

An aerial photograph of a large body of water, likely a lake or bay, with a small, forested island on the left. A speedboat is moving across the water, leaving a white wake. The water is a deep blue color, and the sky is a pale, hazy blue. The overall scene is serene and scenic.

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

# Perspectivas 2022

## Preparados para un ciclo dinámico

## AUTORES

---

### **Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Grace Peters**

Head of EMEA Investment Strategy

### **Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

## COLABORADORES

---

### **Christopher Baggini, CFA**

Global Head of Equity Strategy

### **Jeff Eshleman**

Global Markets Research,  
Chief Investment Office

### **Madison Faller, CFA**

EMEA Investment Strategist

### **Stephanie Roth**

Senior Markets Economist

### **Ian Schaeffer**

U.S. Investment Strategist

### **Olivia Schwern**

U.S. Investment Strategist

### **Joe Seydl**

Senior Markets Economist

### **Dr. David Stubbs**

Global Head of Thematic Investing

### **Desmond Supple**

Fixed Income Portfolio Manager,  
Chief Investment Office

### **Franco Uccelli**

Senior Emerging Markets Economist

# Introducción

---

El año 2021 ha proporcionado algo de claridad tras la confusión de 2020: las economías demostraron su resiliencia, los mercados resurgieron.

A medida que se acerca el nuevo año, vemos que efectivamente hay riesgos que gestionar -inflación, escasez de mano de obra y una pandemia global persistente. Sin embargo, en lo fundamental somos optimistas. Observamos una base sólida para un ciclo dinámico de aquí en adelante.

Como siempre, seguimos centrados en lo que más importa: los objetivos de nuestros clientes. Creemos que una comprensión profunda de las prioridades financieras de nuestros clientes nos permite construir carteras que, a largo plazo, podrán capear cualquier tormenta.

Como parte de nuestro proceso, confiamos en nuestro grupo de estrategia global de inversión, que nos ayuda a identificar tanto los riesgos como las oportunidades a las que podrían enfrentarse los inversores. Al leer nuestro artículo de Perspectivas, considérela en el contexto de sus objetivos financieros a largo plazo. Póngase en contacto con su equipo de J.P. Morgan para entender qué supone para usted y para su familia.

Gracias por seguir confiando en J.P. Morgan.

Atentamente,

**David Frame**

CEO, U.S. Private Bank

**Martin Marron**

CEO, International Private Bank



# Preparados para un ciclo dinámico

La mayoría de los mercados han obtenido rentabilidades excelentes en 2021, a medida que la economía mundial continúa recuperándose de la pandemia de coronavirus. Sin embargo, en los últimos meses los inversores han puesto el foco en los posibles riesgos, tanto para el crecimiento económico como para las rentabilidades de los mercados. La inflación está complicando la política de los bancos centrales, la escasez de suministros afecta a la producción y el COVID-19 sigue siendo un motivo de inquietud para consumidores, empresas e inversores.

Al mismo tiempo, la crisis global ha cambiado claramente las prioridades de los responsables políticos, ha consolidado los balances de los hogares y las empresas y ha acelerado la innovación. Esta nueva realidad podría sentar las bases para un entorno económico mucho más dinámico que el aletargado crecimiento y la endeble productividad que caracterizaron gran parte de la década de 2010. Estos cambios podrían tener consecuencias importantes para los inversores, especialmente para aquéllos que siguen posicionados para una repetición del ciclo anterior.

Sin duda, se observan varias corrientes cruzadas. En términos globales, la trayectoria del virus probablemente siga teniendo efectos significativos en la economía. En Estados Unidos, la respuesta de la política monetaria a las presiones sobre los precios y el estado del mercado de trabajo afectarán a los mercados. Por último, la transición que se está produciendo en China supone un riesgo a la baja en el corto plazo. A más largo plazo, la economía global podría tener que adaptarse a que la segunda economía del mundo tenga un crecimiento estructural más lento.



Al analizar la interacción entre las economías y los mercados, creemos que se lograrán rentabilidades atractivas para las carteras de activos de riesgo alineadas con sus objetivos. El crecimiento de los beneficios probablemente impulse a los mercados de renta variable de los países desarrollados a nuevos máximos, y creemos que la continuación de este entorno de crecimiento fuerte y mayor inflación probablemente perjudique a la renta fija. Sin embargo, en vista de la incertidumbre subyacente, estamos centrados en lograr un equilibrio dentro de nuestro posicionamiento de carteras generalmente optimista.

Al leer nuestro artículo de Perspectivas, recuerde que el posicionamiento de su cartera debería reflejar un plan basado en sus objetivos, su estructura de inversión y su tolerancia al riesgo.

Antes de considerar qué cambios podrían tener sentido en su cartera, le recomendamos que primero haga balance de su posicionamiento actual, y confirme lo que espera obtener de su cartera para su futuro, el de su familia y su comunidad.

¿Sus activos están destinados a financiar su estilo de vida?  
¿Su legado? ¿Pretende que sigan creciendo a perpetuidad?  
¿O tienen como objetivo cubrir necesidades a corto plazo?  
Mantenga sus respuestas en mente al considerar nuestras opiniones sobre las economías y los mercados, y a la hora de tomar decisiones en su propia cartera.

# Con este contexto, estará preparado para sacar el máximo partido a 2022.

Éstas son las cuestiones clave que creemos impulsarán a los mercados en el próximo año:

## VISIÓN GENERAL

Bases para un ciclo dinámico

08–18

Cambio de prioridades de los responsables políticos

19–28

Empresas y consumidores saneados

29–35

Continuación de la innovación

## RIESGOS CLAVE

Vigilar las corrientes cruzadas

37–44

Respuesta monetaria a las presiones sobre los precios y el mercado laboral

45–50

Equilibrio en China

51–56

Transición del coronavirus de pandemia a enfermedad endémica

# Bases para un ciclo dinámico

La crisis global ha cambiado las prioridades de los responsables políticos, ha consolidado los balances de hogares y empresas y ha impulsado la innovación.

Esto debería sentar las bases para un crecimiento económico más potente en la década de 2020 que el observado en la de 2010.

VISIÓN GENERAL

---

# Cambio en las prioridades de los responsables políticos

# El apoyo fiscal fija nuevos objetivos ahora que ha terminado la emergencia

Al ser probable que el apoyo fiscal ya haya tocado techo, ahora el foco está puesto en propuestas de gasto a largo plazo, como infraestructuras y otros proyectos

---

## ESTADOS UNIDOS

Los proyectos de ley de infraestructuras físicas y humanas de Biden pretenden asignar billones de dólares a gasto en infraestructuras, sistemas de Internet de alta velocidad y energías limpias, y financiar otras prioridades como cuidados infantiles y sanidad.

---

## LATINOAMÉRICA

En general, los gobiernos pretenden aplicar ajustes tras casi agotar su margen fiscal para combatir la crisis del COVID. La política monetaria también se está haciendo más estricta, ante las presiones inflacionistas.

---

## EMEA

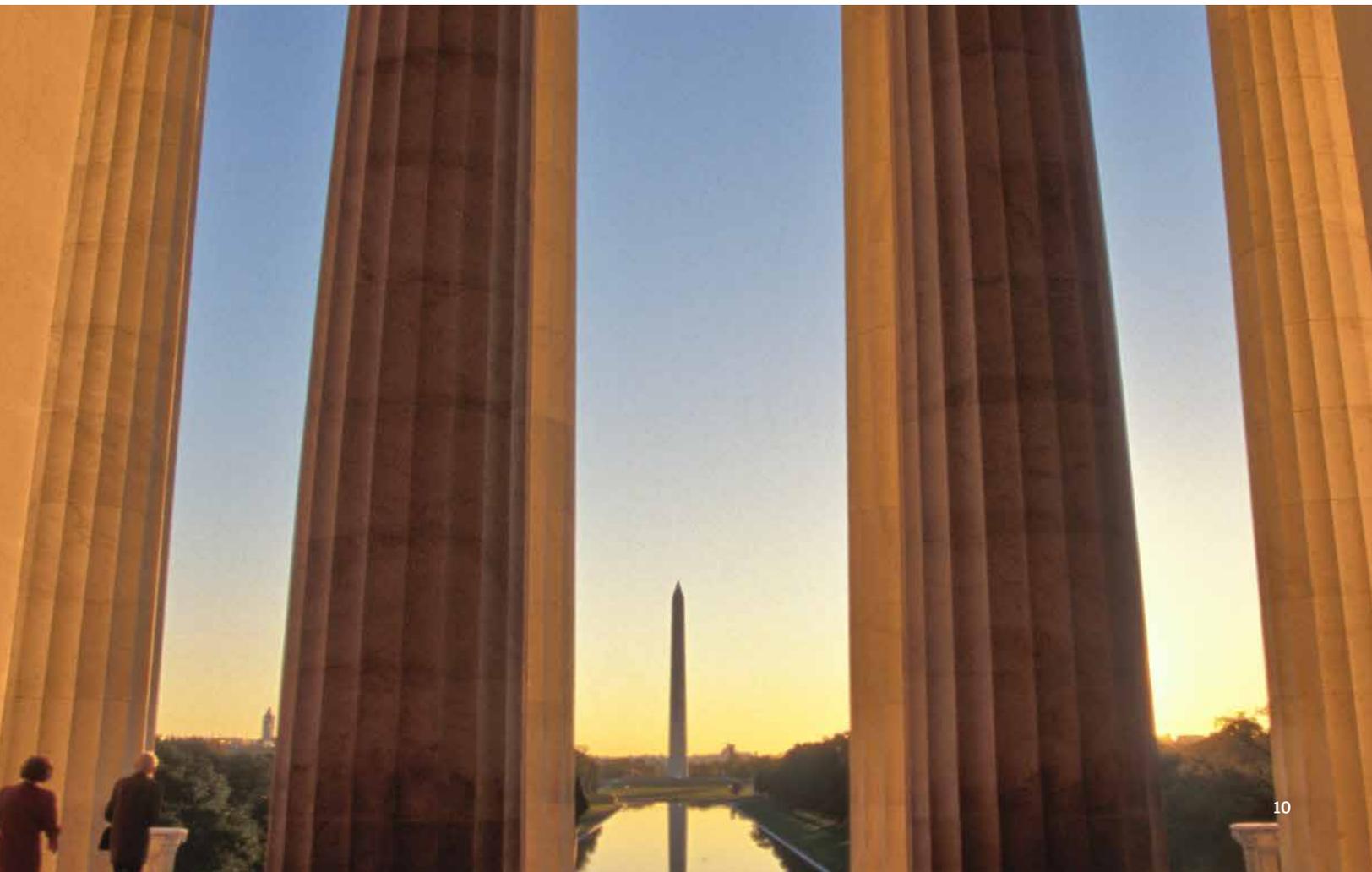
El proyecto de Fondo de Recuperación Europeo y la Ley Verde se centran en investigación e innovación, digitalización, modernización, recuperación, y la aprobación de estándares agresivos para solucionar los problemas asociados al cambio climático, y combatirlo.

---

## ASIA

El apoyo fiscal varía en los distintos países de Asia. Muchas economías en vías de desarrollo tienen margen fiscal, mientras que las desarrolladas han implementado estímulos fiscales significativos. China, el mayor motor de crecimiento de la región, está aplicando una política más estricta para reequilibrar su economía, alejándola de su enfoque en la inversión inmobiliaria.

En muchos aspectos, la crisis del COVID-19 ha sido más como una guerra o un desastre natural que como una recesión económica, y los responsables políticos han respondido con contundencia. A nivel global, los compromisos de gasto tras la pandemia ascienden a casi 20 billones de dólares, los niveles más altos de gasto fiscal relativo al PIB desde la Segunda Guerra Mundial.



# Estados Unidos

---

**En los próximos 10 años, el Congreso debate gastar otros**

2 billones de dólares

**En respuesta a la pandemia, el Congreso y la Casa Blanca han gastado más de**

4 billones de dólares

En Estados Unidos, el Congreso y la Casa Blanca han gastado más de 4 billones de dólares en respuesta a la pandemia y, según escribimos estas líneas, el Congreso está debatiendo aprobar otros 2 billones de dólares más de gasto en los próximos 10 años. El ambicioso plan del presidente Biden –incluso si sólo se aprobase en parte–tendría consecuencias económicas importantes. Según escribimos estas líneas, el plan “Build Back Better” impulsaría el gasto en infraestructuras físicas y la investigación y desarrollo en tecnología (por ejemplo, robótica, inteligencia artificial y biotecnología), subvencionaría la fabricación de semiconductores en Estados Unidos y apoyaría el desarrollo de tecnologías limpias. Otras medidas dirigidas a la educación y a los cuidados infantiles podrían tener beneficios económicos positivos a largo plazo.

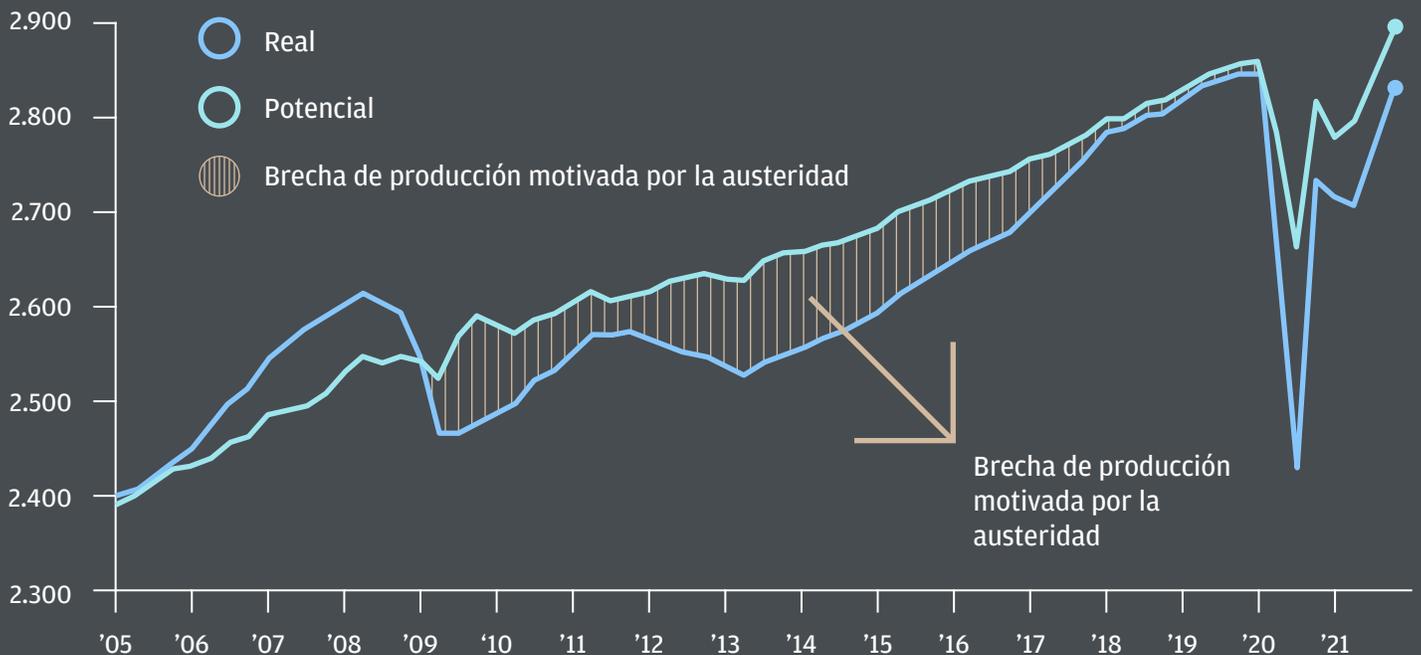
Las subidas de impuestos pagarán una parte del coste de estas políticas estadounidenses. Es probable que suban los tipos del impuesto sobre la renta de las personas físicas para las familias con rentas más altas, lo que hará más esencial la estructuración y la planificación fiscal. Aunque es posible que no cambie el tipo del impuesto de sociedades, los cambios en la fiscalidad de los activos intangibles globales y el impuesto de sociedades mínimo probablemente lastren los beneficios. No obstante, los cambios en la fiscalidad de las empresas probablemente no sean suficientes para contrarrestar el crecimiento de los beneficios que esperamos como consecuencia de las ventas y del apalancamiento operativo. Tampoco esperamos que la subida de los impuestos limite la inversión empresarial.

# Europa

Creemos que los estímulos fiscales seguirán siendo una fuerza potente—en marcado contraste con los primeros años de la década de 2010, cuando la austeridad fiscal perjudicó a unas economías ya débiles.

## LA AUSTERIDAD EN EUROPA CONTRIBUYÓ A LA DEBILIDAD DE LA RECUPERACIÓN DE LA DÉCADA DE 2010

Producción real y producción potencial en la Zona Euro, miles de millones de euros



Fuente: Oxford Economics, Haver Analytics. Tercero trimestre de 2021.



Tras la crisis financiera mundial, la producción efectiva nunca llegó a recuperarse hasta alcanzar a la producción potencial (el producto interior bruto teórico a largo plazo de la economía). Ahora, la Unión Europea ha acordado gastar más de 2 billones de euros hasta 2027 en reconstrucción tras la pandemia. Las áreas de enfoque de la UE incluyen la innovación digital, la investigación, el gasto orientado al cambio climático y los programas de preparación ante pandemias. Para sufragar su coste, se propone establecer impuestos sobre las transacciones financieras, impuestos digitales y “aportaciones financieras” de las empresas. Aun así, creemos que el gasto tendrá un efecto neto positivo las economías en los mercados.

Las estrictas normas fiscales europeas llevan dos años suspendidas, y parece probable que se cambien de forma permanente. Parece que no hay muchas razones económicas para mantener el equilibrio presupuestario con costes de financiación negativos. No obstante, resulta esencial que continúe el apoyo del Banco Central Europeo para que los costes de financiación de la periferia sigan siendo manejables. Aunque persisten los problemas estructurales asociados con la unión monetaria, la pandemia ha alumbrado una Europa continental más integrada, y la orientación de la política fiscal es mucho más favorable al mercado.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> El déficit fiscal de la Eurozona como porcentaje del PIB (una medida del apoyo fiscal en la economía) sigue siendo más amplio que en el pico de la crisis financiera global, aunque el rebote del crecimiento ha sido mucho más rápido esta vez. El déficit fiscal se irá reduciendo, pero este escenario sugiere mucho más apoyo fiscal que el que existía anteriormente.

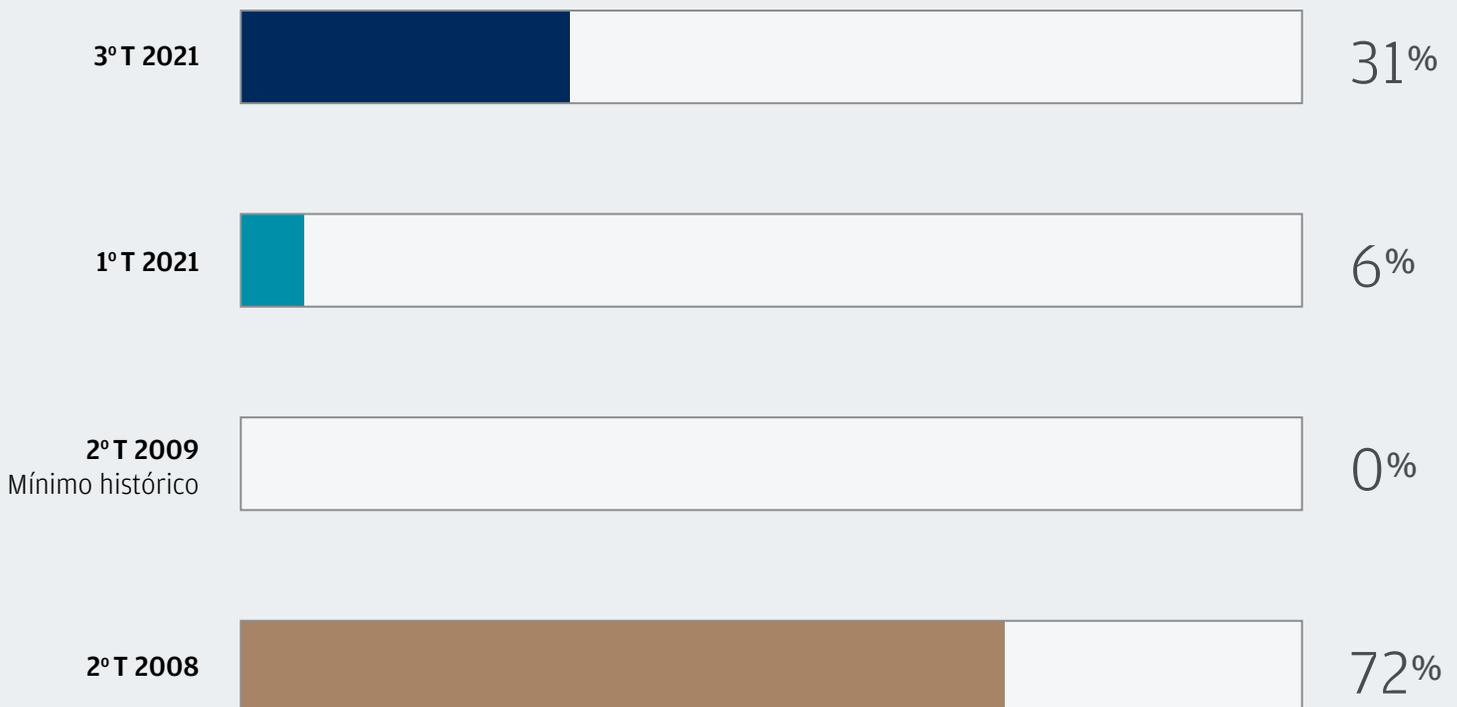
## CAMBIO EN LAS PRIORIDADES DE LOS RESPONSABLES POLÍTICOS

Desde una perspectiva monetaria, tanto la Reserva Federal estadounidense como el Banco Central Europeo (BCE) se han comprometido a generar una mayor inflación y lograr un mayor nivel de empleo. El nuevo régimen de la Reserva Federal, que establece “Objetivos de inflación media flexible” sugiere que está dispuesta a tolerar excesos en la inflación para apoyar la fortaleza del mercado de trabajo. Esperamos

que la Reserva Federal resista la tentación de endurecer agresivamente la política monetaria, incluso con las cifras de inflación más altas de la última década. De forma similar, el BCE ha dado a conocer una nueva estrategia que debería eliminar la presunción de que el objetivo del 2% era un techo de inflación, y no un objetivo simétrico.

### A NIVEL GLOBAL, SE HA INICIADO UN CICLO DE ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA...

% de bancos cuyo último movimiento fue una subida de tipos



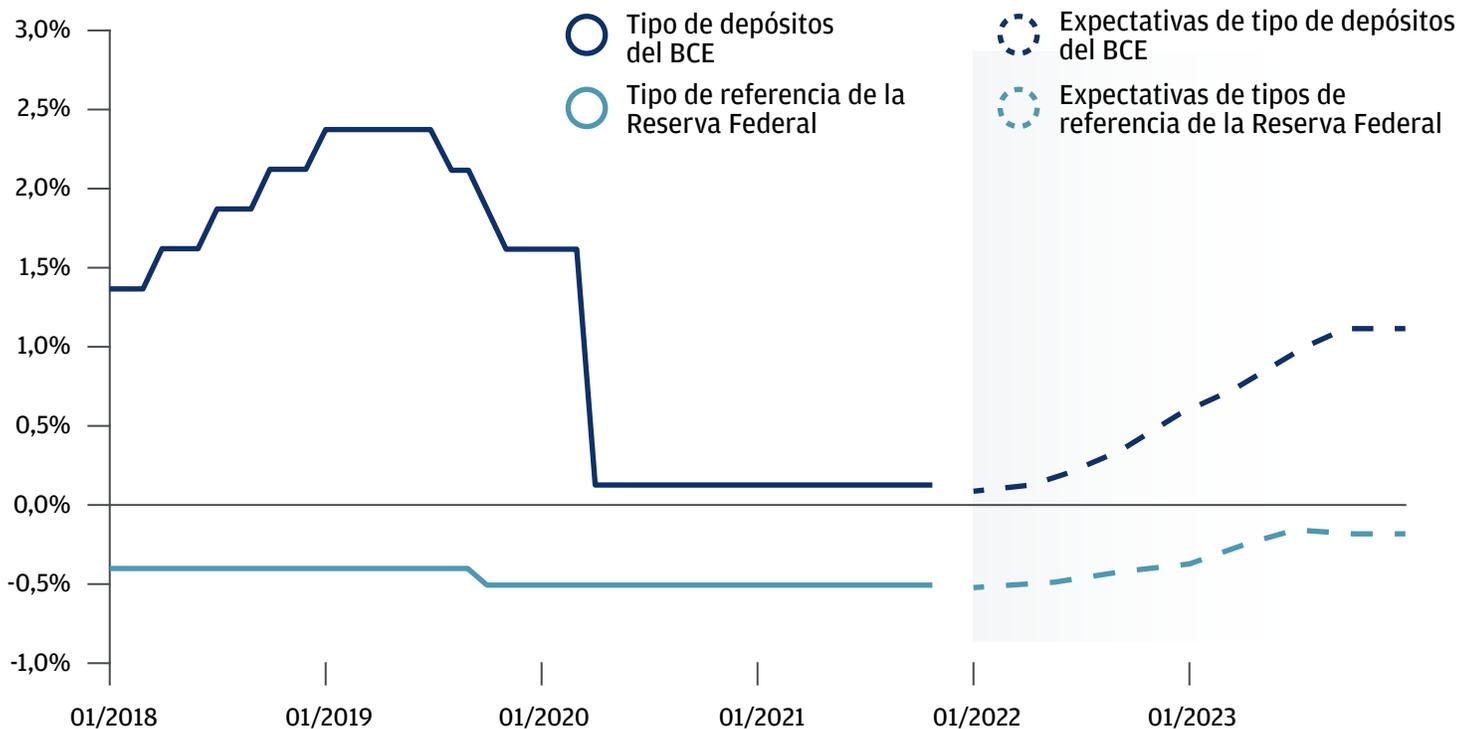
Fuente: FactSet. Datos hasta 31/10/2021. Incluye 32 bancos centrales.

Estos cambios en la política de ambos bancos centrales deberían apoyar a los mercados en 2022 y en adelante.

En otros países, los bancos centrales se mueven en direcciones distintas. Los bancos centrales de mercados desarrollados de Noruega, Nueva Zelanda, Canadá y el Reino Unido han dado pasos para endurecer la política monetaria. Aunque la divergencia de estos caminos podría generar oportunidades tácticas entre regiones y en los mercados de divisa, la Reserva Federal y el BCE (junto con el Banco Popular de China) probablemente sean los más importantes para los activos de riesgo globales.

### ... Y LOS MERCADOS ESPERAN QUE LA RESERVA FEDERAL EMPIECE A SUBIR LOS TIPOS EN 2022

Tipo de referencia, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. 21/11/2021.

# Mercados emergentes



En los mercados emergentes, la posición de la política monetaria es mucho menos favorable para los inversores.

Los responsables políticos de China han iniciado una campaña para reequilibrar los motores del crecimiento y reestructurar su economía. Sus esfuerzos incluyen un nuevo endurecimiento del sector inmobiliario, cambios acelerados en la regulación de Internet, objetivos ambiciosos para combatir el cambio climático y nuevas campañas sociales para atajar la desigualdad y promover los valores familiares. En el pasado, los responsables políticos chinos han estado dispuestos a adoptar reformas y prioridades a largo plazo a costa del crecimiento a corto plazo. A medio plazo, los inversores probablemente tengan que aceptar las implicaciones de un crecimiento estructural más lento en China. Es posible que este estado sea más sostenible, pero la transición presenta riesgos a corto plazo.

En Latinoamérica, el posible giro hacia el populismo podría tener efectos económicos negativos graves para la región.

Hasta ahora, los resultados de las últimas elecciones son desiguales, en medio de un creciente descontento social con la gestión de la pandemia y la posterior crisis económica por parte de los gobiernos. Algunos países, como Chile, han votado en contra de alternativas populistas, mientras otros, como Perú, han votado a favor.

Los candidatos de izquierda lideran las encuestas preliminares de las elecciones presidenciales previstas en potencias regionales como Brasil y Colombia en 2022. Aumenta la preocupación de que la incertidumbre electoral pueda tener un efecto negativo en el consumo y en la inversión.





---

Con todo, las implicaciones del trasfondo político global para la inversión parecen claras. Preferimos los activos de riesgo, como la renta variable y el crédito, frente a la renta fija tradicional. Además, preferimos los mercados desarrollados frente a los mercados en vías de desarrollo, pero, lo que es más importante, estamos más centrados en apostar por los factores que impulsan los ingresos y la calidad de los beneficios que en la jurisdicción donde se encuentren. Los beneficiarios de las nuevas políticas, incluyendo los semiconductores, las energías limpias y los vehículos de nueva generación deberían recibir apoyo en todo el mundo.



VISIÓN GENERAL

---

Aumento del  
gasto de los  
hogares,  
beneficio para  
las empresas



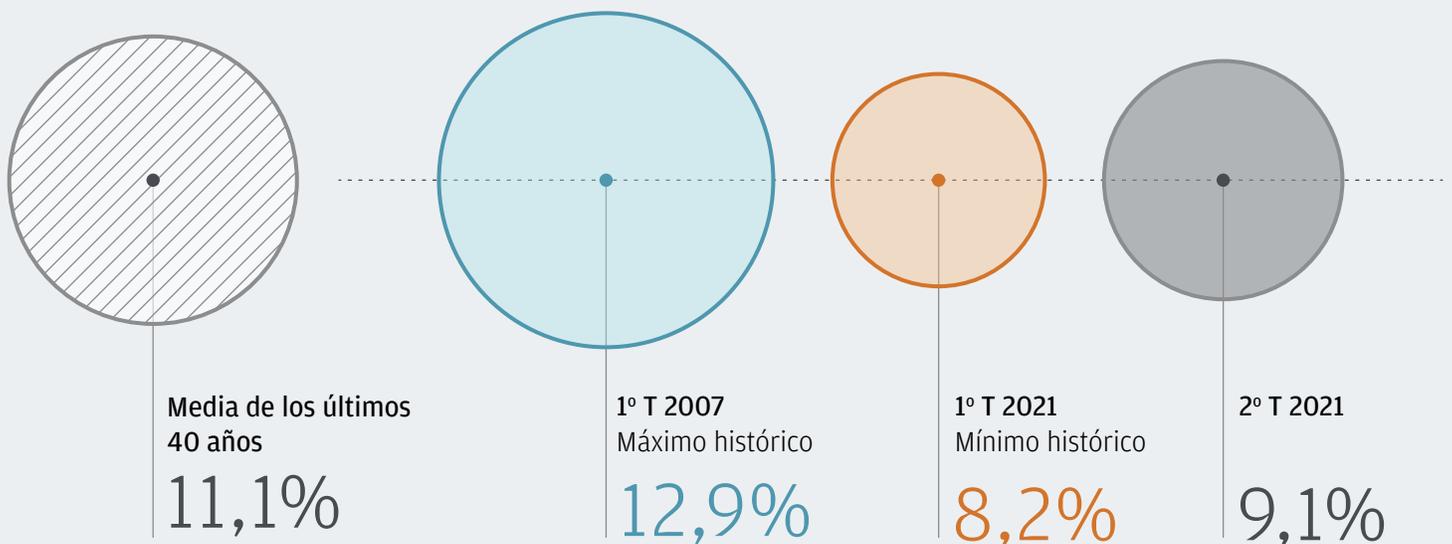
La respuesta política agresiva a la pandemia impidió una recesión en bucle, respaldando los balances de los hogares y de las empresas. De cara al futuro, creemos que ambos continuarán demostrando fortaleza financiera.

El patrimonio de los hogares está en máximos históricos, los pagos de servicio de deuda están a mínimos históricos y el sentimiento de los consumidores tiene margen para recuperarse. Todos los países desarrollados tienen una tasa de ahorro familiar elevada. Los consumidores estadounidenses ahorraron casi 2,5 billones de dólares por encima de la tendencia anterior a la pandemia. Esto contrasta fuertemente con la experiencia sufrida tras la crisis financiera global, donde la caída de las valoraciones de la vivienda y del precio de las acciones perjudicaron el patrimonio de las familias.

Gestione con intencionalidad el exceso de ahorro que ha acumulado durante la pandemia. Defina su “cubo de liquidez” e invierta el resto para lograr sus objetivos a largo plazo.

## EL SERVICIO DE LA DEUDA DE LOS HOGARES ESTÁ EN MÍNIMOS HISTÓRICOS

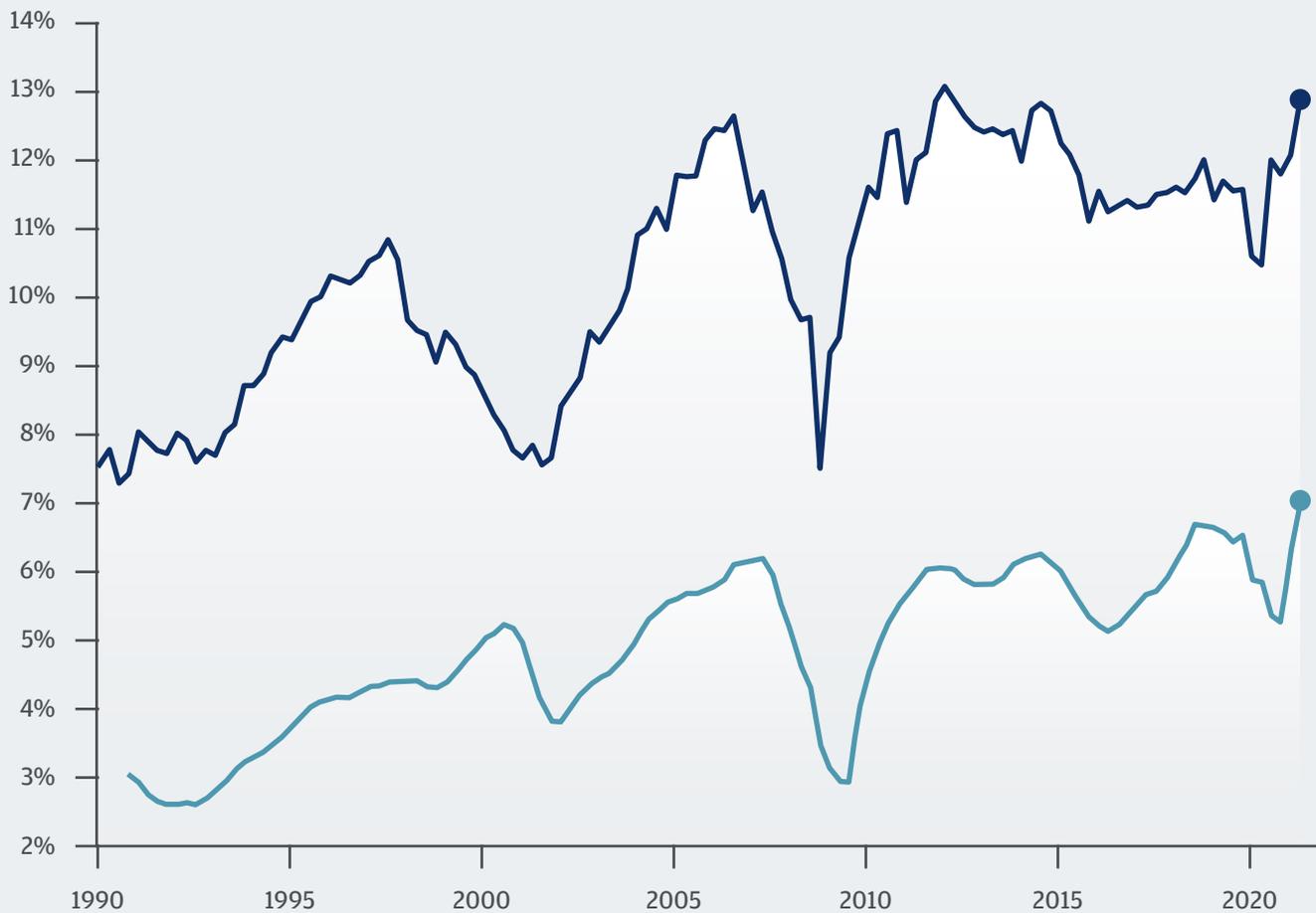
Pago de servicio de deuda como % de renta personal disponible



Fuente: Junta de la Reserva Federal. Datos hasta el segundo trimestre de 2021.

## LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES ESTADOUNIDENSES ESTÁN EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

Porcentaje del PIB (%)



○  
**Beneficios empresariales  
de toda la economía**  
(miles de millones de dólares  
estadounidenses, ajustado para reflejar la  
estacionalidad)

○  
**Beneficios de explotación  
del S&P500 a cuatro trimestres**  
(miles de millones de dólares  
estadounidenses)

Fuente: Oficina de Análisis Económico, Haver Analytics. Datos hasta el segundo trimestre de 2021.



Al cuartil superior de rentas le fue al que mejor.

El 20% de rentas más altas aumentó su patrimonio neto en la impresionante cifra de 17 billones de dólares entre diciembre de 2019 y mediados de 2021. Aun así, las cohortes medias en términos de patrimonio y renta también están mucho mejor que antes. El patrimonio neto de las rentas entre el percentil 20 y 80 ha subido más de 6 billones de dólares, y sus pasivos están a su nivel más bajo en relación con los activos desde principios de los años 90.

Los puestos de trabajo abundan, y los empleadores están pagando una prima para atraer a los trabajadores.



La tasa de abandono del puesto de trabajo en Estados Unidos está a su nivel más alto del histórico de la serie, que comenzó en el año 2000, lo que sugiere que la demanda de mano de obra es robusta. (Las personas generalmente sólo abandonan sus puestos de trabajo cuando confían en encontrar otro). En términos generales, los salarios han subido un 4-5% interanual, el ritmo mayor desde mediados de la década de 2000, y la mayor proporción de pymes de la historia pretende subir las remuneraciones. Es importante señalar, asimismo, que los salarios están creciendo más rápidamente en los niveles más bajos de renta.

Esto parece ser una tendencia global. En el Reino Unido, por ejemplo, la ratio actual de puestos de trabajo vacantes por cada puesto de trabajo ocupado está a su nivel más alto de la historia. En definitiva, los trabajadores tienen el mayor poder de fijar el precio de su mano de obra desde los años 90. Aunque hay motivos para creer que el ritmo actual de crecimiento salarial se moderará, probablemente lo haga a un ritmo mucho más saludable que en el periodo que siguió a la crisis financiera global.

---

4-5%

**Los salarios han subido un 4-5% interanual, el ritmo mayor desde mediados de la década de 2000**

## EXCESO DE AHORRO DE LOS HOGARES

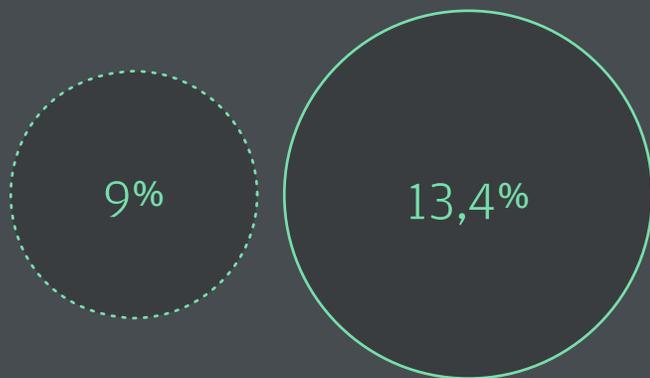
% de renta familiar de ahorro acumulado  
real desde cuarto trimestre 2019 menos  
ritmo 2019

4º trim. 2020    4º trim. 2021

### Total mercados desarrollados\*



### Estados Unidos



### Unión Monetaria Europea\*



### Reino Unido



### Japón



\*Estados Unidos, Unión Monetaria Europea, Reino Unido y Japón.  
Fuente: J.P. Morgan. 28 de octubre de 2021.



Con este punto de partida, esperamos que los consumidores de los países desarrollados impulsen la demanda y el crecimiento económico el año que viene y en adelante.

Los sectores que quedaron rezagados durante la recuperación de la crisis financiera, como la vivienda y los automóviles, podrían liderar el ciclo actual. En la actualidad, el parque de viviendas estadounidense ni siquiera se acerca a cubrir la demanda. Los precios de la vivienda han subido, pero los tipos hipotecarios bajos y el incremento de las rentas hacen que la vivienda siga siendo asequible.<sup>2</sup> El cambio a esquemas de trabajo más flexibles debería permitir a las personas mudarse de las ciudades y suburbios cercanos a ciudades y exurbios relativamente más baratos. Mientras tanto, la innovación en la industria automovilística, incluyendo la electrificación y la conducción asistida, podría provocar un ciclo prolongado de actualización del parque automovilístico en Estados Unidos y a nivel global.

<sup>2</sup> Según el índice de vivienda asequible de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios estadounidense, que realiza ajustes para reflejar la renta mediana y los tipos hipotecarios, la vivienda en propiedad es más asequible ahora que en cualquier punto entre 2000 y 2010.

## Del lado de las empresas, el punto de partida es igualmente impresionante.

Los beneficios y los márgenes están en máximos históricos, los diferenciales de crédito *investment grade* están en mínimos históricos, con demanda alta. En los países desarrollados, el sector financiero muestra solidez y voluntad de prestar dinero. Las compañías del S&P 500 han convertido un crecimiento económico global cercano al 6% y un crecimiento de las ventas del 15% en un crecimiento de los beneficios del 45% en 2021. Este apalancamiento operativo ha sorprendido a los inversores, y ha provocado una revalorización del índice cercana al 20%.

Los beneficios europeos han sido aún más notables (aunque partían de una base más baja). Un incremento de las ventas del 10% ha generado un crecimiento de los beneficios del 64% en la región, y las acciones europeas han mantenido el ritmo de sus equivalentes estadounidenses en divisa local por primera vez desde 2018. Aunque esperamos cierta desaceleración en 2022, sigue existiendo margen para una sorpresa al alza de los beneficios.



---

A medio plazo, esperamos que la economía global trabajará para solucionar los problemas que han surgido en 2021.

La demanda de bienes duraderos se disparó, lo que pilló con el pie cambiado a los proveedores y desbordó las cadenas de suministro. Ahora es necesario reforzar las cadenas de suministro, lo que debería provocar un aumento adicional de la inversión. Los inventarios están agotados y deben reponerse. En conjunto, este gasto debería sostener los nuevos pedidos, el empleo, la manufactura, el comercio y, en última instancia, las ventas y los beneficios. Por último, el gasto de consumidores debe reequilibrarse, volviendo a los servicios a medida que vaya desapareciendo la pandemia, lo que debería aliviar aún más la presión sobre las cadenas de suministro, las cuales de otro modo podrían no aligerarse demasiado.

Aunque en los países en vías de desarrollo las cicatrices de la pandemia son más graves, las empresas y los hogares de los países desarrollados deberían poder construir sobre las ganancias obtenidas durante la pandemia.

VISIÓN GENERAL

---

Una nueva  
era de innovación  
está impulsando  
la creación  
de valor

La pandemia ha consolidado algunas megatendencias clave: la transformación digital, la innovación sanitaria y la sostenibilidad.

---

¿Cómo se deben dimensionar las inversiones en megatendencias clave? Estas inversiones son más idóneas para objetivos a más largo plazo, con distribuciones potencialmente mayores en los activos con el mayor horizonte temporal y mayor capacidad de riesgo.

## La economía global se ha hecho aún más digital.

La innovación sanitaria ha conseguido vacunas eficaces con una rapidez asombrosa. Por otro lado, los responsables políticos y las empresas siguen comprometidos con la inversión para mitigar el cambio climático

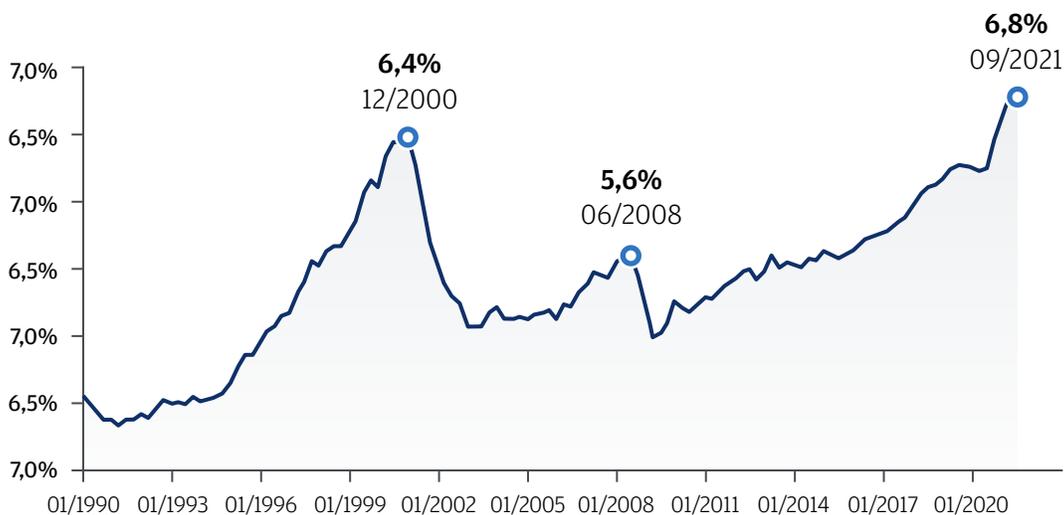
Creemos que estas tendencias seguirán impulsando la investigación y el desarrollo, la inversión y la creación de valor.

En los últimos años, se han producido innovaciones en el gasto en comercio electrónico, hardware tecnológico, computación en la nube y ciberseguridad. El gasto en comercio electrónico es un 20% más alto que antes de la pandemia, y el gasto global en ciberseguridad para la computación en la nube creció a un ritmo del 40% en 2021. Todas estas áreas se beneficiaron del hecho de que la gente pasara más tiempo online.<sup>3</sup>

En los próximos años, esperamos que la transformación digital de la economía siga su ritmo: es probable que se incremente la automatización en los sectores de producción tanto de bienes como de servicios, posiblemente catalizada por la escasez en el mercado laboral. La inteligencia artificial y el aprendizaje automatizado seguirán habilitando nuevas tecnologías como los asistentes de voz y la conducción autónoma.

### LAS COMPAÑÍAS ESTÁN INVIRTIENDO EN INNOVACIÓN

Gasto en software, tratamiento de información e investigación y desarrollo como % del PIB de Estados Unidos



Fuente: Oficina de Análisis Económico, Oficina Presupuestaria del Congreso. Datos hasta el tercer trimestre de 2021.

<sup>3</sup> Otro ejemplo: La escasez de semiconductores se vio impulsada por la fuerte subida de la demanda de bienes por parte de los consumidores. ¡Casi todo lleva un semiconductor integrado hoy en día!

# Transformación digital



En la industria del automóvil—que, en muchos sentidos, está en el epicentro de la disrupción— la electrificación de la flota global demostrará ser una fuerza poderosa.

Un dato revelador: los vehículos eléctricos tienen al menos cuatro veces más contenido en semiconductores que los vehículos tradicionales con motores de combustión interna.

Más allá del sector automovilístico, la transformación digital resulta cada vez más común en sectores que van desde las finanzas (pagos y blockchain) al minorista (realidad aumentada), pasando por el de ocio (algoritmos de preferencias) y el sanitario (medicina predictiva alimentada por inteligencia artificial). Para mejor o para peor, el metaverso podría pasar la mayor parte de la vida al ámbito digital.

La computación en la nube sigue acelerándose. Antes de la pandemia, entre el 20% y el 30% de todo el trabajo se hacía en la nube. Los ejecutivos creían que se tardaría 10 años en alcanzar una cuota del 80%. Actualmente, consideran que se podría lograr en tres. Para algunos inversores, los cripto-activos podrían representar una oportunidad a largo plazo interesante en el contexto de carteras más amplias basadas en sus objetivos.

# Innovación sanitaria

En el ámbito de la sanidad, los investigadores buscan si la tecnología ARNm que hay detrás de las vacunas puede utilizarse para tratar otras enfermedades.

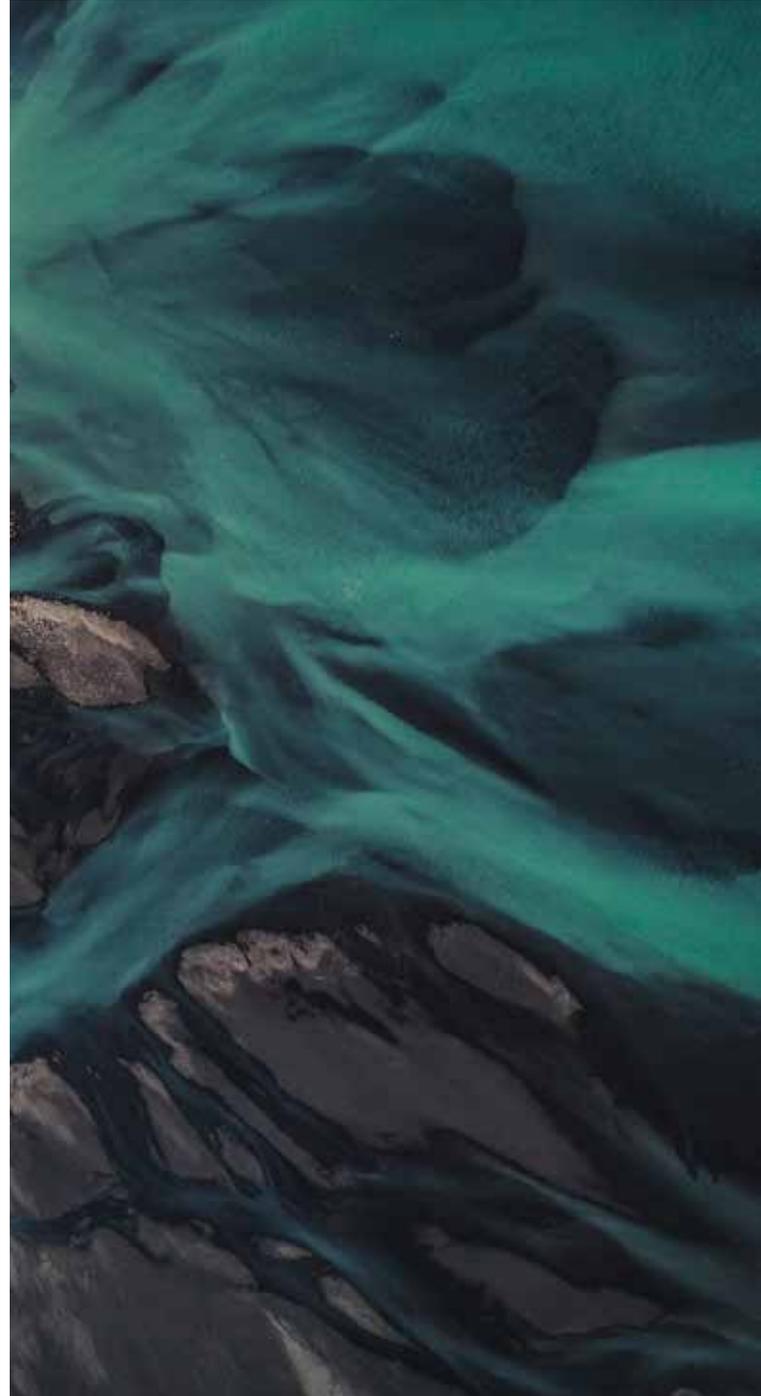
A medida que la innovación sanitaria se acelere, creemos que el sector probablemente se volverá más personalizado, más centrado en los cuidados preventivos y más digital. Los dispositivos portátiles, la telemedicina y la edición de genes son otras áreas notables de oportunidad para la inversión.



# Sostenibilidad

El apoyo político de Estados Unidos, Europa y China, así como la mayor frecuencia y capacidad destructiva de los desastres naturales apuntan a la necesidad de la inversión sostenible.

Algunas estimaciones sugieren que se necesitarán entre 4 y 6 billones de dólares al año esta década para descarbonizar la economía global. Para alcanzar el objetivo del presidente Biden de descarbonizar la red eléctrica antes de 2035, Estados Unidos necesitará invertir hasta 90.000 millones de dólares al año en nueva capacidad de generación de energía eólica y solar. A pesar de tener valoraciones bastante altas, observamos oportunidades en tecnologías limpias como la captura de carbono, el almacenamiento en baterías, fuentes de energías renovables y eficiencia energética. La economía circular y la tecnología agrícola también son áreas de interés. El nuevo mercado de compensación de carbono también podría presentar oportunidades para los inversores tácticos.



---

Al evaluar las oportunidades que presentan nuestras tres megatendencias, creemos que resulta esencial diversificar entre regiones, estilos de inversión y sectores. También podemos centrarnos en los facilitadores de estas megatendencias: la ciberseguridad, la inteligencia artificial, la computación en la nube y los semiconductores. La nueva era de la automatización no sólo resulta prometedora para las carteras bien posicionadas, sino que también podría conducir a un mayor crecimiento de la productividad en toda la economía.

# Vigilar las corrientes cruzadas

Aunque vemos un claro potencial para un ciclo económico más dinámico, el entorno actual también está plagado de corrientes cruzadas. Confiamos en que la expansión económica continúe durante 2022, pero su fuerza probablemente venga determinada por la respuesta monetaria a la inflación, el éxito relativo de los responsables políticos chinos a la hora de reequilibrar su economía y el ritmo de la transición de una pandemia a una enfermedad endémica.

RIESGOS CLAVE

---

# Inflación y política monetaria

Algunos bancos centrales del mundo ya se han embarcado en un ciclo de subidas de tipos. Los inversores comienzan a preguntarse cuándo se unirá la Reserva Federal.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Por ejemplo, en Brasil, el banco central ha subido los tipos de referencia un 4,25% desde marzo, y el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y otros parecen dispuestos a embarcarse en un ciclo de endurecimiento agresivo. A pesar de las subidas de los tipos, en Brasil la inflación sigue al 10%, lo que plantea dudas sobre la capacidad de los bancos centrales de solucionar mediante subidas de los tipos los problemas de inflación que se están produciendo en todo el mundo.

Actualmente, el mercado sugiere que la Reserva Federal subirá los tipos a mediados del año que viene, y que los tipos a corto plazo se acercarán al 1% antes de finales de año.

Nosotros esperamos una Reserva Federal ligeramente más paciente en lo que se refiere a las subidas de los tipos. Un trasfondo de inflación en fase de moderación (nuestro caso base) debería dar cierto margen a la Reserva Federal para esperar a que el mercado laboral logre una recuperación más completa, y se acerque más a la tendencia de antes de la pandemia.

En 2021, la elevada inflación subyacente en Estados Unidos (que excluye alimentación y energía) ha venido impulsada por un aumento de la demanda de bienes. Las cadenas de suministro han sufrido tensiones. En los últimos años, se ajustaron a un periodo prolongado de tibieza en la actividad económica, demanda mediocre e incertidumbre derivada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Sin embargo, en la actualidad, el gasto real en bienes está un 15% por encima del nivel anterior a la pandemia. Las importaciones de China y el resto de Asia se dispararon, pero la oferta no pudo hacer frente a la demanda, especialmente debido a las perturbaciones derivadas de las políticas estrictas de contención del COVID-19. También provocó una escasez de semiconductores, lo que exacerbó las subidas de los precios en el sector automovilístico. De hecho, casi un 30% de la subida de los precios al consumo en Estados Unidos en 2021 viene impulsada por los automóviles, aunque este sector tan sólo representa el 7% de la cesta del gasto de consumidores.

---

La protección frente a la inflación resulta clave para alcanzar sus objetivos a corto plazo. Entrando en 2022, puede construir una cartera que reconozca y mitigue los riesgos de inflación.

Esperamos que la inflación de los precios de las mercancías sea transitoria.

Según vaya desapareciendo la pandemia, los consumidores deberían redirigir su gasto de los bienes a los servicios. Las tensiones de las cadenas de suministro deberían aliviarse, y, aunque se ha desplomado la inversión extranjera directa, los flujos comerciales y de las carteras sugieren que es poco probable que se revierta plenamente la fuerza secular de la globalización que mantuvo controlada la inflación de los bienes durante dos décadas.

Sin embargo, existen señales de que los incrementos de los precios se están extendiendo. Por ejemplo, la inflación de la vivienda, un componente importante y bastante rígido, está subiendo. Por otro lado, el crecimiento salarial ya es alto, y debería verse respaldado a medida que el mercado laboral siga avanzando hacia el pleno empleo.

## EN ESTADOS UNIDOS, LA INFLACIÓN DE BIENES SE HA DISPARADO DEBIDO A LA FORTALEZA DE LA DEMANDA

Cambio porcentual interanual



Inflación de bienes

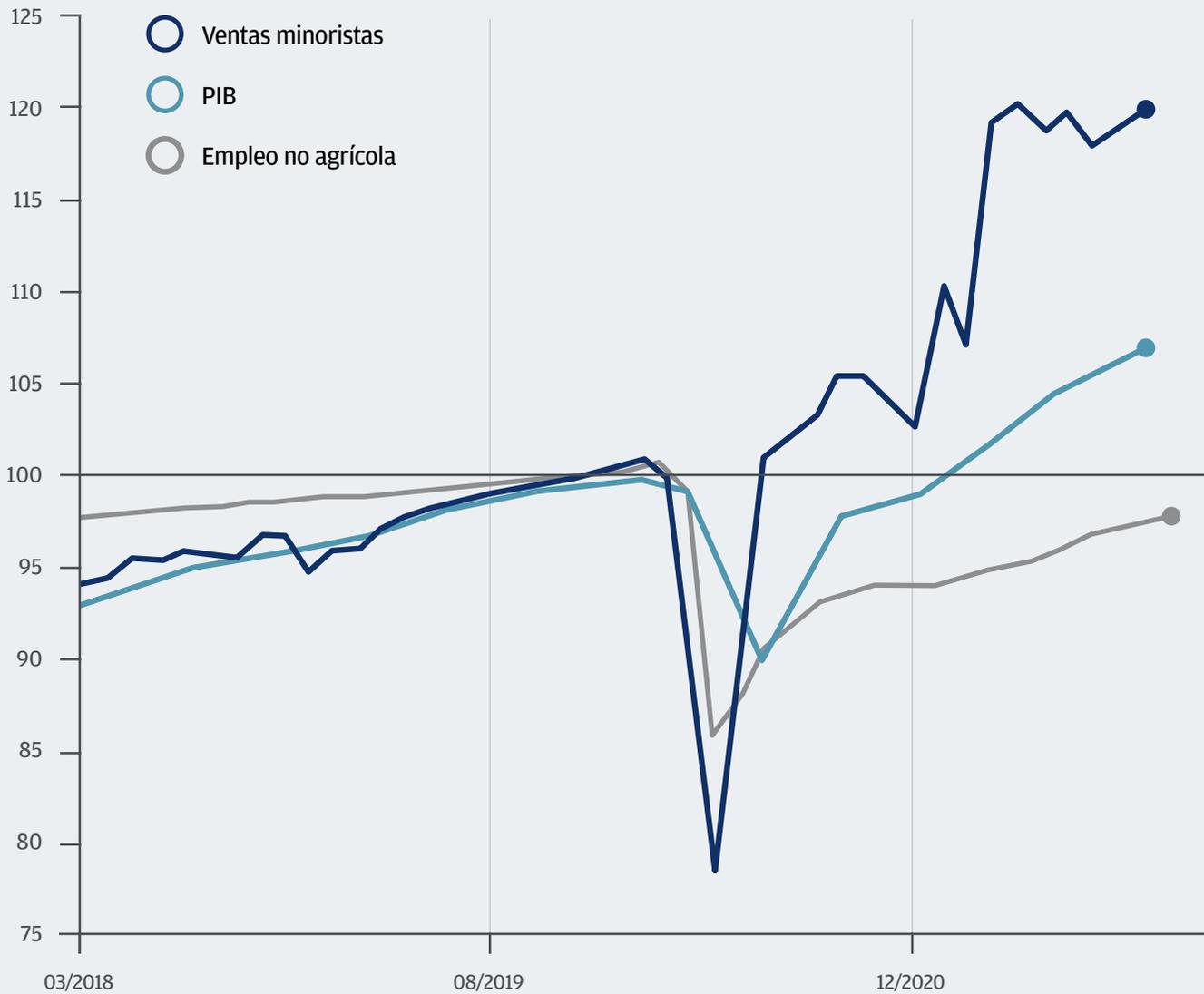


Inflación de servicios

Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales. Octubre de 2021.

## LA PRODUCCIÓN ESTADOUNIDENSE SE HA RECUPERADO PLENAMENTE, PERO NO EL MERCADO DE TRABAJO

Nivel del índice (diciembre de 2019=100)



Fuente: Oficina de Análisis Económico, Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics. Datos hasta tercer trimestre de 2021.

No obstante, el mercado de trabajo lleva todo el año siendo un enigma para economistas y estrategas.

La economía estadounidense sigue teniendo 5,5 millones de trabajadores menos que la tendencia anterior a la pandemia, y la tasa de desempleo está por encima del 4,5%. Estos datos sugieren que existe una amplia oferta de trabajadores. Sin embargo, los datos de las encuestas y otras medidas indican que a las empresas les está costando mucho contratar trabajadores, lo que apunta a un mercado laboral que se está quedando sin margen de maniobra.

Al igual que las presiones inflacionistas en la economía global, la dinámica del empleo no es exclusiva de Estados Unidos. En muchos mercados desarrollados, hay muchas ofertas de empleo, especialmente en las industrias del ocio y hostelería, con alto nivel de contacto. Por ejemplo, en el Reino Unido, las empresas de ocio y hostelería tienen el doble de probabilidad que los demás sectores de sufrir escasez de trabajadores. En los países en vías de desarrollo como Vietnam, nuevos brotes de COVID-19 han provocado escasez de trabajadores en las grandes ciudades. La pandemia global está afectando a la dinámica de la mano de obra en los mercados de todo el mundo.

A pesar de la presión demográfica (cerca de 1,5 millones de trabajadores se jubilaron anticipadamente en Estados Unidos durante la pandemia), esperamos que la oferta de mano de obra en Estados Unidos aumente a medida que disminuyan los riesgos sanitarios. Además, es probable que los 2,7 millones de trabajadores que recibían más por las prestaciones por desempleo que trabajando tengan que buscar trabajo en los próximos meses. El fuerte crecimiento de los salarios debería animar a volver al trabajo a algunos de los 2 millones de personas en edad de trabajar que salieron de la población activa. En general, creemos que es más adecuado describir la “escasez de mano de obra” como una dislocación entre los puestos de trabajo disponibles, los salarios que se ofrecen y la capacidad y disposición de los trabajadores a aceptarlos. Con el tiempo, esta dinámica debería volver a equilibrarse.

En la Eurozona, aunque las tasas de desempleo siguen siendo elevadas, la alta utilización del trabajo temporal ha supuesto que la caída de la población activa haya sido menos pronunciada que en Estados Unidos. Por ello, el crecimiento de los salarios ha tardado más en recuperarse, una dinámica que debería favorecer una actitud paciente del BCE. A medio plazo, a medida que continúe la recuperación del mercado de trabajo, esperamos que el crecimiento salarial europeo continúe a un ritmo saludable.

Las subidas salariales han superado a los incrementos de los precios de bienes y servicios durante la pandemia, y no encontramos casi ninguna evidencia de erosión de los márgenes debido a subidas de costes. El riesgo de que esto no se cumpla es que la inflación de los productos básicos siga siendo elevada, o que la ratio de empleo/población no se recupere plenamente. Ello sugeriría que la economía ya no tiene margen, lo que podría inducir una respuesta agresiva de la Reserva Federal en 2022. Esto podría resultar muy perjudicial tanto para la economía como para los activos de riesgo.



---

Aunque este escenario implica riesgos, parece que lo más probable será que la sólida mejora del empleo y la moderación de la inflación en 2022 hagan que la Reserva Federal no suba los tipos hasta cerca del fin de 2022 o principios de 2023. El BCE va más rezagado. Una política paciente debería apoyar a los activos de riesgo.

RIESGOS CLAVE

---

# ¿Podrá China superar una transición muy complicada?

Durante muchos años, el crecimiento chino se ha visto impulsado por el crédito fácil, especialmente en el sector inmobiliario.



Ahora, se está  
ralentizando  
significativamente

El crecimiento interanual del PIB en China ha caído por debajo del 5% por primera vez fuera de la pandemia tras el endurecimiento de la política monetaria y fiscal para frenar los excesos de los mercados inmobiliarios y para tomar medidas contra el sector de consumo digital. A cambio de un crecimiento nominal más lento, los responsables políticos esperan lograr una economía más sostenible, impulsada por el consumo de la clase media y la manufactura de alto valor añadido. La aplicación simultánea de políticas macroeconómicas industriales de amplio alcance dificulta su implementación, y aumenta el riesgo bajista para el crecimiento y los mercados.

Las consecuencias económicas  
y de mercado de estos  
cambios han sido graves.

Los bonos de promotores inmobiliarios en dificultades cotizan a 20-30 centavos de dólar, y las compañías de Internet han perdido la mitad de su valor bursátil. Solo Alibaba ha visto caer su valoración en más de 400.000 millones de dólares desde sus máximos. El sector de la educación con ánimo de lucro prácticamente ha dejado de existir. La debilidad económica en China afecta a la economía mundial, principalmente a través del comercio. El sector inmobiliario chino es una de las mayores fuentes de demanda global de materias primas industriales. Claramente, esta ralentización tiene repercusiones para los productores de materias primas de todo el mundo.

## DEBILIDAD DE ESTÍMULOS EN CHINA PARA FRENAR EXCESOS

Nuevo crédito neto como % del PIB



Fuente: Oficina Nacional de Estadística de China, Banco Popular de China. Octubre de 2021.

## ASEDIO A LAS COMPAÑÍAS DE INTERNET CHINAS EN 2021

Cambio en precio en lo que va de año, %

MSCI Emerging  
Markets



-2,3%

Shanghai Shenzhen  
CSI 300 (onshore)



-5,7%

MSCI China  
(offshore)

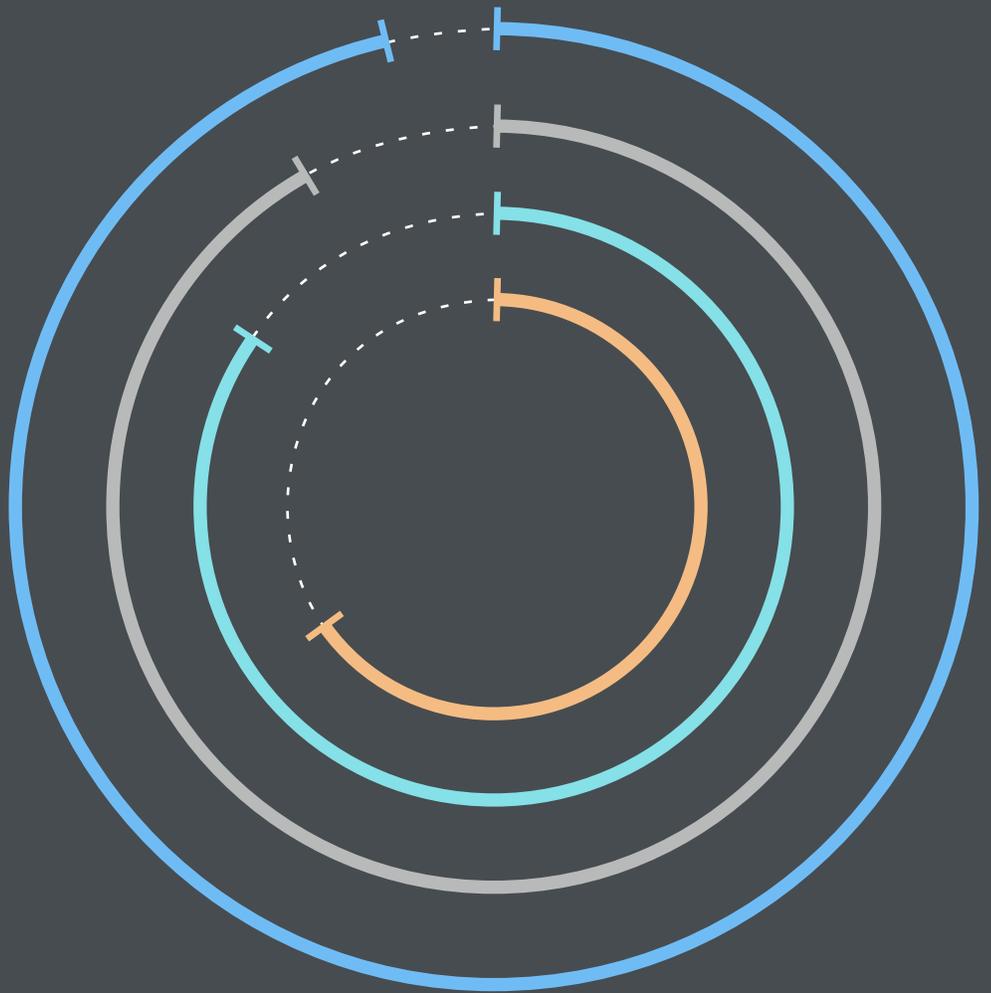


-15,9%

Internet China



-38,0%





Llegados a este punto, muchos se debaten si merece la pena invertir en China.

Creemos que esta no es la pregunta adecuada. Merece la pena invertir en todo, al precio adecuado y si se entiende que las rentabilidades potenciales compensan los riesgos.

Pueden descubrirse oportunidades, pero los inversores deben considerar el espectro completo de los activos chinos y los riesgos asociados. Recuerden también que, aunque la mayoría de los bancos centrales están subiendo los tipos o bien debatiendo cuándo van a subirlos, los responsables políticos chinos probablemente estén más cerca de bajarlos. Esta dinámica podría dar lugar a un beneficio de diversificación interesante para la renta fija china, especialmente en vista del panorama difícil de la renta fija de los países desarrollados.

Resulta esencial comprender las muy diferentes características de los índices *offshore* y *onshore*. El índice de renta variable *offshore* (MSCI China) comprende

principalmente compañías tecnológicas y de Internet, y su titularidad es predominantemente extranjera. El índice de renta variable *onshore* (CSI300) tiene una distribución más equitativa entre sectores, y su titularidad es predominantemente nacional. En este momento nos parece más atractivo este último.

A corto plazo, la incertidumbre sobre el impacto que podrían tener las regulaciones actuales y futuras en los márgenes y en el crecimiento de los beneficios podría lastrar la renta variable *offshore*, ante las dificultades que tienen los inversores para valorar estas empresas. Sin embargo, los mercados *onshore* incluyen muchas de las compañías de energías limpias, vehículos eléctricos y semiconductores, que podrían beneficiarse del apoyo de la política gubernamental.



---

China seguirá avanzando para convertirse en una economía moderna de altos ingresos, con tecnología a la vanguardia mundial, pero este camino no está asegurado, y el proceso va a ser accidentado. La transición presenta un riesgo bajista a corto plazo para la economía global y para los mercados financieros. Sin embargo, a largo plazo, la transición podría dar lugar a una economía más duradera, marcada por un crecimiento de mayor calidad (aunque a un ritmo algo más lento).

RIESGOS CLAVE

---

# Adaptarse al virus



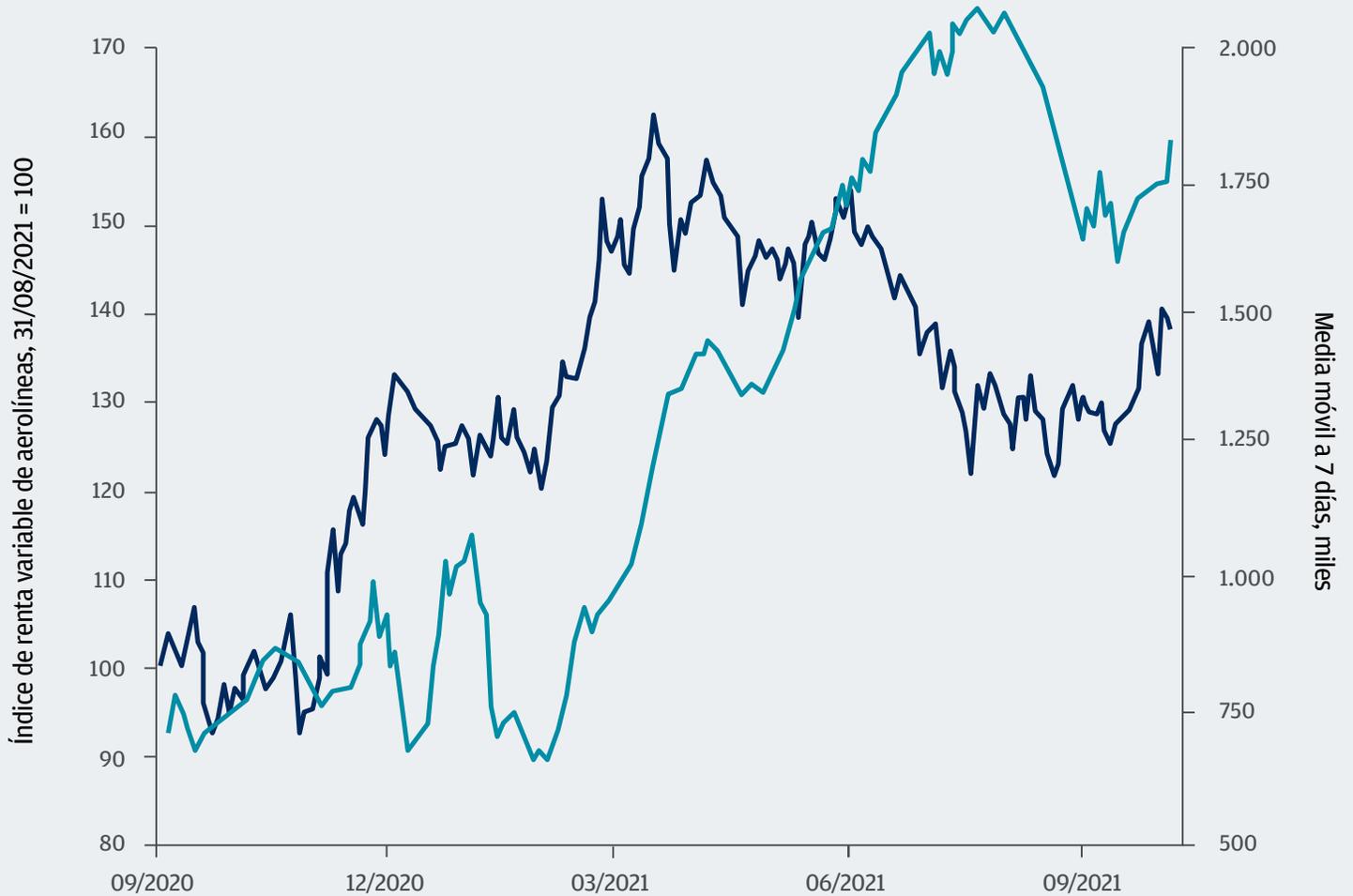
Aunque la trayectoria del coronavirus ha demostrado ser muy difícil de predecir, en la actualidad los inversores se toman la incertidumbre con mucha naturalidad.

La mala noticia es que parece probable que el COVID-19 se convierta en una enfermedad endémica; los humanos tendremos que seguir adaptándonos a ella. La buena noticia es que las vacunas, la inmunidad adquirida por infecciones anteriores y los nuevos tratamientos reducen los riesgos asociados a la propagación de la enfermedad.

En el momento actual, el 42% de la población mundial ha completado la pauta original del programa de vacunaciones contra el COVID-19, y se están distribuyendo dosis adicionales. La mayoría de las estimaciones sugieren que más del 65% de la población mundial tiene alguna clase de protección frente al virus, bien por vacunación o por exposición anterior.

Sin embargo, es probable que se produzcan nuevos brotes de COVID-19, posiblemente debido a nuevas variantes. Para comprender cómo podrían reaccionar los mercados, analizamos la experiencia estadounidense con la ola Delta. Una subida inesperada de los casos perjudicó a las acciones de compañías vinculadas con la movilidad (como las líneas aéreas) y los precios del petróleo. La lógica que subyace este movimiento es que, cuanto más se propague el COVID, menos viajes habrá; por eso cae la demanda de petróleo.

## REACCIÓN DE LA RENTA VARIABLE DE AEROLÍNEAS Y VIAJEROS MONITORIZADOS POR LA TSA



○  
Índice de renta variable de aerolíneas

○  
Número de viajeros controlados por TSA

Fuente: Bloomberg . 22 de octubre de 2021.



Más complicado para los inversores es valorar la medida en la que ciertos países aplican las políticas denominadas “COVID cero”.

Cuanto más tiempo lo hagan, más interrupciones habrá de la producción manufacturera y de las cadenas de suministro globales. Durante el tercer trimestre, compañías como Nike y Toyota citaron problemas de suministro debido a los cierres en lugares como Vietnam. En un momento dado, hasta el 50% de todos los fabricantes de ropa y calzado del país estaban cerrados. El cierre de puertos en China dificultó aún más el transporte marítimo global.

En términos más generales, las previsiones de crecimiento económico del PIB estadounidense para el tercer trimestre anualizado se desplomaron, del 6% a tan sólo un 2% durante el trimestre, entre las interrupciones de las cadenas globales de suministro, que se vieron agravadas por el aumento de casos de coronavirus. Las condiciones empresariales en el este de Asia (especialmente en China, Australia y Vietnam) se deterioraron aún más.

Las rentabilidades de la renta fija cayeron hasta que la ola Delta dejó claramente atrás el máximo de contagios en Estados Unidos. En los mercados de renta variable, las áreas del mercado de orientación digital y mayor capitalización bursátil obtuvieron resultados mejores que los de los sectores más ligados a la producción económica.

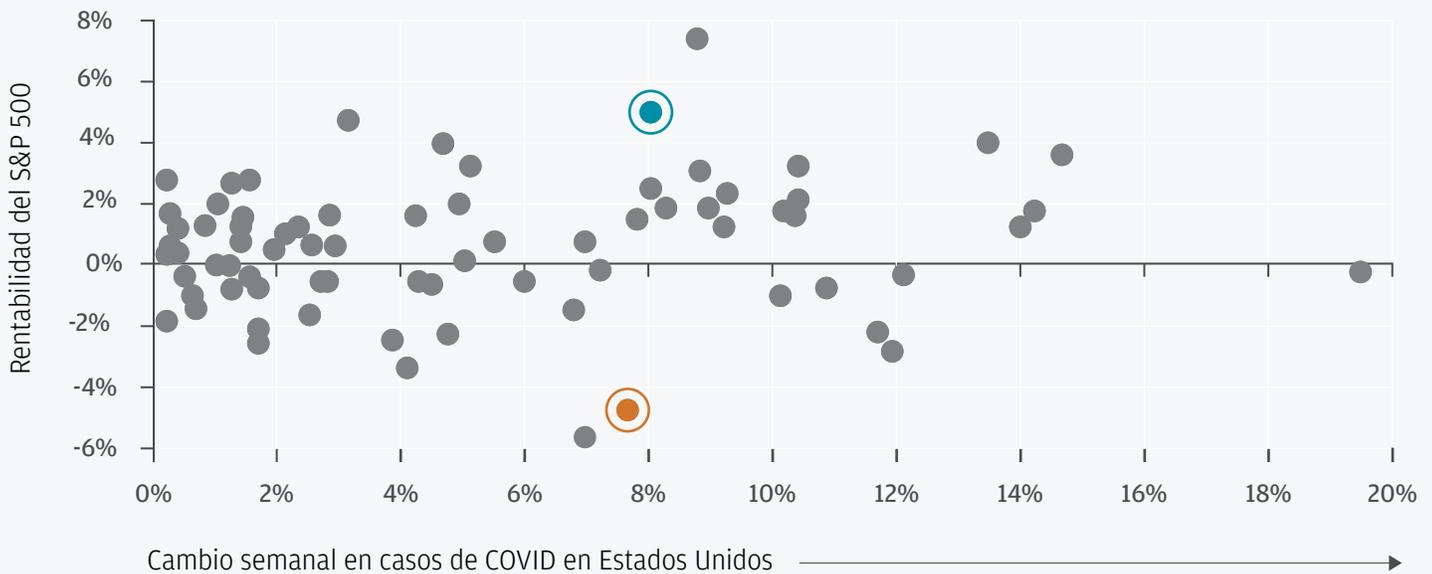
Aun así, al final, la ola Delta apenas hizo mella en los mercados bursátiles estadounidenses y europeos: el S&P 500 alcanzó 28 nuevos máximos, y el Stoxx 600 europeo mantuvo el ritmo. Recientemente, la mayor penetración de las vacunas ha provocado una marcada mejora en las operaciones manufacturaras en lugares como Hanoi, y se observan los primeros signos de que los problemas de las cadenas de suministro globales comienzan a aliviarse.

28

**La ola Delta apenas hizo mella en los mercados bursátiles: el S&P 500 alcanzó 28 nuevos máximos**

**NO SE OBSERVA RELACIÓN ENTRE LOS RESULTADOS DEL S&P 500 Y EL CAMBIO EN CASOS DE COVID TRAS LA PRIMERA OLA**

Cambio semanal en el índice S&P 500 (mayo de 2020-octubre de 2021)



Source: Bloomberg Finance L.P. Data as of November 19, 2021.



---

¿Qué lección deben aprender los inversores? Por sector económico y factor de estilo (*growth, value, etc.*), creemos que los resultados relativos probablemente sigan estando correlacionados con la dinámica del virus, al igual que las rentabilidades de los bonos.

No obstante, los mercados de renta variable de gran capitalización probablemente sean capaces de superar las posibles perturbaciones –siempre que el crecimiento de los beneficios siga siendo sólido. Nosotros nos estamos centrando en empresas de alta calidad, cuya capacidad de obtener beneficios pueda impulsar las rentabilidades en entornos de subida o de bajada de los tipos de interés. En renta fija, la gestión activa sigue resultando fundamental.

En conclusión: Esperamos que el virus siga teniendo un impacto decreciente en las economías en los mercados, aunque ciertos sectores seguirán siendo vulnerables a un aumento de los casos.

An aerial photograph of a rugged coastline with dark, jagged rocks and a deep blue sea. A teal gradient overlay covers the bottom left portion of the image. The text is centered in white serif font.

¿Cuál es el  
significado de  
nuestras perspectivas  
para su cartera?

En el centro de nuestras perspectivas está la idea de que la economía global será más dinámica durante este ciclo económico que durante el anterior.

La política económica en Estados Unidos, Europa y China se dirige a fomentar un crecimiento más duradero y de calidad en todo el espectro de rentas, incluso si sus probabilidades relativas de éxito varían según las regiones. Los hogares y las empresas en Estados Unidos y Europa tienen balances saneados y disfrutan de una fuerte demanda de sus bienes, servicios y mano de obra. La innovación está impulsando cambios estructurales en todos los sectores, y podría llevar a una economía global más productiva.

Estas fuerzas tienen consecuencias importantes para la inversión –especialmente para los inversores a largo plazo que siguen posicionados para afrontar el malestar económico de finales de la década de 2010.

En 2022, a medida que las economías de Estados Unidos y Europa avancen hacia la mitad del ciclo, esperamos un entorno de alto crecimiento, caracterizado por una inflación más alta que la que vieron los inversores en el ciclo anterior. Aunque la fase del ciclo podría diferir según las regiones, estas condiciones son prometedoras para los mercados de renta variable a nivel global, especialmente en relación con la renta fija tradicional. La gestión activa dinámica podría añadir valor, dado que la volatilidad podría seguir siendo elevada tanto en la renta variable como en la fija. El dinero en efectivo sigue teniendo una rentabilidad esperada profundamente negativa después de ajustes por inflación; sigue siendo la clase de activo que menos preferimos.

---

**Mantenga liquidez para sus gastos a corto plazo y como red de seguridad psicológica para sortear la volatilidad. Sin embargo, la liquidez estratégica –la liquidez como inversión estratégica– es la clase de activos que menos preferimos.**



# Renta variable

No, la renta variable no está infravalorada. En la mayoría de los principales mercados, en el mejor de los casos está a su valoración plena, pero los inversores están pagando una prima por un crecimiento de los beneficios y una generación de flujos de caja libres excepcionales.

De cara al próximo año, tenemos una opinión más optimista del crecimiento de los beneficios que el consenso en la mayoría de las regiones que cubrimos, con la notable excepción de China. Favorecemos los mercados desarrollados sobre los emergentes, pero nos importa más la calidad de los factores subyacentes del negocio y las fuentes de ingresos que la jurisdicción. A algunos inversores les preocupa un posible deterioro de los márgenes de beneficio. Nosotros creemos que las subidas de los precios y el incremento de la productividad compensarán la subida de los costes de los insumos y de la mano de obra.

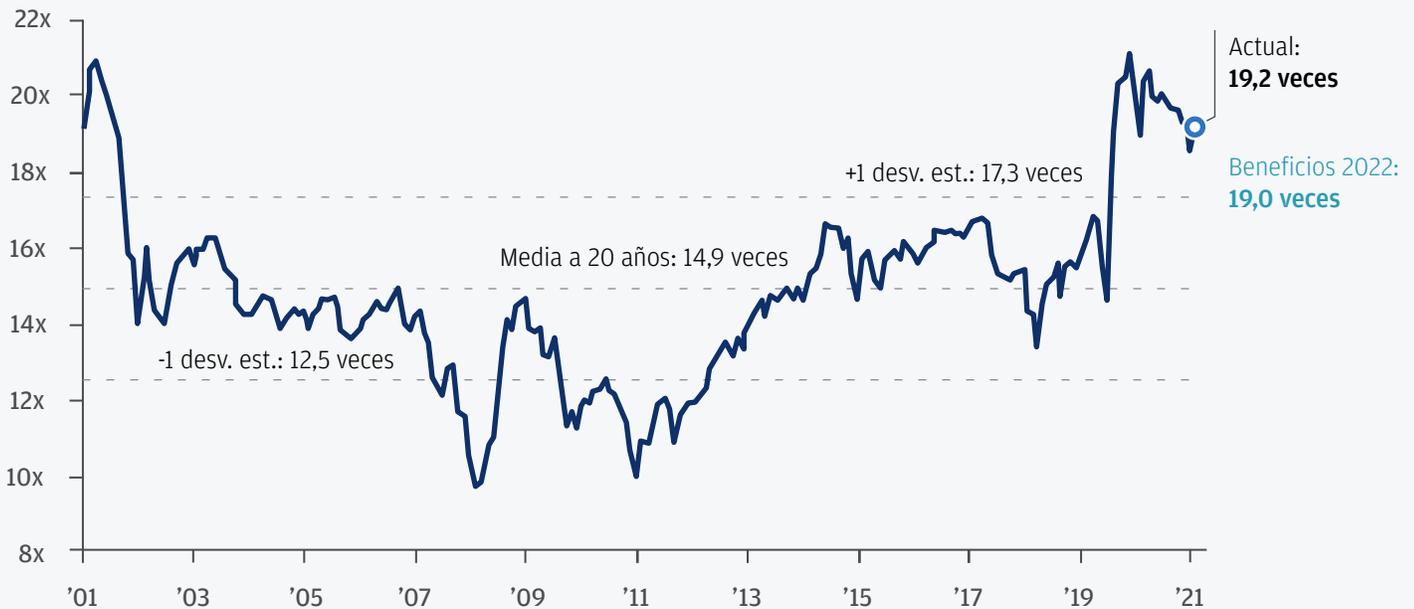
De hecho, creemos que nos encontramos en la fase de “crecimiento” del ciclo de mercado – donde el crecimiento de los beneficios impulsa las rentabilidades de los mercados de renta variable, y donde pueden beneficiarse los expertos en la selección de acciones.

También es importante señalar que esperamos que las rentabilidades se distribuyan de forma más equitativa entre los distintos sectores y empresas, y que no sólo se concentren en los mayores nombres, con vientos favorables seculares más fuertes. Es posible que las carteras hayan acumulado desequilibrios debido a la dinámica del ciclo anterior. Seguirá teniendo importancia mantener un equilibrio entre compañías de crecimiento secular a largo plazo que cotizan a precios “razonables” y compañías que

se benefician de la fortaleza a corto plazo de la economía física. Por este motivo, los sectores tecnológico y financiero están entre nuestros favoritos. Sirven como diversificadores de las carteras, porque reaccionan en dirección opuesta a los cambios en los tipos de interés, y ambos sectores deberían verse impulsados por el fuerte crecimiento de los beneficios. A medida que nos adentremos en la mitad del ciclo, los gestores activos deberían ser capaces de añadir valor a las carteras de renta variable.

## RATIO PER DEL MSCI WORLD

PER a 12 meses basado en expectativas del MSCI World



Fuentes, MSCI, FactSet, J.P. Morgan Asset Management -Guía de los Mercados. El ratio PER es el precio dividido por las estimaciones de consenso de los analistas del beneficio por acción en los próximos 12 meses, publicadas por FactSet desde 2001. El PER medio y las desviaciones estándar se calculan utilizando el histórico de 20 años de FactSet. Datos a 31 de octubre de 2021.

# Inversiones privadas

Para muchos inversores, los mercados privados presentan un conjunto de oportunidades sin explotar.

Los mercados no cotizados podrían ser un coto de caza especialmente atractivo para inversiones relacionadas con las megatendencias que hemos identificado (transformación digital, innovación sanitaria y sostenibilidad). Por ejemplo, de las más de 100.000 compañías de software globales, el 97% no cotizan en bolsa. Compañías de biotecnología no cotizadas y de menor tamaño son fuentes cada vez más importantes de innovación para las grandes farmacéuticas. Tan sólo el 30% de los medicamentos de mayor comercialización de las grandes compañías farmacéuticas fueron desarrollados internamente. Esperamos que los mercados privados logren una prima de rentabilidad en relación con los mercados cotizados, principalmente debido a su acceso a estos motores de crecimiento.



# Renta fija

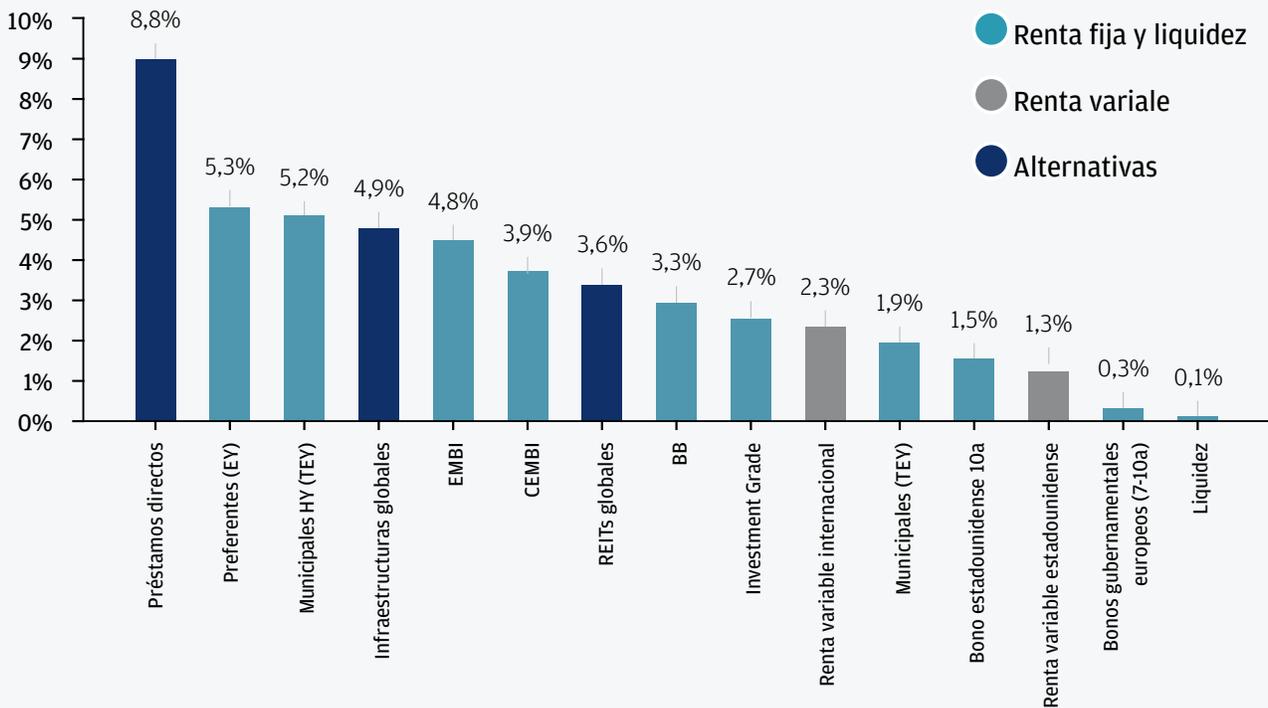
La renta fija tradicional se enfrenta a unas perspectivas complicadas, en vista de unos rendimientos históricamente bajos, que probablemente sigan subiendo mientras la inflación siga siendo elevada. Los inversores se enfrentan a dos desafíos: encontrar rentabilidad y protegerse frente a la volatilidad potencial de la renta variable, subiendo a un ritmo superior a la inflación.

La renta fija tradicional sigue siendo un elemento esencial de la construcción de las carteras. Aunque los bajos tipos de interés eliminan una parte de la potencial

apreciación del capital que se ofrecía en caso de recesión económica, esta clase de activos sigue proporcionando protección frente al crecimiento negativo. Sin embargo, entrando en este ejercicio, defendemos la utilización de gestores activos flexibles (bien dentro de la renta fija o entre distintas clases de activos) que podrían ajustar de forma dinámica las carteras en base a las cambiantes condiciones de mercado, para ayudar a complementar a la renta fija tradicional. Esta estrategia dio frutos en 2021, y debería seguir añadiendo valor a las carteras en 2022.

## ESPECTRO GLOBAL DE RENTABILIDADES

Rentabilidades fiscalmente equivalentes, %



Fuentes: BAML, Barclays, Bloomberg, Clarkson, Cliffwater, Dewry Maritime Consultants, Reserva Federal, FTSE, MSCI, NCREIF, Bloomberg Finance L.P. FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Rentabilidades. Datos a 31 de octubre de 2021, salvo Préstamos directos e Infraestructuras globales, a 30 de junio de 2020.

Para que quede claro, nuestra opinión sobre la renta fija tradicional este año es algo más positiva que el año pasado. Aunque los tipos están bajos, han subido sustancialmente en el último año, acercándose a un punto en el que la renta fija podría proporcionar una rentabilidad ajustada a riesgo más competitiva en relación con la renta variable. Para los inversores estadounidenses, especialmente para aquellos que residen en estados con fiscalidad alta, los bonos municipales parecen ahora más atractivos debido a la subida de las rentabilidades. A corto plazo, las mayores expectativas de una subida de tipos por parte de la Reserva Federal están dando a los inversores la oportunidad de salirse de la liquidez para entrar en renta fija a corto plazo.

Las valoraciones de los bonos high yield no resultan atractivas (las rentabilidades son relativamente bajas y los diferenciales reducidos), pero por un buen motivo:

Las tasas de impago de los bonos high yield en 2021 fueron las más bajas de la historia. No obstante, sugerimos confiar en otras partes del espectro de crédito, como los préstamos bancarios, valores híbridos y crédito privado, para aumentar los ingresos con nuevo capital. Los inversores podrían también considerar la posibilidad de invertir en acciones preferentes de bancos, en vista de sus estrictas reservas de capital y su tratamiento fiscal preferente en Estados Unidos.

Para aquellos inversores que buscan protección frente a la inflación, no creemos que los valores del Tesoro con protección frente a la inflación ni el oro sean una buena elección en el momento actual. En su lugar, recomendamos activos cuyos flujos de caja estén ligados a la inflación, como la renta variable con poder de fijación de precios, inmobiliario directo o infraestructuras.

## LAS CARTERAS GLOBALES MODERADAS HAN OBTENIDO EXCELENTES RESULTADOS

Rentabilidad total acumulada de una cartera global 60% renta variable, 40% renta fija



Fuente: Bloomberg Finance, L.P. Datos a 19 de noviembre de 2021.

A person wearing a brown coat stands on a sandy beach, looking out at the ocean. The scene is captured from a high angle, showing the person's silhouette against the vast expanse of the sea and sky. The text is overlaid on a semi-transparent rectangular area in the center of the image.

Conscientes  
de los riesgos,  
pero en última  
instancia  
optimistas

La economía global saldrá de la  
pandemia más fuerte que antes.  
Vemos que ya está en marcha un ciclo  
económico dinámico.

Teniendo en cuenta la interacción entre las economías y los mercados, creemos que en 2022 los inversores deberían esperar rentabilidades por encima de la media en las carteras de activos de riesgo alineadas con objetivos.

Como siempre, sus decisiones de inversión deberían reflejar sus objetivos, horizonte de inversión y tolerancia al riesgo. Trabajando con sus asesores, podrá construir carteras para mitigar cualquier choque que pudiera hacer descarrilar el ciclo. Claramente, debemos prepararnos para una amplia variedad de riesgos bajistas. No obstante, mantenemos perspectivas constructivas, y pretendemos cosechar las ganancias que podrían obtenerse en un periodo de crecimiento prolongado.

# Nuestra misión

---

El Grupo de Estrategia Global de Inversión ofrece opiniones y asesoramiento de inversión líderes en el sector, con la finalidad de ayudar a nuestros clientes a lograr sus objetivos a largo plazo. Para ello aprovechan los amplios conocimientos y experiencia de los economistas, especialistas en estrategia de inversión y especialistas en estrategia de las distintas clases de activos, para ofrecer una perspectiva única de los mercados financieros globales.

*EXECUTIVE SPONSORS*

---

**Clay Erwin**

Global Head of Investments Sales & Trading

**Billy Huzar**

Head of Investment Strategy

**Russ Budnick**

Head of Asset Class Strategy & Trading

*GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP*

---

**Chris Baggini**

Global Head of Equity Strategy

**Kristin Kallergis Rowland**

Global Head of Alternatives

**Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

**Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

**Grace Peters**

Head of EMEA Investment Strategy

**Xavier Vegas**

Global Head of Credit Strategy

**Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

El presente documento tiene como único fin informarle sobre determinados productos y servicios que ofrecen las divisiones de gestión de patrimonios de J.P. Morgan, integrantes de JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). Los productos y servicios descritos, así como las comisiones, los gastos y los tipos de interés asociados, pueden sufrir modificaciones de acuerdo con los contratos de cuenta aplicables, además de diferir entre ámbitos geográficos. No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las regiones. **Lea íntegramente toda esta sección de información importante.**

### DEFINICIONES DE ÍNDICES

El **índice MSCI World Index** es un índice de capitalización bursátil ajustado para tener en cuenta el capital flotante diseñado para medir la rentabilidad de los mercados de renta variable de los mercados desarrollados. El índice comprende 23 índices de países desarrollados.

El **índice S&P 500** es un índice ponderado en función de la capitalización bursátil que comprende 500 acciones. El índice ha sido diseñado para medir los resultados de la economía interna de Estados Unidos en general, a través de los cambios en el valor bursátil agregado de 500 acciones que representan todas las principales industrias. El índice fue desarrollado con un nivel base de 10 para el período base de 1941-1943.

El **índice STOXX Europe 600 Index** (SXXP Index) es un índice que sigue a 600 compañías cotizadas con sede en uno de 18 países europeos. El índice incluye compañías de pequeña, mediana y gran capitalización. Los países representados en el índice son Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Holanda, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido.

El **índice MSCI Emerging Markets Index** captura la representación de las compañías de gran y mediana capitalización de 23 mercados emergentes. El índice comprende 834 compañías, y cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada para tener en cuenta el capital flotante de cada país. Los países emergentes incluyen: Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Qatar, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos.

El **índice MSCI China Index** captura la representación de las compañías de gran y mediana capitalización de acciones de clase H, acciones de clase B, Red chips y P chips de China. El índice comprende 144 compañías, y cubre cerca del 85% de este universo de renta variable china.

El **índice CSI 300** es un índice ponderado en función de la capitalización bursátil diseñado para replicar el comportamiento de las mayores 300 acciones que cotizan en la Bolsa de Shanghai y en la Bolsa de Shenzhen.

El **índice CSI China Overseas Internet Index** ha sido diseñado para medir el comportamiento del universo susceptible de inversión de compañías cotizadas con sede en China cuyo negocio o negocios principales son Internet o sectores relacionados con Internet.

Los índices no son productos de inversión, y no pueden ser considerados a efectos de inversión.

### RIESGOS Y CONSIDERACIONES GENERALES

Las opiniones, las estrategias y los productos que se describen en este documento pueden no ser adecuados para todas las personas y comportan riesgos. **Los inversores podrían recuperar menos del importe invertido, y la rentabilidad histórica no es un indicador fiable de resultados futuros.** La distribución / diversificación de activos no garantiza beneficios o protección contra pérdidas. Nada de lo incluido en este documento debe utilizarse como único elemento de juicio para tomar una decisión de inversión. Se le insta a analizar minuciosamente si los servicios, los productos, las clases de activos (por ejemplo, renta variable, renta fija, inversiones alternativas y materias primas) o las estrategias que se abordan resultan adecuados en vista de sus necesidades. También debe tener en cuenta los objetivos, los riesgos, las comisiones y los gastos asociados al servicio, el producto o la estrategia de inversión antes de tomar una decisión de inversión. Para ello y para obtener información más completa, así como para abordar sus objetivos y su situación, póngase en contacto con su equipo de J.P. Morgan.

### FIABILIDAD DE LA INFORMACIÓN AQUÍ INCLUIDA

Ciertos datos incluidos en este documento se consideran fiables; sin embargo, JPM no declara ni garantiza su precisión, su fiabilidad o su integridad y excluye cualquier responsabilidad por pérdidas o daños (directos o indirectos) derivados de la utilización, total o parcial, del presente documento. JPM no formula declaraciones o garantías con respecto a los cálculos, los gráficos, las tablas, los diagramas o los comentarios que pueda contener este documento, cuya finalidad es meramente ilustrativa/orientativa. Las perspectivas, las opiniones, las estimaciones y las estrategias que se abordan en este documento constituyen nuestro juicio con base en las condiciones actuales del mercado y pueden cambiar sin previo aviso. JPM no asume obligación alguna de actualizar la información que se recoge en este documento en caso de que se produzcan cambios en ella. Las perspectivas, las opiniones, las estimaciones y las estrategias que aquí se abordan pueden diferir de las expresadas por otras áreas de JPM y de las opiniones expresadas con otros propósitos o en otros contextos; **este documento no debe considerarse un informe de análisis.** Los resultados y riesgos proyectados se basan únicamente en los ejemplos hipotéticos citados, y los resultados y riesgos reales variarán según las circunstancias específicas. Las declaraciones prospectivas no deben considerarse como garantías o predicciones de eventos futuros.

Nada de lo indicado en este documento se entenderá que da lugar a obligación fiduciaria o relación de asesoramiento alguna hacia usted o un tercero. Nada de lo indicado en este documento debe ser considerado como una oferta, invitación, recomendación o asesoramiento (ya sea financiero, contable, jurídico, fiscal o de otro tipo) por parte de J.P. Morgan y/o sus equipos o empleados, con independencia de que dicha comunicación haya sido facilitada a petición suya o no. J.P. Morgan

y sus filiales y empleados no prestan servicios de asesoramiento fiscal, jurídico o contable. Consulte a sus propios asesores fiscales, jurídicos y contables antes de realizar operaciones financieras.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE ACERCA DE SUS INVERSIONES Y POSIBLES CONFLICTOS DE INTERESES

Surgirán conflictos de interés cuando JPMorgan Chase Bank, N.A. o cualquiera de sus filiales (conjuntamente, "J.P. Morgan") tengan un incentivo real o supuesto, de índole económica o de otro tipo, en la gestión de las carteras de nuestros clientes para actuar de un modo que beneficie a J.P. Morgan. Surgirán conflictos, por ejemplo (en la medida en que las siguientes actividades estén autorizadas en su cuenta): (1) cuando J.P. Morgan invierta en un producto de inversión, como un fondo de inversión, un producto estructurado, una cuenta de gestión discrecional o un hedge fund, emitido o gestionado por JPMorgan Chase Bank, N.A. o una filial, como J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) cuando una entidad de J.P. Morgan obtenga servicios, incluidas la ejecución y la compensación de operaciones, de una filial; (3) cuando J.P. Morgan reciba un pago como resultado de la compra de un producto de inversión por cuenta de un cliente; o (4) cuando J.P. Morgan reciba un pago por la prestación de servicios (incluidos servicios a accionistas, mantenimiento de registros o custodia) con respecto a productos de inversión adquiridos para la cartera de un cliente. Otros conflictos surgirán por las relaciones que J.P. Morgan mantenga con otros clientes o cuando J.P. Morgan actúe por cuenta propia.

Las estrategias de inversión se seleccionan entre las de los gestores de J.P. Morgan y las de otros gestores de activos, y son objeto de un proceso de revisión por nuestros equipos de análisis. De ese grupo de estrategias, nuestros equipos de elaboración de carteras seleccionan aquellas que consideramos adecuadas conforme a nuestros objetivos de asignación de activos y previsiones a fin de cumplir los objetivos de inversión de la cartera.

Con carácter general, preferimos las estrategias de inversión gestionadas por J.P. Morgan. Esperamos que el porcentaje de estrategias gestionadas por J.P. Morgan sea alto (de hecho, hasta de un 100%) en estrategias como, por ejemplo, de liquidez y renta fija de alta calidad, sujeto a la legislación vigente y a cualesquiera consideraciones específicas de la cuenta.

Si bien nuestras estrategias de gestión interna suelen estar bien alineadas con nuestras previsiones y estamos familiarizados con los procesos de inversión y con la filosofía de riesgos y cumplimiento de la firma, debemos señalar que J.P. Morgan percibe en conjunto más comisiones cuando se incluyen estrategias gestionadas internamente. Ofrecemos la opción de excluir estrategias gestionadas por J.P. Morgan (que no sean productos de efectivo y liquidez) en determinadas carteras.

Los fondos Six Circles son fondos de inversión inscritos en Estados Unidos gestionados por J.P. Morgan y, a su vez, cuya gestión se ha delegado en terceros. Aunque se consideran estrategias gestionadas a escala interna, JPMC no cobra comisiones por gestionar los fondos o prestar otros servicios conexos.

### PERSONAS JURÍDICAS, MARCAS E INFORMACIÓN REGULATORIA

En **Luxemburgo**, este documento lo emite J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL), con domicilio social en European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg (Luxemburgo). Inscrita en el Registro mercantil de Luxemburgo con el número B10.958. Autorizada y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y supervisada conjuntamente por el Banco Central Europeo (BCE) y la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. se encuentra autorizada como entidad de crédito de acuerdo con la Ley de 5 de abril de 1993. En el **Reino Unido**, este documento lo emite J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., London Branch, con domicilio social en el 25 Bank Street, Canary Wharf, Londres E14 5JP. Autorizada y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y supervisada conjuntamente por el Banco Central Europeo (BCE) y la CSSF. Autorizada por la Prudential Regulation Authority. Sujeta a la regulación de la Financial Conduct Authority y a la regulación limitada del Prudential Regulation Authority. Los detalles del Régimen de Licencias Temporales, que permiten a las entidades domiciliadas en el Espacio Económico Europeo operar temporalmente en el Reino Unido mientras solicitan la autorización completa están disponibles en la página web de la Financial Conduct Authority. En **España**, este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid (España). J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España se encuentra inscrita con el número 1516 en el registro administrativo del Banco de España y supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). En **Alemania**, este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Frankfurt Branch, con domicilio social en Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt (Alemania), supervisada conjuntamente por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y el Banco Central Europeo (BCE), supervisada asimismo en determinadas áreas por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). En **Italia**, este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Milan Branch, con domicilio social en Via Cordusio 3, Milán 20123 (Italia) y regulada por el Banco de Italia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). En **Países Bajos** este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch, con domicilio social en World Trade Centre, Torre B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Países Bajos. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch está autorizada y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y supervisada conjuntamente por el Banco Central Europeo y la CSSF en Luxemburgo; J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch está también autorizada y supervisada por De Nederlandsche Bank (DNB)

y la Autoriteit Financiële Markten (AFM) en Países Bajos. Se encuentra registrada ante la Kamer van Koophandel como sucursal de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. con el número 71651845. En **Dinamarca** este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, sucursal de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. con domicilio social en Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dinamarca. J.P. Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, sucursal de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. está autorizada y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y conjuntamente supervisada por el Banco Central Europeo y la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, sucursal de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. está también supervisada por la Finanstilsynet (FSA Danesa) y registrada con la Finanstilsynet como una sucursal de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. bajo el código 29009. En **Suecia**, este material lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - Stockholm Bankfilial, con domicilio social en Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Suecia. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - Stockholm Bankfilial está autorizada y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y supervisada conjuntamente por el Banco Central Europeo y la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Stockholm Branch está también sujeta a la supervisión de Finansinspektionen (FSA Sueca). Está registrada con la Finansinspektionen como una sucursal de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.. En **Francia** este documento también puede distribuirlo JPMorgan Chase Bank, N.A. (“JPMCB”), Paris Branch, regulada por las autoridades bancarias francesas (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution y Autorité des Marchés Financiers). En Suiza, el material es distribuido por J.P. Morgan (Suisse) SA, con domicilio en rue de la Confédération, 8, 1204, Ginebra, Suiza, y que está autorizada y supervisada por la Autoridad Suiza de Supervisión de Mercados Financieros (FINMA), con domicilio en Laupenstrasse 27, 3003, Berna, **Suiza**, como banco y sociedad de valores en Suiza. Consulte el siguiente enlace para obtener información relativa a la política de protección de datos en EMEA de J.P. Morgan: <https://www.jpmorgan.com/privacy>.

Esta comunicación es un anuncio a los efectos de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MIFID II) y la Ley de servicios financieros de Suiza (FINSF). Los inversores no deben suscribir ni comprar ningún instrumento financiero mencionado en este documento, excepto sobre la base de la información contenida en cualquier documentación legal aplicable, que esté o estará disponible en las jurisdicciones pertinentes.

Con respecto a los países de América Latina, la distribución de este documento puede estar restringida en ciertas jurisdicciones. Es posible que le ofrezcamos y/o le vendamos valores u otros instrumentos financieros que no puedan registrarse y no sean objeto de una oferta pública en virtud de la legislación de valores u otras normativas financieras vigentes en su país de origen. Tales valores o instrumentos se le ofrecen y/o venden exclusivamente de forma privada. Las comunicaciones que le enviemos con respecto a dichos valores o instrumentos –incluidos, entre otros, un folleto, un pliego de condiciones u otro documento de oferta– no tienen como fin constituir oferta de venta o invitación para comprar valores o instrumentos en ninguna jurisdicción en que dichas oferta o invitación sean ilegales. Además, la transferencia posterior por su parte de dichos valores o instrumentos puede estar sujeta a ciertas restricciones regulatorias y/o contractuales, siendo usted el único responsable de verificarlas y cumplirlas. En la medida en que el contenido de este documento haga referencia a un fondo, el fondo no podrá ofrecerse públicamente en ningún país de **América Latina** sin antes registrar los títulos del fondo de acuerdo con las leyes de la jurisdicción correspondiente. Queda terminantemente prohibida la oferta pública de cualquier título, incluidas las participaciones del fondo, que no se haya registrado previamente ante la Comisión de Valores y Mercados (CVM) de Brasil. Es posible que las plataformas de Brasil y de México no ofrezcan actualmente algunos de los productos o servicios incluidos en este documento.

Las referencias a “J.P. Morgan” remiten a JPM, sus sociedades dependientes y sus filiales de todo el mundo. “J.P. Morgan Private Bank” es el nombre comercial de la división de banca privada de JPM.

Este documento tiene como fin su uso personal y no debe distribuirse a, ni ser utilizado por, otras personas, ni ser copiado para fines no personales sin nuestro permiso. Si tiene alguna pregunta o no desea continuar recibiendo estas comunicaciones, no dude en ponerse en contacto con su equipo de J.P. Morgan.

© 2021 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

J.P.Morgan PRIVATE BANK