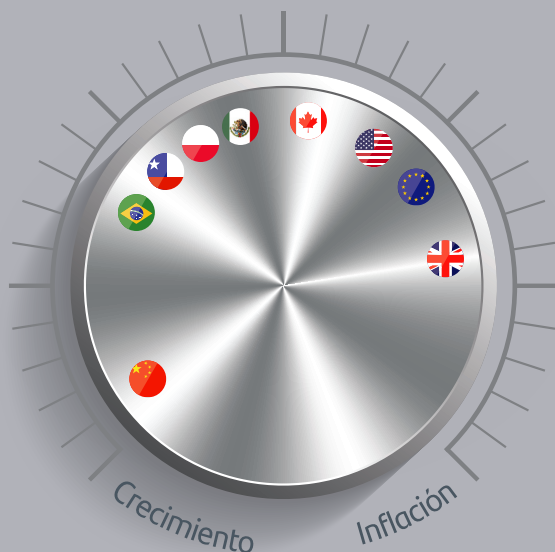




Informe trimestral

Octubre 2023

Difícil equilibrio entre crecimiento e inflación

Después de la subida de tipos de interés más pronunciada de las últimas décadas, los bancos centrales y el mercado van basculando, en su foco de preocupación, desde la inflación hacia el crecimiento. Esta dinámica tiene distintas velocidades, siendo las economías emergentes las primeras en mover el foco hacia la desaceleración económica desde la contención de la inflación. En términos generales, el efecto del tensionamiento monetario en la actividad económica está ocurriendo con mayor lentitud que en anteriores ciclos y ello puede dar lugar a un periodo más prolongado de tipos de interés elevados. La fortaleza del mercado laboral y los estímulos fiscales han dotado a este ciclo económico de mayor resiliencia respecto a periodos anteriores de ajuste.

Los inversores en general y, los más conservadores en particular, se benefician del resurgimiento de la renta fija como alternativa de inversión. Es probable que hayamos tocado techo en las subidas de tipos, lo que apoya el atractivo de incrementar exposición y duración en las carteras de bonos. La exposición a renta variable debería mantenerse en niveles moderados mientras persista el riesgo de ajuste adicional en las estimaciones de beneficios. El rendimiento esperado de una cartera diversificada de bonos y acciones de perfil de riesgo balanceado (60% RF/40% RV) es atractivo en comparación con los últimos 15 años.

Difícil equilibrio entre crecimiento e inflación

01 Foco en inflación en Europa y EE.UU.

El mercado empieza a asignar altas probabilidades a que, tanto la FED como el BCE hayan culminado el proceso de subidas de tipos de interés. Sin embargo, **consideramos que el foco se mantendrá durante algún tiempo en el control de la inflación y descartamos recortes de tipos en el corto plazo.** El riesgo de deterioro en los fundamentales de crecimiento económico se mantiene elevado para los próximos trimestres. Es probable que esta moderación del crecimiento sea de baja intensidad por el soporte del mercado laboral y por la ausencia de desequilibrios de calado en el sector privado. Por tanto, es previsible que los tipos se mantengan elevados por un período más prolongado y **ello tendría un coste en términos de menor crecimiento.**

02 En emergentes el foco pasa al crecimiento

China no está experimentando el repunte esperado en el crecimiento tras la reapertura. Preocupa la situación del sector inmobiliario y el país asiático vuelve a exportar deflación al resto del mundo. Hay dudas sobre la efectividad de las medidas del Gobierno chino para apuntalar el crecimiento. **Los bancos centrales de otras economías emergentes** han conseguido su objetivo de controlar la inflación con una actuación temprana y decisiva y **ya han cambiado el foco hacia el crecimiento e iniciado la fase de recortes de tipos de interés.** Es el caso de Chile, Brasil, Perú o Uruguay y también de Polonia, aunque éste último apuesta por el crecimiento a pesar de la elevada inflación.

03 Tiempo de fijar los tipos de interés

El ajuste de política monetaria ha situado los tipos de interés en el nivel más elevado de las últimas décadas. **La probabilidad de que hayamos tocado techo en las subidas de tipos apoya el atractivo de incrementar exposición y duración en las carteras de bonos.** La exposición a renta variable debería mantenerse en niveles moderados mientras persista el riesgo de ajuste adicional en las estimaciones de beneficios. El rendimiento esperado de una cartera diversificada de bonos y acciones de perfil de riesgo balanceado (60% RF/40% RV) es atractivo en comparación con los últimos quince años.

01 EE.UU.: más tiempo de ajuste

El mercado se pregunta si ha llegado el momento en el que los bancos centrales den por finalizado el proceso de ajuste de los tipos de interés (el más rápido y agresivo desde la década de los ochenta). Todo va a depender del **grado de preocupación relativa entre dos focos de desequilibrio: inflación y crecimiento**. En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) observa que las presiones de precios se han moderado significativamente y la inflación interanual ha bajado desde el máximo de 9,1% en el mes de junio de 2022 hasta un 3,7% en el mes de agosto de 2023. Sin embargo, **la FED no puede dar todavía por terminada la batalla** al ser mucho más incipiente la caída de la inflación subyacente y observarse una mayor resistencia a la baja en los salarios, como se ve en el gráfico de la derecha. De persistir esta tendencia, el objetivo de encauzar la inflación hacia el 2%, dada la importancia de los salarios en la inflación de servicios, está en riesgo.

El **retraso en el ajuste en la inflación de salarios se debe a un mercado laboral robusto** que se mantiene en pleno empleo porque, como se observa en el gráfico izquierdo, la **economía norteamericana sigue dando señales de fortaleza gracias a la estabilidad del crecimiento del consumo**. La solidez del consumidor ha contado con dos apoyos fundamentales: los ahorros acumulados durante la pandemia y la confianza que proporciona el mercado laboral. Las previsiones de la FED asumían un coste en términos de destrucción de empleo y de desaceleración económica como consecuencia del ajuste en política monetaria, que de momento no se percibe, como contrapartida para lograr un equilibrio de precios.

Es previsible que aparezcan mayores signos de debilidad económica en los próximos trimestres. En cualquier caso, **la preocupación por el crecimiento económico es baja y es por ello por lo que consideramos que el momento de la primera bajada de tipos de interés por parte de la FED se halla aún lejano**. El balance financiero de las familias y empresas en su conjunto está bastante saneado y ello llevaría a que el proceso de ajuste en el crecimiento de este ciclo de tensionamiento monetario sea excepcionalmente moderado.

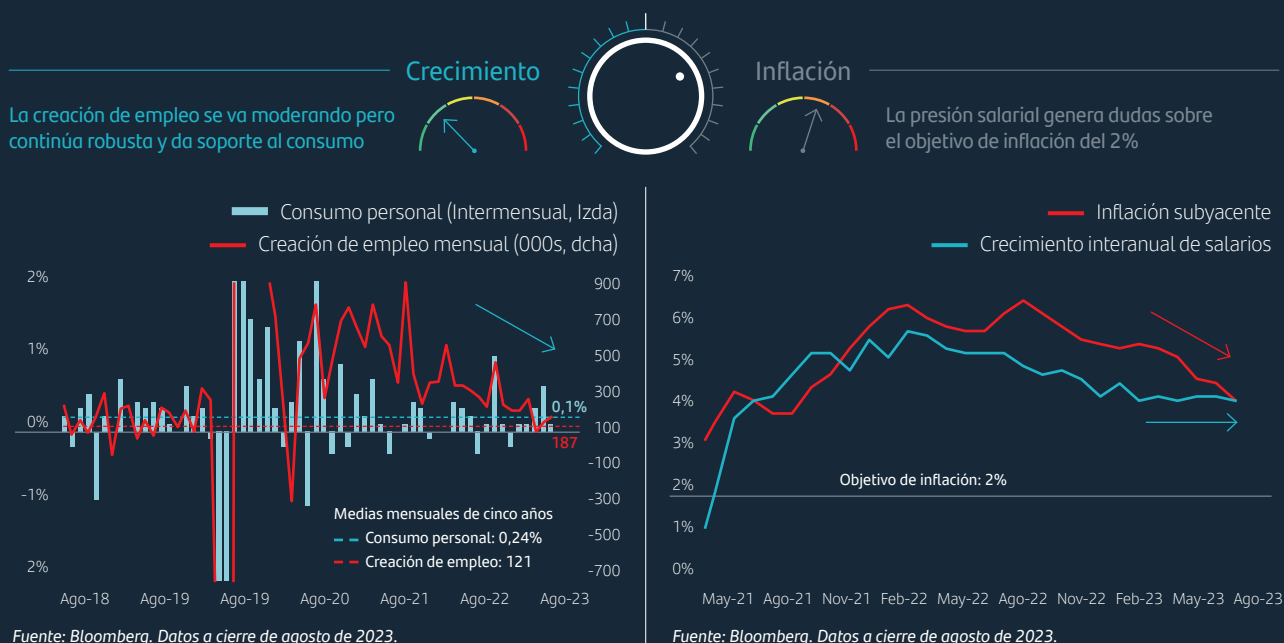
Los componentes más resistentes de la inflación dan señales de ir reconduciéndose

El mercado laboral es la gran sorpresa positiva y sigue dando apoyo al consumo (y tensionando la inflación)

El exceso de ahorro se va agotando y los consumidores lo reemplazan por crédito, que empieza a dar señales de deterioro

El balance entre el control de la inflación y el deterioro del crecimiento se va equilibrando y avala la pausa monetaria

FOCO DE LA RESERVA FEDERAL



La Reserva Federal se enfrenta a un escenario en el que la economía continúa emitiendo señales de fortaleza a pesar de los elevados tipos de interés

01 Zona Euro: la inflación sigue "pegajosa"

El Banco Central Europeo (BCE) se enfrenta a un cuadro de **mayor preocupación en las dinámicas de inflación y precios en la zona Euro** en comparación con Estados Unidos. Se aprecia en el gráfico de la derecha un **retraso significativo en las tendencias de desinflación con especial foco de preocupación en Alemania**. Esta es la razón por la que el BCE elevó su tipo de depósito hasta el máximo histórico del 4% en su reunión de septiembre de 2023, a pesar de los indicios de que la restricción monetaria está afectando de manera significativa a las condiciones financieras. El BCE ha dado señales de que los tipos de interés han alcanzado un nivel que, si se mantiene durante un período suficientemente largo, contribuirá a que la inflación retorne a su objetivo del 2% a medio plazo. El mercado asigna una elevada probabilidad a que la subida de septiembre pueda haber sido la última de este ciclo y **la atención se centra en la duración del periodo en el que van a permanecer altos los tipos oficiales**.

La preocupación añadida para el BCE es que **la economía ya arroja señales de desaceleración**, como se puede ver en el gráfico de la izquierda. La mayor demanda de servicios frente a la de bienes (como resultado de las dinámicas de normalización post-pandemia) afecta de forma negativa a la economía europea por su mayor exposición al sector manufacturero. Esto es **especialmente significativo en el caso de la economía alemana**, que además acusa el menor dinamismo de las exportaciones a China. Los países del sur de Europa, con un mayor peso del sector servicios, presentan menor deterioro en la actividad, pero de acuerdo con las estimaciones del consenso de Bloomberg, el crecimiento de la zona Euro en su conjunto sería extremadamente bajo en 2023.

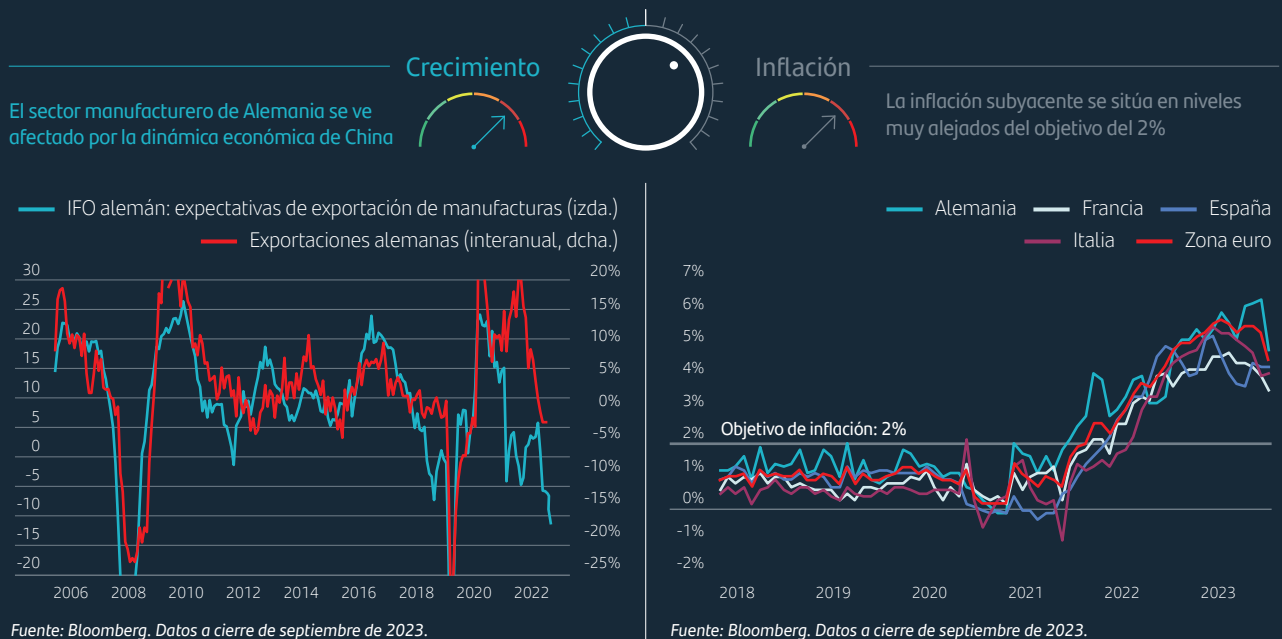
El BCE se enfrenta a un reto especialmente difícil porque las subidas de tipos han tenido impacto en el crédito y la actividad económica pero no han tenido un efecto marcado en la inflación subyacente. Tanto inflación como crecimiento son preocupantes y ello complica la política monetaria. **El foco necesita permanecer en la inflación y los inversores y agentes económicos pueden asumir que no va a haber bajadas de tipos en el corto plazo**.

La reacción tardía de la política monetaria y el conflicto bélico en Ucrania hacen que la inflación se reconduzca con mayor lentitud que en EEUU

Alemania, motor de la economía europea, se ve en dificultades por la menor dinámica de crecimiento en China

El BCE se enfrenta a una economía en desaceleración y una inflación que aún no cede lo deseable

FOCO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO



El BCE probablemente ya ha activado la pausa en las subidas de tipos, pero la inflación no le permitiría pensar en bajar tipos en el corto plazo a pesar de la desaceleración económica

02 China: dudas sobre el modelo

Al contrario que Estados Unidos, China ha sorprendido a la baja en términos de crecimiento en 2023. El anuncio del **abandono de la política de Covid-cero despertó grandes expectativas de un resurgimiento del consumo en China que no ha tenido continuidad**. La economía creció a un ritmo anualizado de sólo el 3,2% en el segundo trimestre, los precios de la vivienda siguen debilitándose y los promotores inmobiliarios continúan teniendo graves problemas financieros por el excesivo endeudamiento. El Gobierno chino ha anunciado una serie de medidas de estímulo económico pero de momento no han tenido el efecto deseado. Adicionalmente, el gasto de los consumidores, la inversión de las empresas y las exportaciones se han estancado. Por último, **mientras gran parte del mundo lucha contra una inflación demasiado alta, China roza la deflación**.

Algunos analistas advierten que China podría entrar en una trampa deflacionista como la de Japón en los años 90 y se pone en tela de juicio la sostenibilidad a futuro del modelo de crecimiento basado en la inversión. **China probablemente crecerá cerca de un 5% este año, pero la sensación del mercado es de dudas sobre la eficacia de las medidas del gobierno para redireccionar ese crecimiento dependiente de la inversión** hacia un modelo basado en el consumo. Como se ve el gráfico de la izquierda, la dependencia de la inversión, especialmente la inmobiliaria, está arrastrando al crecimiento.

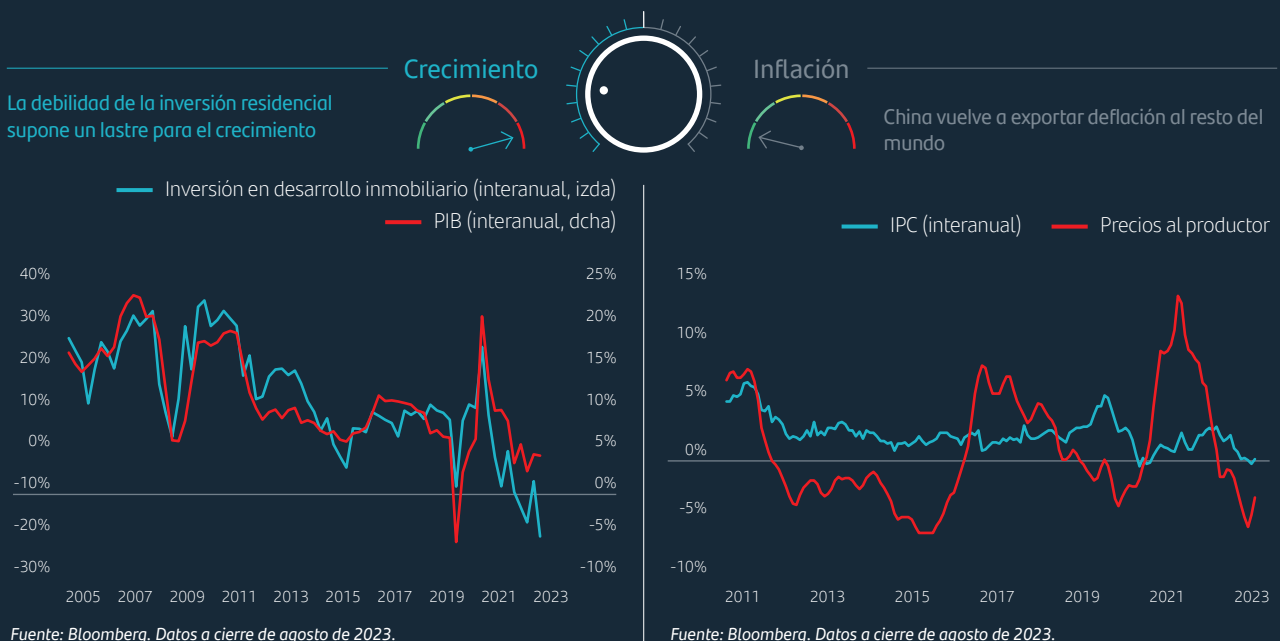
Los indicadores evidencian la necesidad de poner foco en el crecimiento, pero **hasta la fecha las medidas anunciadas no han sido lo suficientemente contundentes como para frenar la tendencia negativa** y el mercado aguarda un programa más ambicioso de estímulos fiscales. El Ejecutivo de Xi Jinping ha priorizado otros objetivos (corrupción, equidad, estabilidad financiera, geopolítica...) sobre el crecimiento de corto plazo. Después de tres décadas de manejo acertado del cuadro macroeconómico, **se empiezan a evidenciar dificultades para adaptar el modelo de crecimiento a los nuevos retos y realidades**.

Hay dudas sobre la eficacia de las medidas del Gobierno chino para reactivar el crecimiento

El elevado endeudamiento de las empresas y las autoridades a nivel local dificulta la implementación de un estímulo masivo

El mercado mantiene la esperanza de que se apruebe un plan más contundente de estímulos económicos

FOCO DEL BANCO POPULAR DE CHINA



El modelo de crecimiento basado en la inversión residencial pierde vigencia y el consumidor no toma el testigo por la preocupación, entre otros factores, sobre el valor de los inmuebles

02 Emergentes ex China: ciclo monetario más avanzado

Los países del bloque emergente (y en particular los de Latinoamérica) están más avanzados que las economías desarrolladas en el proceso de ajuste monetario. A modo de ejemplo, el Banco Central de Brasil comenzó a subir tipos en marzo de 2021, anticipándose un año a la primera subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, y lo ha hecho de forma muy agresiva. Como puede observarse en el gráfico de la derecha, actuaciones como ésta han permitido situar los **tipos de interés reales en terreno muy restrictivo** (excepto en Polonia) y reducir de forma significativa los niveles de inflación. En el caso de México la inflación se ha reducido hasta el 4,6% interanual en el mes de agosto con un tipo de interés oficial que se ha mantenido en 11,25% durante más de seis meses. Esto representa un tipo de interés neto de inflación (tipo de interés real) de 6,6% que ha despertado el apetito de los inversores extranjeros y provocado una **apreciación del peso mexicano de 10% en los primeros nueve meses de 2023**.

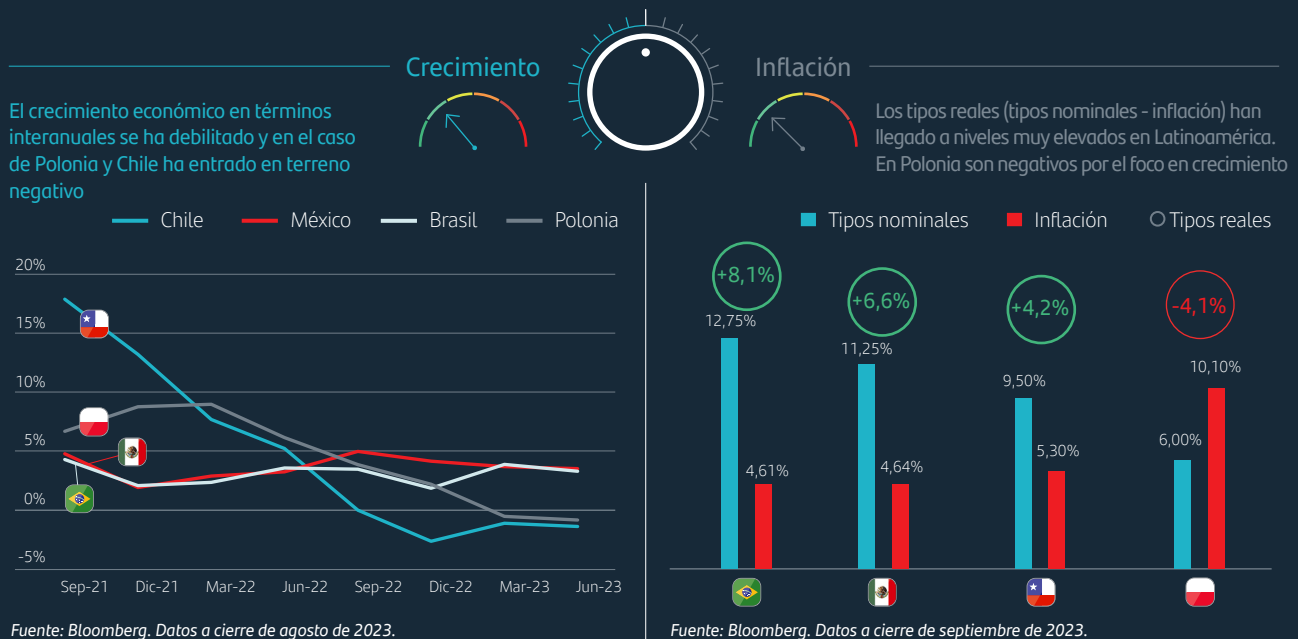
Este proceso agresivo de subidas de tipos está teniendo un coste en términos de crecimiento, como se puede ver en el gráfico izquierdo. El control de la inflación se ha conseguido debido a la intensidad y duración de la restricción monetaria y ha **posibilitado que las autoridades en la materia pongan foco en el crecimiento**. A cierre de septiembre Chile y Brasil han bajado tipos en 100 y 175pb respectivamente. El Banco Nacional de Polonia (BNP) ha sorprendido al mercado con una bajada de tipos de 75 puntos básicos a pesar de los escasos avances en el control de la inflación ahora en el 10,1% interanual. **La volatilidad del zloty polaco** se ha incrementado y la moneda se ha depreciado al interpretar el mercado que la autoridad monetaria da prioridad al crecimiento económico y es más permisiva con el objetivo de inflación (2,5%). **La debilidad en las dinámicas de crecimiento de socios comerciales de peso (China o Alemania) se une a los efectos negativos de la política monetaria en el crecimiento**. Los países en donde los bancos centrales han actuado con disciplina y han reforzado su credibilidad anti-inflacionista, y van a poder disfrutar de bajadas de tipos de interés y aliviar las presiones sobre el crecimiento económico.

Chile, Brasil y, sorprendentemente Polonia, han iniciado su ciclo de recorte de tipos de interés

Los tipos de interés reales de las mayores economías latinoamericanas están en niveles elevados

El menor dinamismo económico de socios comerciales como China o Alemania puede afectar el crecimiento de los demás emergentes

FOCO DE LOS BANCOS DE PAISES EMERGENTES



La actuación temprana para controlar la inflación con subidas de tipos permite a estas economías emergentes mover el foco hacia el crecimiento

03 Tiempo de fijar los tipos de interés

El foco de preocupación se irá, en una secuencia lógica, trasladando desde la inflación hacia el crecimiento económico. Hay muchos matices en función del área geográfica y la madurez del proceso de ajuste de tipos aunque, a nivel global, vemos mayor riesgo de ajuste a la baja en las estimaciones de crecimiento que en las relacionadas con inflación y tipos de interés. Por tanto, mantenemos una cierta cautela a la hora de asignar recursos entre los activos más conservadores (muy sensibles a tipos de interés) y los más agresivos (más sensibles a crecimiento). A diferencia del entorno de los últimos años, donde la inversión sin riesgo estuvo muy penalizada por los bajos tipos de interés, ahora el binomio rentabilidad-riesgo favorece precisamente a esas opciones de menor riesgo.

Nuestro escenario central implica condiciones monetarias y financieras adversas para las dinámicas de crecimiento por el efecto retrasado de la subida de tipos. El debate se centra en el tipo de ajuste en el crecimiento: un *soft-landing* (crecimiento bajo sin recesión pronunciada y desempleo bajo), un *hard-landing* (recesión con incremento del desempleo) o *no-landing* (sin necesidad de ajuste). El escenario que vemos más probable es el de un *long-landing* o periodo prolongado de crecimiento por debajo de lo normal que aseguraría el retorno de la inflación hacia niveles en torno al 2%. Aunque a nivel global la desaceleración económica se está produciendo a distintas velocidades, la hipótesis de ajuste suave se apoya en que EE.UU. está mostrando una resiliencia inusitada en clave de crecimiento.

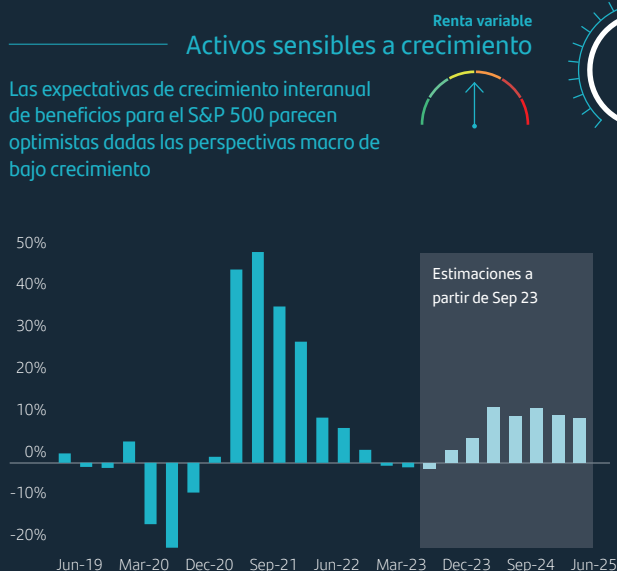
Con lo susodicho, si analizamos las alternativas de inversión para un cliente con un perfil en US\$, observamos en el gráfico izquierdo que este entorno de precaución condiciona un cierto grado de cautela hacia los activos con mayor sensibilidad al ciclo económico. El crecimiento proyectado de beneficios del S&P 500 parece descontar que lo peor ha pasado y transmite cierto grado de optimismo, pero el mercado asume una recuperación rápida que puede no cumplirse en el entorno de bajo crecimiento que vemos más probable. El

La rentabilidad de los activos de bajo riesgo ha dejado de estar penalizada con rendimientos reales negativos

El riesgo de desaceleración se ha mitigado pero no ha desaparecido por lo que mantenemos cierta cautela en el presupuesto de riesgo

A la hora de asignar activos vemos mayor riesgo en las expectativas de los activos sensibles a crecimiento

ASIGNACION DE ACTIVOS EN DÓLAR EE.UU.



La resiliencia inusitada de la economía americana puede dar muestras de debilidad en próximos trimestres. Preferencia por los activos de menor riesgo

El gráfico anterior muestra cómo la rentabilidad a vencimiento* del índice de bonos de renta fija en US\$ ofrece rendimientos nominales (cerca del 5.5%) no vistos en los últimos quince años. Adicionalmente, la tendencia a la baja de la inflación ha posibilitado que los rendimientos de **los activos de renta fija** en términos reales (netos de inflación) **vuelvan a terreno positivo y sean de nuevo una alternativa de inversión a considerar**.

El gráfico inferior de esta página ilustra un dilema similar para **el inversor en euros** en términos de asignación de activos, con dos particularidades: **menor optimismo en las expectativas de crecimiento económico y retraso en la recuperación de los rendimientos reales positivos de los bonos por la persistencia de la inflación**. La optimización del binomio rentabilidad-riesgo para el inversor en activos en euros también favorece a la inversión en renta fija por la debilidad esperada en el crecimiento de beneficios y la elevada probabilidad de que hayamos asistido a la última subida de tipos por parte del BCE en este ciclo.

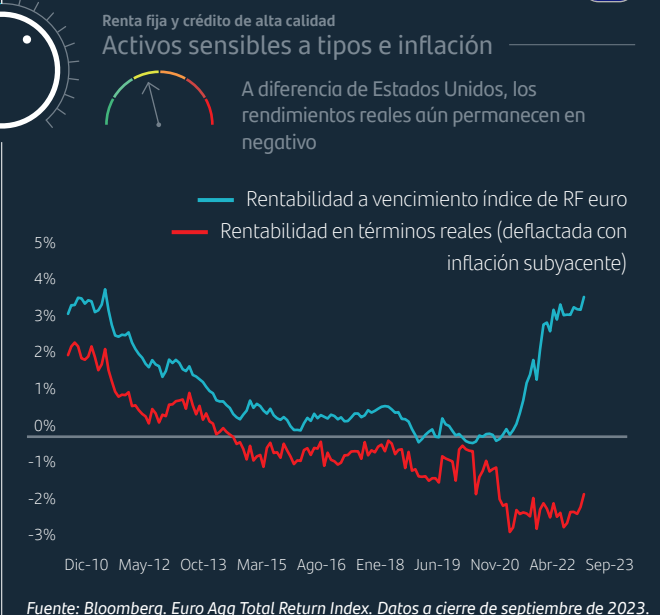
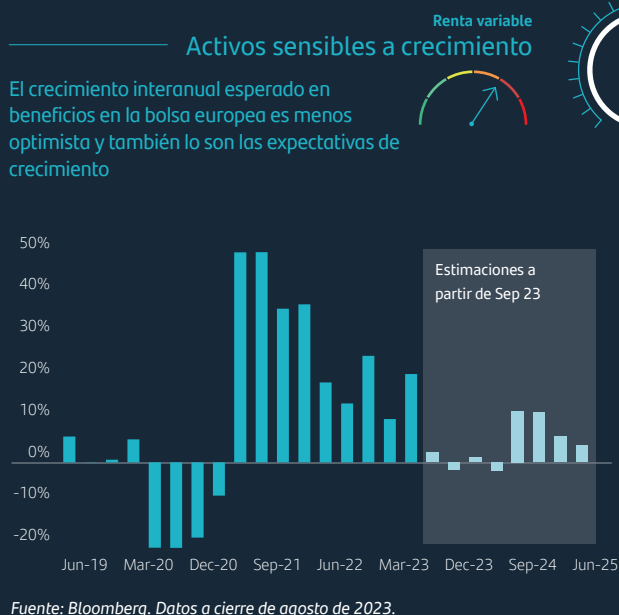
Nos hallamos frente a un entorno de reducida visibilidad en las variables de inflación y crecimiento, pero al mismo tiempo consideramos que los inversores disponen de alternativas atractivas para fijar rendimientos elevados y construir carteras bien diversificadas. La preferencia por la renta fija en un entorno global de crecimiento escaso y altos tipos de interés **no debe inducir al inversor a desviarse excesivamente de su posicionamiento estratégico de inversión**. Es posible que las bolsas emergentes y europeas no cuenten con el apoyo de un entorno sólido de crecimiento de beneficios, pero cotizan a **niveles de valoración inferiores a sus medias históricas**. En la bolsa norteamericana, las valoraciones más elevadas y el optimismo (en comparación con otros mercados) se centran en pocas empresas con un denominador común: exposición al crecimiento en inteligencia artificial y ser tecnológicas líderes a nivel global. Los elevados tipos de interés de la renta fija además permitirían mitigar el impacto de la volatilidad de la exposición bursátil. **Adicionalmente, existen otras opciones de inversión a considerar a la hora de para optimizar el equilibrio entre rentabilidad y riesgo de las carteras y que aportan diversificación: nos referimos a temáticas de innovación, productos estructurados, inversiones alternativas y estilos de inversión.**

Los niveles alcanzados por los tipos de interés y una virtual pausa monetaria pueden ser aprovechados para alargar duraciones en las posiciones en bonos

Los excesos de valoración en renta variable se centran en compañías percibidas como líderes tecnológicos globales

Los inversores tienen acceso a un gran abanico de opciones para construir carteras diversificadas y equilibradas en términos de rentabilidad-riesgo

ASIGNACION DE ACTIVOS EN EUROS



Preferencia por la inversión en renta fija dada la reducida visibilidad en términos de crecimiento e inflación

* Rentabilidad a vencimiento: la rentabilidad potencial de una inversión en bonos si el inversionista mantuviera un bono hasta su fecha de vencimiento.

Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2023	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	YTD	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	3,8%	1,9%	1,7%	1,2%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	2,3%	0,6%	0,2%	0,0%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	-2,2%	-6,9%	-1,6%	-0,4%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	-1,2%	-5,3%	0,1%	1,1%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	0,3%	-3,2%	0,7%	0,8%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	0,0%	-5,0%	0,9%	2,2%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	5,9%	1,9%	3,0%	4,2%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	0,6%	-6,5%	-2,1%	0,6%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	-0,1%	-7,4%	-2,2%	0,7%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	2,5%	-3,7%	-1,0%	1,0%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	6,8%	1,4%	1,7%	3,5%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	0,9%	-4,2%	0,2%	2,3%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	0,9%	-2,9%	-0,2%	2,0%
MSCI World (USD)	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-19,5%	9,6%	6,5%	5,5%	6,3%
S&P 500 (USD)	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-19,4%	11,7%	8,7%	8,0%	9,7%
MSCI Europe (EUR)	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-11,9%	6,2%	8,1%	3,2%	3,6%
MSCI Emerging Markets (USD)	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,4%	-0,4%	-3,8%	-1,9%	-0,5%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	-0,4%	-1,4%	1,2%	3,3%
MSCI Latin America (USD)	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-0,1%	8,1%	8,5%	-2,2%	-3,6%

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

Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2023

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				
			12 meses	Mínimo		Rango	Máximo	2021	2022	YtD	1 año	3 años	5 años
EEUU	S&P 500	4.288		1.757		4.766	26,9%	-19,4%	11,7%	19,6%	8,7%	8,0%	9,8%
	DOW JONES INDUS.	33.508		15.546		36.338	18,7%	-8,8%	1,1%	16,6%	6,9%	4,8%	8,3%
	NASDAQ	13.219		3.920		15.645	21,4%	-33,1%	26,3%	25,0%	6,0%	10,4%	13,4%
Europa	Stoxx 50	3.920		2.701		4.054	22,8%	-4,4%	7,3%	17,6%	10,3%	5,0%	3,5%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.175		2.787		4.471	21,0%	-11,7%	10,0%	25,8%	9,1%	4,2%	3,7%
	España (IBEX 35)	9.428		6.452		11.521	7,9%	-5,6%	14,6%	28,0%	12,0%	0,1%	0,3%
	Francia(CAC 40)	7.135		4.166		7.498	28,9%	-9,5%	10,2%	23,8%	13,9%	5,4%	5,6%
	Alemania (DAX)	15.387		9.034		16.447	15,8%	-12,3%	10,5%	27,0%	6,3%	4,7%	6,0%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.608		5.577		7.876	14,3%	0,9%	2,1%	10,4%	8,9%	0,3%	1,6%
	Italia (MIB)	28.243		16.198		29.645	23,0%	-13,3%	19,1%	36,8%	14,0%	6,4%	4,9%
	Portugal (PSI 20)	6.090		3.945		7.608	13,7%	2,8%	6,4%	14,9%	14,7%	2,6%	0,2%
	Suiza (SMI)	10.964		7.808		12.876	20,3%	-16,7%	2,2%	6,8%	2,3%	3,8%	3,2%
LatAm	México (MEXBOL)	50.875		34.555		56.537	20,9%	-9,0%	5,0%	14,0%	11,1%	0,5%	2,4%
	Brasil (IBOVESPA)	116.565		40.406		126.802	-11,9%	4,7%	6,2%	5,9%	7,6%	8,0%	8,3%
	Argentina (MERVAL)	562.569		5.165		653.603	63,0%	142,0%	178,4%	304,4%	137,1%	75,8%	61,1%
	Chile (IPSA)	5.833		3.439		6.394	3,1%	22,1%	10,9%	14,1%	17,9%	2,0%	4,3%
Asia	Japón (NIKKEI)	31.858		14.304		33.189	4,9%	-9,4%	22,1%	22,8%	10,6%	5,7%	8,2%
	Hong-Kong (HANG SENG)	17.810		14.687		32.887	-14,1%	-15,5%	-10,0%	3,4%	-8,5%	-8,5%	-2,5%
	Corea (KOSPI)	2.465		1.755		3.297	3,6%	-24,9%	10,2%	14,4%	1,9%	1,0%	2,1%
	India (Sensex)	65.828		20.514		66.528	22,0%	4,4%	8,2%	14,6%	20,1%	12,7%	13,0%
	China (CSI)	3.690		2.146		5.352	-5,2%	-21,6%	-4,7%	-3,0%	-7,0%	1,4%	4,4%
Mundo	MSCI WORLD	2.853		1.547		3.232	20,1%	-19,5%	9,6%	20,0%	6,5%	5,5%	6,3%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2023

		Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios		
		Último precio	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2021	2022	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield
Estilo	MSCI World	2.853		1.547		3.232	20,1%	-19,5%	9,6%	20,0%	6,5%	5,5%	6,3%	17,42	2,10
	MSCI World High Dividend Yield	1.334		978		1.447	12,6%	-7,4%	-0,4%	13,4%	5,0%	1,8%	2,6%	13,15	3,73
	MSCI World Momentum	3.207		1.336		3.978	14,6%	-17,8%	-0,3%	12,6%	1,5%	5,4%	9,5%	18,38	1,71
	MSCI World Quality	3.716		1.314		4.058	25,7%	-22,2%	17,7%	29,7%	8,5%	10,6%	11,4%	22,08	1,64
	MSCI World Minimum Volatility	4.296		2.202		4.730	14,3%	-9,8%	0,7%	10,7%	3,3%	4,0%	7,0%	17,01	2,66
	MSCI World Value	11.279		6.429		11.937	21,9%	-6,5%	2,0%	17,1%	10,5%	4,4%	5,8%	12,85	3,37
	MSCI World Small Cap	582		318		705	15,8%	-18,8%	2,9%	14,0%	6,3%	3,1%	6,3%	17,44	2,33
	MSCI World Growth	8.294		3.189		9.693	21,2%	-29,2%	20,9%	26,6%	5,4%	9,4%	10,4%	26,11	0,92
Sector	Energía	479		164		479	40,1%	46,0%	6,9%	27,8%	37,1%	4,1%	2,4%	10,21	4,05
	Materiales	522		229		590	16,3%	-10,7%	1,9%	17,3%	6,3%	5,7%	5,4%	15,10	3,19
	Industriales	479		238		520	16,6%	-13,2%	8,2%	17,9%	5,1%	3,9%	6,5%	18,27	2,04
	Consumo Discrecional	481		210		595	17,9%	-33,4%	21,5%	-2,4%	-2,9%	3,0%	6,9%	19,87	1,41
	Consumo Básico	424		241		470	13,1%	-6,1%	-2,8%	11,7%	4,3%	5,5%	6,2%	18,65	2,87
	Salud	480		205		518	19,8%	-5,4%	-2,0%	13,1%	6,9%	7,5%	9,5%	18,98	1,82
	Financiero	237		125		263	27,9%	-10,2%	2,6%	15,9%	12,7%	3,8%	5,6%	11,40	3,08
	Tecnología	616		126		682	29,8%	-30,8%	30,4%	5,1%	0,7%	9,4%	14,6%	28,48	0,88
	Inmobiliario	363		269		517	28,7%	-25,1%	-6,2%	5,6%	1,6%	1,4%	3,5%	23,97	3,98
	Servicios de comunicación	169		106		220	14,4%	-36,9%	31,4%	0,4%	-5,8%	1,0%	2,3%	18,54	1,24
	Servicios Públicos	283		175		331	9,8%	-4,7%	-9,3%	11,0%	4,7%	6,2%	6,1%	13,84	4,20

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2023

Datos a 30 de septiembre de 2023

		Tipo de interés			Variación	Rango últimos 10 años							10 años		Pendiente
	Rating (S&P)	B. Central*	2 años	10 años	12 meses	Rango			MTD	YTD	A 1 año	10-2 años			
						Mínimo		Máximo							
Desarrollados															
EEUU	AA+	5,50%	5,04%	4,57%		0,53%		4,67%	0	306	52	-0,47			
Alemania	AAA	4,00%	3,20%	2,84%		-0,70%		2,90%	0	302	70	-0,36			
Francia	AA	4,00%	3,51%	3,40%		-0,40%		3,46%	0	320	72	-0,11			
Italia	BBB	4,00%	4,02%	4,78%		0,54%		4,80%	0	361	48	0,77			
España	A	4,00%	3,61%	3,93%		0,05%		4,15%	0	337	71	0,33			
Reino Unido	AA	5,25%	4,90%	4,44%		0,10%		4,52%	0	347	92	-0,47			
Grecia	BB+	4,00%	n.d.	4,36%		0,61%		15,42%	0	302	-26	n.d.			
Portugal	BBB+	4,00%	3,24%	3,60%		0,03%		6,13%	0	314	46	0,36			
Suiza	AAA	1,75%	1,20%	1,06%		-1,05%		1,58%	0	121	-6	-0,14			
Japón	A+	-0,10%	0,05%	0,77%		-0,27%		0,77%	0	69	52	0,72			
Emergentes															
Brasil	BB-	12,75%	10,64%	11,65%		6,49%		16,51%	0	81	-22	1,01			
México	BBB	11,25%	10,64%	9,88%		5,24%		9,94%	0	231	3	-0,76			
Chile	A	9,50%	6,74%	6,34%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.			
Argentina	CCC-	118,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.			
Colombia	BB+	13,25%	10,52%	11,78%		5,39%		13,79%	0	359	n.d.	1,26			
Turquía	B	30,00%	27,81%	n.d.		6,98%		25,52%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.			
Polonia	A-	6,00%	5,02%	5,91%		1,16%		8,37%	0	224	-245	0,90			
China	A+	2,46%	2,22%	2,67%		2,51%		4,58%	0	-10	3	0,45			
India	BBB-	6,50%	7,14%	7,21%		5,84%		8,86%	0	76	-23	0,07			

* 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 2023

	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	1,0573		0,98		1,39	-1,2%	7,9%	-3,4%	-1,8%	-2,4%
EUR/GBP	0,87		0,70		0,92	2,2%	-1,2%	-1,7%	-0,5%	0,4%
EUR/CHF	0,97		0,96		1,23	2,3%	0,0%	3,7%	3,3%	2,4%
EUR/JPY	158		114		158	12,5%	-10,2%	-7,7%	-3,5%	-1,7%
EUR/PLN	4,62		4,04		4,86	1,3%	5,0%	-0,7%	-1,5%	-0,9%
GBP/USD	1,22		1,12		1,71	1,0%	9,2%	-1,8%	-1,3%	-2,8%
USD/CHF	0,92		0,87		1,03	1,0%	7,8%	0,2%	1,4%	-0,1%
USD/JPY	149		98		149	-12,2%	-3,1%	-10,9%	-5,3%	-4,1%
USD/MXN	17,42		12,86		24,17	11,9%	15,6%	8,8%	1,4%	-2,8%
USD/ARS	350,00		5,91		350,01	-49,4%	-57,9%	-39,9%	-34,8%	-33,6%
USD/CLP	892		507		969	-4,5%	8,7%	-4,1%	-5,9%	-5,5%
USD/BRL	5,03		2,21		5,75	4,9%	7,6%	3,8%	-4,3%	-7,9%
USD/COP	4.068		1.877		4.940	19,3%	13,3%	-1,5%	-6,1%	-7,3%
USD/CNY	7,30		6,05		7,31	-5,5%	-2,5%	-2,3%	-1,2%	-1,7%
EUR/SEK	11,55		8,81		11,88	-3,4%	-5,9%	-3,0%	-2,2%	-2,8%
EUR/NOK	11,32		8,07		11,85	-7,2%	-5,7%	-0,8%	-3,5%	-3,2%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2021	2022	YTD	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	96,3		18		124	49,2%	5,5%	18,4%	32,7%	5,6%	-3,2%
Petróleo (W. Texas)	90,8		19		115	58,7%	4,2%	13,1%	32,2%	7,4%	-3,9%
Oro	1.848,1		1.060		1.999	-3,5%	-0,1%	1,2%	-0,8%	15,8%	11,7%
Cobre	8.270,5		4.561		10.375	25,2%	-13,9%	-1,2%	7,9%	9,7%	4,2%
Índice CRB	284,5		117		317	38,5%	19,5%	2,4%	24,7%	13,4%	-0,1%
Gas Natural (USA)	2,9		2		6	34,1%	36,0%	-34,7%	5,9%	3,1%	-21,4%
Gas Natural (Europa)	41,9		15		176	119,7%	144,3%	-49,9%	38,1%	29,6%	n.d.

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos

		Rentabilidad anual de los principales activos										
Activo	Índice de referencia	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
RV EE.UU.	S&P 500 TR	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	22,0% Materias Primas	25,7% RV Japón
RV Japón	Topix TR	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.	0,1% Liquidez	18,3% RV España
RV España	Ibex35 TR	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	-2,0% RV España	13,1% RV EE.UU.
RV Emergentes	MSCI EM TR	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	-2,5% RV Japón	12,8% RV Europa
RV Europa	Eurostoxx50 TR	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	-9,5% RV Europa	11,1% RV Mundial
Materias Primas	Commodity RB TR	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	-13,2% HY Global	6,4% Materias Primas
RV Mundial	MSCI World TR	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	-14,4% IG Europa	5,4% HY Global
IG Europa	ERLO TR	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	-17,7% Gobierno España	2,3% Liquidez
Liquidez EUR	Eonia TR	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	-17,8% Gobierno Zona Euro	2,3% IG Europa
HY Global	HW00 TR	-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	-18,1% RV EE.UU.	1,80% RV Emergente
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-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	-18,1% RV Mundial	-0,2% Gobierno España
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-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	-20,09% RV Emergente	-0,8% Gobierno Zona Euro

*Datos a 30 de septiembre de 2023.

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Private Banking



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CEFA, CIIA

 Felipe Arrizubieta

 Kevin Esteban Iglesias

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Michelle Chan

 Jorge Suarez, CFA

 Olivia Estrugo

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Míriam Thaler

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

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 entero 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

  @santanderpb