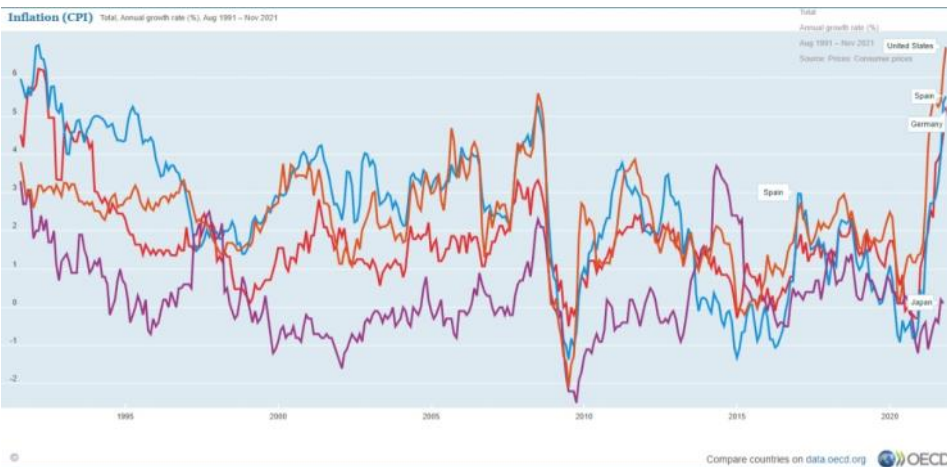


Presentación

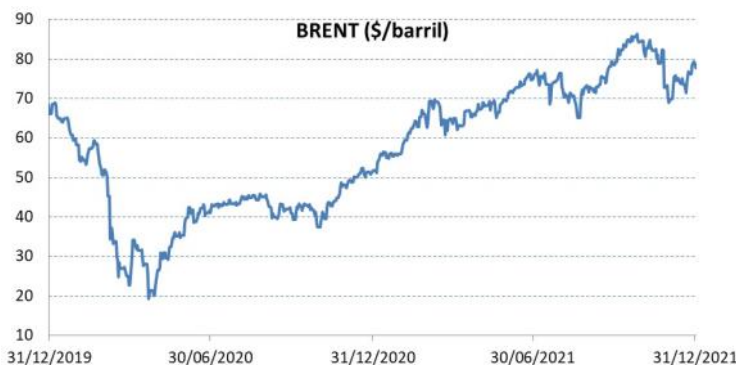
El mes de diciembre ha sido un perfecto resumen del año, en el que la aparición de una nueva variante del virus ha dado al traste con las previsiones de crecimiento, que se vuelven a recortar tras las restricciones a la movilidad. La inflación sigue al alza y los Bancos Centrales retiran de sus discursos la palabra transitoria e inician retiradas de estímulos que pueden llevar a subidas de tipos después de muchos años.

Evolución de mercado

La variante Ómicron del coronavirus ha generado incertidumbre en los mercados. A pesar de ser una variante menos letal que las anteriores, si que es mucho más contagiosa, lo que ha obligado prácticamente a todo el mundo a establecer restricciones a la movilidad de personas, penalizando de nuevo a ciertas actividades y con ello al crecimiento económico. Goldman Sachs, uno de los bancos de inversión más rápidos en actualizar las previsiones, vaticina una ralentización de 4 decimas del crecimiento para este año que se añadirán a un mayor crecimiento para 2022. Esta pauta se ha visto durante todo el año, ya que las sucesivas variantes han ido retrasando la expectativa de crecimiento en el tiempo, después de que se descontara una vuelta a la normalidad quizá excesivamente rápida tras la aparición de las primeras vacunas.



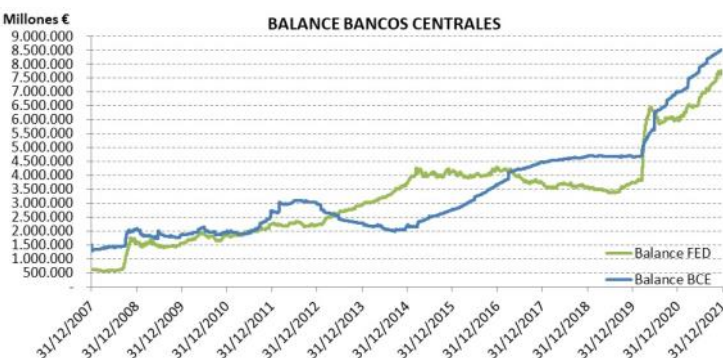
Pero la cuestión económica más importante del año ha sido la inflación. El consumo retraído durante la pandemia ha generado un intento de vuelta a la normalidad que las empresas, en muchos casos, no han sido capaces de atender. En un mundo globalizado, en el que muchos bienes se producen en varias localizaciones geográficas, los conocidos como "cuellos de botella" han provocado que no se pueda satisfacer la demanda incrementando los precios de los mismos. Vehículos, aparatos electrónicos o materiales de construcción



se han visto muy perjudicados desde el inicio del año, y todavía siguen, siendo los primeros artículos en disparar su precio. Además, los precios de las materias primas como el petróleo o el gas natural se han duplicado y triplicado respectivamente en prácticamente un año, afectando directamente a los costes de producción y de transporte, sector que además estuvo afectado por el bloqueo del transporte marítimo de más de una semana tras quedar atrapado un buque en el Canal de Suez. Estos incrementos de costes se han trasladado en muchos casos a incrementos de precio del producto final, empujando al alza el precio de los bienes.

La espiral inflacionista se ha iniciado. Las empresas y Bancos Centrales están intentando que se rompa por el lado más débil, los salarios, incrementándolos por debajo de la inflación para que el ajuste lo tengan que hacer los de siempre. Los Bancos Centrales han tratado de transmitir que esta era transitoria el máximo tiempo posible, hasta que en Estados Unidos se ha situado en niveles de los años 80 por encima del 6% y se han visto obligados a cambiar el discurso. La FED ha

anunciado en la reunión de diciembre que reducirá el ritmo de compras más rápido de lo esperado, aunque el saldo del balance sigue siendo positivo y el mercado ya descuenta 3 subidas de tipos para 2022, que le pudieran llevar a la horquilla del 0,75% - 1%. El BCE, por su parte, mantiene unos meses de retraso frente a la FED. La inflación, aunque también disparada, se mantiene en torno al 5% y también han anunciado que reducirá el ritmo de compras aunque, en el caso europeo, la economía aun dista bastante de recuperar los niveles previos a la pandemia, por lo que la subida de tipos todavía se ve lejana, posiblemente en 2023.



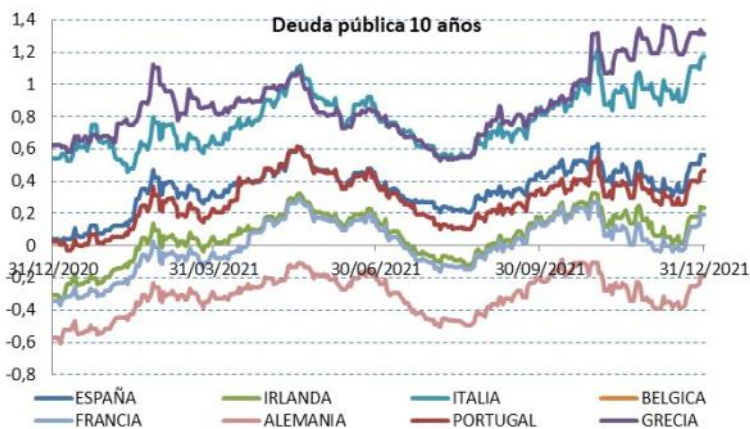


En esta situación, 2021 ha vuelto a ser un año muy positivo para los inversores, especialmente para los que mayor exposición a activos de riesgo mantienen en cartera. Renta variable de prácticamente cualquier geografía y renta fija high yield o emergente han marcado el ritmo de las inversiones, a lo que cabe añadir el aporte positivo que ha traído consigo la debilidad del euro frente al resto de divisas. La deuda pública, a pesar de los malos augurios que recibe en los últimos años, apenas ha restado valor en las carteras. El único punto negro recae sobre China. Las decisiones del gobierno para controlar las grandes tecnológicas ha generado un gran sentimiento negativo en los inversores, provocando una huida masiva del capital de todos los valores, cotizados en Estados Unidos o en China. Además, la crisis inmobiliaria del país también ha restado atractivo para los inversores. El dinero es temeroso, y el coste de oportunidad de invertir en la segunda economía del mundo es muy elevado, ya que en países desarrollados hay empresas de igual o mayor calidad y que, al menos por el momento, ofrecen una seguridad jurídica que el gobierno chino no puede garantizar.

1. MERCADOS DE RENTA FIJA

Diciembre vuelve a marcar la pauta registrada durante el año, en el que tras relajarse la incertidumbre generada por la nueva variante de Covid, el dinero volvió a salir de la renta fija hacia los activos de riesgo. Con ello, el bono español repunta en el mes 16 pb hasta el 0,56%, mientras que el alemán también aumenta 17 pb hasta el -0,18%, manteniéndose la prima de riesgo española en el entorno de los 75 pb, en niveles máximos de todo el ejercicio.

Por el lado corporativo, como decíamos, se incrementa el apetito por el riesgo, como se observa en el fuerte retroceso del índice Itraxx, que refleja el diferencial de crédito de las emisiones corporativas, que cierra el mes retrocediendo 10 pb hasta los 48 pb, compensando en cierta medida el repunte de la deuda pública.



Mercado	Índice	Rent. Diciembre	Rent. 2021
Gobierno	Deposito 1 día	-0,05%	-0,57%
Gobierno	Deposito 1 año	-0,05%	-0,50%
Gobierno	Europeo 1-3 años	-0,29%	-0,70%
Gobierno	Europeo 3-5 años	-0,65%	-1,19%
Gobierno	Europeo 5-7 años	-0,93%	-1,81%
Gobierno	Español 1-3 años	-0,14%	-0,46%
Gobierno	Español 3-5 años	-0,50%	-0,91%
Gobierno	Español 5-7 años	-0,79%	-1,59%
Gobierno	Americano 3-5 años	-0,26%	-1,72%
Corporativo	ML Europeo 1-3 años	0,05%	0,05%
Corporativo	ML Europeo 3-5 años	0,00%	-0,16%
Corporativo	ML Europeo	-0,14%	-1,02%
Corporativo	Americano 3-5 años	0,15%	-1,00%
Corporativo	High Yield Europeo	1,00%	4,21%
-	Emergentes	0,98%	-1,65%

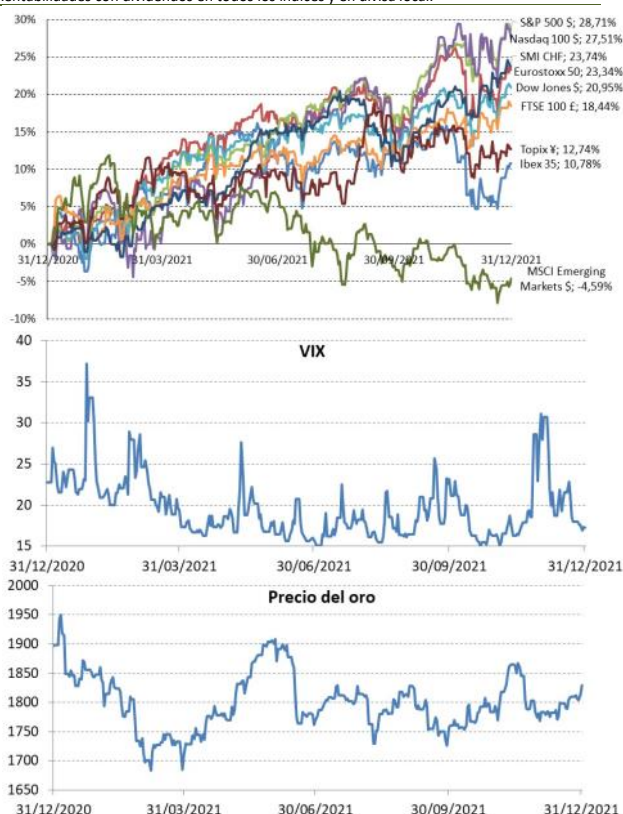
En esta situación, gran parte de los índices corporativos se sitúan en positivo, mientras que los números rojos son para los índices de deuda pública, que son mayores en los de más largo plazo.

La deuda pública española registra rentabilidades algo mejores a la europea en todos los plazos, con el 5 - 7 años en un -0,79% frente al -0,93% respectivamente, y el 3 - 5 en un -0,50% frente al -0,65% europeo. Con este retroceso, el año cierra con descensos, en torno al 1% en el corto y medio plazo, y por encima del 1,5% en el plazo más largo tanto para España como Europa. En el lado corporativo, muy plano en el mes y en el año, aunque en los plazos más largos también se deja algo más de un 1% en el año. El mercado emergente en positivo, con un 0,98% en el mes, aunque cierra el año en negativo, con un -1,65%. El high yield repunta un 1% en el mes y sigue siendo el único índice claramente en positivo en el año, con un 4,21%. Los índices americanos, registran pequeñas variaciones en el mes, que le mantienen en negativo en el año, un 1,72% en gobiernos y 1,00% en el corporativo.

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercado	Índice	Rent. Diciembre	Rent. 2021
España	Ibex 35	5,21%	10,78%
Europa	Eurostoxx 50	5,81%	23,34%
EE.UU.	S&P 500	4,48%	28,71%
EE.UU.	Nasdaq 100	1,19%	27,51%
EE.UU.	Dow Jones	5,53%	20,95%
Reino Unido	FTSE 100	4,75%	18,44%
Suiza	SMI	5,89%	23,74%
Japón	Topix	3,45%	12,74%
Emergentes	MSCI Emerging Markets \$	1,62%	-4,59%

*Rentabilidades con dividendos en todos los índices y en divisa local.



Los índices vuelven a recuperar con fuerza tras poner en valor la variante Omicron y asumir que la inflación va a estar más tiempo de lo esperado entre nosotros. Estados Unidos vuelve a marcar máximos históricos un mes más, y ya van unos cuantos, apoyado en la buena evolución de las grandes tecnológicas, sector en el que Apple alcanza el hito de ser la primera empresa en capitalizar 3 billones de dólares.

En este entorno, todos los índices considerados se mantienen en positivo, observándose cierta rotación desde sectores de crecimiento hacia el sector valor. Las rentabilidades rondan en gran parte de los índices el 5%, destacando índices como el SMI suizo con un 5,89% o Eurostoxx 50 con un 5,81%, quedando como más rezagados el tecnológico americano o el emergente con subidas inferiores al 2%.

En el acumulado de 2021, todos los índices con subidas de doble dígito excepto el MSCI Emergente, que se deja en el año un 4,59% por el importante peso de China en el índice. Un año más, se vuelve a ver diferencia entre Estados Unidos y Europa, con el S&P 500 o el Nasdaq 100 con subidas del 28%, frente al 23% del Eurostoxx 50, dato muy destacado pero un 5% inferior al del mercado americano.

Tras otro año positivo para la renta variable, el mercado empieza a descontar ciertos riesgos, observándose cierta dispersión en el fondo de mercado ya que, mientras los índices marcan nuevos máximos gracias a los grandes valores, muchos medianos y pequeños acumulan grandes pérdidas desde el máximo anual. La volatilidad se mantiene en niveles algo más elevados y el índice VIX está cerca de los 20 puntos mientras que el precio del oro se mantiene en torno a los 1.800\$ la onza. Alternativas de inversión hay pocas, y más en un entorno inflacionista en el que la renta fija no será refugio, pero los inversores descuentan un entorno de inversión más selectivo, buscando empresas con sólidos balances y poco endeudadas que, en su mayoría son de sectores más maduros y menor crecimiento, que difícilmente generarán revalorizaciones de doble dígito.

3. MERCADOS DE DIVISAS

La volatilidad en el mercado de divisas ha sido la tónica destacada en el ejercicio, muy influenciado por las políticas de los distintos bancos centrales adoptadas en el difícil equilibrio entre controlar los elevados niveles de inflación y no perjudicar la recuperación económica ante la aparición de las distintas variantes del Covid que han limitado la movilidad de personas y productos.



Div / Eur	Rent. Diciembre	Rent. 2021
DÓLAR	-0,29%	7,42%
LIBRA	1,42%	6,34%
YEN	-1,99%	-3,59%
FRANCO SUIZO	0,37%	4,18%
YUAN	-0,17%	10,30%

Las variaciones más destacadas en el mes han sido la depreciación del yen cercana al 2% mientras que la libra se aprecia un 1,42%, inmersa en la negociación del Brexit tras un año de negociaciones sin acuerdo.

En el año, solo el yen se deprecia frente al euro, un 3,59%. El resto se aprecian significativamente, como el yuan y el dólar, que se aprecian frente al euro un 10,30% y 7,42% respectivamente, mostrando una de las mayores variaciones de las vistas en los últimos años.

Perfiles Modelo

La naturaleza de los fondos de pensiones obliga a que el análisis financiero relevante se realice a largo plazo, tratando de evitar caer en el cortoplacismo. Sin perjuicio de ello, se analizan tres perfiles de riesgo: defensivo, moderado y agresivo, que pueden representar, de forma agregada y bastante aproximada, la mayor parte de las actuales estrategias de inversión de los fondos de pensiones, sin que en ningún caso éstas representen una propuesta o recomendación de inversión.

		Defensivo	Moderado	Agresivo
Tesorería	Liquidez	5,0%	5,0%	5,0%
Renta fija	Gobierno Europeo 3-5Y	14,0%	12,0%	8,0%
	Gobierno Español 3-5Y	35,0%	20,0%	10,0%
	Gobierno Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	7,0%
	Corp. Euro 3-5Y	20,0%	18,0%	15,0%
	Corp. Americano 3-5Y	5,0%	5,0%	5,0%
	High Yield Europeo	3,0%	5,0%	5,0%
	Emergentes	3,0%	5,0%	5,0%
Renta variable	España	1,5%	5,0%	5,0%
	Zona Euro	4,0%	10,0%	10,0%
	América	3,0%	7,0%	12,5%
	Japón	0,0%	0,0%	5,0%
	Emergentes	1,5%	3,0%	7,5%

Índice	Rentabilidad		Volatilidad Interanual
	Histórica anualizada*	Diciembre 2021	
Defensivo	2,35%	0,21%	1,54%
Moderado	3,62%	1,04%	3,12%
Agresivo	5,26%	1,46%	4,35%

*Desde el 31 de diciembre de 2013

Como decíamos al inicio, diciembre ha sido un buen resumen de lo ocurrido en 2021, con muy buenos datos de rentabilidad para los activos de riesgo, tanto de renta variable como fija, penalizando a las carteras la exposición a deuda pública y, de forma muy significativa, la inflación.

En este escenario, el perfil agresivo recupera un 1,46% en el mes, seguido por el perfil moderado con un 1,04% y el defensivo, mucho más retrasado, con una subida del 0,21%.

Con las subidas de diciembre, los tres perfiles completan un año claramente positivo, destacando el agresivo con un 7,49%, seguido del moderado con un 4,65% y del defensivo con una rentabilidad más discreta, del 1,23%.

La volatilidad interanual sigue relativamente estable en este último mes y se sitúa en la horquilla del 1,54% para el perfil defensivo y del 4,35% para el agresivo, cercano ya a niveles anteriores a la pandemia.

En el acumulado histórico desde diciembre de 2013, la rentabilidad anualizada de los perfiles queda entre el 2,35% y 5,26%, retribuyendo el riesgo entre los perfiles más distintos en torno al 2,9% anual. Estas rentabilidades son más positivas si cabe con los bajos niveles de inflación en todo este periodo analizado, aunque de mantenerse el repunte del último año de la misma, estas se diluirán considerablemente, ofreciendo rentabilidades reales más modestas.

*Los índices incluyen rentabilidad por dividendo, divisa sin cubrir y unos gastos por comisión del 0,3%.



MADRID	BILBAO	BARCELONA
Bravo Murillo, 54—Esc. Dcha. 1ª planta	Lutxana, 6—4º dcha. D	Av. República Argentina, 6—Principal 3ª
28003 Madrid	48008 Bilbao	08023 Barcelona
Tel.: 91 451 67 00	Tel.: 94 415 90 68	Tel.: 93 272 06 17
cpps.mad@consultoradepensiones.com	cpps.bio@consultoradepensiones.com	cpps.bcn@consultoradepensiones.com

Aviso Legal

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por CPPS sobre su exactitud, integridad o corrección.

Los productos, opiniones, estimaciones o recomendaciones que se expresan en la presente declaración se refieren a la fecha que aparece en el mismo y por tanto, pueden verse afectados, con posterioridad a dicha fecha, por riesgos e incertidumbres que afecten a los productos y a la situación del mercado, pudiendo producirse un cambio en la situación de los mismos, sin que CPPS se obligue a revisar las opiniones, estimaciones o recomendaciones expresadas en este documento.