

Octubre 2022

# Informe Trimestral



## Calculando el coste de controlar la inflación

Desde la celebración del simposio de banqueros centrales en Jackson Hole a finales de agosto, cuya síntesis fue una dialéctica más dura, el paso generalizado *del dicho al hecho* en forma de nuevas subidas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias en las últimas semanas ha sido el principal catalizador del último giro de tuerca correctivo en la mayor parte del espectro de activos del mercado.

Consideramos que todavía persisten presiones de precios que van a requerir un mayor nivel de endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal. La actividad económica en Estados Unidos continúa siendo lo suficientemente sólida como para erradicar las tendencias inflacionarias en esa economía.

Europa, por su parte, sigue experimentando temblores inflacionarios con epicentro en los precios de la energía. Las dudas sobre el suministro energético ensombrecen el panorama de crecimiento y los indicadores adelantados de actividad adelantan una probable caída en recesión en los próximos trimestres. En China, las repercusiones del ajuste en el mercado inmobiliario continúan teniendo un impacto negativo en la economía.

Mantenemos un tono defensivo en la asignación de riesgo en las carteras, con una exposición moderada a los sectores y activos más cíclicos. Estamos más cerca del final del ajuste, pero todavía persisten dinámicas inflacionarias cuya solución tendrá un coste en crecimiento.

# El mercado avanza en su proceso de ajuste al nuevo escenario

## Persiste la presión inflacionista

El nivel de preocupación por los efectos nocivos de los elevados niveles de inflación ha alcanzado cotas desconocidas en las últimas décadas. En Europa, la incertidumbre sobre el suministro energético se incrementó a lo largo del tercer trimestre. La escalada de precios del gas y la electricidad augura un invierno complicado en términos de cifras de inflación y presupuestos familiares. En Estados Unidos se empieza a producir un punto de inflexión en las estadísticas de precios, pero la preocupación se traslada a la inflación de servicios.

## El crecimiento sufre las consecuencias

Los tres principales bloques económicos asimilan el coste necesario en términos de crecimiento para mitigar los efectos de potenciales errores de política económica y monetaria. En el caso de Estados Unidos, la Fed reconoce que es necesario ralentizar la economía para lograr recuperar la estabilidad de precios. En Europa, el error geopolítico de la dependencia energética con Rusia pasará factura en los próximos trimestres, y en China las autoridades se enfrentan a la dificultad de estabilizar el sector inmobiliario y el riesgo sanitario. El mercado empieza a asumir el coste en crecimiento económico necesario para estabilizar la inflación (Estados Unidos), el suministro energético (Europa) y el apalancamiento inmobiliario (China).

## Ajustando tipos de interés y beneficios

El mercado de renta fija ha escuchado el mensaje de los bancos centrales y ha asumido mayores dosis de tensión monetaria. El dramático ajuste de tipos de interés ya permite albergar esperanzas de un cambio de tendencia en la inflación y una mejora en la valoración de los bonos de elevada calidad crediticia. El ajuste en términos de crecimiento todavía es incompleto, y es previsible un deterioro adicional en el comportamiento de los activos más sensibles al ciclo (crédito y renta variable). Mantenemos un sesgo defensivo a la espera de un mayor grado de ajuste en los activos cíclicos.

## 01 El problema de la inflación persiste

La escalada de los precios del gas a nivel global, muy superior en la Unión Europea (donde ha arrastrado al coste de la electricidad a nuevos máximos históricos), no permite albergar demasiadas esperanzas de asistir a una rápida inflexión del proceso inflacionario experimentado hasta ahora. En el gráfico inferior podemos observar cómo la tensión en los precios de la energía se manifiesta con mayor intensidad y persistencia en Europa respecto a Estados Unidos. Los precios de la electricidad en Europa se han disparado tanto que, expresados en términos de precios de petróleo, ahora equivalen a más de 1.000 dólares estadounidenses por barril en Alemania (un nivel cinco veces superior al de principios de año) según Bloomberg. El gas ha sido el principal impulsor, ya que los cortes en el suministro de Rusia empujaron el precio del combustible hasta unas 13 veces su norma estacional, mientras que las olas de calor y la sequía aceleraron la demanda de electricidad y redujeron la producción hidroeléctrica y nuclear.

Europa está preparando medidas paliativas para frenar la subida de los precios de la electricidad y ha pedido a sus países miembros que reduzcan su consumo de gas en un 15% y que establezcan planes de emergencia de cara al invierno. El suministro de gas procedente de Rusia sigue sin estar garantizado, con continuos recortes y anuncios de problemas técnicos. Por el lado positivo, la Unión Europea progresa a muy buen ritmo en su objetivo de lograr un 80% de capacidad de almacenaje de gas que permitiría garantizar su seguridad energética de cara al invierno. En paralelo, está planeando una acción urgente para reformar el mercado eléctrico reduciendo la volatilidad en los sistemas de fijación de precios. De mantenerse el escenario actual de incertidumbre energética es probable que las estadísticas de inflación en la zona Euro superen el 10% interanual y se postergue a 2023 el punto de inflexión en la escalada de precios.

En el Reino Unido, la nueva primera ministra, Liz Truss, ha nombrado a su nuevo gabinete y ha presentado un ambicioso plan de recortes de impuestos por valor de 45.000 millones de libras esterlinas destinado a reactivar la economía. Esto choca con la lucha de la política monetaria contra la inflación, que ahora se verá sometida a una presión adicional para aumentar los tipos más de lo previsto. La inflación ya superó la marca del 10% interanual el pasado mes de julio.

La inflación en Estados Unidos si ha podido experimentar un punto de inflexión como consecuencia de las caídas en los precios de la gasolina y por no estar expuesta a los problemas europeos en materia de gas y electricidad. En el gráfico inferior se puede observar la reciente caída en los precios de los combustibles en Estados Unidos, que no ha ocurrido en igual medida en Europa por el impacto de la apreciación del dólar estadounidense la *cuasi* independencia energética americana y factores regulatorios.

La escalada de precios energéticos en Europa alcanza niveles sin precedentes y mantiene la presión al alza sobre la inflación

La fragilidad de suministro energético continúa siendo el talón de Aquiles de la Unión Europea

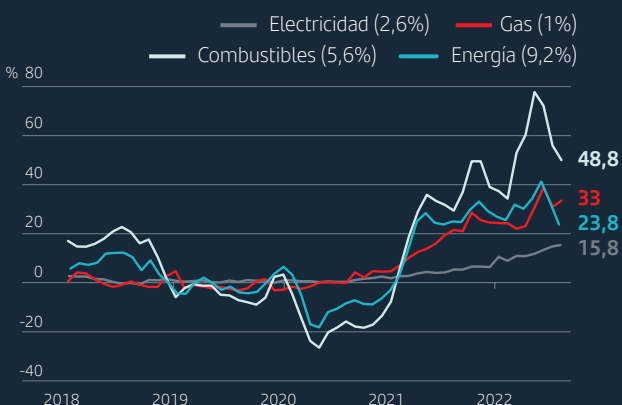
Los precios de la energía en Estados Unidos están menos tensionados que en Europa por el menor peso del gas y la electricidad y su práctica independencia energética

### El conflicto geopolítico se enquistaba en Europa y persiste el shock energético

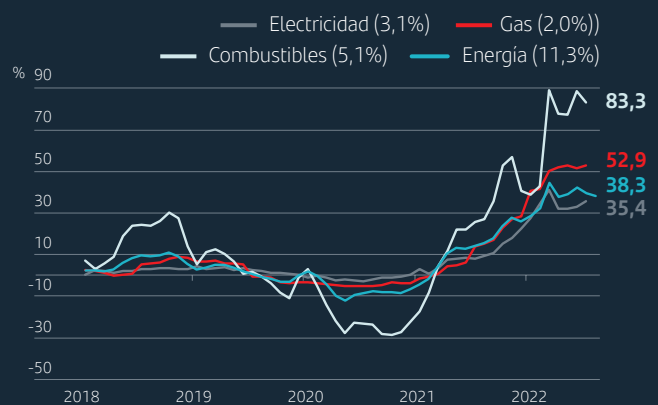
Fuente: Bloomberg. Datos a 16/09/2022

#### El mercado energético en Europa experimenta un mayor nivel de tensión

Precios de los componentes de energía del IPC en Estados Unidos (variación interanual)



Precios de los componentes de energía del IPC en la zona Euro (variación interanual)



Los porcentajes entre paréntesis corresponden al peso de los componentes dentro del índice de precios al consumidor (IPC)

## Los bancos centrales hablan claro

El punto de inflexión en los datos de inflación en Estados Unidos durante el verano generó ciertas dosis de esperanza al mercado respecto a un potencial cambio de tendencia en la política monetaria de la Reserva Federal. Esta lectura fue errónea dado que los distintos indicadores de la economía norteamericana evidenciaban un mercado laboral con un persistente desequilibrio de falta de mano de obra (fortaleza en la creación de empleo y niveles mínimos de paro). Este contexto de presiones inflacionistas y niveles de pleno empleo en la economía es especialmente propicio para una mayor persistencia en la inestabilidad de precios, con un contagio desde la inflación de bienes hacia la de servicios. Los miembros de la Reserva Federal han ido incrementando su nivel de preocupación por la tendencia de transmisión de las presiones de precios a salarios y decidieron dar un mensaje de realismo al mercado con relación al sacrificio necesario para reorientar la economía hacia el objetivo de inflación del 2%. En su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo el tono agresivo y subió tipos en 75 pb por tercera vez consecutiva, hasta un 3,25%. Sus nuevas proyecciones dejan claro que a lo largo de 2023 los tipos se mantendrán altos y sólo se esperaría un pivote (cambio de sesgo hacia tipos más bajos) en política monetaria en 2024. La prioridad de la Fed sigue siendo el control de precios, aunque esto tenga un coste importante en términos de crecimiento.

El dilema para el Banco Central Europeo es aún más complejo por tres motivos, siendo el primero de ellos el que todavía no se ha logrado un punto de inflexión en los datos de inflación por el nuevo shock energético sufrido en septiembre. El segundo factor de complejidad para la política monetaria europea es la distinta naturaleza del repunte inflacionario, un choque de oferta, que no está relacionado con una economía recalentada como es el caso de la estadounidense. El BCE es consciente de que elevar los tipos de interés no va a solucionar el problema de desabastecimiento y encarecimiento energético, pero no puede dejar de actuar. Por último, el BCE debe vigilar el peligro de la fragmentación financiera en la zona Euro derivado del repunte de los diferenciales de financiación entre los distintos países.

Nos espera, portanto, un largo invierno de tensiones inflacionarias (y energéticas) y los bancos centrales tienen un duro trabajo por delante para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación. La trayectoria y la naturaleza del problema de inflación difiere a ambos lados del Atlántico, pero existe un denominador común en la necesidad de asumir el coste de la subida de los tipos de interés y del enfriamiento económico para evitar males mayores. Los banqueros centrales han hablado claro y el mercado ha entendido por fin el duro mensaje que conlleva dar prioridad al control de la inflación. Es necesario subir más los tipos y desacelerar la economía.

Los bancos centrales no han terminado la lucha contra la inflación han dado un mensaje claro de priorizar la estabilidad de precios

En Estados Unidos el problema de la inflación reside también en un exceso de demanda por lo que la Fed admite la necesidad de restringir el crecimiento

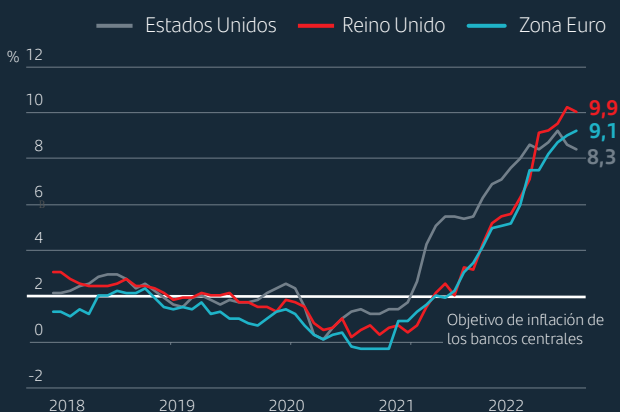
La naturaleza del problema inflacionario es distinta en la zona Euro (sobre todo, falta de suministro energético), pero la medicina del BCE es similar al de la Fed: subidas de tipos

### Europa tiene un problema de inflación por choque de oferta y el Reino Unido y Estados Unidos por exceso de demanda

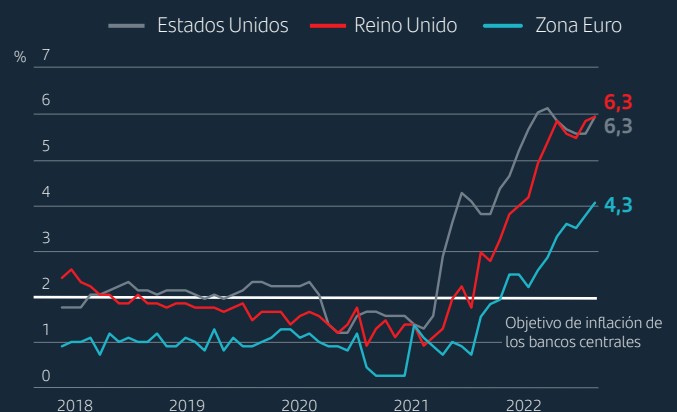
Fuente: Bloomberg. Datos a 16/09/2022

La inflación difiere en su naturaleza pero su solución requiere el coste del enfriamiento económico

Inflación general (Variación interanual)



Inflación subyacente (excluye alimentos y energía, variación interanual)



## 02 Calculando el coste en crecimiento

El final del verano ha venido acompañado de un baño de realidad para unos inversores que han escuchado un **mensaje amargo de los bancos centrales: el control de precios es la prioridad incondicional y la lucha contra la inflación implicará un coste en crecimiento y desempleo.** La política monetaria ha sido en las últimas décadas un aliado clave en la expansión del ciclo económico y en la rentabilidad de los activos financieros. En los próximos años, los inversores tendrán que asumir que los banqueros centrales tienen que atender otras prioridades y que el viento de los estímulos monetarios ha cambiado de sentido. **La incertidumbre sobre la persistencia de la inflación, y los posibles costes de haber actuado demasiado tarde para controlarla, ha hecho que las autoridades monetarias pongan su credibilidad en tela de juicio, y se han visto obligadas a asumir un coste en términos de crecimiento.**

Este impacto en las expectativas de crecimiento de la economía global ocurre en un **contexto de impulso económico diferente por zonas geográficas.** Empezando por la economía americana, los datos publicados de PIB en el primer semestre sorprendieron por su saldo negativo y abrieron el debate sobre si la recesión había comenzado en Estados Unidos. Sin embargo, los factores que influyeron en el saldo negativo de crecimiento de ambos trimestres tuvieron un origen coyuntural (inventarios y sector exterior) y los **fundamentales de consumo e inversión son todavía sólidos.** Esta ausencia de señales de desaceleración se ha manifestado en las dos últimas publicaciones de empleo que siguen mostrando una elevada inercia en la creación de puestos de trabajo y en la fortaleza de la oferta de vacantes sin cubrir. **El soporte del mercado laboral está permitiendo que los datos de consumo mantengan el tono positivo a pesar del deterioro en los ingresos reales** (crecimiento de salarios nominal por debajo del nivel de inflación). La pérdida de poder adquisitivo del consumidor estadounidense está siendo amortiguada mediante una reducción en los niveles de ahorro.

Sin embargo, el mensaje de restricción monetaria de la Reserva Federal, canalizado a través del **deterioro en las condiciones financieras, empieza a transmitirse a algunos sectores empresariales.** En concreto, los indicadores del sector de inversión residencial están traduciendo el impacto del tensionamiento monetario en una fuerte caída en las ventas de viviendas y en la actividad de construcción. **Pero todavía los indicadores de confianza empresarial se mantienen sólidos,** como se reflejó en la publicación del ISM del mes de agosto (y en especial el indicador ISM de servicios). El conjunto de indicadores de la primera economía del mundo apunta a una **recuperación de las tasas de crecimiento positivas durante el tercer trimestre.** Todavía no se evidencia un deterioro de la demanda agregada de la economía en Estados Unidos que justifique un cambio de tendencia en la dirección de la política monetaria de la Fed.

El deterioro del poder adquisitivo de los consumidores y la elevada incertidumbre ensombrecen el panorama de crecimiento global

La recesión técnica en Estados Unidos (dos lecturas negativas de crecimiento del PIB) no es real dada la fortaleza del mercado laboral y del consumo privado

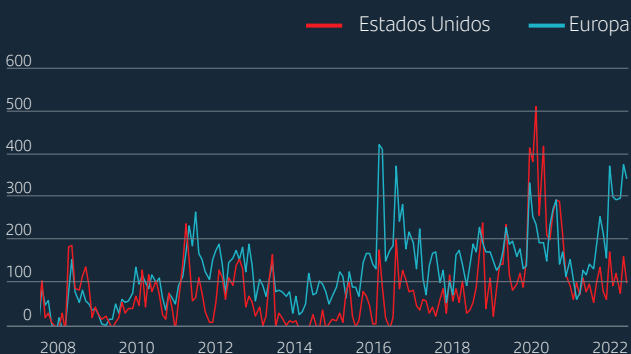
La inversión residencial en Estados Unidos es el primer sector en síntomas claros de ajuste pero el tono general apunta a una recuperación del crecimiento en la segunda mitad del año

### La incertidumbre y el deterioro de las condiciones financieras auguran un panorama bastante más sombrío para Europa que para Estados Unidos

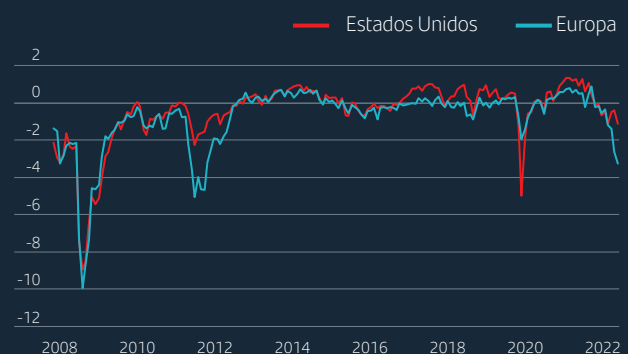
Fuente: 'Measuring Economic Policy Uncertainty' by Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com) and Bloomberg. Datos a 29 de septiembre 2022.

#### El crecimiento en Europa se enfrenta a mayores dosis de incertidumbre y fragilidad

Índice de incertidumbre en política económica



Índice de condiciones financieras de Bloomberg\*



\* El Índice de Condiciones Financieras de Bloomberg hace un seguimiento del nivel general de tensión financiera en los mercados monetarios, de bonos y acciones de Estados Unidos para ayudar a evaluar la disponibilidad y el coste del crédito. Un valor positivo indica unas condiciones financieras acomodaticias, mientras que un valor negativo indica unas condiciones financieras más restrictivas en relación con la norma anterior a la crisis.

## El mayor foco de preocupación está en Europa

Si bien la economía europea experimentó un crecimiento superior a la estadounidense, en el primer semestre de 2022, el panorama para los próximos trimestres insinúa un deterioro tan significativo que con bastante probabilidad va a conllevar un periodo de contracción económica. **El Banco de Inglaterra ha sido el primer regulador en reconocer la gravedad del proceso de desaceleración como resultado del nuevo shock energético.** La autoridad monetaria británica calcula que las facturas de gas y electricidad representarán un 3,5% más de los ingresos de los hogares en el periodo 2021-2023. Eso es cinco veces más que el aumento que experimentaron los hogares británicos durante la crisis energética de los años 70. **Las últimas previsiones\* del Banco de Inglaterra dan por sentado un panorama sombrío para el Reino Unido en 2022/23, con una inflación máxima del 13%, un descenso del crecimiento del PIB superior al 2% y una recesión que durará más de un año.**

**La zona Euro se enfrenta a un panorama similar y las perspectivas para los próximos trimestres son negativas si la situación del mercado del gas se mantiene como está ahora.** Por un lado, Alemania está considerando que tendrá que implementar algún racionamiento de la demanda de gas. Por otro, el efecto subida de precio implica un empobrecimiento en los países de la región de unas proporciones tales que lógicamente dará lugar a cierto ajuste de la demanda interna. En la zona Euro **los costes de la energía como porcentaje del PIB** se han multiplicado por cuatro hasta un 6%\*\* . Además, los altos precios de la electricidad pueden hacer que más empresas interrumpan su actividad, lo que terminaría afectando al empleo. **Los indicadores de ventas minoristas y de confianza empresarial ya anticipan este escenario de desaceleración en los próximos trimestres.** El error geopolítico europeo de la dependencia de Rusia en suministro energético resultaría especialmente costoso en términos de endeudamiento (ver gráfico con el creciente impacto de las medidas de rescate energético) y crecimiento.

La **economía china sufrió una caída del PIB del 2,6% trimestral en el segundo trimestre de 2022** a raíz de las restricciones sanitarias por el covid-19 y la crisis que afecta al sector inmobiliario. Si bien las autoridades chinas han aprobado importantes programas de estímulo fiscal y monetario, todavía no se detectan señales de reactivación en el sector privado. Los tres principales bloques económicos se enfrentan a procesos de desaceleración económica de naturaleza distinta y cuya evolución es necesario vigilar atentamente. **Quizás es prematuro hablar de recesión global, pero los inversores tienen que asumir que la variable crecimiento da señales claras de debilidad y desaceleración.**

El consumidor europeo se enfrenta a un ajuste importante derivado del triple shock en sus principales referencias de coste de vida (alimentos, energía e hipotecas)

El PIB de la zona Euro podría contraerse entre el 3T22 y el 1T23, dando lugar a una recesión moderada

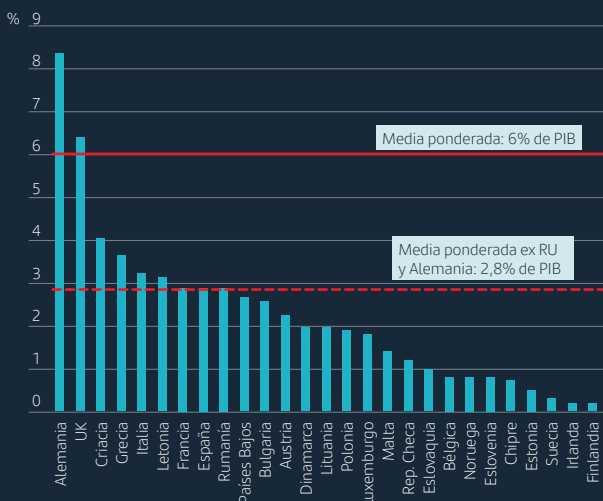
Los nuevos brotes de Covid y la crisis del sector inmobiliario frenan de manera abrupta el crecimiento de China

## Fondos asignados por los gobiernos europeos (Sep 2021 - Sep 2022) para proteger a los hogares y a las empresas de la crisis energética

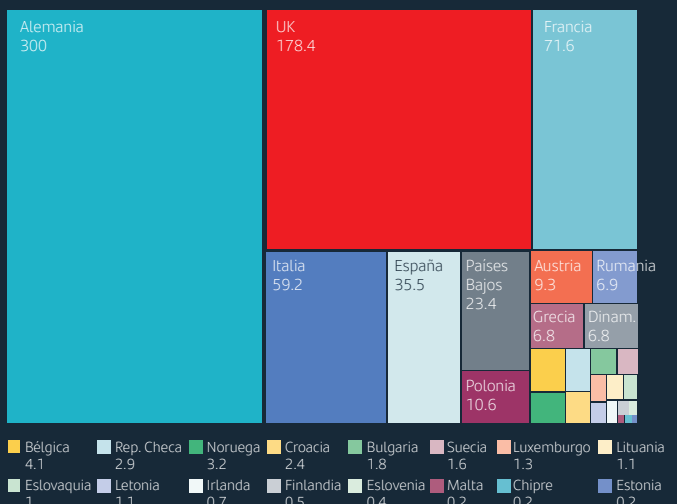
Fuente: Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, G. Zachmann (2021) 'National policies to shield consumers from rising energy'. Datos a 21 Sept. 2022

### Los gobiernos tienen que actuar ante el amplio impacto de los precios de la energía

Las medidas de rescate energético suman en media ponderada un 6% del PIB en Europa y Reino Unido



Los planes de rescate de los gobiernos europeos suman más de 700.000 millones de euros



## 03 Cautela ante un ajuste incompleto

El panorama para las carteras de inversión durante el ejercicio 2022 está siendo el más complejo de las últimas décadas al enfrentarse a un doble impacto con aroma estanflacionario. Al ajuste originado por el extraordinario tensionamiento de las políticas monetarias (y que ha afectado principalmente a la renta fija) se ha añadido el derivado del cambio de expectativas de crecimiento por el repunte del coste energético (siendo los activos más sensibles al ciclo – crédito y bolsa – los mayores damnificados). Después de un breve paréntesis de optimismo a finales de junio, el sentimiento del mercado ha vuelto a deteriorarse al comprender los inversores que el ajuste en tipos y crecimiento distaba de haber finalizado. Los mensajes recientes de las autoridades monetarias han supuesto un baño de realidad respecto a la magnitud de la tarea pendiente a la hora de reajustar los desequilibrios económicos y, en particular, las tensiones inflacionarias.

Las curvas de tipos de interés y las valoraciones del mercado de bonos han mostrado la reacción más virulenta ante la magnitud del ajuste pendiente. La renta fija en Europa se ha visto especialmente afectada al experimentar la mayor caída de precios de las últimas décadas, alimentada por la preocupación por el suministro ruso y sus derivadas monetarias. Las caídas en los precios de los bonos en dólares estadounidenses han sido también muy significativas, aunque de menor magnitud al estar más avanzado el proceso de ajuste monetario por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, consideramos que el impacto negativo de las subidas de tipos de interés ya está reflejado en gran parte en las curvas de tipos de las economías desarrolladas. El punto de inflexión de la inflación empieza a ser visible en algunos segmentos de la economía y pronto los efectos base permitirían un cambio de tendencia y ello implicaría que estemos cerca de los tipos de interés máximos del ciclo.

Esto lo podemos observar en los gráficos inferiores, donde se observa cómo el ajuste de tipos de interés (medido a través del nivel del tipo de los mercados monetarios a 12 meses) ya ha superado los niveles de neutralidad tanto de la Reserva Federal como del BCE. Asimismo, podemos observar cómo este nivel de tipos compara con las expectativas de inflación de largo plazo (*breakevens* de 10 años). El año 2022 ha supuesto un duro ajuste en los niveles de tipos de interés, pero podemos apreciar que, por primera vez en mucho tiempo los inversores en bonos de bajo riesgo (alta calidad crediticia y baja duración) pueden disfrutar de rentabilidades superiores (curva en dólares estadounidenses) o similares (curva en euros) a la inflación de largo plazo.

El mercado ha asimilado el sesgo restrictivo de la política monetaria. Las curvas ya reflejan la nueva realidad de tipos de interés por encima de la neutralidad

El ajuste de tipos de interés al alza está realizado en gran medida después de haber registrado las curvas la mayor corrección de las últimas décadas

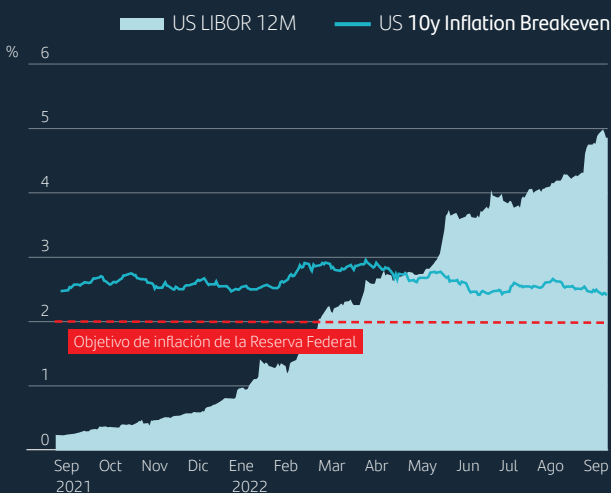
Gracias a las subidas de los tipos de interés, los inversores en renta fija de corto plazo ya no están penalizados respecto a los niveles de inflación de largo plazo

### Los continuos ajustes al alza en los niveles de tipos de interés permiten obtener altas rentabilidades en el corto plazo

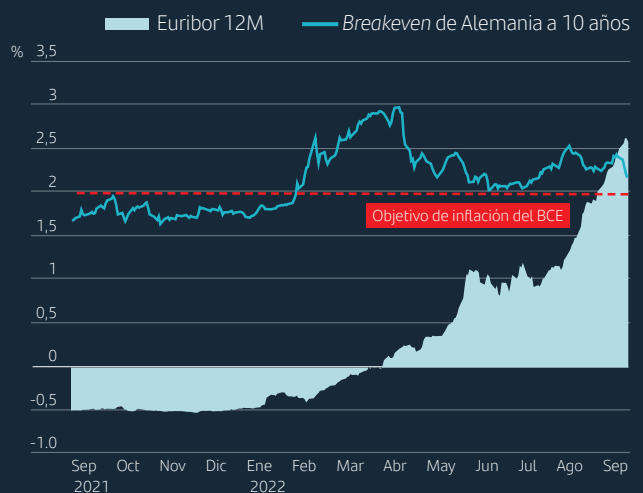
Fuente: Bloomberg. Datos a 29/09/2022

#### Los tipos de interés empiezan a ofrecer valor real respecto a la inflación de largo plazo

Estados Unidos: tipos a 12 meses y *breakeven* de inflación a 10 años



Alemania: Tipos a 12 meses y *breakeven* de inflación a 10 años



## Todavía no es el momento de los activos cíclicos

Dentro del mercado de renta fija, los **bonos corporativos** tienen una doble sensibilidad: a las curvas soberanas de tipos de interés y al ciclo económico vía prima de riesgo de probabilidad de quiebra del emisor. En la medida en que los expertos económicos rebajan las estimaciones de crecimiento económico, las cotizaciones de los bonos corporativos experimentan caídas de precios al reflejar una mayor probabilidad de impago. El ajuste al alza en los diferenciales de crédito es significativo a fecha de hoy, pero todavía existe riesgo de corrección en los segmentos de menor calidad crediticia (*"high yield"*). Es por ello que **sugiramos sobreponderar los segmentos de bonos corporativos de mayor calidad de balance (*"investment grade"*)**, donde estimamos que el ajuste está más avanzado.

En lo que respecta a la renta variable, consideramos que todavía es pronto para tener una exposición muy agresiva dada la mayor sensibilidad al ciclo económico de esta clase de activo. Este carácter cíclico viene ligado a la alta correlación entre el crecimiento de los beneficios empresariales y los niveles de crecimiento económico. Podemos observar en los gráficos inferiores el nivel de crecimiento de los beneficios empresariales que el consenso de analistas espera en 2022 y 2023 para el conjunto de las empresas que cotizan en el S&P500 (Estados Unidos) y Stoxx600 (Europa). Si bien los analistas han rebajado sus estimaciones de crecimiento, **consideramos que este ajuste a las expectativas de beneficios es insuficiente dado el nivel de desaceleración macroeconómica implícito en nuestro escenario central**. El proceso de ajuste sería desigual por sectores y geografías, por lo que recomendamos una **menor exposición a los sectores más cíclicos y a economías como la europea en donde existe una mayor probabilidad de escenarios adversos** en crecimiento económico.

En cualquier caso, todo proceso de ajuste conlleva oportunidades de inversión. **Existen multitud de compañías cuyas acciones han experimentado fuertes caídas en sus cotizaciones pero que ofrecen servicios y productos que están experimentando una aceleración de la demanda**: la ciberseguridad, la tecnología alimentaria, la infraestructura energética, las renovables, la inteligencia artificial o la bioingeniería, por nombrar algunos sectores concretos. Adicionalmente, **existen estrategias, sectores y vehículos que pueden beneficiarse de este entorno de elevada volatilidad y recorte de precios de los activos**. Las inversiones en mercados privados (*private equity* y *private debt*) con un horizonte temporal más amplio son un vehículo a considerar para posicionarse en la recuperación durante las fases de ajuste.

El riesgo de crédito puede seguir experimentando un ajuste en los segmentos de menor calidad. Recomendamos sobreponderar emisores de calidad (grado de inversión)

Consideramos todavía incompleto el ajuste en expectativas de beneficios, lo que nos lleva a mantener la cautela en la exposición a renta variable

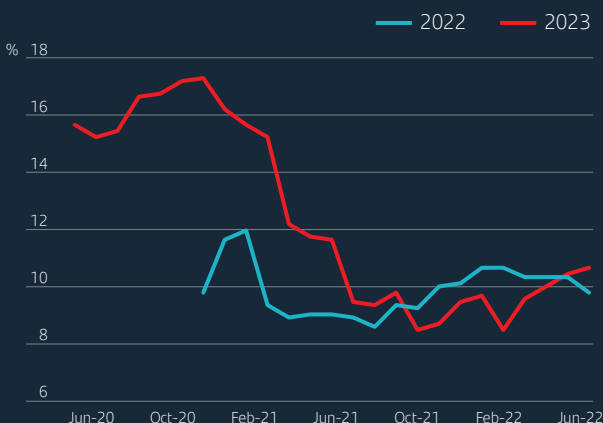
La nueva realidad de mayores tipos de interés y menor crecimiento está reflejándose de forma más generalizada en la valoración de los activos financieros

### El ajuste en los niveles de beneficios todavía no refleja el deterioro de los fundamentales macroeconómicos

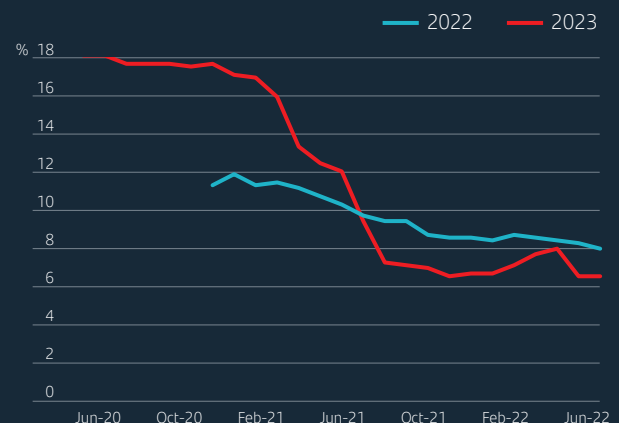
Fuente: Factset y Bloomberg

Consideramos elevado el riesgo de anuncios a la baja de beneficios en los próximos trimestres

S&P 500 - Crecimiento interanual de los beneficios



Stoxx 600 Europe - Crecimiento interanual de los beneficios





# Anexo tablas

## Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2022	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD	3 Años	5 Años	10 Años
<b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	0,8%	0,6%	1,1%	0,7%
<b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,3%
<b>R. Fija Global USD <sup>(3)</sup></b>	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-19,9%	-5,7%	-2,3%	-0,9%
<b>R. Fija USD <sup>(4)</sup></b>	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-14,6%	-3,3%	-0,3%	0,9%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	1,1%	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-8,7%	-1,7%	0,2%	0,6%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-18,7%	-3,7%	0,0%	1,7%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-14,7%	-0,5%	1,6%	3,9%
<b>Renta Fija Euro <sup>(8)</sup></b>	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-16,2%	-6,1%	-1,9%	1,0%
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-16,7%	-6,4%	-1,7%	1,3%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	4,7%	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-14,6%	-4,7%	-1,7%	1,1%
R. Fija High Yield (EUR) <sup>(11)</sup>	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-15,1%	-2,7%	-0,4%	3,6%
<b>R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup></b>	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-20,5%	-5,3%	-1,6%	1,4%
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-20,8%	-5,9%	-2,8%	0,6%
<b>MSCI World (USD)</b>	5,3%	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-26,4%	2,9%	3,5%	6,1%
S&P 500 (USD)	9,5%	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-24,8%	6,4%	7,3%	9,5%
MSCI Europe (EUR)	-0,5%	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-19,3%	-0,5%	-0,1%	3,5%
MSCI Emerging Markets (USD)	8,6%	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-28,9%	-4,4%	-4,1%	-1,3%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	6,8%	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-26,4%	-1,1%	-0,6%	3,0%
MSCI Latin America (USD)	27,9%	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-3,5%	-8,3%	-6,8%	-5,6%

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

## Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2022

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
<b>EEUU</b>	S&P 500	3.586		1.412		4.766	16,3%	26,9%	-24,8%	-17,7%	7,2%	7,2%	9,5%
	DOW JONES INDUS.	28.726		13.026		36.338	7,2%	18,7%	-20,9%	-19,8%	3,1%	5,0%	7,9%
	NASDAQ	10.576		2.977		15.645	43,6%	21,4%	-32,4%	-31,8%	10,3%	10,2%	13,0%
<b>Europa</b>	Stoxx 50	3.332		2.525		3.818	-8,7%	22,8%	-12,7%	-9,7%	2,2%	0,9%	2,7%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.318		2.504		4.298	-5,1%	21,0%	-22,8%	-21,9%	-1,0%	-1,6%	2,9%
	España (IBEX 35)	7.367		6.452		11.521	-15,5%	7,9%	-15,5%	-18,7%	-6,1%	-6,4%	-0,7%
	Francia (CAC 40)	5.762		3.429		7.153	-7,1%	28,9%	-19,4%	-15,6%	1,9%	1,5%	5,4%
	Alemania (DAX)	12.114		7.261		15.885	3,5%	15,8%	-23,7%	-22,8%	0,5%	-1,3%	5,2%
	Reino Unido (FTSE 100)	6.894		5.577		7.749	-14,3%	14,3%	-6,6%	-4,7%	-0,9%	-1,5%	1,7%
	Italia (MIB)	20.649		15.239		27.347	-5,4%	23,0%	-24,5%	-23,2%	-1,0%	-2,0%	2,9%
	Portugal (PSI 20)	5.303		3.945		7.608	-6,1%	13,7%	-4,8%	-7,5%	2,9%	-0,4%	0,1%
	Suiza (SMI)	10.268		6.595		12.876	0,8%	20,3%	-20,3%	-15,2%	1,7%	2,1%	4,5%
	<b>LatAm</b>	México (MEXBOL)	44.627		34.555		56.537	1,2%	20,9%	-16,2%	-13,0%	1,7%	-2,4%
Brasil (IBOVESPA)		110.037		40.406		126.802	2,9%	-11,9%	5,0%	6,3%	2,7%	8,2%	6,4%
Argentina (MERVAL)		139.115		2.323		139.115	22,9%	63,0%	66,6%	66,5%	66,1%	39,5%	49,7%
Chile (IPSA)		5.114		3.439		5.855	-10,5%	3,1%	18,7%	25,0%	0,8%	-1,0%	1,9%
<b>Asia</b>	Japón (NIKKEI)	25.937		8.928		29.453	16,0%	4,9%	-9,9%	-10,2%	6,7%	4,9%	11,4%
	Hong-Kong (HANG SENG)	17.223		17.223		32.887	-3,4%	-14,1%	-26,4%	-32,1%	-13,0%	-9,0%	-1,9%
	Corea (KOSPI)	2.155		1.755		3.297	30,8%	3,6%	-27,6%	-27,4%	2,0%	-2,1%	0,8%
	India (Sensex)	57.427		18.505		59.537	15,8%	22,0%	-1,4%	-3,2%	14,6%	12,9%	11,8%
	China (CSI)	3.805		2.140		5.352	27,2%	-5,2%	-23,0%	-22,5%	-0,1%	-0,2%	5,2%
<b>Mundo</b>	MSCI WORLD	2.379		1.302		3.232	14,1%	20,1%	-26,4%	-25,1%	3,7%	3,5%	6,1%

## Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield
	2.379		1.302		3.232	14,1%	20,1%	-26,4%	-21,3%	3,7%	3,5%	6,1%	14,27	2,36
<b>Estilo</b>														
MSCI World High Dividend Yield	1.177		906		1.447	-3,0%	12,6%	-18,7%	-13,6%	-1,1%	-0,5%	2,5%	11,45	4,16
MSCI World Momentum	2.847		1.076		3.978	28,3%	14,6%	-27,2%	-23,6%	5,0%	7,2%	9,9%	10,74	3,09
MSCI World Quality	2.865		1.090		4.058	22,2%	25,7%	-29,4%	-22,7%	7,2%	8,3%	9,9%	16,88	1,98
MSCI World Minimum Volatility	3.880		1.909		4.730	2,6%	14,3%	-18,0%	-12,2%	0,1%	3,9%	7,1%	16,76	2,58
MSCI World Value	9.636		5.322		11.827	-1,2%	21,9%	-18,5%	-13,1%	2,6%	2,2%	6,1%	10,66	3,61
MSCI World Small Cap	510		246		705	16,0%	15,8%	-26,6%	-25,6%	3,3%	2,3%	7,5%	14,07	2,41
MSCI World Growth	6.553		2.547		9.693	33,8%	21,2%	-32,4%	-27,3%	7,0%	7,7%	9,7%	21,96	1,08
<b>Sector</b>														
Energía	375		164		448	-31,5%	40,1%	22,2%	2,6%	1,6%	-0,8%	-0,7%	6,07	4,49
Materiales	437		229		590	19,9%	16,3%	-23,9%	10,0%	16,1%	8,9%	7,0%	8,98	4,28
Industriales	375		185		509	11,7%	16,6%	-26,4%	5,6%	12,9%	8,3%	10,6%	14,81	2,41
Consumo Discrecional	406		149		595	36,6%	17,9%	-31,7%	8,1%	20,7%	15,7%	14,8%	19,74	1,37
Consumo Básico	391		207		465	7,8%	13,1%	-15,9%	9,7%	8,3%	7,3%	8,2%	18,56	2,78
Salud	433		156		518	13,5%	19,8%	-16,4%	8,1%	16,4%	11,4%	12,6%	15,59	1,86
Financiero	199		107		263	-2,8%	27,9%	-22,5%	3,2%	11,9%	6,4%	9,3%	10,59	3,54
Tecnología	449		103		682	43,8%	29,8%	-34,1%	12,1%	29,3%	23,8%	20,1%	20,10	1,18
Inmobiliario	367		254		517	-5,0%	28,7%	-29,1%	10,2%	7,4%	8,1%	7,5%	21,39	4,17
Servicios de comunicación	128		86		220	23,0%	14,4%	-37,2%	-3,0%	15,4%	10,5%	8,5%	14,55	1,68
Servicios Públicos	281		154		331	4,8%	9,8%	-14,1%	10,9%	5,9%	7,4%	7,5%	17,32	3,76

## Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2022

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	Rango últimos 10 años			10 años			Pendiente 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Mínimo	Rango	Máximo	YTD	YTD A 1 año		
<b>Desarrollados</b>												
EEUU	AA+	3,25%	4,28%	3,83%		0,53%		3,83%	64	232	228	-0,45
Alemania	AAA	0,75%	1,76%	2,11%		-0,70%		2,11%	57	229	221	0,35
Francia	AA	0,75%	1,81%	2,72%		-0,40%		2,72%	57	252	245	0,91
Italia	BBB	0,75%	2,88%	4,52%		0,54%		4,96%	63	335	335	1,64
España	A	0,75%	2,13%	3,29%		0,05%		5,62%	55	272	268	1,16
Reino Unido	AA	2,25%	4,23%	4,09%		0,10%		4,09%	129	312	306	-0,14
Grecia	BB+	0,75%	n.d.	4,86%		0,61%		17,77%	75	352	353	n.d.
Portugal	BBB+	0,75%	2,04%	3,18%		0,03%		8,19%	55	271	266	1,14
Suiza	AAA	0,50%	0,69%	1,19%		-1,05%		1,19%	40	134	125	0,50
Polonia	A-	6,75%	7,40%	7,15%		1,15%		7,15%	102	350	433	-0,26
Japón	A+	-0,10%	-0,05%	0,24%		-0,27%		0,86%	2	17	15	0,29
<b>Emergentes</b>												
Brasil	BB-	13,75%	11,89%	12,02%		6,49%		16,51%	-28	118	-20	0,13
México	BBB	9,25%	10,35%	9,67%		4,49%		9,67%	61	210	216	-0,68
Chile	A	10,75%	9,16%	#N/A N/A		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC+	75,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	10,00%	11,74%	12,78%		4,85%		12,78%	70	459	n.d.	1,05
Turquía	B	12,00%	14,53%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rusia	NR	7,50%	#N/A N/A	n.d.		5,55%		15,99%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China	A+	2,73%	2,12%	2,74%		2,51%		4,58%	10	-3	-22	0,63
India	BBB-	5,90%	6,51%	7,40%		5,84%		8,86%	21	94	101	0,88

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

## Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad	Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	0,9802		0,98		1,39	-13,8%	18,3%	3,6%	3,8%	2,8%
EUR/GBP	0,88		0,70		0,92	-4,1%	-1,6%	0,4%	0,1%	-1,0%
EUR/CHF	0,97		0,97		1,24	-6,8%	12,0%	4,0%	3,4%	2,3%
EUR/JPY	142		103		148	8,4%	-8,5%	-6,0%	-1,3%	-3,4%
EUR/PLN	4,86		4,04		4,86	-5,5%	-4,6%	-3,4%	-2,3%	-1,6%
GBP/USD	1,12		1,12		1,71	-17,5%	20,2%	3,2%	3,7%	3,8%
USD/CHF	0,99		0,88		1,03	-7,5%	-5,3%	0,4%	-0,4%	-0,5%
USD/JPY	145		80		145	-20,5%	-22,6%	-9,3%	-4,9%	-6,0%
USD/MXN	20,14		12,13		24,17	1,9%	1,9%	-0,7%	-1,9%	-4,4%
USD/ARS	147,32		4,77		147,32	-30,3%	-33,0%	-26,9%	-34,8%	-29,1%
USD/CLP	969		471		969	-12,0%	-16,4%	-9,1%	-8,0%	-6,9%
USD/BRL	5,42		1,98		5,75	3,0%	0,0%	-8,4%	-10,2%	-9,4%
USD/COP	4.609		1.763		4.609	-11,5%	-16,7%	-9,0%	-8,6%	-9,0%
USD/CNY	7,12		6,05		7,16	-10,7%	-9,1%	0,2%	-1,3%	-1,2%
EUR/SEK	10,87		8,37		10,93	-5,3%	-6,1%	-0,5%	-2,4%	-2,5%
EUR/NOK	10,67		7,34		11,48	-6,0%	-4,7%	-2,4%	-2,5%	-3,6%

## Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad	Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2021	1 año	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	86,2		21		120	51,4%	11,2%	12,9%	15,1%	-8,7%
Petróleo (W. Texas)	79,5		19		115	58,7%	3,2%	13,7%	15,4%	-4,8%
Oro	1.662,4		1.060		1.971	-3,5%	-9,1%	4,3%	9,1%	-2,1%
Cobre	7.560,0		4.561		10.375	25,2%	-22,2%	9,7%	5,3%	-2,7%
Índice CRB	268,3		117		317	38,5%	15,5%	15,5%	13,6%	-4,6%
Rogers International	6,8		2		9	49,1%	78,7%	39,1%	33,2%	2,1%
Gas Natural	188,8		14		244	304,6%	190,7%	118,0%	123,8%	n.d.

# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos\*

		Rentabilidad anual de los principales activos										
Activo	Índice de referencia	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD
RV EE.UU.	S&P 500 TR	28,1% Gobierno Zona Euro	54,4% RV Japón	71,3% Gobierno Zona Euro	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	3,3% Gobierno España	0,3% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	38,5% Materias Primas	16,6% Materias Primas
RV Japón	Topix TR	20,9% RV Japón	32,4% RV EE.UU.	61,3% Gobierno España	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	0,1% Gobierno Zona Euro	0,3% RV Europa	18,3% RV Emergente	28,7% RV EE.UU.	-0,3% Liquidez
RV España	Ibex35 TR	19,3% HY Global	27,8% RV España	13,7% RV EE.UU.	1,4% RV EE.UU.	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	0,3% RV Mundial	0,2% RV Mundial	23,2% RV Europa	-5,5% RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	18,2% RV Emergente	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	-0,1% Liquidez	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	0,2% RV Emergente	8,0% HY Global	21,8% RV Mundial	-13,1% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	18,1% RV Europa	21,5% RV Europa	8,6% RV España	-0,5% IG Europa	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	0,2% RV Japón	0,1% RV Japón	12,7% RV Japón	-15,2% IG Europa
Materias Primas	Commodity RB TR	16,0% RV EE.UU.	21,1% Gobierno España	8,3% IG Europa	-0,8% RV Mundial	6,6% Gobierno Zona Euro	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	0,2% RV España	6,4% Gobierno Zona Euro	10,8% RV España	-15,3% Gobierno Zona Euro
RV Mundial	MSCI World TR	15,8% RV Mundial	8,0% HY Global	4,9% RV Mundial	-3,6% RV España	5,7% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	0,1% HY Global	4,4% Gobierno España	1,4% HY Global	-16,0% Gobierno España
IG Europa	ERLO TR	13,2% IG Europa	2,4% IG Europa	4,0% RV Europa	-4,2% HY Global	4,8% IG Europa	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	0,1% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,5% Liquidez	-18,9% HY Global
Liquidez EUR	Eonia TR	0,2% Liquidez	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Gobierno España	3,7% RV Europa	1,7% Gobierno España	-11,5% RV España	0,1% Gobierno España	-0,5% Liquidez	-1,1% IG Europa	-21,0% RV Europa
HY Global	HW00 TR	2,8% RV España	-2,6% RV Emergente	-0,1% HY Global	-16,3% Gobierno Zona Euro	2,6% RV España	1,7% Materias Primas	-12,0% RV Europa	0,1% Gobierno Zona Euro	-3,2% RV Europa	-2,5% RV Emergente	-23,9% RV EE.UU.
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-3,3% Materias Primas	-5,0% Materias Primas	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,6% RV Japón	-0,2% Gobierno Zona Euro	-14,6% RV Emergente	0,1% IG Europa	-0,1% Materias Primas	-2,7% Gobierno Zona Euro	-25,4% RV Mundial
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-3,8% Gobierno España	-46,6% Gobierno Zona Euro	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% RV Japón	0,0% Liquidez	-0,1% RV España	-3,1% Gobierno España	-27,20% RV Emergente

+  
Rentabilidad  
↓

\*Datos a 30 de septiembre de 2022.

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Private Banking




 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA,  
CEFA, CESGA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca,  
CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Priscila Deliberalli

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Claudio Aguirre

 Paulo Nogueira Teixeira

 Carlos Mansur

 Ben Covey

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

## Aviso legal importante:

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

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

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

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

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

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



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

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



Taking your wealth beyond

[www.santanderprivatebanking.com](http://www.santanderprivatebanking.com)

  @santanderpb