políticas concretas se llevarán finalmente a cabo, pero las anunciadas en la campaña electoral, tal y como están planteadas, afectarían a nuestras estimaciones. Hay tres tipos de medidas que podrían tener un impacto significativo y no solo en EE.UU., sino también a nivel global: recortes de impuestos, restricciones a la inmigración y subida de aranceles. Además, el impacto final en el crecimiento y en la inflación es distinto para cada medida, por lo que el efecto conjunto de las tres resulta, a priori, incierto.

Expansión fiscal



crecimiento económico



inflación

Menor inmigración



crecimiento económico



inflación

Aumento de aranceles



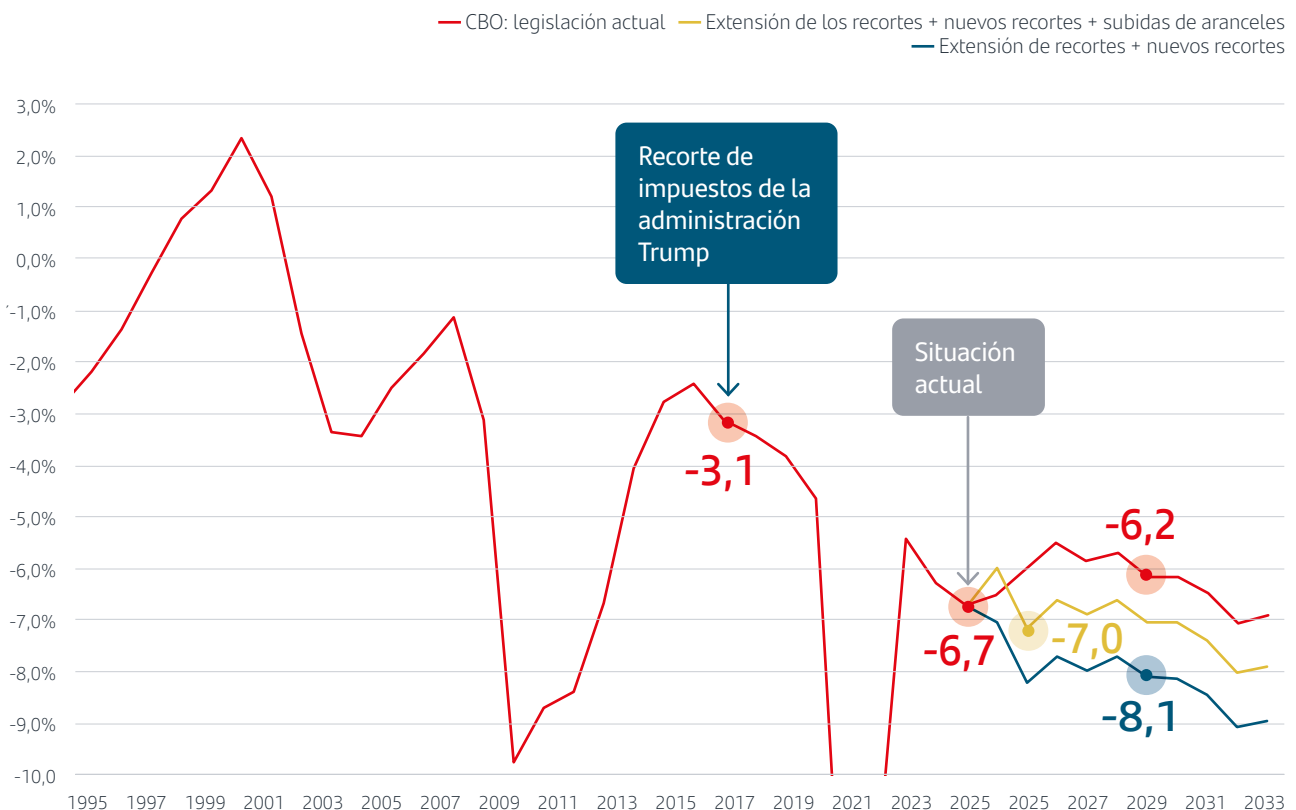
crecimiento económico



inflación

Saldo público del gobierno en % del PIB: escenario de la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE.UU. (CBO) y ajustes en función de las posibles medidas de la administración Trump

Fuente: CBO, Bloomberg y Santander AM



En primer lugar, en las medidas fiscales destacan ante todo la posible extensión de los recortes de impuestos de 2017 que expiran en 2025, así como la puesta en marcha de nuevos recortes impositivos. En total, supondrían un importe del 2% del PIB, lo que sería positivo para el crecimiento pero obviamente negativo para el déficit público. Añadiendo el posible impacto de este paquete fiscal a las previsiones actuales de la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE.UU. (CBO), el déficit público se terminaría estabilizando en torno al 8% del PIB en los próximos años, un nivel que creemos excesivamente elevado.

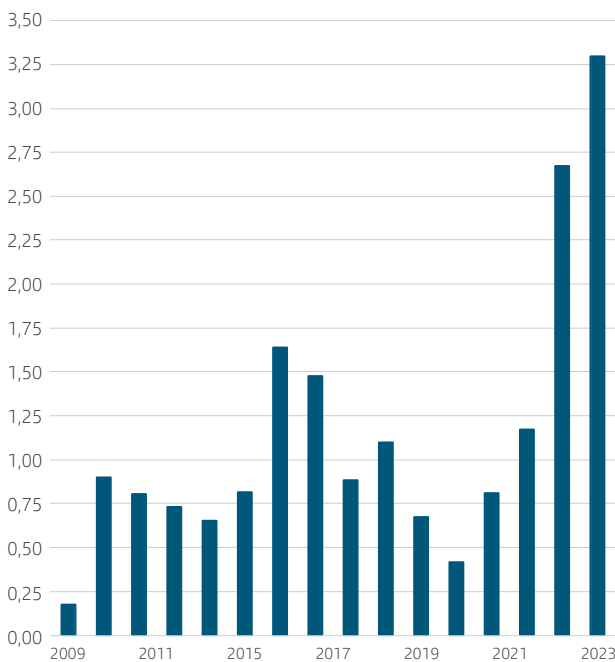
En segundo lugar, las medidas de restricción a la inmigración tendrían el efecto contrario a la política fiscal expansiva: menor crecimiento y menor inflación. La fuerte inmigración desde 2022 ha sido un factor clave detrás del crecimiento del PIB cercano al 3% en los últimos tres años. No obstante, hay señales de que la inmigración se ha venido frenando en los últimos meses, algo que probablemente se acentuará si efectivamente se toman medidas de restricción adicionales. Este es precisamente uno de los motivos principales por los que creemos que el crecimiento del PIB ya no se mantendrá en torno al 3%, sino más cercano al 2%.

Finalmente, la tercera y más importante medida en cuanto a posible impacto en el crecimiento es, sin duda, la fuerte subida prevista en los aranceles a la importación: desde el 2% actual, Trump ha anunciado subidas hasta el 60% para China y 20% para el resto del mundo. Son tasas no conocidas ni en EE.UU. ni en el resto del mundo desde hace muchas décadas.

Por tomar como referencia la llamada “guerra comercial” de 2018-19, los aranceles llegaron a subir del 1,5% inicial hasta solo el 3%, aunque Trump amenazó con llegar a subirlos hasta el entorno del 10%. Ese pequeño aumento final (o quizá, la amenaza del 10%) fueron suficientes como para desencadenar una fuerte bajada tanto en la confianza empresarial mundial (incluida, con cierto retraso, la de EE.UU.) como en el crecimiento del comercio mundial. Si ahora se están planteando incluso subidas mayores, se entiende por qué estas medidas son las que suponen el mayor riesgo a la baja para nuestro escenario de crecimiento global, incluyendo también al estadounidense.

Inmigración neta según las estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE.UU. (millones de personas)

Fuente: CBO y Santander AM



Aranceles efectivos sobre las importaciones

Fuente: Bloomberg y Santander AM



€ Eurozona

Tras cinco trimestres de estancamiento, la economía de la Eurozona empezó a registrar por fin tasas de crecimiento del PIB positivas a comienzos de 2024, sorprendiendo incluso con un 0,4% trimestral (en torno a 1,5% anualizado) en el tercer trimestre del año. A pesar de ello, los indicadores de confianza empresarial, que habían venido mejorando en la primera parte del año, en los últimos meses se han deteriorado hasta el punto de ser consistentes con un crecimiento del PIB cercano a cero de nuevo, e incluso claramente negativo en algún país, en especial, en Alemania.

Ante estas señales recientes mixtas, ¿qué escenario vemos más probable para la Eurozona en 2025? Creemos que, a pesar de ese reciente empeoramiento de la confianza empresarial, hay fundamentos que apuntan a una definitiva recuperación del crecimiento del PIB hacia tasas del 0,3%/0,4% trimestral a lo largo de 2025. Entre ellos, destacamos dos: en primer lugar, la relajación que se ha producido en 2024 en las condiciones de crédito para el consumo y para las empresas, y sobre todo para las hipotecas; y, en segundo lugar, la fuerte subida de la renta real de los hogares debida a la fuerte bajada en la inflación, lo que supone un claro factor de soporte al consumo.

¿A qué se debe entonces ese reciente deterioro de la confianza empresarial? Creemos que es un reflejo del fuerte empeoramiento que se ha producido a lo largo de 2024 en los beneficios empresariales agregados de la economía (y, con ello, en la inversión empresarial), motivado por la contracción de márgenes provocada, a su vez, por el fuerte aumento en los costes laborales unitarios en un contexto de inflación a la baja. No obstante, dado que los costes laborales unitarios han empezado por fin a moderarse, creemos que dejarán de suponer en 2025 un viento en contra para la inversión empresarial. Esto, sumado a los vientos de cola que suponen tanto la renta real de los hogares como las condiciones de crédito, permitirán consolidar una recuperación más sólida a medida que avance el año. Tras un posible crecimiento débil en la última parte de 2024 y al inicio de 2025, esperamos una vuelta a tasas trimestrales de 0,3%/0,4% en la segunda mitad de 2025, lo que permitiría al PIB crecer finalmente en el conjunto de 2025 al 1,1% frente al 0,7% estimado para 2024.

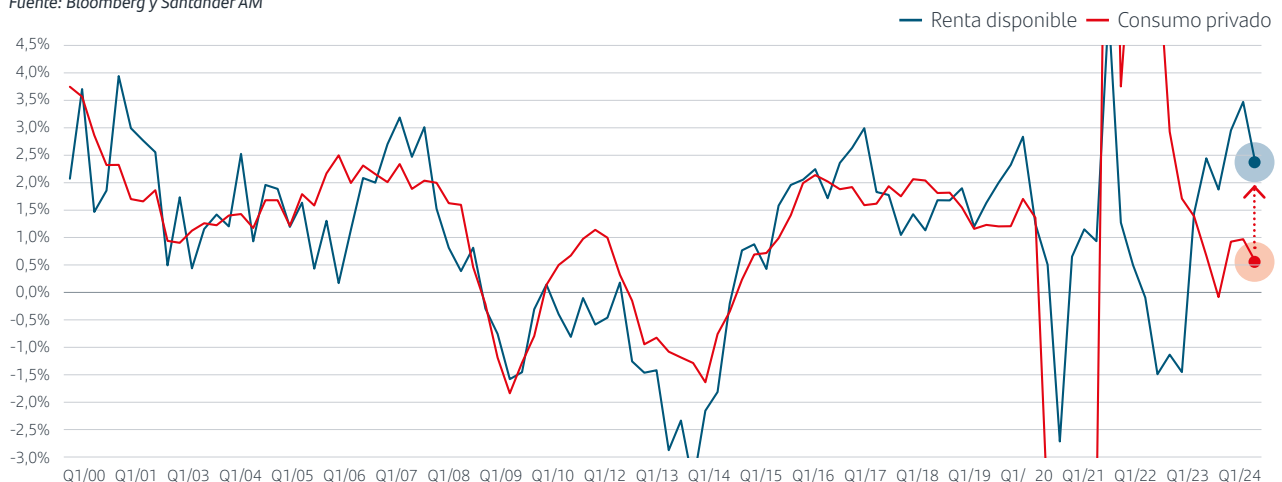
En cuanto a la inflación, no vemos riesgos al alza significativos, por lo que creemos que la inflación subyacente terminará cerrando 2025 en torno al 2% frente al entorno del 2,8% de final de 2024. En este entorno, creemos que el BCE seguirá bajando tipos hacia el entorno del 2%.

Los riesgos más evidentes que vemos a este escenario serían los provenientes de la adopción de una política de aranceles muy agresiva en EE.UU., ya que ésta tendría (como tuvo en la guerra comercial de 2018 y 2019) un impacto fuerte en la confianza empresarial de la región y en el crecimiento del comercio a nivel mundial.

Esperamos que la inflación subyacente y el tipo Depósito del BCE se sitúen en el entorno del 2%

Eurozona: consumo y renta disponible de los hogares en términos reales (crecimiento interanual)

Fuente: Bloomberg y Santander AM



China

La economía china registrará un crecimiento del PIB en 2024 en torno al 4,5% frente al 5,5% del año anterior, lo que supone acentuar una tendencia de moderación que dura ya casi quince años desde el pico de casi el 11% registrado en 2010.

Esta desaceleración del crecimiento tiene un carácter estructural que se explica por la inevitable ralentización de la inversión desde que alcanzó un peso del 45% del PIB en 2012. Este porcentaje supuso no ya un máximo histórico en China, sino también a nivel mundial en al menos los últimos cincuenta años. Si bien el peso se ha ido reduciendo gracias a que la inversión ha moderado su ritmo de crecimiento, lo cierto es que sigue siendo aún demasiado elevado, en torno al 42%. Dentro de la inversión, destaca sobre todo el componente residencial (o en general, inmobiliario), como muestra el hecho de que las ratios de inventarios sobre ventas están en máximos de los últimos diez años. Con el objetivo de suavizar el ritmo de contracción actual de la inversión inmobiliaria (en torno al 10%), las autoridades han puesto en marcha a finales de 2024 una serie de medidas de estímulo tanto monetarias (bajadas de tipos hipotecarios, reducción de las restricciones a la compra de segunda vivienda, ayudas del banco central a la financiación de hipotecas, etc.) como fiscales (gasto de gobiernos locales en compra de viviendas y de terrenos, etc.). Aunque estas medidas pueden ralentizar el ritmo actual de caída del sector inmobiliario, no creemos que vayan a cambiar la tendencia de fondo de la economía china.

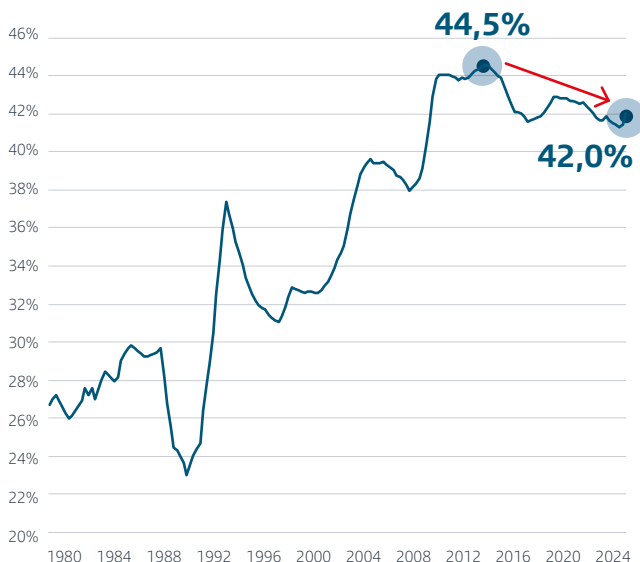
Primero, porque las medidas de estímulos monetarios no son nuevas, sino que llevan en marcha ya varios años y sin apenas resultados y, además, porque el margen de actuación de la política fiscal es realmente limitado. El déficit público se encuentra actualmente en el 7% del PIB (uno de los más elevados del mundo) y la deuda pública en el 80%, de las más elevadas del mundo emergente. Segundo, porque esas medidas son de estímulo a la demanda y, como ya hemos señalado, el problema de fondo de la economía no es de escasez de demanda sino de exceso de oferta de inversión. Y, tercero, y porque la deuda de hogares y empresas ya está en máximos históricos y es además de las más altas del mundo emergente.

Por todo lo anterior, creemos que, a pesar de estas medidas, 2025 será de nuevo un año de cierta desaceleración frente a 2024, pero no vemos un *hard landing*. Estimamos, en concreto, un crecimiento del PIB del 4,4% frente al 4,5% de 2024. No vemos un *hard landing* porque ese exceso de inversión, aunque aún muy significativo, está financiado totalmente con ahorro doméstico, lo que hace que, al contrario que en la mayoría de crisis emergentes de los últimos 30 años, la economía china no sea vulnerable ante una eventual pérdida confianza del inversor extranjero.

El exceso de inversión, en concreto en el sector inmobiliario, seguirá reduciendo el PIB potencial

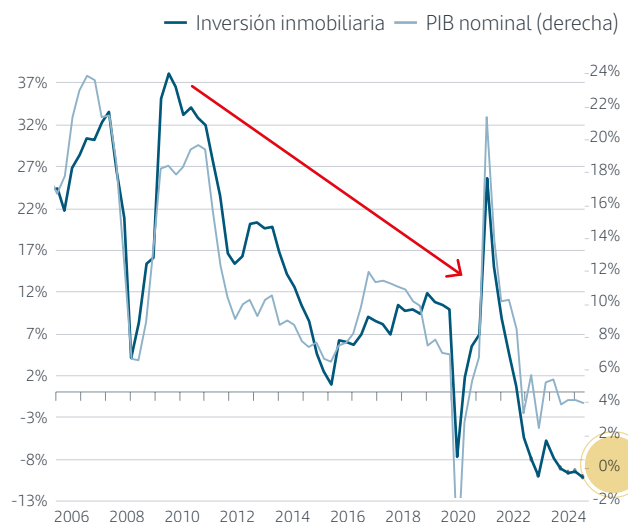
Peso de la inversión en el PIB

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Crecimiento interanual de la inversión inmobiliaria y del PIB en términos nominales

Fuente: Bloomberg y Santander AM



02

Visión local



EE.UU.

Renta variable

La bolsa es nuestro activo preferido para 2025. Un entorno económico sólido, políticas monetarias más neutrales y beneficios empresariales en expansión respaldan esta visión positiva. Además, la tecnología continuará generando beneficios superiores a la media de mercado a la vez que las políticas de Trump impulsarán previsiblemente un entorno favorable con menor regulación e impuestos añadiendo potencial al mercado. Defensa y compañías medianas de orientación doméstica (*reshoring*) tienen atractivo adicional.



Eurozona

Bonos de empresas

En un entorno de bajo crecimiento, moderación gradual de la inflación y normalización de los tipos oficiales, el *carry* sigue siendo atractivo pero hay que combinarlo con duración. Creemos que el crédito de mayor calidad (*investment grade*) es la mejor forma de hacerlo: *carry* más atractivo que los soberanos, sólidos fundamentales empresariales y fuerte demanda inversora.



Reino Unido

Bonos de empresas

Los bonos corporativos de mayor calidad (*investment grade*) ofrecen rendimientos medios superiores al 5,5%. Con una inflación por debajo del objetivo del 2%, una previsión de que el tipo de interés oficial caiga hasta 3,75% y un crecimiento económico sostenido, la combinación rentabilidad-riesgo del activo es claramente atractiva.



Brasil

Activos monetarios

El tipo de interés oficial Selic seguirá subiendo en los próximos meses y, aunque los recortes podrían comenzar en la segunda parte del año, los niveles seguirían siendo relativamente altos y atractivos. A esta visión positiva sobre el activo se une que la previsible incertidumbre en torno a la política fiscal local impediría una tendencia más sostenible de los tipos a largo, la renta variable y la divisa.



México

Soberanos

Nuestra mejor idea de inversión para 2025 es sobreponderar bonos gubernamentales de largo plazo. La inflación ha descendido gradualmente a partir de 2022 y la política monetaria actual es muy restrictiva, con la tasa real por encima del 5%. Esperamos que el ciclo de baja de tasas de interés continúe a lo largo del año, favoreciendo una mayor duración.



Chile

Soberanos y bonos de empresas

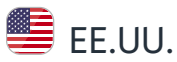
Los niveles actuales entregan un buen punto de entrada y *carry* atractivo en tasa real y nominal. El buen balance financiero de las compañías, la actividad creciendo tímidamente en torno al 2%, junto con inflación convergiendo, permitirían recortes adicionales de tasa en 2025, dándole soporte a la clase de activo.



Argentina

Soberanos en dólares

Favorecemos los bonos soberanos en dólares. Las prioridades actuales del gobierno en materia fiscal y de estabilidad del sector externo, sumado a un nuevo acuerdo con el FMI, allanarían el camino hacia la apertura del mercado internacional de deuda, disipando temores de incumplimiento, lo que impactaría en una menor prima de riesgo.



Trump 2.0 coge el timón de una economía sólida



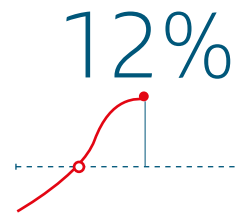
Francisco Simón, CFA
Responsable de Estrategia de Inversión y Asignación de Activos de SAM

El escenario de inversión en EE.UU. para 2025 es favorable, con crecimiento sólido e inflación convergiendo al objetivo de la Fed. Esto favorece a los activos de mayor riesgo, como la renta variable y el crédito, si bien tenemos expectativas de rentabilidades positivas para todos sus activos domésticos.

Renta variable

El entorno económico actual sigue favoreciendo la inversión en renta variable estadounidense. El sólido crecimiento previsto apunta a un aumento de beneficios del 12%, ligeramente superior a la media histórica del S&P500. Además, la política monetaria continúa su proceso de normalización, con una tendencia a reducir tipos hacia niveles más neutrales, lo que favorece a compañías con mayor apalancamiento y sensibilidad al ciclo económico. Un factor diferencial en 2025 es que esperamos que en EE.UU. aumente significativamente el número de empresas que contribuyen a la generación positiva de beneficios. El entorno actual es propicio para que los sectores y mercados más cíclicos, con mayor apalancamiento y mayor sensibilidad a tipos de interés, aporten también a los beneficios. Al mismo tiempo, esperamos que las empresas tecnológicas sigan con una generación de beneficios y márgenes superior a las medias de mercado. Aunque las valoraciones parecen elevadas, reflejan tanto la solidez de estas empresas como el momento económico actual, factores que consideramos seguirán respaldándolas y apoyando de forma positiva al resto del índice. Por otro lado, las políticas previstas de menores impuestos y desregulación de la nueva administración Trump serían un catalizador positivo para los mercados de acciones, aunque las incertidumbres derivadas del proteccionismo comercial podrían moderar el optimismo en el ciclo económico y enfriar el sentimiento de mercado actual.

El crecimiento de beneficios empresariales esperado para 2025 en EE. UU. se sitúa por encima de la media histórica



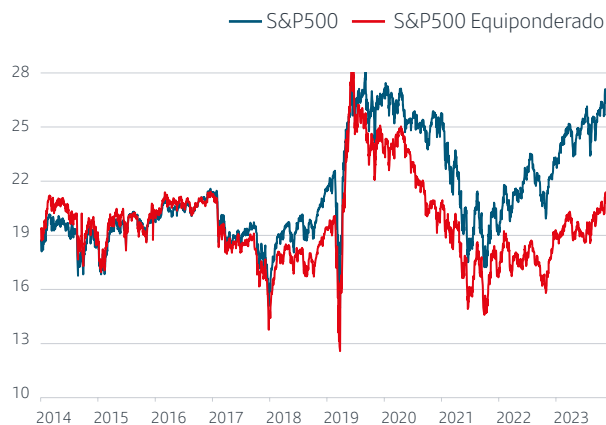
Renta fija

Mercado monetario

El proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. continuará en 2025, llevando los tipos de la Fed hacia niveles neutrales, que estimamos en el rango 3,5% - 3,75%. Si bien el mercado monetario ofrece una combinación favorable de rentabilidad-riesgo, mirando hacia delante las rentabilidades serán cada vez menores.

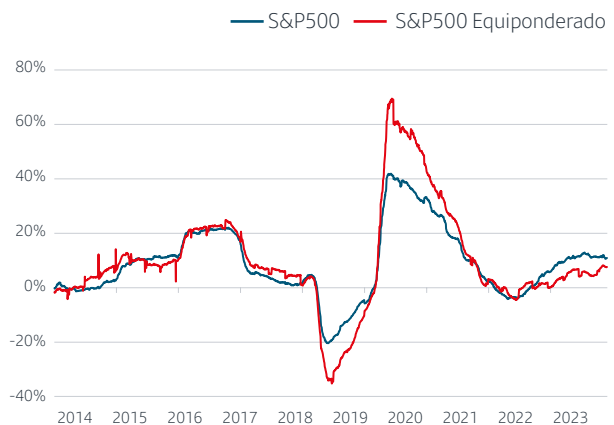
Valoración de la bolsa de EE.UU.: ratio PER

Fuente: Bloomberg y Santander AM



S&P500: Evolución interanual del beneficio por acción

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Soberanos

Los bonos soberanos estadounidenses presentan una perspectiva positiva para 2025. Las rentabilidades actuales resultan atractivas y los mercados ya están poniendo en precio un nivel de llegada de la política monetaria más elevado que lo que descontaban hace unos meses y más acorde con nuestras expectativas de crecimiento e inflación y con la visión de la Fed. Anticipamos una continuación del aumento de pendiente de la curva de bonos soberanos, con mayores bajadas en las TIREs del corto plazo que en el largo, lo que aconseja tomar duración. La resiliencia de la economía y las políticas de la administración Trump podrían conducir a una normalización más pausada, manteniendo tipos altos durante más tiempo, mientras que un deterioro significativo del ciclo podría llevar a rentabilidades mucho más bajas, aunque consideramos este escenario menos probable. En nuestro escenario central, esperamos que las rentabilidades de los bonos soberanos se mantengan en línea con las TIREs actuales del mercado.

Bonos ligados a la inflación

Nuestra visión para 2025 es positiva. Los tipos reales actuales son atractivos y esperamos que bajen gradualmente siguiendo el ritmo de normalización de la política monetaria por parte de la Fed. Por su parte, los *breakevens* de inflación, actualmente en niveles cercanos a la media histórica, podrían mantenerse sostenidos debido al momento del ciclo económico y a la fortaleza de la economía estadounidense. Además, las políticas de la administración Trump, con un posible sesgo inflacionista, podrían mantener las expectativas de inflación elevadas respecto a los niveles históricos, lo que los haría más atractivos frente a los bonos nominales.

Crédito

El escenario base de extensión del ciclo económico, con crecimiento en torno al potencial y una política monetaria que transita de restrictiva a neutral, respalda la inversión en bonos de empresas estadounidenses. Los fundamentales de las compañías son sólidos, con tasas de quiebra bajas y acceso a financiación a tipos atractivos, favorecidos por diferenciales de crédito en los percentiles históricos más bajos. La política monetaria menos restrictiva de la Fed también contribuye a reducir el coste total de financiación. Además, la elevada demanda por este activo financiero, impulsada por TIREs que siguen muy atractivas desde una perspectiva histórica, sostiene las valoraciones actuales, que, aunque parecen caras, se justifican por la continuidad del ciclo, los buenos fundamentales y el interés inversor.

Divisa

La perspectiva para el dólar estadounidense es positiva, respaldada por los niveles actuales de tipos de interés elevados. El mercado ya ha incorporado un nivel de llegada de la política monetaria de la Fed en torno a 3,5%-3,75%, lo que implica expectativas limitadas sobre las futuras bajadas, dejando los tipos estadounidenses relativamente altos en comparación con otros bancos centrales. Además, las políticas de la administración Trump, enfocadas en un mayor crecimiento económico para EE.UU. frente al resto del mundo, favorecen al dólar. Este entorno beneficia al dólar, especialmente frente a divisas más vulnerables a la incertidumbre política global y de economías con bajo crecimiento.

Los bonos ligados a inflación nos protegerían ante un aumento de expectativas de inflación por políticas más inflacionistas

El crédito en dólares seguirá muy soportado por el ciclo económico expansivo, buenos fundamentales y elevada demanda inversora

Breakeven del bono del gobierno de EE.UU. a 10 años

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Índice del Dólar frente a las principales divisas (DXY)

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Oportunidad por valoración y tipos de interés



Jacobo Ortega, CEFA
Director de Inversiones Europa SAM

Renta variable

Eurozona

En los últimos meses, los débiles datos de crecimiento económico (principalmente por la baja inversión empresarial y elevado ahorro del sector privado) con respecto al buen desempeño de EE.UU., la potencial implementación de nuevas tarifas al comercio tras la victoria de Trump y la inestabilidad política en Francia y Alemania han sido los principales obstáculos para la renta variable de Eurozona en términos comparativos frente a los principales índices globales y EE.UU., a pesar de mantener un comportamiento positivo en el año.

En un entorno de revisiones de beneficios que parece haber tocado suelo, y que incluso apunta a crecimientos cercanos al doble dígito para 2025, podemos argumentar que, en términos de valoración, la renta variable europea se encuentra en mínimos históricos frente a la de EE.UU. Pero si algo nos ha enseñado este ciclo de mercados es que la valoración es condición necesaria pero no suficiente. Para cerrar este hueco y mejorar su comportamiento relativo, la Eurozona necesita un catalizador que haga aflorar el potencial que subyace.

Por último, creemos que el mercado mantiene un posicionamiento relativo corto con respecto a su media histórica, por lo que recomendamos mantener exposición a la región favoreciendo una combinación *bottom-up* de aquellos valores y sectores que tengan apalancamiento tanto al ciclo como a las temáticas seculares de crecimiento estructural con aquellos que obtengan altos retornos sobre el capital empleado y con valoraciones atractivas.

Alemania

La renta variable alemana ha sufrido recientemente incertidumbres en el frente político. La coalición de gobierno se ha roto y ahora parece abrirse un escenario de elecciones generales en el país y potencialmente una política fiscal más pro-cíclica. En cualquier caso, los próximos meses serán clave para ir teniendo visibilidad sobre el desarrollo de este escenario.

Mientras tanto, la valoración del DAX sigue estando en niveles muy razonables y las revisiones de beneficios, aunque siguen en negativo, empiezan a mostrar signos de haber tocado suelo. Alemania sería uno de los beneficiarios más claros en el caso de un eventual alto el fuego en

Los mercados europeos siguen ampliando sus diferenciales de valoración con respecto a otras geografías

Con un posicionamiento general del mercado bajo, creemos que noticias positivas en el frente político, así como en materia de crecimiento, deberían cerrar en parte este gap

Índice IBEX 35: PER

Fuente: Datastream y Santander AM





Ucrania, al haber sufrido especialmente con la subida de los costes energéticos y el impacto en la producción industrial desde el comienzo del conflicto. Creemos que la renta variable alemana debería estar bien posicionada para una revalorización relativa una vez que estas incertidumbres se disipen, especialmente en lo referido al frente político.

España

La renta variable española va camino de cerrar un excelente año de rentabilidad en términos absolutos y relativos, logrando batir a la mayoría de índices europeos. Este buen comportamiento se sustenta en un mejor desempeño de los beneficios de las empresas españolas, por lo que, en términos de valoración, el IBEX 35 ha seguido cotizando a niveles bajos de valoración frente al resto de mercados desarrollados.

De cara a 2025, creemos que a múltiplos actuales y manteniendo tanto revisiones de beneficios como de crecimiento económico que siguen a la cabeza de Europa, el IBEX 35 sigue bien colocado para un buen comportamiento absoluto y relativo. En ese sentido será importante la continuidad de las buenas tendencias en beneficios del sector financiero y eléctrico, de gran peso en el índice, dinámicas que nosotros esperamos que se mantengan.

Renta fija

Mercado monetario

Durante 2025 seguiremos viendo la senda de bajadas de tipos por parte del BCE. Si bien la dirección está clara, la incertidumbre vendrá del ritmo de los recortes (tanto en términos de frecuencia como de cuantía) y cuál será el nivel mínimo para este ciclo. En este escenario, seguimos pensando que los retornos serán positivos, pero los niveles de reinversión seguirán a la baja. Los ahorradores conservadores deben valorar posicionarse para este entorno, alargando duraciones en la medida de lo posible.

Soberanos

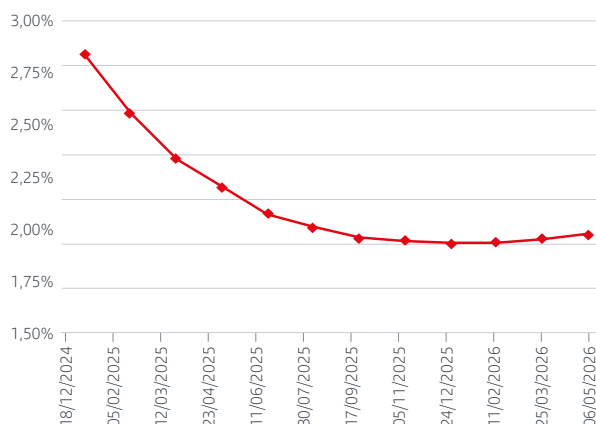
El entorno de bajadas favorece la inversión en deuda pública, aunque ya gran parte esté descontado. Favorecemos la deuda pública española sobre la francesa debido a los mejores datos macro, evolución de ratios de endeudamiento y movimientos en la base inversora, mientras que Francia afronta todavía un futuro político incierto que potencialmente dificulta las reformas y puede llevar a bajadas de *rating* por parte de las agencias.

El movimiento de aumento de la pendiente de la curva de tipos 2-20 años podría continuar durante el próximo año debido a las bajadas esperadas por parte de los bancos centrales, además de los efectos de una política fiscal más expansiva en EE.UU. que pueda afectar en mayor manera a los tramos largos, contagiando a la curva de tipos de la Eurozona.

Recomendamos aprovechar la oportunidad en los mercados europeos combinando valores y sectores que tengan apalancamiento tanto al ciclo como a las temáticas seculares de crecimiento estructural (Inteligencia Artificial, transición energética, *nearshoring*, envejecimiento poblacional y bienestar), con aquellas que obtengan altos retornos sobre el capital empleado y con valoraciones atractivas

Forwards sobre el tipo €STR

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Pendiente de la curva de tipos alemana TIR 10Y - TIR 2Y

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Bonos ligados a la inflación

Este año hemos visto como la inflación ha ido disminuyendo progresivamente hacia los niveles objetivo. Sin embargo, el último tramo de lucha contra la inflación puede ser el más complicado de superar como han advertido en numerosas ocasiones varios miembros del BCE. Creemos que invertir en bonos de inflación puede protegernos de estos escenarios de repunte de la inflación en los que lo harían mejor que los bonos nominales, sin perder la ventaja de plusvalías por bajadas de tipos.

Crédito

Mantenemos una visión constructiva en el activo. No vemos que el entorno de crecimiento moderado de la economía perjudique de forma significativa la capacidad de repago de las empresas que además se beneficiarán de tipos a la baja. La mayor demanda de rentabilidad vía TIRES por parte de los inversores seguirá beneficiando los flujos de entrada en el activo, conteniendo los movimientos de ampliación de los diferenciales. Por último, una vez normalizadas las curvas de tipos en 2025, podríamos ver estrategias de extensión de duraciones para encontrar TIRES más altas.

Vemos más valor en el *investment grade* (IG) de Eurozona frente a EE.UU., ya que presenta un mayor nivel de diferenciales frente a gobiernos, además de menor duración y mejores tendencias de *rating*.

Dentro del mercado europeo, las economías periféricas siguen ganando relevancia, con mejoras de *rating* en los soberanos que se ha ido trasladando también a las compañías, provocando un mejor comportamiento relativo. Consideramos que esta tendencia puede seguir produciéndose durante el año próximo, siendo una oportunidad relativa a considerar para aquellos que tengan capacidad de distinguir entre emisores.

En un contexto de tipos a la baja, seguimos viendo oportunidad tanto de invertir en cupones de plazos cortos, como de extender duraciones, anclando tipos reales positivos

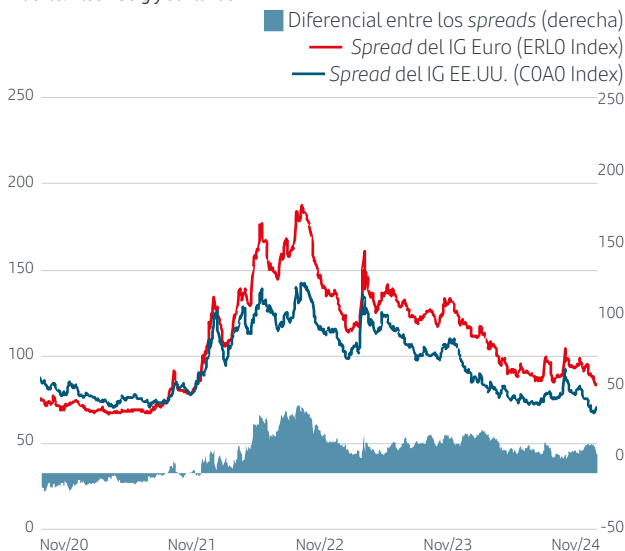
Consideramos que tanto crédito como deuda soberana periférica son activos a tener en carteras

Divisa (Eurodólar)

En los dos últimos años la cotización se ha mantenido en el rango estrecho 1,05-1,12\$/€, reflejando la sincronización direccional de los movimientos de la Fed y del BCE. El atractivo del *carry* relativo de los tipos en dólares ha permitido a la divisa de EE.UU. seguir cotizando por encima de su valor teórico. El resultado electoral en EE.UU. y las previsibles medidas de la nueva administración, unido a las incertidumbres políticas en Eurozona, están impulsando al dólar a la parte baja del rango. En nuestra opinión, el dólar puede seguir apreciándose y vemos un rango de referencia para la cotización en el 1,0-1,12\$/€, a la vez que no descartamos mayor volatilidad en el cruce comparado con la evolución de los dos últimos años.

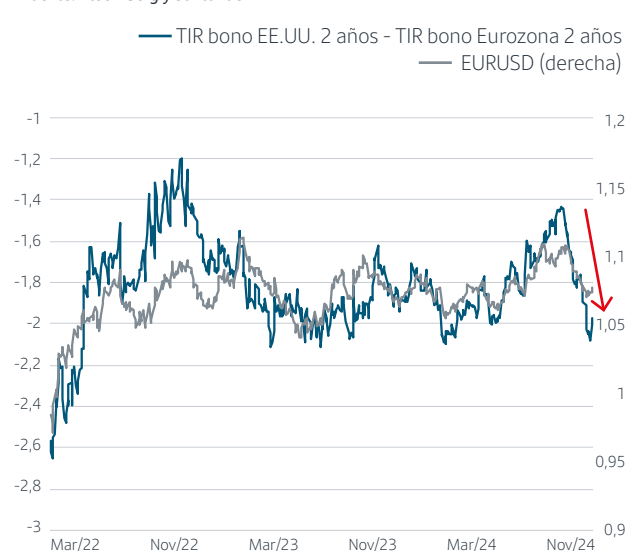
Evolución del *spread* del crédito IG en Eurozona y en EE.UU.

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Evolución EUR/USD y diferencial de tipos a 2 años entre EE.UU. y Eurozona

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Es hora de desbloquear el potencial



Szymon Borawski-Reks, CFA
Director de Inversiones Santander TFI

En 2024, el comportamiento de los activos locales se vio muy impactado por la elevada fluctuación en las expectativas de recortes de tipos a nivel global, así como por la geopolítica. Después de un año relativamente mediocre para las acciones y la renta fija polacas, deberíamos ver un mejor comportamiento en 2025. Una vez se conocen ya los resultados de las elecciones en EE.UU. y en gran medida ya están descontados, vemos una oportunidad. Esperamos que la economía polaca acelere el crecimiento, impulsada por el consumo y la inversión con el apoyo de sustanciales transferencias desde la Unión Europea. Vemos razones para ser optimistas sobre la bolsa polaca debido al descuento de valoración en comparación con otros mercados emergentes, la mejora en el *momentum* de los beneficios y una rentabilidad por dividendo atractiva. En renta fija, creemos que el mercado monetario, así como los bonos a medio y largo plazo, tienen una valoración atractiva, ya que el Banco Nacional de Polonia (NBP) debería reanudar los recortes de tipos en el segundo trimestre de 2025. La disminución de la inflación debería permitir tipos más bajos.

Renta variable

Vemos razones para ser optimistas sobre la bolsa polaca. La primera de ellas es el PER del índice WIG, que actualmente está en niveles bajos, por debajo de su promedio a largo plazo. Además, hay que señalar la disparidad en la valoración del mercado polaco en relación con otros mercados emergentes, en parte debido a la proximidad de la guerra en Ucrania. El descuento de valoración no debería aumentar más y un posible escenario de alto el fuego podría percibirse positivamente.

En segundo lugar, la economía está mejorando y se espera que el crecimiento del PIB aumente, teniendo además presente el apoyo que supondrán las importantes transferencias del presupuesto de la UE a Polonia. Por lo tanto, también esperamos una mejora en términos de *momentum* de beneficios. Después de varios trimestres de deterioro, se espera que las empresas reviertan la tendencia negativa en beneficios.

También destacamos la rentabilidad por dividendo del índice WIG, la más alta en muchos años (>5.5%). Se espera que el flujo de dividendos sea aún mayor el próximo año, lo que aportará fondos que probablemente se reinvertirán en el mercado de valores.

Después de un año relativamente débil, deberíamos ver un mejor comportamiento de los activos polacos en 2025

Renta fija

Mercado monetario

Los fondos locales han estado experimentando entradas estables en los productos más conservadores desde principios de 2023. Esto debería continuar, ya que un banco central

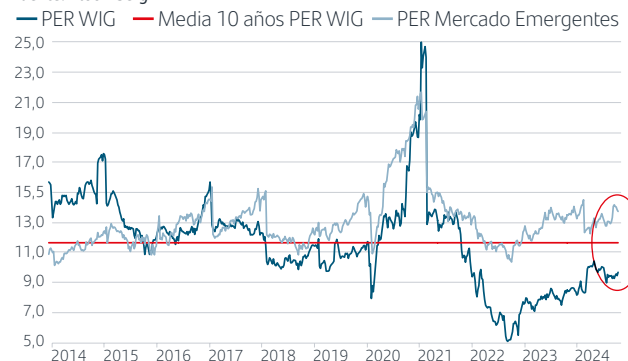
Rentabilidad por dividendo del índice WIG (%): la más alta en una década

Fuente: Bloomberg



Ratio PER mercado polaco vs mercados emergentes: valoración atractiva de la bolsa polaca

Fuente: Bloomberg



cauteloso garantiza tipos altos en el mercado monetario y los inversores están eligiendo productos de baja volatilidad. Por lo tanto, seguimos siendo positivos, ya que este segmento debería seguir siendo apoyado estructuralmente por el flujo de entradas.

Soberanos

Los bonos de gobierno en moneda local tienen una valoración atractiva en nuestra opinión, ya que el NBP debería reanudar las rebajas de tipos en el segundo trimestre de 2025. La disminución de la inflación debería permitir tipos sustancialmente más bajos, mientras que los bonos con vencimientos intermedios y largos aún ofrecen TIREs cercanas al nivel actual del tipo del NBP. Sin embargo, esperamos que el sector bancario local siga siendo el mayor demandante de bonos, ya que la falta de un camino claro de consolidación presupuestaria puede obstaculizar una mayor participación internacional. Por lo tanto, creemos que la curva de tipos puede permanecer con elevada pendiente y los vencimientos intermedios pueden ser los de mejor comportamiento.

Bonos ligados a la inflación

El Ministerio de Finanzas está reanudando la emisión de bonos vinculados a la inflación en vencimientos más largos e intermedios. Creemos que los bonos tienen una valoración muy atractiva (rendimiento real alrededor del 3%) y, junto con el creciente número de emisiones, esperamos una mejora de la liquidez y un ajuste gradual de los rendimientos reales, proporcionando a los inversores tanto un carry atractivo como ganancias de capital, ya que la inflación se mantendrá algo elevada en 2025.

Crédito

En nuestra opinión, el mercado de crédito local tiene potencial para crecer en tamaño y mejorar en liquidez. Hasta ahora, ha estado representado principalmente por emisiones de tipos flotantes de las principales empresas polacas: financieras, inmobiliarias y algunas industriales. Creemos que los bancos locales liderarán las emisiones, ya que hay necesidades de emitir dentro de diferentes capas de la estructura de capital de los bancos. En el lado de la demanda, creemos que los fondos de inversión y pensiones tendrán mucho apetito por diversificar carteras más allá de los valores gubernamentales.

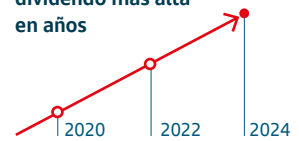
Divisa

Los factores que impulsaron la fuerte apreciación del zloty, especialmente frente al dólar durante el verano de 2024, fueron en nuestra opinión: un NBP agresivo, una mayor confianza en los recortes de tipos en los mercados desarrollados y la mejora en las encuestas del partido demócrata estadounidense, al que se veía como más amigable con los mercados emergentes. Todos estos factores han ido desapareciendo, y la situación actual es de un contexto macro que apoya más recortes de tipos en Europa (incluida Polonia), victoria republicana en EE.UU. y posiblemente una Fed cautelosa si se adoptan aranceles que resulten proinflacionistas en EE.UU. Por lo tanto, esperamos estabilización o incluso una ligera presión a la baja sobre la moneda local.

Identificamos valoración atractiva en la bolsa polaca en comparación con los niveles históricos y un descuento significativo en comparación con otros mercados emergentes

> 5,5%

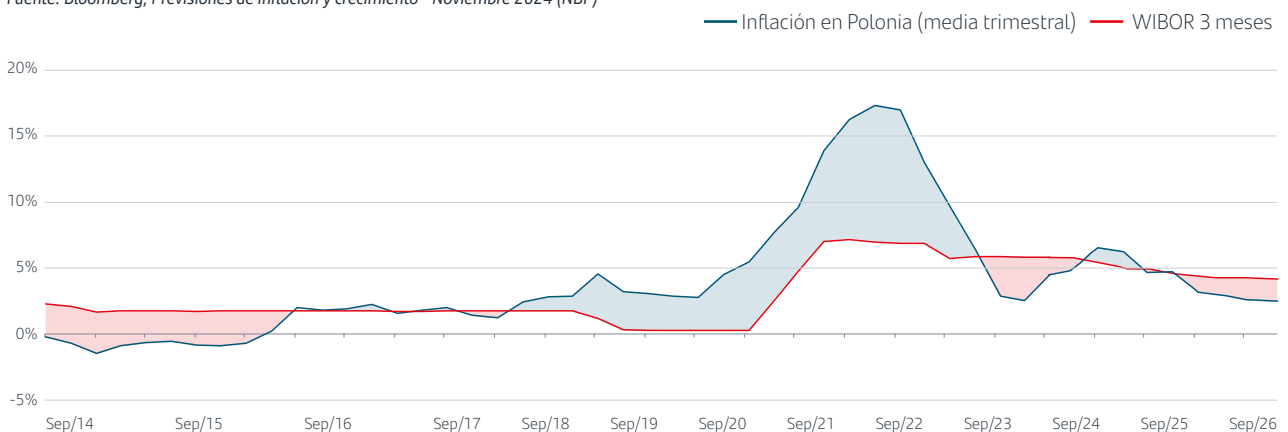
La rentabilidad por dividendo más alta en años



Los bonos del gobierno en moneda local tienen valoración atractiva en nuestra opinión, ya que el NBP debería reanudar las rebajas de tipos en el segundo trimestre de 2025

La moderación de la inflación abre la puerta a tipos más bajos a partir del 2ºT25

Fuente: Bloomberg, Previsiones de inflación y crecimiento - Noviembre 2024 (NBP)





Reino Unido

El crecimiento abre todas las puertas



James Ind, CFA
Director de Inversiones SAM UK

El pasado julio Reino Unido eligió su primer gobierno de centroizquierda en catorce años. Durante el turbulento gobierno conservador, que abarcó el Brexit, el covid y una inflación sin precedentes, el Reino Unido logró superar en crecimiento a una Eurozona débil, pero a costa de elevados déficits presupuestarios y una deuda creciente. En última instancia, fueron los ingresos estancados, los altos tipos hipotecarios y el aumento de los precios los factores que catalizaron el cambio.

El nuevo gobierno ha prometido que este cambio provendrá de la responsabilidad fiscal y de un mayor crecimiento económico. Las cuestiones cruciales para los inversores nacionales son cómo y si esto se puede lograr. La inversión masiva en infraestructura, la reforma de los servicios públicos y una política industrial liderada por la IA son los pilares de la estrategia de crecimiento. Las dificultades de estos compromisos ya están comenzando a ser evidentes. Tras descartar mayor endeudamiento del gobierno, la inversión en infraestructura se ha financiado con impuestos empresariales significativamente más altos, lo que a su vez reduce el crecimiento.

Hasta el momento y, a pesar de un mejor pronóstico de crecimiento económico, la bolsa de Reino Unido ha tenido un rendimiento inferior. Aunque el Banco de Inglaterra ha comenzado a reducir los tipos desde sus máximos de 15 años en el 5,25%, esto no ha impedido que los mercados de bonos del Reino Unido hayan generado el peor rendimiento en el mundo desarrollado y que aumenten los costes de endeudamiento a largo plazo.

Todo esto, sin embargo, significa que los mercados del Reino Unido ofrecen un valor cada vez más atractivo. Si este valor puede combinarse con que se produzca el crecimiento económico esperado, ayudado por los vientos de cola de una economía mundial fuerte y una menor inflación, la tan esperada revalorización de los activos del Reino Unido puede no estar lejos.

Renta variable

A simple vista, la bolsa de Reino Unido está ahora extremadamente barata en comparación con sus pares internacionales; su ratio PER, es decir, relación precio-beneficio (cuánto se valora cada empresa en relación con la cantidad de beneficios que generan) es solo la mitad que el de la de la bolsa de EE.UU. Sin embargo, se debe tener en cuenta el fuerte enfoque del FTSE 100 en los sectores de crecimiento más lento y menos demandados como el petróleo, la minería y los bienes de consumo. Pero esto solo explica parcialmente el aparente descuento para las empresas del Reino Unido. El otro factor es la increíblemente baja, y aún decreciente, asignación que los grandes inversores británicos, como los fondos de pensiones, tienen en acciones de Reino Unido: solo el 4%, en comparación con el 50% a principios de siglo.

El nuevo gobierno pretende impulsar el crecimiento a través de la responsabilidad fiscal, la inversión en infraestructura y una política industrial impulsada por la IA. Financiar esto con mayores impuestos a las empresas supone un claro obstáculo

PER del FTSE 100 vs PER del S&P500

Fuente: Bloomberg y Santander AM



TIR real del índice Bloomberg de bonos de empresas en libras esterlinas

Fuente: OBR, IFS y Santander AM



El gobierno está buscando formas de incentivar más inversiones nacionales, pero esto llevará tiempo. A corto plazo, es difícil ver un rendimiento superior significativo del FTSE 100 (grandes empresas) mientras los inversores sigan más enfocados en las oportunidades en el sector tecnológico y la nueva economía, sectores de los que carece la bolsa de Reino Unido. Como tal, preferimos el FTSE 250: empresas medianas con una mejor trayectoria de crecimiento y que tienden a hacerlo mejor cuando los tipos de interés están bajando. Para el inversor más paciente, las valoraciones bajas previsiblemente tendrán un papel más destacado en la medida en la que el mercado en su conjunto recupere en el medio plazo.

Renta fija

Soberanos

Una menor inflación y rebajas de tipos del Banco de Inglaterra se habrían traducido normalmente en un rally de los Gilts (bonos del gobierno del Reino Unido). Sin embargo, dicho comportamiento ha descarrilado por el alto nivel de endeudamiento gubernamental previsto, la falta de compradores nacionales y por la percepción cada vez mayor de que la era de tipos de interés excepcionalmente bajos que el Reino Unido disfrutó durante una década hasta 2021 puede que no regrese nunca. Nuestra previsión es que el tipo oficial del Reino Unido no se sitúe por debajo del 3,75% en este ciclo. No obstante, dado que los Gilts ofrecen rendimientos muy superiores a los de épocas anteriores, aún pueden desempeñar un papel atractivo en carteras conservadoras y añadir diversificación a carteras de mayor riesgo.

Crédito

Del mismo modo, los bonos de empresas a largo plazo de mayor calidad, con rendimientos superiores al 5,5%, ofrecen una opción atractiva para los inversores locales en un mundo de inflación más baja. Los bonos de empresas del Reino Unido ofrecieron brevemente rendimientos superiores a los actuales en la era de alta inflación de 2022-2023; rara vez lo han hecho cuando la inflación general ha estado por debajo del 2% (tocó el 1,7% en septiembre). Este elevado carry, en un activo que históricamente ha tenido menos de la mitad de volatilidad que la renta variable, hace que la relación rentabilidad-riesgo a largo plazo sea favorable.

Divisa

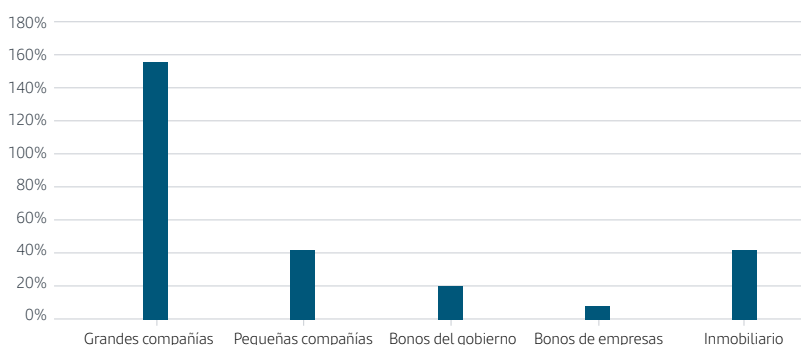
El atractivo relativo de la libra esterlina por valoración (cuánto poder adquisitivo tiene en comparación con otras monedas), los tipos de interés relativamente altos del Reino Unido y el enfoque potencialmente más estable del endeudamiento público, han recibido un revés por las preocupaciones sobre el presupuesto de octubre y los eventos políticos en EE.UU. La contundente victoria de Trump y las probables implicaciones de fortalecimiento del dólar estadounidense han provocado que la libra se debilite significativamente. El mayor crecimiento en EE.UU. y las políticas de "América Primero" probablemente continuarán atrayendo capital. No obstante, la libra ha tenido un buen comportamiento frente a la mayoría del resto de las monedas y prevemos que esta tendencia continúe de una forma suave, por ejemplo, frente al euro, dado los tipos de depósito más altos y menor incertidumbre en el Reino Unido.

Las grandes compañías parecen atractivas por valoración pero adolecen de una abundancia de industrias de bajo crecimiento. Las empresas más pequeñas (FTSE 250) tienen más potencial en el caso de que Reino Unido gane crecimiento

Un elevado endeudamiento gubernamental podría contrarrestar los beneficios de una menor inflación, limitando cualquier recuperación de los precios de los bonos. Sin embargo, tipos más altos son atractivos para los inversores conservadores y deberían respaldar a la libra frente al euro

Diferencia de retorno de los activos de EE.UU. frente a los activos de Reino Unido en los últimos 5 años

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Grandes compañías:
S&P500 vs FTSE 100

Pequeñas compañías:
Russell 2000 vs FTSE 250

Bonos del Gobierno:
Bloomberg US Treasury Index vs FT Actuaries All Stocks

Bonos de empresa:
Bloomberg US Corporate Bond Index vs Bloomberg Sterling Corporate Bond Index

Inmobiliario:
MSCI US REIT Index vs FTSE EPRA UK REIT Index



Brasil

Necesidad de una política restrictiva en 2025



Mário Felisberto
Director de Inversiones SAM Brasil

El escenario brasileño seguirá siendo complejo durante 2025, dada la necesidad de un enfoque restrictivo en política económica en un contexto de discusiones fiscales desafiantes. Aunque la inflación presentó una desaceleración relevante, no ha vuelto al objetivo (3,0%) y no se espera que lo haga en los próximos años. Esperamos que la inflación sea del 4,3% en 2025. En parte, esto refleja la solidez de los indicadores de actividad económica, que aún sorprenden al alza: el PIB está creciendo alrededor del 3,0% y las previsiones apuntan a una desaceleración modesta al 2,0% en 2025. Como resultado, existen riesgos relevantes en torno a la inflación, especialmente en un contexto de expectativas de inflación aún no ancladas. En este entorno, la política económica debe mantenerse en modo restrictivo para conducir a un escenario más equilibrado. Por lo tanto, creemos que el tipo de la política monetaria (Selic), actualmente en el 11,25% y para el que se espera que termine 2024 en el 11,75%, alcanzará un máximo del 12,75% a principios de 2025.

Renta variable

Los fundamentales del mercado brasileño siguen siendo atractivos, considerando valoraciones baratas -tanto en relativo a sus pares como en términos históricos- y perspectivas de beneficios aún positivas. Esto está respaldado por una actividad doméstica resiliente, incluso considerando una desaceleración suave en los próximos trimestres. Sin embargo, las incertidumbres domésticas están actuando en la dirección contraria, vía el impacto del ciclo de endurecimiento actual y las perspectivas fiscales. Al mismo tiempo, el contexto global afecta a los activos de los mercados emergentes, ya que las directrices económicas que pueda adoptar el nuevo gobierno en EE.UU. y la tendencia de la economía china implican una incertidumbre relativamente alta. Por lo tanto, comenzamos 2025 con una visión más conservadora para la renta variable local.

Visión neutral en la bolsa local, con valoraciones atractivas y una tendencia positiva de las beneficios compensados por los riesgos macroeconómicos internos

Ibovespa: estimaciones de beneficios del consenso de analistas

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Renta fija

Mercado monetario

2025 será un año de reequilibrio continuo para la economía brasileña. La sólida actividad económica y un mercado laboral ajustado añaden riesgos a la inflación en los próximos trimestres, lo que impulsa la necesidad de un endurecimiento adicional de la política. Con incertidumbres persistentes en el lado fiscal, la mayor parte del ajuste recae en la política monetaria. Esperamos que el tipo oficial alcance un máximo del 12,75% en el primer trimestre de 2025, reconociendo el riesgo al alza en torno al escenario base y un alto grado de incertidumbre. Como resultado, las posiciones en liquidez parecen atractivas tanto en términos absolutos como en términos de riesgo-retorno para el comienzo de 2025.

Soberanos y bonos ligados a la inflación

Las curvas de tipos locales, tanto nominales como vinculadas a la inflación, ya han pasado por un ajuste importante al alza dado el escenario descrito anteriormente, con niveles actuales que sugieren una prima de plazo por encima del promedio considerando nuestro escenario base. De todos modos, dado el alto nivel de incertidumbre, tenemos una visión neutral para ambas curvas. Hay que tener presentes diferentes sendas para el tipo oficial, con un sesgo hacia opciones más restrictivas, dados los riesgos globales y locales, que podrían mantener las curvas de tipos bajo presión aún un tiempo. Desde una perspectiva más estructural, particularmente para carteras con un horizonte claro a largo plazo y capacidad para moverse en un entorno altamente volátil, los niveles actuales parecen relativamente atractivos.

Crédito

Desde una perspectiva estructural, los mercados de crédito ofrecen una fuente interesante de *carry* y diversificación de cartera. Al mismo tiempo, 2024 fue un año muy positivo para esta clase de activos, con una fuerte demanda que llevó a una disminución significativa en los diferenciales, especialmente en el segmento de alta calidad. Como resultado, los niveles actuales apuntan a un potencial muy limitado para ganancias de capital, aunque la gestión activa aún podría capturar oportunidades dada su capacidad para analizar y diferenciar entre industrias y emisores específicos.

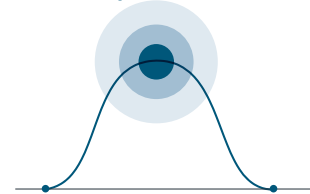
Divisa

Los fundamentos del real brasileño (BRL) parecen positivos a primera vista. La valoración es barata en términos históricos y se espera que el diferencial de tipos de interés aumente a favor del BRL, con el Banco Central de Brasil subiendo los tipos mientras que la mayoría de los bancos centrales a nivel mundial se mueven en la dirección opuesta, recortando tipos. Junto con esto, la balanza comercial es muy robusta y la visión general sobre las cuentas externas es positiva. Por otro lado, las incertidumbres domésticas relacionadas con la política fiscal y los riesgos relevantes en el frente global crean un telón de fondo negativo para el BRL.

Exposición conservadora a las curvas de tipos tanto nominales como ligadas a la inflación debido al actual endurecimiento de las políticas, a pesar de una prima por plazo elevada

Pico esperado para el tipo Selic

12,75%



Ante las incertidumbres globales y locales, los fundamentos positivos podrían no ser suficientes para una apreciación del real brasileño

Prima de plazo en el bono del gobierno a 3 años: la prima entre los tipos de mercado y las expectativas para el tipo Selic (según la encuesta realizada por el banco central) se sitúa actualmente en un nivel históricamente alto, lo que refleja la incertidumbre sobre la evolución futura del tipo y el sesgo restrictivo del banco central

Fuente: Anbima, BCB, Santander AM





Trump 2.0.



Rafael Buerba, CFA
 Director de Inversiones de SAM Asset Management*

México enfrenta varios retos. El gobierno de Trump plantea cambios en la relación comercial, aunque en esta ocasión no parece enfocado en terminar con el tratado de libre comercio, sino en renegociarlo. Se espera volatilidad adicional en el peso mexicano (MXN) debido a posibles amenazas de Trump. Sin embargo, implementar aranceles a las exportaciones mexicanas podría ser complicado dada la alta integración de las cadenas de suministro en la región de América del Norte. Del lado doméstico, en el presupuesto sería bien recibida una consolidación fiscal. Se prevé que disminuya el déficit fiscal principalmente por un menor gasto en infraestructura y un menor costo de la deuda. Como típicamente sucede con el primer año de gobierno, el crecimiento económico debería desacelerarse, lo cual permitirá bajar las tasas de interés. Las recientes reformas constitucionales han sido controversiales, pero un desenlace positivo en temas comerciales y en el presupuesto deberían compensar estos efectos para mantener el grado de inversión.

Renta variable

Tras un año complejo en 2024 en que la bolsa sufrió una volatilidad elevada, 2025 comienza con viento a favor, pero con la presencia de factores de riesgo. El crecimiento económico se modera, aunque sigue siendo positivo. La dinámica de resultados corporativos debiera mantener resiliencia, pero con dispersiones importantes entre ganadores y perdedores. La valuación del mercado alcanzó un descuento importante respecto a su promedio histórico, acercándose a los mínimos de 20 años; vemos un soporte en periodos de incertidumbre y un amplio potencial al alza en caso de que las perspectivas se aclaren.

La narrativa alrededor del *Nearshoring* se mantiene, asumiendo que no se compliquen las discusiones comerciales con el gobierno norteamericano. Finalmente, el ciclo de baja en tasas, iniciado recientemente por Banco de México, se mantiene como un impulsor positivo. Todos estos ingredientes en su conjunto parecen inclinar la balanza hacia el lado positivo, o al menos crean un campo propicio para la selección de emisoras y generación de valor añadido en los portafolios.

Los activos locales tuvieron un buen desempeño en los días siguientes a las elecciones en EE.UU. Una economía más fuerte en EE.UU. (beneficio directo para México) y la experiencia sobre Trump 1.0 (negociación del TMEC) podrían explicar el optimismo

Renta fija

Mercado monetario

El nivel actual de tasa de referencia parece altamente restrictivo. Sin embargo, el ciclo bajista de Banxico pudiera ser gradual. Asimismo, es altamente probable que haya ajustes tanto al

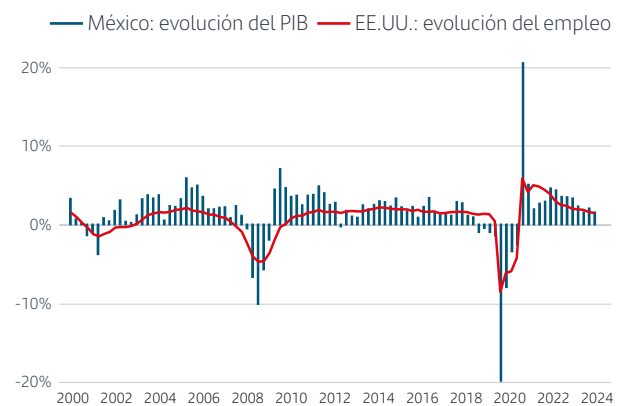
MSCI Mexico: PER estimado a 12 meses

Fuente: Bloomberg y Santander AM



México, muy ligado a la economía de EE.UU.

Fuente: Bloomberg y Santander AM



* SAM Asset Management, S.A. de C.V., S.O.F.I.

alza como a la baja en los supuestos de mercado para la tasa terminal. En este escenario, nuestra estrategia en mercados monetarios para 2025 continuará primordialmente enfocada a instrumentos revisables y emisiones corporativas por debajo del año.

Soberanos

A pesar de que anticipamos volatilidad causada por temas políticos, la tasa de referencia debería estar más baja para finales del 2025. Esto beneficiará a toda la curva, lo cual explica nuestro posicionamiento en bonos con duración más larga. Además, esperamos un empinamiento de la curva, por lo que una vez que la curva esté en un nivel más bajo estaremos sobre ponderando nodos con vencimientos entre 7 y 10 años y subponderando nodos más largos.

Tasas reales (udizados)

Recientemente hemos visto una mayor demanda por bonos de tasa real, probablemente debido a la búsqueda de una mayor diversificación, lo cual ha comprimido las tasas de estos instrumentos. Esto, junto con las expectativas de una mayor inflación de largo plazo por parte de algunos inversionistas, han hecho que la tasa implícita de inflación se encuentre en niveles sobre valorados, en nuestra opinión. Adicionalmente, las primas por plazo en la curva de tasas reales son las más sobre valoradas en todo el espacio de renta fija, por lo cual, tenemos una visión negativa en bonos de tasa real para el 2025.

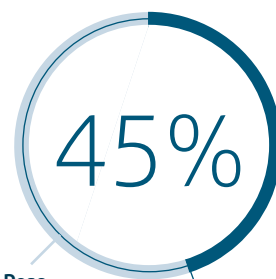
Crédito local

Mantenemos una sobre ponderación en crédito para portafolios de corto plazo, cuya estrategia es principalmente generar *carry* y mantener el bono a vencimiento. La selección de emisiones está basada en análisis fundamental del emisor y valor relativo del bono. Por otro lado, para portafolios con un horizonte de más largo plazo, preferimos bonos soberanos en vez de crédito debido a que: i) los *spreads* de crédito en el mercado local permanecen bajos, y ii) los bonos corporativos tienen menor liquidez. Dado nuestro posicionamiento constructivo en duración, pensamos que los bonos soberanos son más eficientes que los corporativos, ya que podemos encontrar bonos con duraciones más altas y son más fáciles de operar para ajustes tácticos.

Divisa

De acuerdo con modelos de tipo de cambio efectivo real (REER), el peso mexicano (MXN) estaba sobre valuado hasta mediados del 2024. Sin embargo, la volatilidad reciente ha generado una depreciación en la divisa hacia el equilibrio. En los próximos meses podríamos ver que el ruido generado por temas fiscales y de comercio generen una mayor presión en el MXN. Esperamos que Banxico seguirá recortando la tasa junto con el Fed, y si el MXN se deprecia demasiado (~20-25%), las autoridades financieras podrían recurrir a intervenciones en el mercado. La depreciación del MXN sería una manera de enfrentar posibles aranceles de EE.UU., aunque estos podrían resultar ser más ruido que sustancia.

Bolsa mexicana: más global de lo que parece



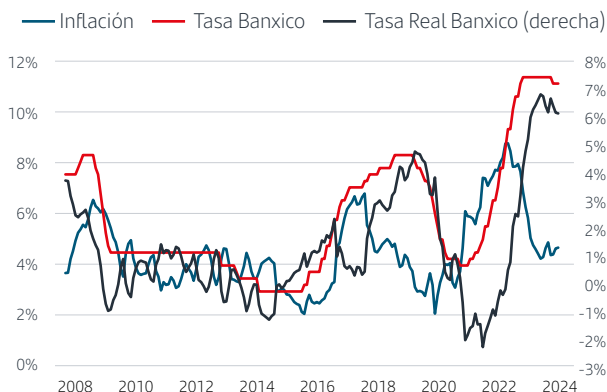
Peso mexicano

de los ingresos de empresas mexicanas son generados en monedas extranjeras

La tasa de referencia alcanzó 11,25% en 2024, un máximo multianual, lo que implica la tasa real más alta en décadas. Banco de México tiene espacio para seguir recortando tasas

Inflación parece contenida, tasas de interés aún elevadas

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Tipo de cambio efectivo real del USDMXN vs media de 10 años

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Un 2025 con cielos despejados y vientos a favor



Diego Ceballos
Director de Inversiones SAM Chile

Un crecimiento económico esperado en torno al 2%, una inflación dentro de la meta del banco central junto a algunos recortes adicionales en tasa de política monetaria entrega un ambiente macroeconómico positivo para el próximo año. Adicionalmente, esperamos que las elecciones presidenciales se realicen en un ambiente menos polarizado y con un tono más moderado que en ediciones anteriores, lo que podría significar una importante reducción en la incertidumbre política.

A lo interno, se suman también factores externos positivos. La continuidad de la fase expansiva en el crecimiento económico global, un comercio global que permanezca en la senda de recuperación, un precio del cobre por sobre 4,2 USD/lb implicando una dinámica favorable para el peso chileno son vientos a favor para los activos locales, reforzando nuestra visión positiva para el 2025.

Renta variable

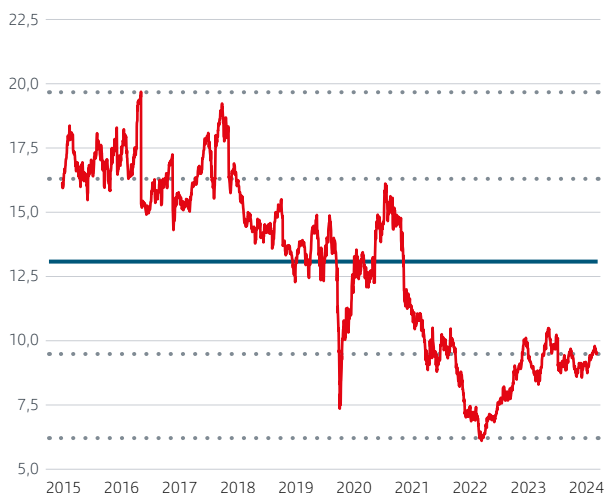
Si bien la bolsa chilena ha tenido un año positivo durante 2024, este rendimiento ha estado rezagado respecto a otras bolsas de países comparables y sus pares andinos, dejándola con múltiplos relativos bastante atractivos. Adicionalmente, si comparamos las valorizaciones actuales encontraremos que existe un descuento del 20% respecto a su historia reciente. Para el próximo año, esperamos un crecimiento de utilidades del orden del 17% para la bolsa chilena. Los sectores destacados para 2025 seguirán siendo los más ligados a la economía local, como consumo discrecional, financiero y *small caps*, mientras que materiales dependerá de la evolución de la economía china, y a la vez, de la evolución de los precios de litio.

Buen equilibrio en términos macroeconómicos y la continuidad de la expansión del crecimiento global dan soporte a activos locales

En el ámbito político, durante 2025 Chile tendrá elecciones presidenciales, lo que si bien podría generar un ambiente de volatilidad, creemos que resultará en un país con menor incertidumbre, reformas más moderadas y, potencialmente, un menor gasto fiscal. Un anticipo de esto, ya lo vimos con las elecciones municipales, donde hubo un giro hacia la política más tradicional.

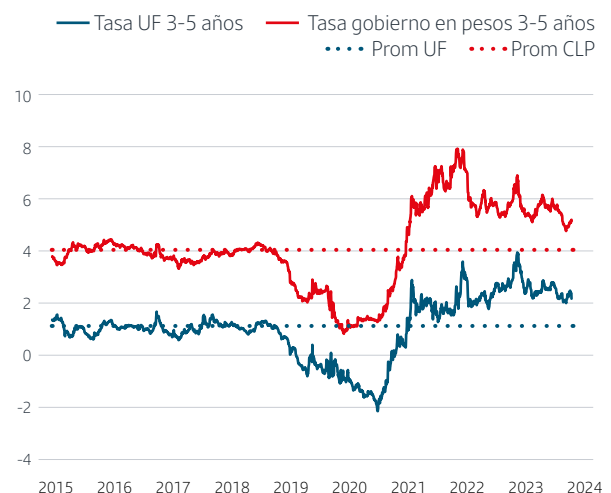
Índice IPSA: PER estimado 12 meses, media y desviaciones típicas

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Tasas de gobierno en pesos y tasas de bonos indexados a la inflación (UF) respecto a su promedio de últimos 10 años

Fuente: Riskamerica y Santander AM



Renta fija

Mercado monetario

Durante el 2025 el desempeño de los fondos de *money market* va a continuar influida por los posibles recortes de tasa por parte del Banco Central de Chile. Respecto a esto, esperamos recortes del orden del 0,75% durante el 2025, finalizando el año con una tasa de política monetaria del 4,25%. Con lo anterior, esperamos que el devengo de las tasas cortas continúe con una tendencia a la baja, similar a la tendencia vista durante 2024.

Soberanos

Los bonos soberanos de renta fija en Chile para 2025 presentan una oportunidad interesante, especialmente en el segmento medio de la curva de rendimientos, hasta 10 años. Esto se debe a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) en Chile podría alcanzar el 4,25% a finales de 2025, en línea con una moderada desaceleración económica. Además, la disminución de las tasas de corto plazo incrementará la demanda de bonos en busca de mayor rentabilidad. No obstante, es importante considerar la alta correlación de estos bonos con los Tesoros GT10 y la previsible, aunque moderada, bajada de las tasas de la Fed de EE.UU.

Bonos ligados a la inflación

Los bonos en UF (indexados a la inflación) ofrecen una protección efectiva contra los brotes inflacionarios inesperados en el mediano plazo. Si bien su comportamiento será similar al de los bonos soberanos nominales, dado que las expectativas de inflación están alineadas al 3% con los objetivos del Banco Central de Chile, estos bonos indexados mejoran el perfil riesgo-retorno al proporcionar cobertura contra la inflación. Esta característica los convierte en una opción atractiva para los inversores que buscan protegerse contra fluctuaciones imprevistas en los niveles de precios.

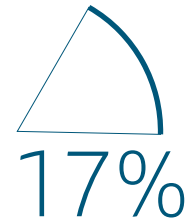
Crédito

Los bonos corporativos en Chile mantienen sus *spreads* cercanos a los promedios históricos, lo que refleja la fortaleza de las empresas que han resistido múltiples riesgos como desórdenes sociales, intentos de cambios constitucionales, aumento de la inflación y tasas de interés. Esto ocurre en un contexto de bajo crecimiento económico y una oferta acotada de bonos, debido a la ausencia de grandes proyectos de inversión. Esta situación se traduce en un mercado de deuda corporativa local de bajo riesgo de crédito y atractivo para los inversionistas, a pesar del entorno económico desafiante.

Divisa

Para 2025 tenemos una visión favorable para el peso chileno (CLP). Niveles del precio del cobre en el rango de 4,2-4,5 USD/lb junto a un mayor diferencial de tasas respecto a EE.UU. dados los recortes esperados por parte de la Fed son factores que permitirían encauzar al CLP en la senda de la apreciación. En el ámbito político, esperamos que la incertidumbre política tienda a reducirse durante el próximo año de cara a las elecciones presidenciales.

Crecimiento de utilidades de doble dígito y un mejor ambiente político impulsarían a la bolsa local

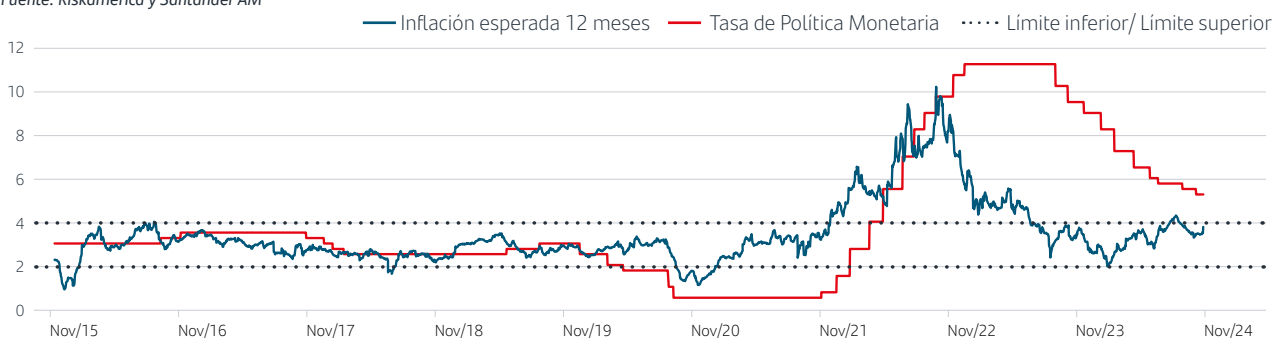


Crecimiento esperado de utilidades en 2025

Atractivo nivel de tasas junto a una política monetaria menos restrictiva por parte del Banco Central de Chile dan soporte a la renta fija para el 2025

Tasa de Política Monetaria, rango meta de inflación y evolución inflación esperada 12 meses

Fuente: Riskamerica y Santander AM





Camino a la normalización



Cristian Brau, CFA
 Director de Inversiones SAM Argentina

El presidente Javier Milei sostuvo un diagnóstico inicial claro ubicando al desequilibrio fiscal como causa principal de las sucesivas crisis de deuda e inflación. Combinando una serie de medidas fiscales y monetarias, pragmáticas y por momentos alejadas del dogmatismo de la campaña electoral, alcanzó el equilibrio fiscal consolidado en el primer semestre de 2024 y eliminó las principales fuentes de emisión monetarias. Así, inició un proceso que mes a mes ancló expectativas nominales en la medida que, no solo bajó las estimaciones de inflación para 2024, sino que redujo la dispersión de estimaciones entre economistas. La recuperación del salario real desde mediados de año, así como la reaparición del crédito comienzan a tener impacto positivo en actividad económica, inicialmente en consumo. Con los principales riesgos macroeconómicos perdiendo probabilidad de ocurrencia, las elecciones legislativas se ubican como principal foco de atención para este año.

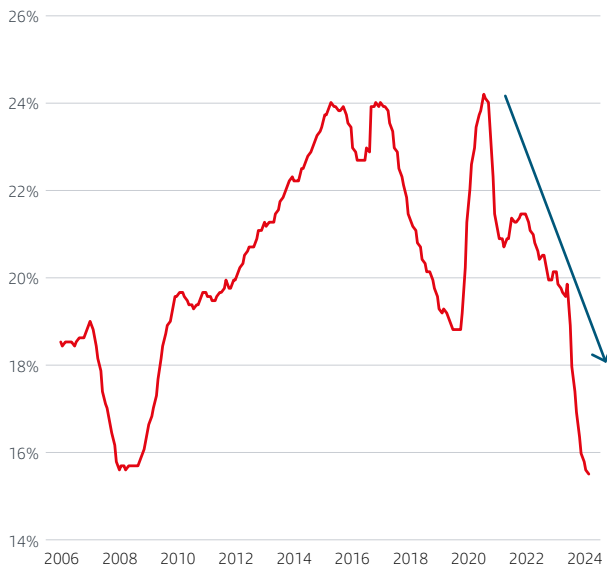
Renta variable

El *equity* reaccionó contundentemente a las sorpresas positivas generadas por el actual programa económico. Sectorialmente, se destacaron bancos al revertir todos los temores que había sobre ellos durante el proceso electoral. Observando una serie de 30 años en dólares (ajustados por inflación USA), el Índice Merval se ubica arriba de un desvío estándar de la media, hitos solamente alcanzados durante los '90 y la administración del expresidente Mauricio Macri. El actual ciclo cuenta con la convicción clara de ir a una agenda de transformación (similar a los '90), a la vez que, aún en minoría en el Congreso, logró implementar parte de la agenda de reformas. Los múltiplos no lucen tan altos como en 2017, aunque parece poco probable ver en 2025 una *performance* similar a 2024.

El ajuste fiscal es la base del proceso iniciado en 2024 e inició un ciclo de sorpresas positivas

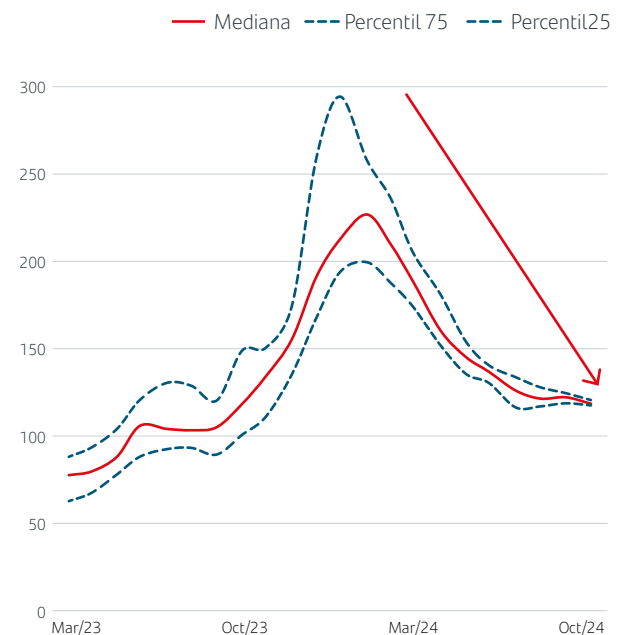
Gasto público del sector público nacional últimos 12 meses, como % del PBI

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC y Santander AM



Inflación esperada 2024 (%): anclando expectativas

Fuente: BCRA-REM y Santander AM



Renta fija

Soberanos denominados en dólares

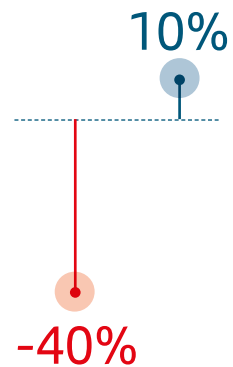
El EMBI cayó desde niveles superiores a los 2400 bps en noviembre de 2023 a debajo de los 800 bps en noviembre de 2024. A la clara voluntad de pago de la actual Administración, se le sumó una mejora en la capacidad de pago. Si bien el frente externo aún presenta riesgos para 2025, luce posible el regreso a los mercados internacionales para refinanciar los vencimientos del año. Con relación a la región, los niveles de *spread* aún tienen recorrido en la medida que se consolide el actual sendero de prudencia fiscal.

Las valoraciones de *equity* se adelantaron a la caída del riesgo país

Mercado monetario y deuda local

El anclaje de expectativas de inflación, así como un cambio en la organización monetaria del país quitó demanda a las coberturas de inflación llevando la tasa real de niveles del -40% al +10%. Asimismo, el mundo de *money market* fue ganador en términos de flujo, a la vez que productos con tasa nominal fueron ganando *momentum*. Hacia adelante creemos que los flujos favorecerán a deuda local por sobre monetario a la vez que no esperamos retornos similares a los vistos en 2024. En este sentido, si bien el nivel actual del tipo de cambio es visto como un riesgo para el año electoral en el que estamos entrando, la normalización del mercado de pesos y tasas ayuda a que no pierda significativamente *momentum* el segmento.

Tasa real de niveles del -40% al +10%



Crédito

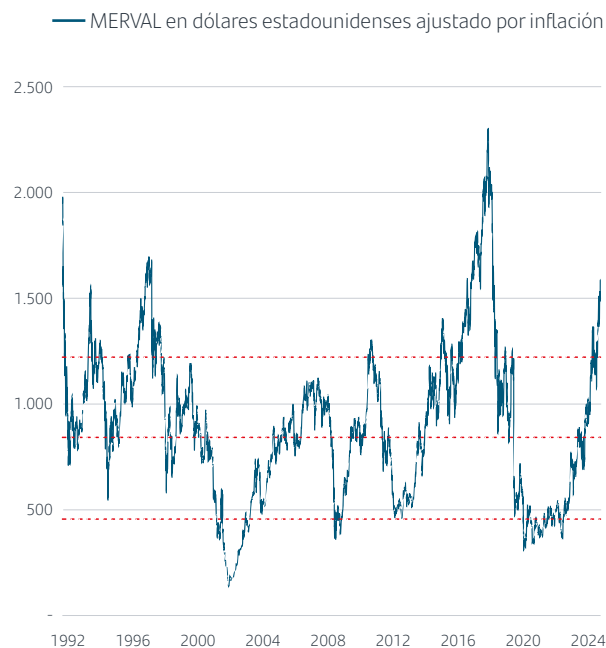
Luego de un primer semestre de 2024 dominado por emisiones soberanas, el Régimen de Regularización de Activos que inició en agosto generó un flujo de dólares al sistema financiero y mercado de capitales que se transformó rápidamente en una oportunidad para deuda corporativa. Esperamos el *momentum* de este activo se mantenga en 2025 en lo que a flujos se refiere.

Divisa

El descenso en la inflación, así como la acumulación de reservas internacionales, logró reducir la volatilidad en los tipos de cambios financieros. El actual nivel luce ajustado para nuestra historia, aunque en el pasado el tipo de cambio real fue capaz de estar más apreciado en la medida que se acompañe con un proceso de desregulación y apertura económica.

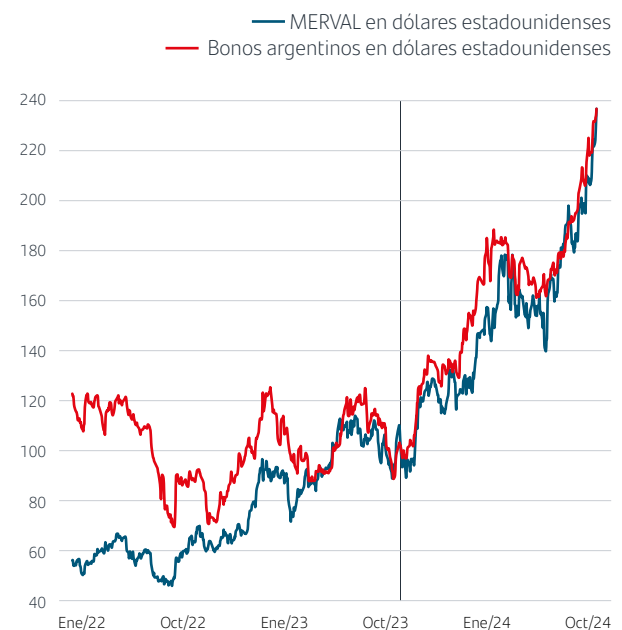
Índice Merval en US\$ (Ajustado por inflación)

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Evolución en USD del índice Merval y del índice de Bonos de Gobierno

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Japón

Adiós deflación: bienvenida normalización



Tomás García-Purriños, CFA, CAIA
Estratega Senior de Asignación de Activos SAM

Esperamos una recuperación gradual del crecimiento durante 2025, si bien en niveles todavía moderados. Un entorno de evolución positiva del consumo, gracias a unos salarios aumentando en términos reales, y la normalización de la producción del sector automóvil después de varios años de disrupciones soportarían este escenario. Además, una recuperación de la producción en China permitiría una reacceleración de las exportaciones niponas. Con todo, no deberíamos ver grandes presiones inflacionistas, lo que daría margen al Banco de Japón -el más retrasado entre los países desarrollados en ajustar su política monetaria- para continuar su normalización de tipos de interés de manera prudente. Este enfoque favorecerá un entorno económico estable, que afectaría tan solo de forma parcial a las valoraciones de la renta variable y sería, por tanto, positivo para los activos de riesgo.

Mercados

En el escenario actual, mantenemos una perspectiva relativamente constructiva para la renta variable japonesa. Es cierto que la normalización de la política monetaria podría ejercer presión a la baja sobre los múltiplos, especialmente en los sectores más sensibles a los tipos de interés. Sin embargo, dado que el Banco de Japón está adoptando un enfoque prudente y el entorno económico es de recuperación, no anticipamos un impacto severo.

Los riesgos comerciales derivados de posibles políticas arancelarias desde EE.UU., medidas inesperadas de política monetaria del Banco de Japón en este entorno de normalización y la persistencia de cierta incertidumbre política doméstica serían los principales riesgos de nuestro escenario.

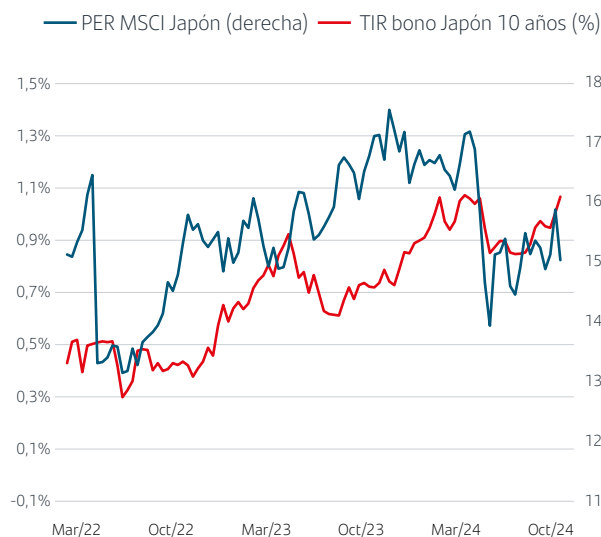
Un factor que también podría pesar negativamente sobre la renta variable es la evolución del yen japonés (JPY). En este sentido, aunque nuestra visión de la divisa es relativamente optimista, nuestra convicción no es muy elevada frente al dólar estadounidense. Creemos que su evolución respecto al dólar dependerá más de los movimientos de la Fed y de las políticas económicas de la nueva administración Trump que del Banco de Japón o la economía japonesa. Esto añade, lógicamente, incertidumbre al par. En todo caso, el suelo marcado en torno a los 160 USD/JPY debería respetarse.

No deberíamos ver grandes presiones inflacionistas, lo que daría más margen al Banco de Japón

El suelo marcado por el USD/JPY en torno a los 160 debería ser una referencia

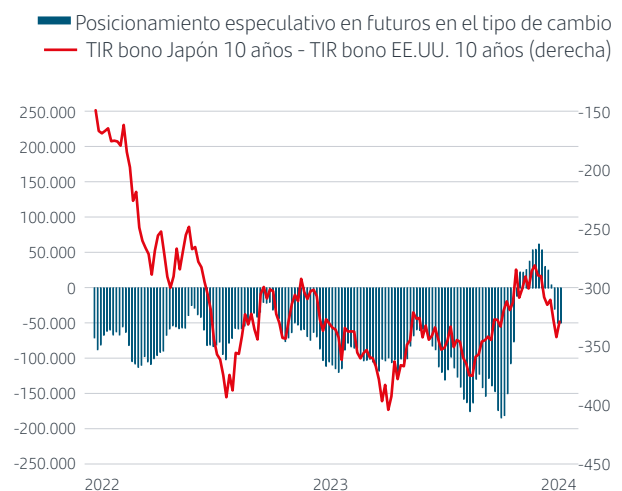
PER del índice MSCI Japan y TIR del bono a 10Y

Fuente: Bloomberg y Santander AM



Yen/Dólar: posicionamiento especulativo y diferencial de tipos

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Aunque las expectativas del yen frente al dólar tengan una menor visibilidad y sean dependientes de medidas de carácter más político que económico, nuestra visión frente al euro sí tiene una mayor convicción. Así, frente a la divisa europea nuestra visión es sobreponderar al yen. Esto se justifica tanto por un diferencial de política monetaria más favorable para Japón, como en un entorno de crecimiento también más sólido para la región asiática. Asimismo, esperamos un aumento de la incertidumbre política y económica en Eurozona, especialmente en un contexto de renegociación de acuerdos comerciales con EE.UU.



Mercados emergentes

Esperando nuevas oportunidades

Las recientes medidas introducidas por las autoridades chinas, tanto desde el lado monetario como desde el fiscal, parecen haber puesto un suelo a las valoraciones de la renta variable, permitiendo un fuerte rebote tras meses de caídas continuas. Un entorno de mayor liquidez y menor incertidumbre, derivado de las políticas monetarias expansivas, apoya a los activos de riesgo. No obstante, las medidas fiscales todavía no convencen plenamente a los inversores, lo que podría requerir nuevas intervenciones del gobierno. En este contexto, aunque se ha estabilizado el entorno, el mercado espera ahora que el crecimiento sea tangible, en la economía y en los resultados empresariales, lo que seguramente debería reflejarse en primer lugar en un aumento de la confianza de los consumidores chinos.

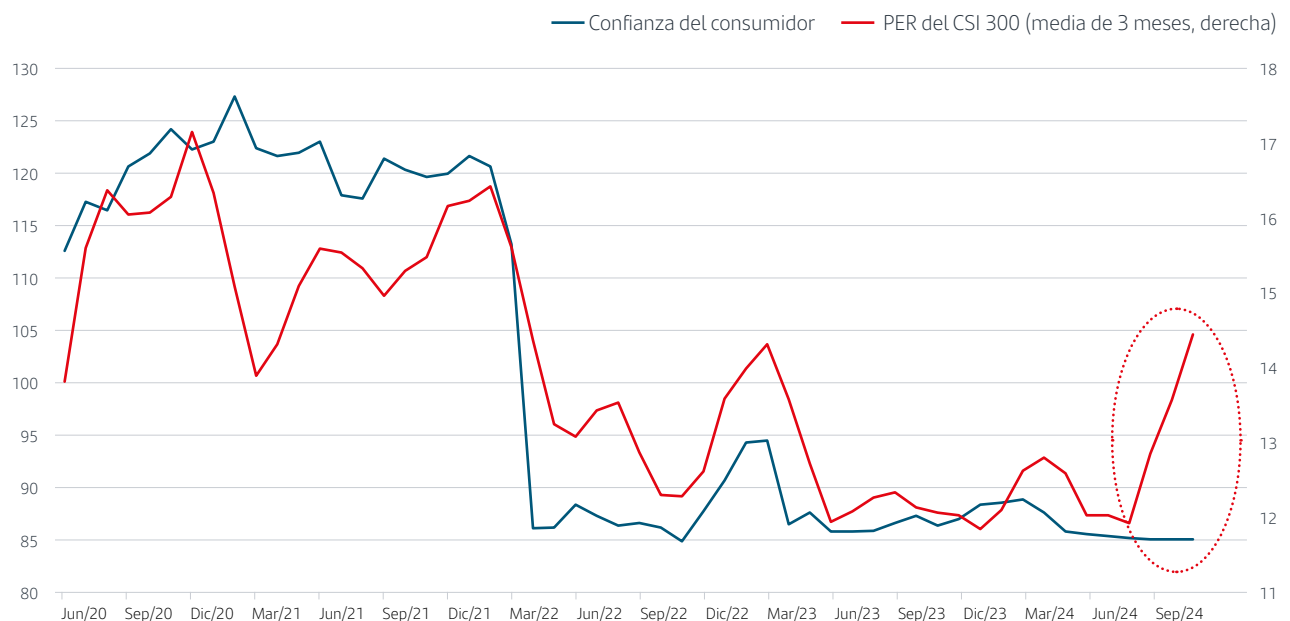
La otra gran región asiática, India, mantiene un contexto económico favorable, aunque las valoraciones de la renta variable son exigentes, limitando el atractivo inmediato de la región. No obstante, la economía mantiene un potencial elevado y podría ser el gran beneficiado de un posible endurecimiento de la política comercial de EE.UU. frente a China, consolidándose como una alternativa estratégica en la cadena de suministros global.

En general, por tanto, mantenemos una visión neutral en ambas regiones, ya que los riesgos están equilibrados. Respecto a países desarrollados, sin embargo, estaríamos infra ponderados en ambas zonas geográficas, justificado en el contexto de incertidumbre económica, las elevadas valoraciones y las asimetrías en relativo en los factores de riesgo.

Las medidas fiscales en China todavía no convencen plenamente a los inversores

China: PER del índice CSI 300 y Confianza del consumidor

Fuente: Bloomberg y Santander AM





Materias primas

El oro aún tiene potencial

El panorama para las materias primas en 2025 presenta desafíos significativos.

En los metales industriales, las políticas climáticas del nuevo gobierno estadounidense generan una notable incertidumbre sobre las expectativas de demanda. La transición energética supone un uso intensivo de metales. La ralentización de las inversiones en esta temática pesaría negativamente sobre los precios. A esto se añade la incertidumbre sobre el ritmo de inversión en China, en especial en el sector inmobiliario.

En cuanto al petróleo, nuestras previsiones son de exceso de oferta en 2025, quizá agravado por un aumento de la producción en EE.UU. derivado de la materialización de las medidas propuestas en la campaña de la administración Trump. Además, la falta de consenso en la OPEC+ para mantener las cuotas podría terminar traduciéndose en una mayor producción.

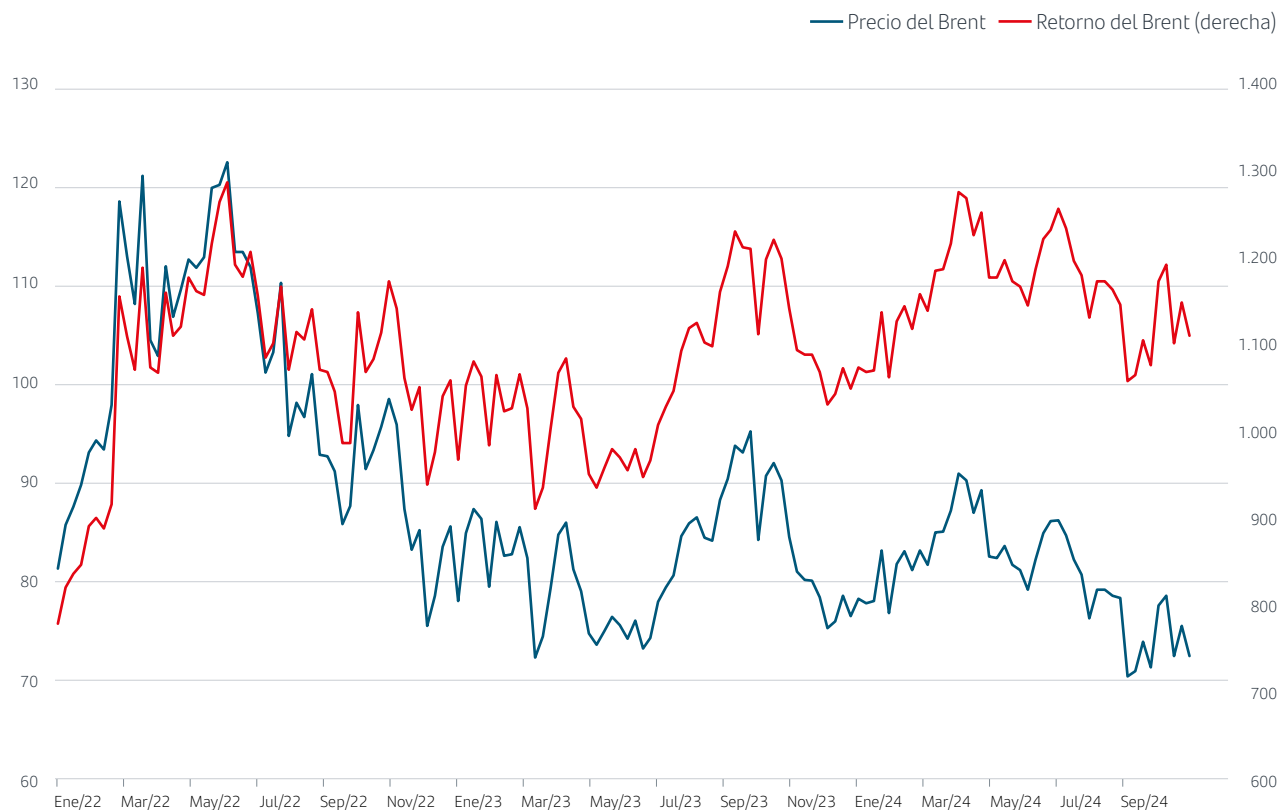
Aunque podría argumentarse una visión positiva en energía como cobertura frente a los riesgos en Oriente Medio, consideramos que esta estrategia será menos efectiva en 2025, ya que la curva de futuros cotiza casi plana, sin el *backwardation* que ha permitido un *carry* positivo en las posiciones compradoras, compensando las pérdidas en el precio.

En este contexto, preferimos el oro como cobertura ante riesgos geopolíticos. Aunque unos tipos reales al alza podrían limitar su atractivo, los bancos centrales continúan diversificando sus reservas hacia el oro y las compras de inversores siguen en niveles bajos, dejando margen para un mayor incremento.

Preferimos el oro como cobertura ante riesgos geopolíticos

Evolución del precio del crudo Brent (\$/barril) y retorno

Fuente: Bloomberg y Santander AM



03

Activos alternativos



Perspectivas de mercado: mercados privados



Borja Díaz-Llanos
CIO Global de Santander Alternative Investments

Evolución pasada y crecimiento futuro

El sector de los activos alternativos ha seguido creciendo durante los últimos años y ya forman parte de muchas de las carteras de inversión de clientes institucionales. Los activos bajo gestión de este tipo están en máximos históricos, y tanto los inversores como los gestores de fondos tienen cada vez más exposición.

Evolución de los activos privados bajo gestión

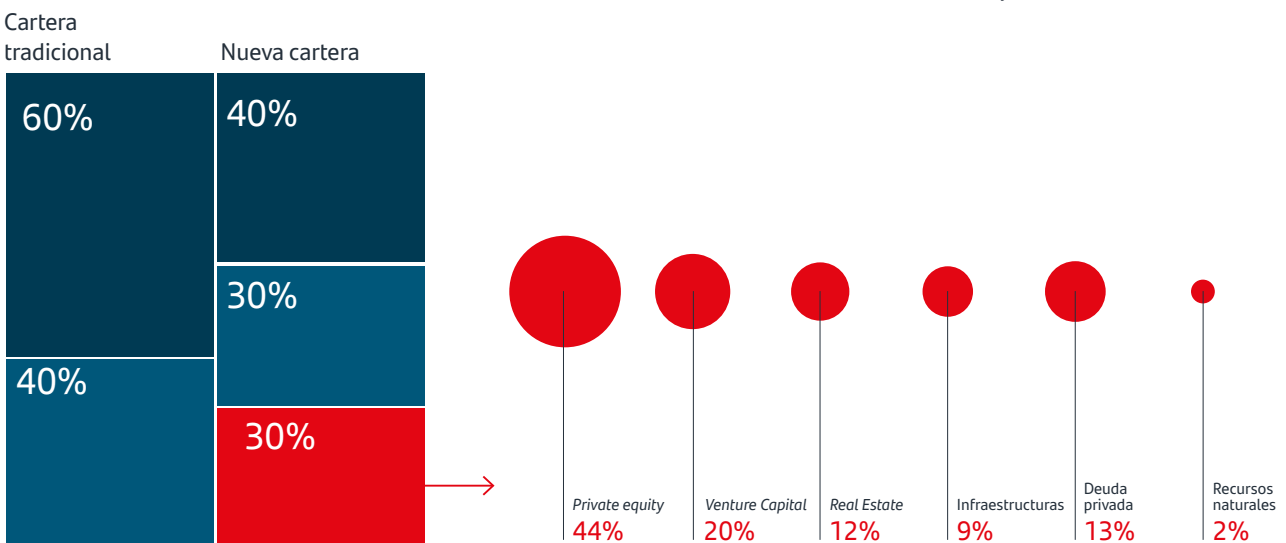
Existen varias razones que explican este gran incremento. La mayor parte de la economía es privada, no pública. En Europa, solo el 5% de las compañías son cotizadas. Sin embargo, la asignación total a los mercados privados es significativamente menor. Por lo tanto, para ganar exposición a la economía, los inversores necesitan incrementar su asignación a mercados privados. Además, a medida que los mercados privados se desarrollan más, aumentan las posibilidades de que las compañías y sectores enteros de la economía continúen siendo privados. Esto se ha visto reflejado en ambos lados de la ecuación, con menos IPO en el lado público, pero al mismo tiempo un crecimiento significativo en secundarios y en la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) dentro de las empresas de *private equity*.

Los inversores, por su parte, se enfrentan a la incertidumbre macro y geopolítica, así como a condiciones financieras que cambian rápidamente, lo cual ha creado un entorno que exige un nuevo enfoque en la construcción de las carteras, diferente a la tradicional cartera 60/40. Los activos alternativos han demostrado ser un excelente diversificador debido a su correlación y a que permiten mejorar las carteras y optimizar su rentabilidad / riesgo. Por ello, los inversores han ido aumentando consistentemente su asignación a alternativos, incorporando a sus carteras *Private Equity*, *Real Estate* privado e Infraestructura privada, que mejoran la parte del 60% de la cartera dedicado a renta variable, al mismo tiempo que añaden crédito privado no cotizado al 40% de la cartera de renta fija.



Inclusión de activos alternativos en las carteras

Fuente: Prequin 2023



Los activos bajo gestión en activos alternativos a nivel global crecen a un ritmo mayor (~9% CAGR) que los activos cotizados (~4%), y se prevé que representarán alrededor del 30% de la cuota de mercado para 2032 (Fuente: PWC Bain & Company)⁽¹⁾.

Esta buena evolución, en general, de los mercados privados en comparación con sus mercados públicos equivalentes captura correctamente la prima de iliquidez. Además, la prima de iliquidez ha proporcionado beneficios significativos a los inversores al ofrecer mayores retornos para los activos con mayores plazo, desincentivando las decisiones a corto plazo impulsadas por las emociones, que a menudo conducen a resultados de inversión que no son los óptimos. Al optar por activos que requieren paciencia, los inversores pueden capitalizar la prima y al mismo tiempo evitar errores conductuales comunes, como realizar demasiadas operaciones (*overtrading*) o perseguir tendencias de mercado a corto plazo.

Democratización de los activos alternativos

Los clientes institucionales llevan ya muchos años establecidos en el segmento de los activos privados. Están familiarizados con esta clase de activos, poseen un buen conocimiento de las características de los mercados privados y, en los últimos años, han aumentado su asignación a esta categoría. El cambio significativo que ha tenido lugar recientemente ha sido la “democratización de los alternativos”, con una creciente oferta y demanda de esta clase de activos por parte de los clientes de alto patrimonio.

Durante los últimos años ha habido una labor pedagógica por parte de los gestores de activos, no solo entre clientes de alto patrimonio, sino también con banqueros privados y asesores. Esta continua labor divulgativa ha permitido que tanto los banqueros como los clientes comprendan mejor los activos privados y se sientan lo suficientemente cómodos como para comenzar a invertir en ellos.

Así mismo, muchos GPs ofrecen “tickets” de menor importe y cuentan con equipos dedicados y vehículos específicos para las bancas privadas y los fondos *open ended* con ventanas de liquidez, y que se desembolsan por completo desde el principio, ayudan a los clientes a evitar los problemas de asignación que se generan con futuras llamadas de capital y a evitar la curva J. Cabe destacar que la tecnología se está adaptando y permitiendo una mejor experiencia para el cliente, además de permitir que los gestores y las funciones administrativas apoyen a un número cada vez mayor de LP por fondo, con todo el soporte operativo y administrativo requerido.

Aunque la penetración de las inversiones alternativas entre los clientes de alto patrimonio (alrededor del 5% de exposición) sigue siendo mucho menor que en el segmento institucional (cerca del 25% en Europa), en los últimos años hemos visto cómo la brecha se ha ido cerrando de forma sistemática.

Cuota de mercado para
2032 de los activos
alternativos

30%

El capital privado representa menos del 5% del mercado de financiación global

Activos bajo gestión del
capital privado global

\$13 bn

(Fuente: Pitchbook)

Renta fija global

\$103 bn

(Fuente: SIFMA)

Capitalización del
mercado global de
Renta variable

\$101 bn

(Fuente: SIFMA)

Tamaño global de los
balances del sector
bancario

\$98 bn

(Fuente: BIS)

(1) Avoiding Wipeout, How to Ride the Wave of Private Markets.

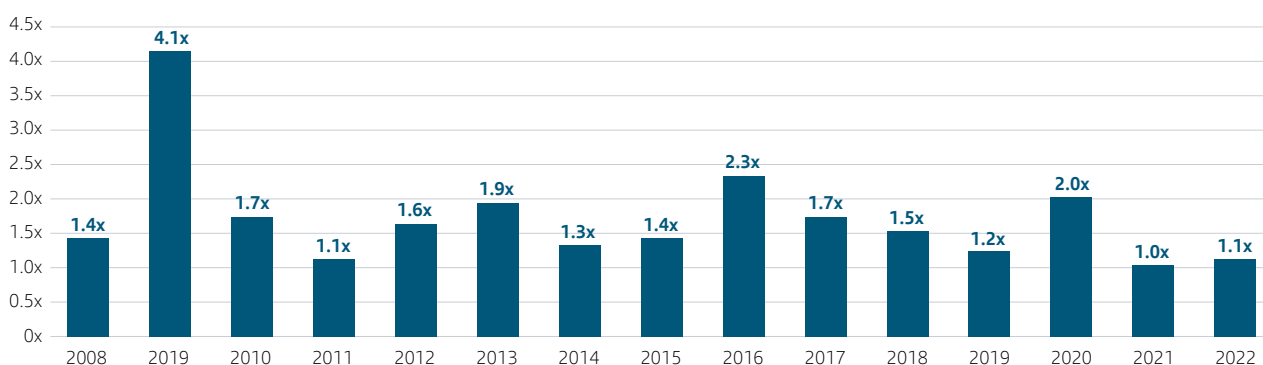
Estrategias para navegar el entorno actual

Private equity- Secundarios

En los últimos años, las elevadas valoraciones y los tipos de interés altos han ralentizado las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A) y, por tanto, las distribuciones a los LP's. Esto ha supuesto una importante oportunidad para los secundarios donde los GP's han podido acceder a un mayor volumen de inversiones consiguiendo grandes descuentos, normalmente superiores a la media histórica, gracias a la escasez de capital secundario, que hoy en día es especialmente acuciante. Por ejemplo, la ratio de *dry powder* en comparación con el volumen de operaciones en 2022 fue 1,1x, lo que significa que hubo poco más de un año de flujo de operaciones en términos en *dry powder*, lo que se traduce en una ventaja en los precios para los compradores de secundarios, al haber prácticamente mas oferta de inversión que demanda de inversión.

Liquidez limitada en el mercado secundario. Dry Powder secundarios (Años de volumen de transacciones) 2008-2022

Fuente: Lexington estimates* para el volumen de transacciones y Preqin para el importe de Dry Powder



Deuda privada

Aunque los rendimientos del crédito privado se han beneficiado del entorno de tipos elevados, esperamos que esta clase de activos siga teniendo una buena evolución durante los próximos años, ya que los gestores privados deberían ofrecer un incremento de rentabilidad significativo por la prima de iliquidez (entre el 2% y el 3%, frente a los mercados públicos equivalentes). Sin embargo, la selección de crédito y la gestión activa serán más relevantes. Favorecemos aquellas estrategias con protección contra las caídas (colateral en forma de activos tangibles, acciones y/o garantías).

Resumen del performance del crédito privado en EE. UU.

Fuente: Lincoln International Pitchbook, Bloomberg, Morgan Stanley Research, Para el índice S&P 500. Retorno aquí representa la media de las ganancias calculadas como el invertido del ratio precio-beneficios a 12 meses

2015-2024	Deuda privada	S&P500	HY	Single B BSL
Retornos anualizados	7,5%	13,7%	4,9%	5,2%
Volatilidad de retornos anualizados	2,3%	15,6%	8,5%	6,9%
Sharpe Ratio	3,3	0,9	0,6	0,8
Yield (2017-Actualidad)	9,8%	5,5%	6,6%	7,1%
Correlación con la deuda privada	-	0,63	0,72	0,82

En general, se espera que el crédito privado crezca significativamente en los próximos años, dado el tamaño relativamente pequeño que todavía representa respecto a las fuentes de financiación del capital totales (es decir, todavía se beneficia del desequilibrio entre la oferta y la demanda).

Para poner las cifras en perspectiva, a partir de 2023, la renta fija global pendiente (*outstanding*) ascendía a 103 billones de dólares (Fuente: SIFMA), y el tamaño global de los balances del sector bancario a 98 billones de dólares (Fuente: BIS). Por lo tanto, los 1,5-3 billones de dólares de crédito privado siguen representando una fracción muy pequeña con la posibilidad de multiplicarse varias veces dada la flexibilidad que ofrece a los prestatarios y la variedad de estrategias de crédito privado.

Infraestructura y energía

Las infraestructuras han demostrado ser una fuente muy estable de rentabilidad con una correlación muy baja con otras clases de activos y una clase de activos con una excelente protección contra la inflación.

Según McKinsey Global Institute ⁽¹⁾, se necesitan 3,3 billones de dólares al año en infraestructura económica. Esto creará una oportunidad para los inversores en infraestructura que puedan invertir capital en sectores como:

- Generación (eólica, solar, olas, gas, biomasa).
- Servicios públicos (electrificación y almacenamiento asociados a las cargas cambiantes en las redes eléctricas diseñadas originalmente para una economía no digital y sin inteligencia artificial, pero que ahora tienen perfiles de carga muy diferentes).
- Los centros de datos, que en el pasado eran simplemente una solución para almacenar datos en la nube, pero han aparecido las tecnologías de IA y de *Deep learning* que se encuentran entre los avances más destacados de nuestro tiempo. Sin embargo, el crecimiento de la IA está fundamentalmente asociado con la infraestructura necesaria para respaldar estas soluciones, como la conectividad de datos, la transmisión, las instalaciones de ubicación de servidores y la refrigeración, lo cual es necesario para que esta industria se desarrolle. Esto, en sí mismo, cambiará la fisonomía de algunos sectores de infraestructura, como el transporte masivo inteligente, los vehículos autónomos que se convertirá en "servicios públicos" y las tecnologías *grid* gestionadas por máquinas.
- Otros sectores tradicionales, como educación, atención sanitaria, seguridad y defensa, se enfrentan a un período de renovación y ampliación necesario, en particular en los mercados desarrollados.

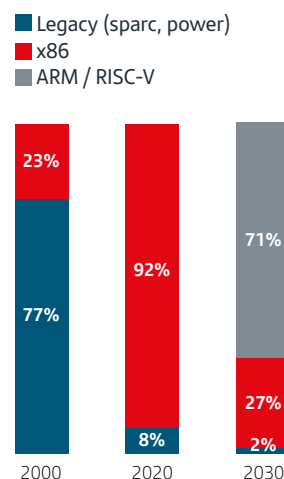
En el entorno actual, los inversores están accediendo a oportunidades óptimas en infraestructura a través de estrategias que incluyen:

- Estrategias de renta variable primaria con mayor crecimiento (capital primario o focalización en activos menos maduros que se benefician de las cuestiones anteriores) que ofrecen mayores primas de liquidez y alfa de inversión.
- Estrategias de renta variable en secundarios a través de las cuales los inversores pueden construir carteras específicas de elevada calidad, a menudo con descuentos y que implican un ciclo de inversión más rápido para obtener retorno del capital que los fondos primarios tradicionales.
- Estrategias de crédito privado en infraestructura.

Por último, la priorización de la agenda climática ha puesto el foco en la clase de activo de *venture capital* relacionado con la infraestructura climática. Esta clase de activo muestra las características de la inversión en *venture*, pero generalmente implica inversiones directamente aplicables a la industria de la energía y la infraestructura una vez comercializada. El segmento de *venture capital* de infraestructura climática antes era

Arquitectura de centro de datos. Cuota de mercado

Fuente: Big Ideas 2021, ARK Report



(1) <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/operations/our%20insights/bridging%20global%20infrastructure%20gaps/bridging-global-infrastructure-gaps-in-brief.pdf>

un nicho de mercado, pero ahora es un universo de inversión muy relevante utilizado por gobiernos, corporaciones, inversores institucionales y de *wealth* dispuestos a aceptar los riesgos del *venture capital*.

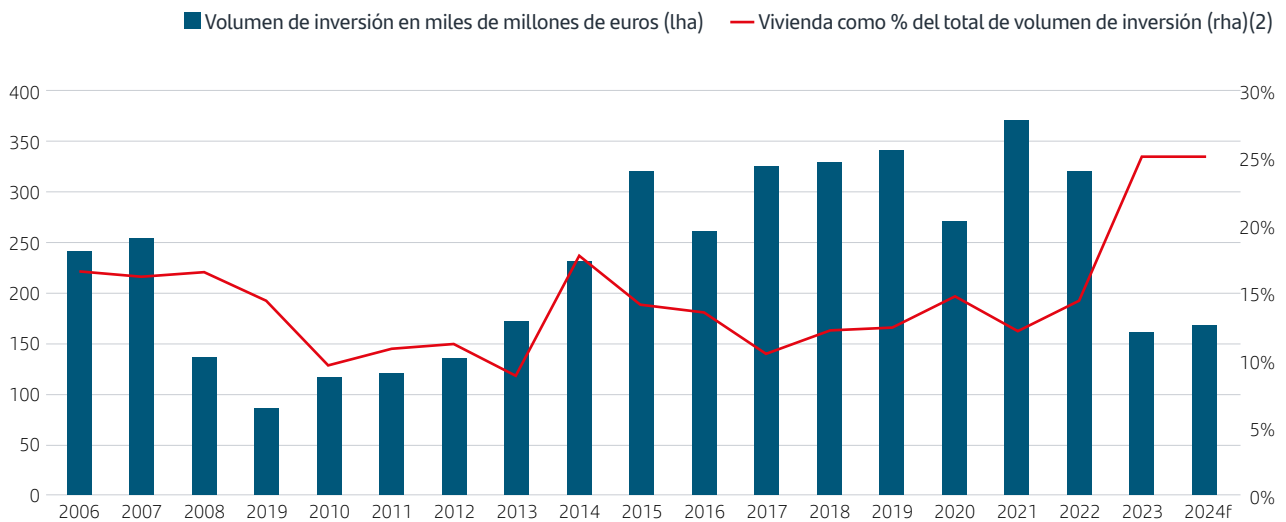
Real Estate

Recientemente, las valoraciones del real estate han sido volátiles debido al aumento de los tipos de interés, y ciertos subsectores se han visto aún más afectados debido a los cambios en la dinámica socioeconómica, como las oficinas y las tiendas *retail* (teletrabajo vs. oficina, tiendas *retail* vs. comercio electrónico). Sin embargo, creemos que las valoraciones actuales son, en términos generales, atractivas, dadas las correcciones sufridas en los últimos años, que han reflejado tanto la subida de tipos de interés como los cambios en las tendencias sociodemográficas"

Los inversores en *real estate* se están centrando principalmente en el sector residencial en toda Europa, ya que el porcentaje de transacciones creció de una media histórica del 15% al 25% durante 2024 (ver el gráfico a continuación con datos de CBRE). Dado que se estima que la demanda de vivienda en todo el espectro residencial seguirá siendo fuerte, se espera un sólido crecimiento de los alquileres en las principales ciudades europeas.

Volumen de inversión en real estate Europa y porcentaje de inversión en vivienda

Fuente: CBRE, 2024



Además, los "sectores de *real estate* alternativos", como las residencias de estudiantes o el *flex living* para jóvenes profesionales, están experimentando un crecimiento extraordinario con nuevos formatos basados en la creación de experiencias comunitarias y que responden a la necesidad de lugares asequibles para vivir y a la escasez de vivienda, lo que representa una gran oportunidad de inversión en el entorno económico actual: la escasez de vivienda continúa en toda Europa con presiones significativas en el sur de Europa, y especialmente en España (los precios se han incrementado un +47% entre 2015 y 2023, según Eurostat), con déficits anuales de vivienda de alrededor de 150.000 casas al año, según el Banco de España.

Glosario

€STR: tipo de interés de referencia libre de riesgo de la Eurozona al plazo de un día.

Backwardation: situación que ocurre cuando el precio al contado de una materia prima es más alto que el precio futuro proyectado para ese mismo activo.

Banxico: Banco de México.

BCE: Banco Central Europeo. Órgano responsable de la política monetaria de los países del área euro.

BPA: beneficio por acción. Cifra que se obtiene al dividir, en un determinado ejercicio, el beneficio neto entre el número total de acciones en circulación.

Breakeven: nivel de inflación que iguala la TIR de un bono nominal y la TIR de su equivalente bono real.

Bottom-up: análisis que considera la situación económico-financiera individual de la empresa antes de valorar el efecto de la situación del sector y posteriormente de la situación macroeconómica.

BRL: real brasileño.

CAGR: La tasa de crecimiento anual compuesta es la tasa de rendimiento que una inversión necesitaría tener cada año para crecer desde su saldo inicial hasta su saldo final, durante un intervalo de tiempo determinado.

Carry: rendimiento esperado de una inversión asumiendo que su precio no cambia.

CBO: Oficina Presupuestaria del Congreso de EEUU.

CLP: peso chileno.

DAX: principal índice bursátil en Alemania. Está compuesto por 40 de las mayores empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Frankfurt.

DXY: valor del dólar de EEUU en relación con una cesta de monedas en la que se incluyen las principales divisas.

EMBI: índice de mercado elaborado por JP Morgan que sirve de referencia para estimar la evolución del mercado de deuda emergente.

EUR: euro.

FED: Reserva Federal de EE.UU. Es la institución responsable de la supervisión del sistema bancario de EE. UU. y de definir y aplicar la política monetaria del país

FTSE 100: índice bursátil británico que incluye las 100 empresas más capitalizadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres.

FTSE 250: índice bursátil británico que incluye las 250 empresas más capitalizadas, fuera del FTSE 100, que cotizan en la bolsa de valores de Londres.

Gilt: bonos del gobierno de Reino Unido.

Investment grade: bonos emitidos por empresas que, según las agencias de calificación externas, tienen menos probabilidades que otras de incurrir en impago de sus deudas.

GP: gestora que toma las decisiones de inversión en fondos alternativos

LP: inversor en los fondos de inversión alternativos

MXN: peso mexicano.

NBP: Banco Nacional de Polonia. Organismo encargado de controlar la acuñación y circulación de la moneda polaca, zloty.

Nearshoring: estrategia de externalización que consiste en trasladar servicios o procesos a ubicaciones cercanas geográficamente.

OPEP+: organización de países exportadores de petróleo. Incluye a una treintena de países, liderada por Arabia Saudita entre los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, y por Rusia a la cabeza de los aliados externos.

PER: mide la relación entre el precio de una acción en el mercado y los beneficios que ofrece la empresa. Sirve para medir si una acción está cara o barata en ese momento y nos dará información sobre los años que tardaríamos en recuperar el dinero invertido en la compañía a través de sus beneficios siempre que éstos se mantuviesen estables.

PLN: moneda de Polonia (zloty).

REER: tipo de cambio real efectivo (una medida del valor de una moneda frente a un promedio ponderado de varias monedas extranjeras) dividido por un deflactor de precios o índice de costos.

Reshoring: proceso por el cual las empresas vuelven a llevar la producción y fabricación de bienes a su país original.

Selic: tipo de interés oficial en Brasil.

Small caps: compañías de pequeño y mediano tamaño, con baja capitalización bursátil. Sin embargo, constituyen un segmento de entidades interesantes para determinados inversores, dado su potencial de revalorización, e incluso se crean índices bursátiles sobre este tipo de empresas.

Spread: diferencial entre los tipos de interés de dos bonos y, si no se especifica de otra forma, es la diferencia entre el tipo de interés del bono mencionado y el tipo de interés del bono del gobierno del mismo plazo.

Tasa de referencia: tipo de interés oficial en México.

Términos reales: expresión de una variable a la que se le elimina el efecto de la inflación.

TIR: mide la rentabilidad de un bono. Es la diferencia entre el valor que devolverá el bono al vencimiento y su precio de compra expresado en porcentaje.

TMEC: Tratado entre México, EEUU y Canadá. Es el acuerdo que surgió para sustituir el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, más conocido por sus siglas NAFTA o TLCAN, cuyo objetivo era facilitar el comercio exterior entre México, EE.UU. y Canadá.

TPM: tipo de interés oficial en Chile (Tasa de Política Monetaria).

Udizado: los bonos de desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de inversión (UDIs) fueron creados por Banxico en 1996 y son instrumentos de inversión que protegen al tenedor ante cambios inesperados en la tasa de inflación.

USD: dólar de EEUU.

WIBOR: tipo de interés en el mercado interbancario de Polonia.

WIG: índice bursátil que sigue el rendimiento de todas las empresas nacionales (excluidos los fondos de inversión) que cotizan en el mercado principal de la Bolsa de Valores de Varsovia.

Información Legal Importante

Este informe ha sido elaborado por Santander Asset Management (en adelante, "SAM"). SAM es el nombre funcional del negocio de gestión de activos realizado por la entidad jurídica SAM Investment Holdings S.L. y sus sucursales, filiales y oficinas de representación.

El presente documento contiene previsiones económicas e información obtenida de varias fuentes. La información contenida en el presente documento puede haber sido recogida también de terceros. Se considera que todas estas fuentes son fiables, aunque la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni implícita ni explícitamente, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este documento no pueden considerarse irrefutables y pueden diferir o ser, de cualquier manera, incoherentes o contrarias a las opiniones expresadas, ya sea verbalmente o por escrito, consejos o decisiones de inversión adoptadas por otras áreas de SAM.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Este documento ha sido realizado con fines exclusivamente informativos, por lo que no constituye una recomendación, asesoramiento personalizado de inversiones, oferta o requerimiento de suscripción o venta de participaciones de cualquier activo o producto de inversión (en adelante "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la distribución de este documento a un tercero no constituye una oferta o asesoramiento de inversiones.

SAM 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 rentabilidades pasadas 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 legales 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 SAM 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.

Rentabilidades pasadas no son indicadores de rentabilidades futuras. La rentabilidad puede variar debido a fluctuaciones del tipo de cambio. Cualquier referencia a aspectos fiscales debe ser entendido bajo las circunstancias personales del inversor y está sujeta a variaciones. Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en este informe.

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 SAM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literal (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.