

Abril 2024

Informe Trimestral

Ciclo suave, recortes moderados

En el primer trimestre de 2024 los analistas pudieron comprobar algunos brotes verdes en el ciclo económico y revisaron al alza las estimaciones de crecimiento de países importantes como Estados Unidos, la India o México. Las dinámicas de este ciclo están corroborando la narrativa de ajuste suave. La contrapartida de la mejora del sentimiento económico es la mayor persistencia de la inflación. Este contexto de menor riesgo de recesión y mayores dudas en la consecución del objetivo del 2% de inflación haría replantearse a los bancos centrales la urgencia de iniciar los recortes. Asumimos un ciclo de ajuste suave también en la evolución de los tipos de interés hacia niveles de neutralidad.

Este cuadro macroeconómico y de mercado configura un escenario adecuado para el rebalanceo de carteras de inversión. Los inversores conservadores tienen alternativas para generar rendimientos reales con bajo nivel de riesgo y combinar coberturas con primas de riesgo. Los inversores con mayor horizonte de inversión pueden complementar la seguridad de los retornos de la renta fija con el potencial de recuperación cíclica de los beneficios, el atractivo de los mercados privados y las temáticas de innovación.

Ciclo suave, recortes moderados

01 Se despejan las dudas: ajuste suave

A pesar de los elevados tipos de interés, los datos de crecimiento han resistido y **el riesgo de recesión ha disminuido**. Sin embargo, la mejora se concentra en algunas geografías, con un **diferencial favorable de crecimiento de Estados Unidos con respecto al resto**. Aunque es posible que la zona Euro y el Reino Unido eviten el crecimiento negativo, éste sería muy moderado. En el bloque emergente, **China crecería cerca del 5%, aunque el sector inmobiliario sigue ejerciendo de lastre**. Otras economías como México o la India mejoran sus perspectivas gracias a la inversión empresarial y a temas más específicos como el *nearshoring*.

02 Desinflación a dos velocidades

Los bancos centrales no pueden cantar victoria contra la inflación, pero el avance es suficiente para permitir empezar a reducir la presión monetaria. **Aunque la inflación de bienes prácticamente ya no es problema, la resistencia a la baja del componente de servicios seguiría dificultando el logro de estabilizar la inflación en el 2%, pero esperamos un paulatino retorno de los tipos a niveles de neutralidad en casi todas las geografías**. Prevemos un ciclo de recortes de tipos muy moderado.

03 El foco pasa a los beneficios

El entorno resultante de este tono de desaceleración económica y ajuste moderado de los tipos de interés es **favorable para todo tipo de estrategias de inversión y perfiles de riesgo**. Los inversores con mayor aversión al riesgo pueden combinar los elevados tipos de interés de la renta fija de corto plazo con opciones a plazos más largos vía bonos de mayor duración, primas de riesgo crediticio en bonos corporativos de alta calidad y diversificación en estrategias de renta fija de mayor complejidad. Los inversores con un horizonte de inversión más largo pueden combinar los retornos más predecibles de la renta fija con el potencial de recuperación de beneficios de la renta variable y el crecimiento esperado de las temáticas de innovación.

01 Definitivamente un ajuste suave

Nos encontramos ante un ciclo económico que diverge de los patrones históricos. A pesar de un elevado número de indicadores adelantados (aquellos que históricamente han tenido un mayor valor predictivo) emitiendo señales inequívocas de recesión, los datos reales siguen superando las expectativas del mercado y sorprende la capacidad de las economías (especialmente la estadounidense) de generar crecimiento en un entorno adverso de tipos de interés. Nos referimos a indicadores como las condiciones monetarias, el deterioro de la confianza en el sector manufacturero, la curva de tipos de interés invertida, la restricción al crédito y la confianza del consumidor, entre otros. **Nunca, hasta 2024, la economía estadounidense había conseguido evitar una recesión tras 24 meses consecutivos de caída del índice de indicadores adelantados (LEI), como se observa en el gráfico inferior.** El último dato de LEI, que ya muestra una ligera mejora, parece certificar lo excepcional de este ciclo.

Nuestro escenario central para 2024 se revisa ligeramente al alza en línea con la acumulación de muestras de un ajuste suave. La política monetaria explica solo una parte de la función de reacción de los agentes económicos y es por ello por lo que los elevados tipos de interés no han conducido a una recesión. Las especiales circunstancias del mercado laboral (desempleo en mínimos por demografía y efectos colaterales de la pandemia), financiación (reducido coste de la deuda de las familias con elevado porcentaje de hipotecas a tipo fijo, particularmente en Estados Unidos), tecnología (*boom* de la inteligencia artificial) y política fiscal expansiva entre otros factores ayudan a entender la excepcionalidad del comportamiento de este ciclo.

En ausencia de nuevos choques negativos para el crecimiento económico, vemos poco probable que el actual ciclo de restricción monetaria conlleve una recesión a nivel global. Hay que recordar que en este ciclo económico la salud financiera del sector privado era razonable y ello ha limitado el efecto negativo de las subidas de tipos. El incremento del endeudamiento ha estado circunscrito al sector público con un abrupto aumento de la deuda y el déficit. **Las principales economías tendrán que realizar eventualmente un ejercicio de austeridad para volver a equilibrar sus balanzas fiscales, pero es poco probable que esta dinámica de ajuste se active en el corto plazo en un año marcado por citas electorales.**

El ritmo de desaceleración se está moderando y se refuerza la narrativa de aterrizaje suave

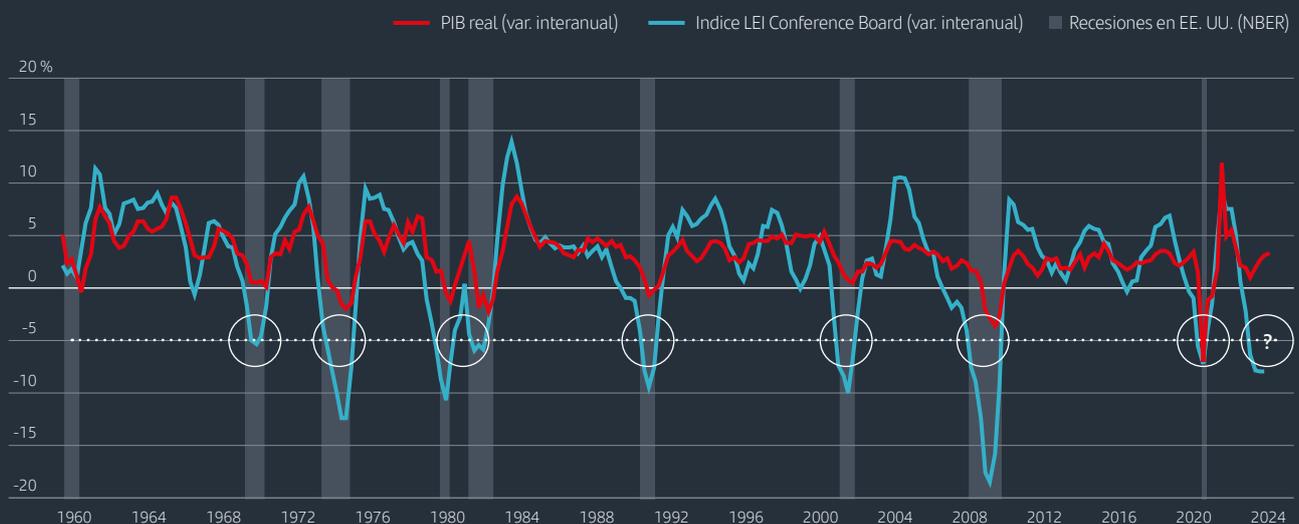
La política monetaria restrictiva está teniendo un impacto menor en el crecimiento en comparación con ciclos anteriores

En ausencia de nuevos shocks o de un cambio de rumbo hacia una mayor ortodoxia en la política fiscal, el panorama del crecimiento económico no parece apuntar a recesión

Correlación entre crecimiento económico y el índice agregado de indicadores adelantados LEI*

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/3/2024

Niveles similares de caída del LEI siempre provocaron recesión en Estados Unidos



* LEI: Conference Board Leading Economic Index®

Divergencias del ajuste por geografías

El cambio en las expectativas de crecimiento no es generalizado. El principal protagonista por el lado positivo es la economía de Estados Unidos. Tal y como se puede observar en el gráfico inferior izquierdo, **la mejora en las expectativas de crecimiento para 2024 en el bloque de países desarrollados se centra en la economía estadounidense**. Sus datos de actividad en el cuarto trimestre de 2023 sorprendieron muy favorablemente (crecimiento del 3.2% trimestral anualizado), y este tono positivo se traslada a 2024 con un crecimiento esperado superior al 2%. La revisión al alza se apoya en varios factores: (i) mercado laboral pujante, (ii) crecimiento real de los salarios, (iii) elevada capacidad de las familias para atender sus compromisos financieros, (iv) servicio de la deuda estable a pesar de las subidas de tipos por la prevalencia de la deuda, especialmente las hipotecas, a tipo fijo y (v) aumento de la riqueza neta de los hogares hasta máximos históricos por la revalorización de la vivienda y el mercado bursátil. **Por último, el crecimiento económico también cuenta con la ayuda del gasto e inversión del sector público** financiados con los programas de política industrial del gobierno Biden.

Otras economías desarrolladas aún se encuentran inmersas en dinámicas de debilidad cíclica.

Las estimaciones de crecimiento para este ejercicio se mantienen débiles para la zona Euro, el Reino Unido y Japón con niveles inferiores al 1%. La zona Euro creció un 0,5% promedio anual en 2023, con velocidades distintas entre los países del sur (España, Portugal y Grecia) más centrados en el sector servicios, específicamente en turismo, que crecieron respectivamente 2,5%, 2,3% y 2,0%, frente a los países core (Italia, Francia y Alemania), de mayor componente industrial, que crecieron 0,9%, 0,7% y -0,3% respectivamente. Para 2024 el crecimiento esperado para la zona Euro es de sólo un 0,5%, con **Alemania flirteando con el crecimiento negativo**.

En lo que respecta a las **economías emergentes**, como se puede observar en el gráfico inferior derecho, **destaca la mejora de las expectativas de actividad en la India**, con un crecimiento esperado del PIB cercano al 7%, producto del dinamismo de la actividad manufacturera y la inversión extranjera. **Las perspectivas en China son más moderadas** al enfrentarse a dos desafíos: la **desaceleración inmobiliaria** y la débil confianza de los inversores. En Latinoamérica el crecimiento ha ido de menos a más en **México**, que goza del impulso de la inversión auspiciada por los flujos de capital relacionados con el **nearshoring**. Las bajadas de tipos de interés son un elemento adicional que puede contribuir a una mejora paulatina de las expectativas de crecimiento en la región.

Estados Unidos se anticipa al resto de economías desarrolladas a la hora de mejorar las expectativas de crecimiento

Los países del sur de la zona Euro están teniendo mejor desempeño que los países núcleo por el mayor peso del sector servicios

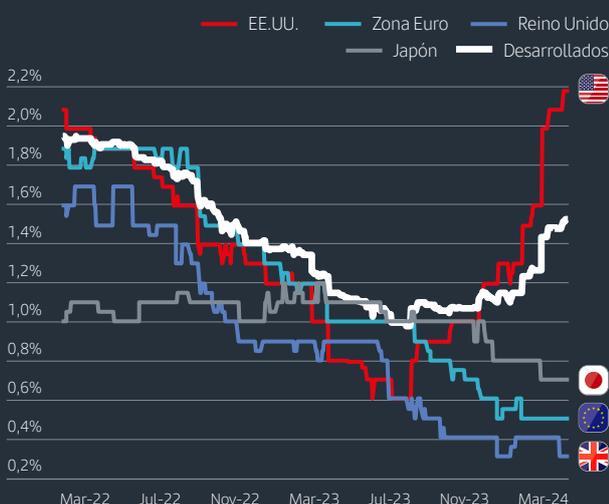
Dentro del bloque emergente, la India y México destacan por el lado positivo mientras que China se esfuerza en estabilizar su sector inmobiliario

Estimaciones de crecimiento económico para el ejercicio 2024

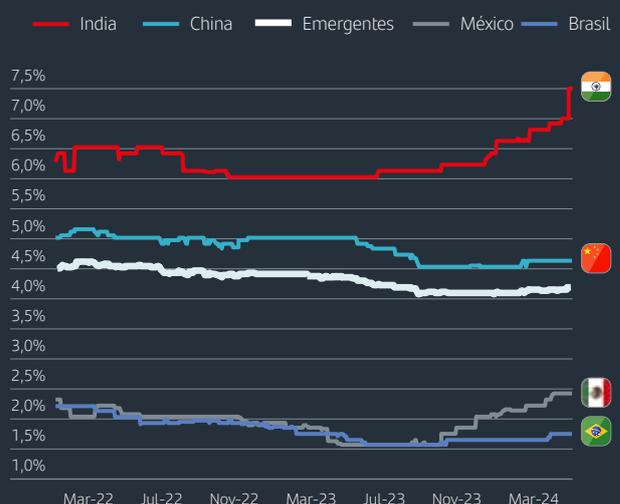
Fuente: Consenso de economistas de Bloomberg. Datos a 31/3/2024

Dispersión entre países enmarcada en un tono general de crecimiento algo más positivo

Economías desarrolladas



Economías emergentes



Diferencias entre manufacturas y servicios

Dentro de este escenario de ajuste moderado diferente por geografías se observa un elemento común esperanzador: **la estabilización de los indicadores de confianza empresarial**. En los gráficos inferiores se desglosa la evolución de estos indicadores separando por sectores (manufacturas y servicios) y geografías (economías desarrolladas y emergentes). Si nos fijamos en la evolución de los últimos meses podemos detectar una **tendencia de mejora que podría ser el preludio de una recuperación de los niveles de actividad** al ser la confianza empresarial uno de los indicadores adelantados de más valor predictivo. Dentro de este cuadro de estabilización, **el sector manufacturero parte de unos niveles mucho más deprimidos que un sector servicios** que se ha visto menos afectado por el proceso de subida de tipos de interés.

En la evolución del sector manufacturero también podemos detectar **brotes verdes cuando analizamos las economías más ligadas al ciclo industrial** por tener un elevado porcentaje de peso el sector exportador. En particular, los expertos suelen prestar atención a las tendencias de economías como **Suecia o Corea del Sur** por su capacidad de dar señales adelantadas del ciclo manufacturero global. Las exportaciones de estos países en los últimos meses parecen haber experimentado una recuperación respecto a los niveles de contracción en 2023. Esta tendencia parece reflejarse en los datos de enero y febrero **del índice PMI manufacturero global que, por primera vez desde septiembre de 2022, se ha situado en zona de expansión** (por encima de 50). También se aprecian **incipientes signos positivos en el sector inmobiliario**, que destaca por ser uno de los más cíclicos y sensibles a los tipos de interés. Esta mejoría es exclusiva del **sector residencial** (se mantiene el ajuste en precios y actividad en el segmento de oficinas) y está basada en la escasez de oferta derivada de un bajo nivel de construcción de viviendas en este ciclo. Otro foco potencial de aceleración de la actividad puede estar ligado al **boom de inversión en tecnología** derivado de las prometedoras mejoras de productividad relacionadas con soluciones de **inteligencia artificial**. Si bien este impacto en la economía en general tardaría en notarse, es probable que en el corto plazo se produzca un enorme impulso en la inversión en *software*, centros de datos y equipos de procesamiento de información.

La suma de estos factores e indicadores refuerza la narrativa de aterrizaje suave disminuyendo la probabilidad de una recesión económica en 2024. El daño infligido por las subidas de tipos de interés al crecimiento económico parece ser menor en este ciclo.

Se observa una mejor dinámica en un sector servicios que cuenta con el apoyo de la fortaleza del mercado laboral

Después de dos años de debilidad, el sector manufacturero empieza a dar señales de una incipiente recuperación

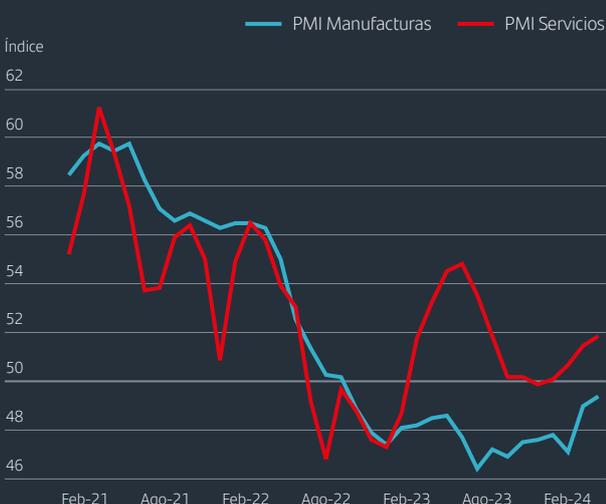
La narrativa de ajuste suave en el crecimiento se refuerza cada vez más con mejora en los datos publicados

Índices de confianza empresarial de manufacturas y servicios

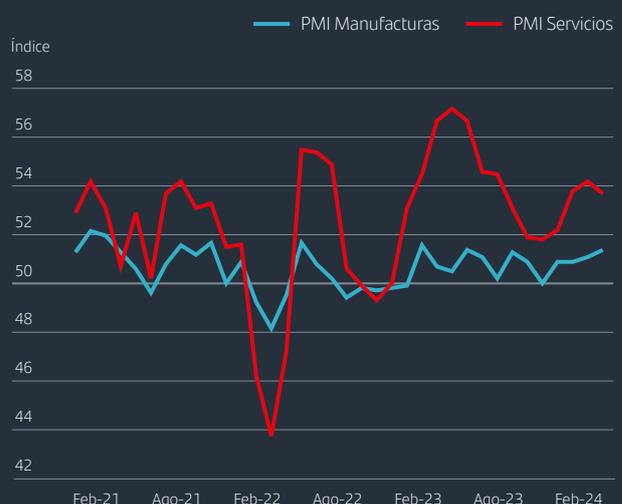
Fuente: Bloomberg. Datos a 31/3/2024

El sector manufacturero da señales de recuperación y se mantiene la bonanza en servicios

Economías desarrolladas



Economías emergentes



02 Doble marcha en la desinflación

Pasando el foco a la inflación y su impacto en las decisiones de política monetaria, observamos una **divergencia similar a la de la confianza empresarial en la evolución de los precios de los bienes y servicios** como se puede ver en los gráficos inferiores referentes a Estados Unidos y a la zona Euro. El *shock* de inflación en bienes estuvo en su inicio originado por problemas en las cadenas de suministro de energía, materias primas y productos semielaborados que llevaron la inflación de bienes a niveles del 15% interanual, tanto en Estados Unidos como en la zona Euro. Paulatinamente estos problemas han ido desapareciendo y ni siquiera el reciente conflicto en el Mar Rojo ha provocado un repunte en los precios industriales. La cotización del gas natural y del petróleo no es desorbitada y China vuelve a exportar deflación. **Las presiones inflacionistas *cuasi* han desaparecido, de momento, en todo lo relacionado con energía, materias primas y productos industriales.**

La **inflación de servicios**, a diferencia de la de bienes, ha tenido un incremento más moderado pero mucho más persistente. Los bancos centrales prestan mucha más atención a este componente de servicios precisamente por su naturaleza más "pegajosa". Es lo que se denomina **efectos de segunda ronda que son los que más preocupan por su impacto en las negociaciones salariales y en la revisión al alza de las expectativas de inflación**. El proceso de desinflación actual es evidente, pero empieza a vislumbrarse que la "última milla" de reducción hasta alcanzar el objetivo del 2% va a ser de gran complejidad por el lado de los servicios. **El nivel de equilibrio de precios de las economías en general parece ser distinto al existente previo a la pandemia.**

Las principales diferencias en el nivel de equilibrio de los precios se centran en dos sectores de la economía: el mercado laboral y el inmobiliario. En primer lugar, **la presión alcista en las negociaciones salariales está muy relacionada con el reducido nivel de desempleo existente**, lo que dota a los sindicatos y trabajadores de un mayor poder de negociación. La evolución demográfica (bajos niveles de natalidad y restricciones a la inmigración) supone una presión adicional para el mercado de trabajo. En segundo lugar, **el mercado inmobiliario residencial vuelve a dar señales de repunte en los precios** al ser más importante el factor de bajos niveles de oferta de viviendas que el deterioro en la capacidad de compra de las familias por el mayor coste de financiación hipotecaria. En el corto plazo, tanto salarios como alquileres muestran rigidez a la baja en la evolución de sus indicadores de precios.

Las presiones de precios prácticamente han desaparecido en lo que respecta a bienes y energía

Los bancos centrales centran su preocupación en la inflación de servicios y en las revisiones salariales

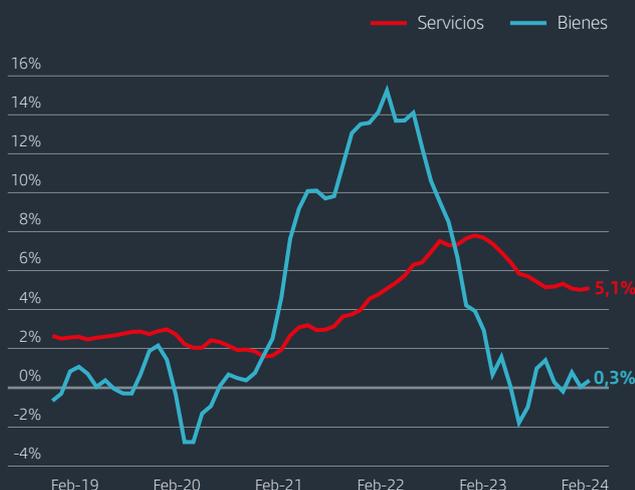
La rigidez del mercado inmobiliario y del laboral es un serio obstáculo para que los bancos centrales canten victoria en la lucha contra la inflación

Divergencia en la evolución de la inflación interanual de bienes y servicios

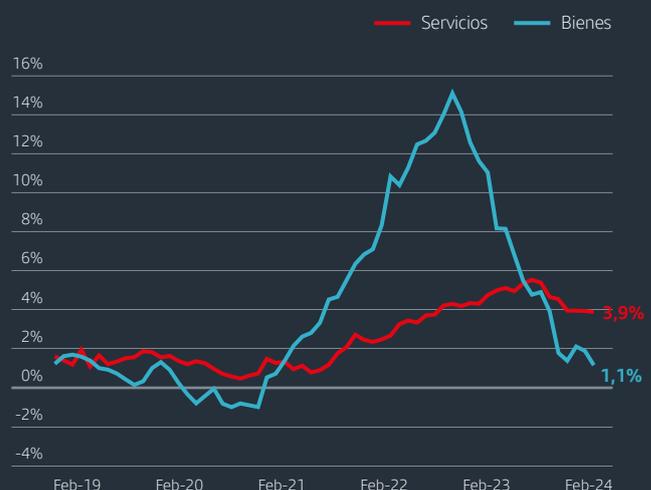
Fuente: Bloomberg. Datos a 31/3/2024

La resistencia a la baja en la inflación de servicios complica el objetivo del 2%

Estados Unidos



Zona Euro



Los tipos bajarán, pero de forma más moderada

En comparación con las expectativas de mercado de inicios de año, **los bancos centrales tardarán más y harán menos recortes de tipos en 2024**. Tal y como hemos explicado este cambio ha venido motivado por dos razones fundamentales: datos económicos mejores de lo esperado y una inflación que empieza a moderar su ritmo de caída. En los gráficos inferiores se reflejan las expectativas de recortes de tipos para la Fed y el BCE (línea roja, eje derecho). En ambos casos el mercado empezó el año descontando un número de bajadas muy abrupto (en torno a 7 recortes de 0,25% para 2024), siguiendo el patrón de anteriores ciclos de relajación monetaria. Sin embargo, los datos de actividad económica en el primer trimestre del año sorprendieron al alza (medido por el índice de sorpresas económicas* representado por el área gris) y ello ha provocado un cambio en el tono de los mensajes de los bancos centrales. **El mercado ahora espera que la Fed y el BCE implementen solo tres bajadas de tipos de forma muy pausada empezando en torno a verano.**

Es muy probable que, tanto el mensaje como las acciones de los bancos centrales, sean muy prudentes en los próximos meses debido a la actual dificultad para determinar la reacción de los agentes económicos ante las decisiones de política monetaria. Nos encontramos en un **entorno distinto tanto para el mercado laboral como para las cadenas de suministro afectadas por un proceso de desglobalización con un alcance muy incierto**. Las restricciones de venta de tecnología de vanguardia a China por parte de Estados Unidos se han incrementado con el gobierno Biden y es previsible que Trump, si alcanza la presidencia, eleve los aranceles a las importaciones chinas. Por el lado positivo, **los niveles de inflación podrían verse beneficiados por mejoras significativas de productividad ligadas a la implementación de soluciones de inteligencia artificial (IA)**. Desde el lanzamiento de ChatGPT estamos asistiendo a un *boom* de inversión en infraestructura relacionado con modelos fundacionales más potentes y soluciones de IA basadas en esos modelos que tienen un elevado potencial para impulsar la productividad reduciendo la presión del mercado laboral.

Todos estos factores hacen dudar a las autoridades monetarias sobre el nuevo nivel de equilibrio entre inflación y crecimiento, y su repercusión en la tasa neutral de política monetaria. Por ello **esperamos que los movimientos de relajación monetaria de los bancos centrales sean muy pausados. El recorte de tipos se acerca, pero sería moderado.**

Las sorpresas económicas positivas han reducido la urgencia y la magnitud de los recortes de tipos de interés

Los bancos centrales tienen dudas sobre si el nuevo nivel de equilibrio de tipos (la tasa neutral) es más elevado que antes de la pandemia

Los tipos de interés han tocado techo y esperamos bajadas, pero se mantendrán más elevados que en el ciclo anterior

Número de recortes de tipos esperados por el mercado para diciembre de 2024

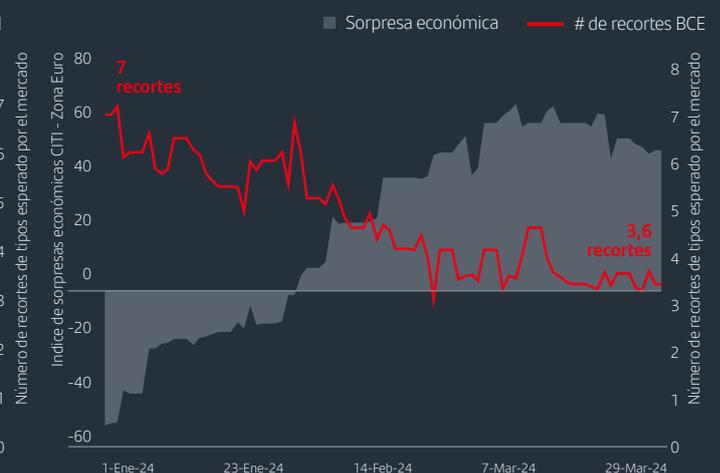
Fuente: WIRP Bloomberg. Datos a 31/3/2024

Los datos de actividad económica han sorprendido positivamente en este primer trimestre

Estados Unidos (Reserva Federal)



Zona Euro (Banco Central Europeo)



* El índice de sorpresas económicas de Citigroup (CESI) mide los datos económicos en relación con las expectativas del mercado. Las lecturas del índice por encima de cero indican que los datos económicos han estado saliendo mejor de lo esperado

03 Lupa en los beneficios

Observamos por tanto un entorno macroeconómico de moderación en el proceso de desaceleración donde (i) la creación de empleo sostiene al consumo, (ii) el sector servicios compensa la debilidad del sector manufacturero, (iii) la caída de la inflación se estanca (iv) se justifica un tono más prudente de los bancos centrales a la hora de bajar tipos. En nuestro último informe anual comentamos que, este contexto supone un buen momento para **construir carteras de inversión combinando distintas fuentes de primas de riesgo de forma equilibrada**. Esta visión se ve incluso refrendada con las revisiones al alza del crecimiento y a la baja en el ciclo de recorte de tipos.

En **renta fija**, el **elevado rendimiento de los mercados monetarios sigue siendo un incentivo para los instrumentos a corto plazo**. Continúan los flujos de entrada récord en fondos monetarios o de bonos a vencimientos cortos en un contexto en donde la baja demanda de crédito y la elevada capitalización del sector financiero reducen la oferta de depósitos de alta remuneración. Es de esperar que esta tendencia se mantenga mientras los recortes de tipos sean reducidos. No hay que olvidar que, con la **bajada de los niveles de inflación, estos tipos de interés de corto plazo permiten obtener rentabilidades reales positivas sin asumir riesgo**, una circunstancia que se ha dado en escasas ocasiones.

Sin embargo, **vemos conveniente ampliar el horizonte de inversión al considerar que el enfoque excesivo en el corto plazo podría implicar un coste de oportunidad al ignorar otras opciones con rentabilidades interesantes**. En ese contexto, los inversores podrían considerar alternativas en los plazos largos de la curva y capturar primas de riesgo crediticio si quieren **extender la oportunidad de los elevados rendimientos actuales** a un plazo más dilatado. La desaceleración moderada implica que el incremento de las insolvencias crediticias sería menor, impulsando el atractivo de la inversión en bonos corporativos. Además, el posicionamiento en bonos de mayor duración históricamente ha sido atractivo para las carteras en los momentos previos a ciclos de bajadas de tipos de interés. **La combinación de riesgo de duración con primas de riesgo crediticias sigue ofreciendo un mix favorable de opciones de rentabilidad ajustada a riesgo**.

El entorno macroeconómico actual supone un momento adecuado para la construcción de carteras de inversión

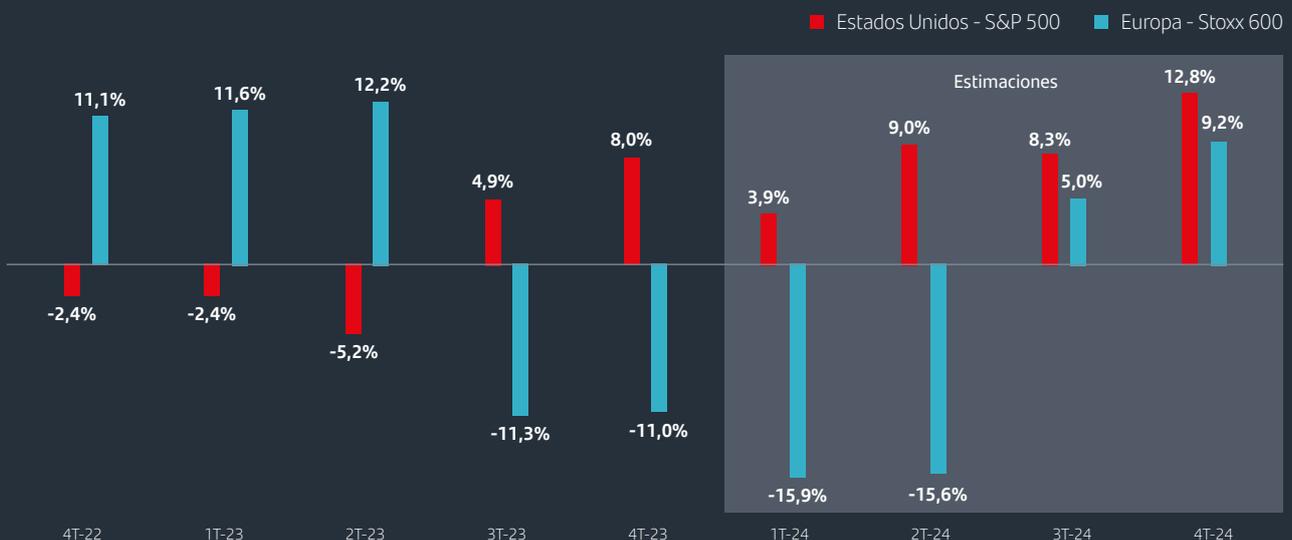
La renta fija a corto plazo mantiene su atractivo, pero se acerca el momento de las bajadas de tipos

Aún es momento para explorar opciones de combinar la mayor duración en los plazos con el añadido de las primas de riesgo crediticio

Crecimiento trimestral de beneficios en Estados Unidos y Europa

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/3/2024

La bolsa americana ya ha corregido y acelera. En Europa aún habría trimestres negativos



Los beneficios en EE. UU. ya se han ajustado al ciclo

Uno de los factores que está permitiendo un bajo nivel de insolvencias en este ciclo de tipos de interés al alza es el buen comportamiento de los beneficios empresariales. La rentabilidad de las empresas suele experimentar recortes en entornos de debilidad de la demanda y presión a la baja de los márgenes por subidas de costes operativos y financieros. Estas tendencias negativas han estado presentes en los últimos trimestres y han provocado un ajuste a la baja de los beneficios con distintos niveles de severidad en función de diferencias geográficas y sectoriales. Sin embargo, **la renta variable ha evolucionado mejor de lo esperado en este contexto por dos factores: baja intensidad del ajuste e impacto positivo de innovaciones y disrupciones tecnológicas.**

El gráfico de la página anterior nos permite visualizar la magnitud del ajuste cíclico en los dos principales bloques económicos. Empezando por las empresas cotizadas en Estados Unidos y utilizando su índice bursátil más representativo (S&P 500) podemos observar, en la evolución trimestral del crecimiento de beneficios, que **las empresas norteamericanas ya recogieron el impacto de la desaceleración y se encuentran claramente en la senda de la recuperación.** Una recesión típica implica un ajuste en beneficios de una magnitud superior al 15%, siendo la caída en la generación de beneficios en este ciclo muy inferior para las empresas cotizadas en Wall Street. En el caso de las **empresas europeas (Stoxx 600) el impacto conjunto de menor actividad y mayor inflación y costes financieros ha sido de una mayor magnitud** (sin llegar a los niveles normales en recesión) y con un **efecto diferido** (de hecho, faltarían dos trimestres para dar por terminado el ajuste).

La diferencia en el impacto y *timing* del ajuste entre empresas norteamericanas y europeas se cumple también en la renta variable americana entre las empresas denominadas **"7 Magníficas"** y el resto de las componentes del índice S&P 500 (493 compañías). En el gráfico inferior observamos la evolución cíclica de los beneficios de estos gigantes tecnológicos y del resto de la bolsa norteamericana. Si bien el mejor dinamismo de la economía estadounidense explica una parte, la excepcional generación de beneficios empresariales se apoya en gran medida en que los grandes oligopolios digitales globales están basados en Estados Unidos. **El boom de la inteligencia artificial y los avances en digitalización a nivel global están beneficiando desproporcionadamente a los beneficios de las empresas cotizadas en Estados Unidos.**

Los beneficios de las empresas estadounidenses en agregado han superado ya el momento de ajuste y están en la senda de recuperación

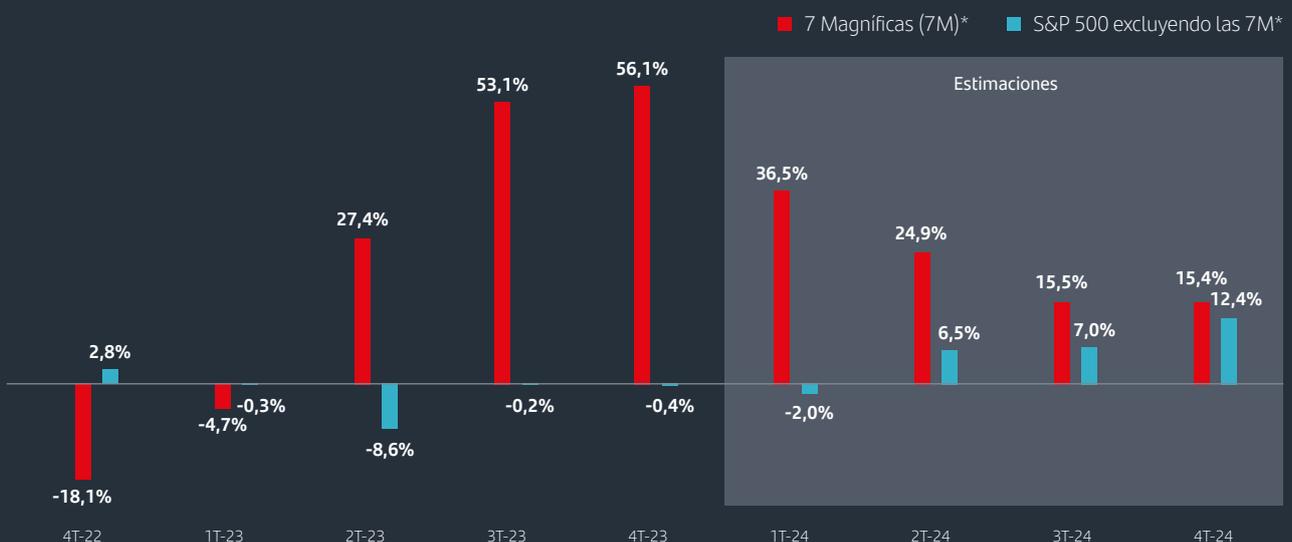
El ajuste de beneficios en Europa aún está en proceso. Probablemente asistiremos a un par de trimestres más en negativo

Hay dos realidades en términos de beneficios en la renta variable estadounidense: el de las "7 Magníficas" y el resto de compañías

Crecimiento trimestral de beneficios de las "7 Magníficas" (7M) y del resto del mercado estadounidense

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/3/2024

El momento positivo de generación de beneficios sigue monopolizado por las 7M



* 7 Magníficas: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla

Un entorno favorable para la inversión

Si analizamos en clave de construcción de carteras de inversión las conclusiones del análisis de crecimiento, inflación, tipos y fundamentales (primas de riesgo, valoración, evolución beneficios...) **nos encontramos en uno de los mejores entornos para la inversión de las últimas décadas.** Un entorno donde, tanto el riesgo de los elevados tipos de interés como el de la desaceleración económica cotizan a la baja, es favorable para la evolución de los dos principales activos financieros: renta fija y variable. **El inversor cuenta con multitud de opciones en las que la rentabilidad ajustada a riesgo es favorable respecto a los parámetros históricos.** Esto permite construir carteras de inversión equilibradas en las que se pueden combinar distintos activos generadores de rentabilidad con exposición a diferentes tipologías de riesgo.

Esta amplia gama de opciones permite a los inversores encontrar fuentes de rentabilidad sin tener que salirse de sus parámetros de riesgo. Empezando por las carteras con mayor aversión al riesgo, nos encontramos con tipos de interés de corto plazo en máximos que podrían **combinarse con activos de mayor duración o riesgo crediticio para ampliar el horizonte de rentabilidad a un mayor plazo.** Los inversores no necesitan asumir un elevado riesgo de crédito y tienen la opción de combinar otras alternativas para inversores más sofisticados (crédito privado, titulizaciones, emisores emergentes y AT1 bancarios).

Las perspectivas de eventual retorno al crecimiento de beneficios deben servir como aliciente para rebalancear posiciones en los sectores y geografías en donde la renta variable cotiza a valoraciones razonables. La bolsa es el activo que mejor rentabilidad ofrece cuando el ciclo deja de penalizar al crecimiento de los beneficios. **El exceso de valoración de la bolsa norteamericana está muy relacionado con el peso de las 7 Magníficas en el S&P 500.** La inversión en bolsa cuenta con el atractivo de posicionarse o cubrirse con opciones y estructurados en un entorno de muy baja volatilidad. Con el objetivo de maximizar la diversificación de carteras, ampliar el horizonte de inversión y protegerse ante *shocks* de mercado, **los inversores podrían considerar posicionarse en temáticas de largo plazo** (inteligencia artificial, transición energética, bioingeniería, entre otros), **mercados privados y activos refugio** como el oro o las divisas fuertes.

Los inversores cuentan con opciones de construir carteras adecuadas a sus objetivos sin necesidad de tener sesgos excesivos a ningún activo

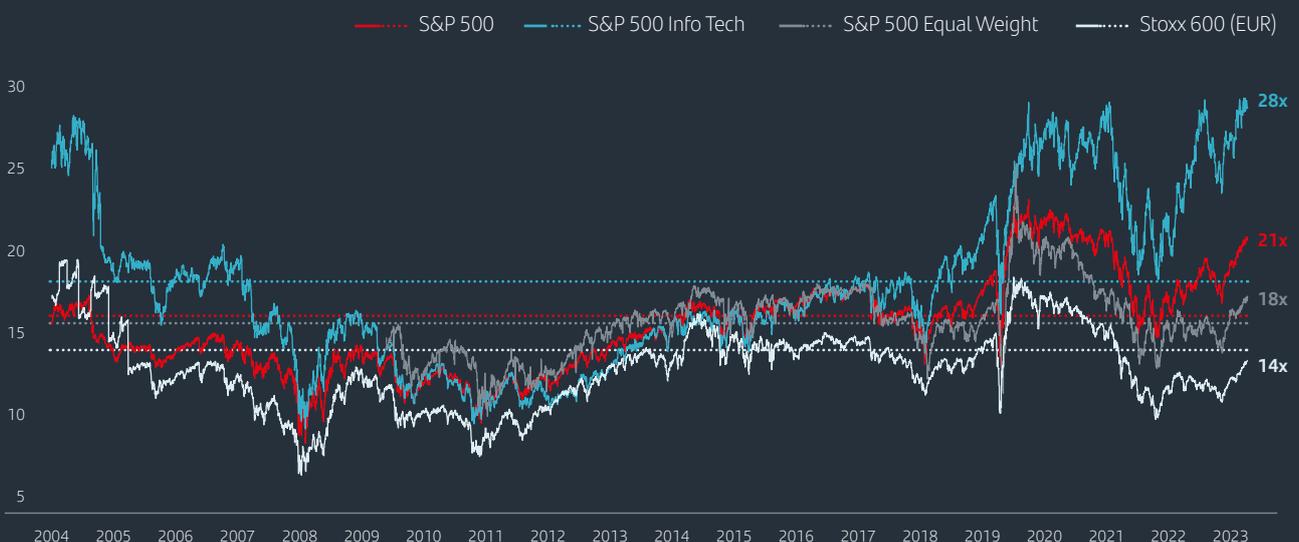
Por el lado defensivo, el entorno es muy favorable con tipos de interés elevados y la capacidad de mitigar los riesgos de mercado vía coberturas y diversificación

Los inversores de mayor perfil de riesgo cuentan con el potencial de la recuperación cíclica de los beneficios y las temáticas de innovación

Valoración precio/beneficios (P/E; x) de los índices bursátiles americano y europeo

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/3/2024

Los excesos de valoración se concentran en el sector tecnológico en EE. UU.



Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2024	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	1,4%	2,8%	2,1%	1,4%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	1,0%	1,3%	0,6%	0,2%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-2,1%	-4,7%	-1,1%	-0,1%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	-0,8%	-2,5%	0,4%	1,5%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	-0,4%	-1,4%	0,7%	1,1%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	-0,4%	-1,9%	1,6%	2,6%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	1,5%	2,2%	4,2%	4,4%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	-0,3%	-4,3%	-1,5%	0,7%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	-0,6%	-5,0%	-1,7%	0,8%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	0,5%	-2,2%	-0,3%	1,2%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	1,8%	1,3%	2,7%	3,5%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	1,5%	-1,5%	1,1%	2,9%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	2,9%	0,9%	1,3%	2,9%
MSCI World (USD)	-8,7%	27,7%	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	8,9%	8,6%	11,8%	9,4%
S&P 500 (USD)	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	10,6%	11,5%	14,8%	13,0%
MSCI Europe (EUR)	-14,9%	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	5,2%	6,2%	7,7%	4,4%
MSCI Emerging Markets (USD)	-14,6%	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	2,4%	-5,1%	2,0%	2,9%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	2,1%	-5,1%	2,6%	4,1%
MSCI Latin America (USD)	-6,6%	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-4,0%	10,5%	3,4%	1,7%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un; ⁽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 31 de marzo de 2024

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	5.254		1.884		5.254	-19,4%	24,2%	10,2%	27,9%	9,8%	12,9%	10,8%
	DOW JONES INDUS.	39.807		16.285		39.807	-8,8%	13,7%	5,6%	19,6%	6,5%	8,7%	9,2%
	NASDAQ	16.379		4.115		16.379	-33,1%	43,4%	9,1%	34,0%	7,3%	15,9%	14,4%
Europa	Stoxx 50	513		2.701		4.428	-12,9%	12,7%	7,0%	12,0%	6,1%	6,0%	4,3%
	Zona Euro (EuroStoxx)	5.083		2.787		5.083	-11,7%	19,2%	12,4%	17,8%	9,1%	8,5%	4,8%
	España (IBEX 35)	11.075		6.452		11.521	-5,6%	22,8%	9,6%	20,0%	8,9%	3,5%	0,6%
	Francia(CAC 40)	8.206		4.233		8.206	-9,5%	16,5%	8,8%	12,1%	10,6%	8,7%	6,4%
	Alemania (DAX)	18.492		9.327		18.492	-12,3%	20,3%	10,4%	18,3%	7,2%	9,6%	6,8%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.953		5.577		7.953	0,9%	3,8%	2,8%	4,2%	5,8%	1,7%	1,8%
	Italia (MIB)	34.750		16.198		34.750	-13,3%	28,0%	14,5%	28,2%	12,1%	10,1%	4,7%
	Portugal (PSI 20)	6.281		3.945		7.457	2,8%	11,7%	-1,8%	3,9%	8,4%	3,6%	-2,1%
	Suiza (SMI)	11.730		7.808		12.876	-16,7%	3,8%	5,3%	5,6%	2,0%	4,2%	3,3%
LatAm	México (MEXBOL)	57.369		34.555		57.386	-9,0%	18,4%	0,0%	6,4%	6,7%	5,6%	3,6%
	Brasil (IBOVESPA)	128.106		40.406		134.185	4,7%	22,3%	-4,5%	25,7%	3,2%	5,9%	9,8%
	Argentina (MERVAL)	1.213.485		6.782		1.260.563	142,0%	360,1%	30,5%	393,9%	193,5%	105,6%	68,9%
	Chile (IPSA)	6.644		3.487		6.644	22,1%	17,8%	7,2%	24,8%	10,7%	4,8%	5,8%
Asia	Japón (NIKKEI)	40.369		14.304		40.369	-9,4%	28,2%	20,6%	44,0%	11,4%	13,4%	10,6%
	Hong-Kong (HANG SENG)	16.541		14.687		32.887	-15,5%	-13,8%	-3,0%	-18,9%	-16,5%	-11,0%	-3,0%
	Corea (KOSPI)	2.747		1.755		3.297	-24,9%	18,7%	3,4%	10,9%	-3,6%	4,8%	3,3%
	India (Sensex)	73.651		22.418		73.651	4,4%	18,7%	2,0%	24,9%	14,2%	13,6%	12,6%
	China (CSI)	3.537		2.156		5.352	-21,6%	-11,4%	3,1%	-12,7%	-11,2%	-2,3%	5,0%
Mundo	MSCI WORLD	3.438		1.547		3.438	-19,5%	21,8%	8,5%	23,2%	6,9%	10,0%	7,4%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2024

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield
	3.438		1.547		3.438	-19,5%	21,8%	8,5%	23,2%	6,9%	10,0%	7,4%	19,39	1,79
Estilo														
MSCI World High Dividend Yield	1.488		978		1.488	-7,4%	6,0%	4,7%	10,1%	3,2%	4,0%	3,0%	14,23	3,51
MSCI World Momentum	4.318		1.387		4.318	-17,8%	11,8%	20,1%	36,0%	8,0%	12,7%	11,8%	22,52	1,10
MSCI World Quality	4.663		1.419		4.663	-22,2%	32,4%	11,6%	33,6%	12,0%	15,5%	12,7%	24,32	1,40
MSCI World Minimum Volatility	4.842		2.348		4.842	-9,8%	7,4%	5,6%	11,1%	4,9%	5,9%	7,7%	17,70	2,42
MSCI World Value	13.252		6.429		13.252	-6,5%	11,5%	7,5%	18,8%	7,6%	8,1%	6,4%	14,66	2,86
MSCI World Small Cap	683		318		705	-18,8%	15,8%	4,4%	15,9%	1,3%	7,6%	6,8%	17,70	2,04
MSCI World Growth	10.363		3.358		10.363	-29,2%	37,0%	10,2%	31,2%	8,9%	14,8%	11,9%	27,94	0,78
Sector														
Energía	505		164		505	46,0%	-2,5%	9,8%	16,5%	23,6%	8,7%	2,8%	11,76	3,65
Materiales	608		229		608	-10,7%	-12,9%	3,3%	11,8%	5,2%	9,8%	6,5%	17,88	2,71
Industriales	597		238		597	-13,2%	-18,8%	9,6%	26,1%	8,2%	10,9%	8,7%	20,85	1,70
Consumo Discrecional	571		214		595	-33,4%	-26,0%	6,8%	23,8%	3,0%	11,5%	10,1%	20,97	1,16
Consumo Básico	461		260		470	-6,1%	-2,3%	3,4%	2,2%	4,1%	5,8%	6,1%	18,68	2,87
Salud	547		228		547	-5,4%	-3,6%	7,5%	13,3%	7,9%	10,3%	9,2%	19,51	1,74
Financiero	296		125		296	-10,2%	-13,9%	10,5%	30,4%	9,2%	10,2%	7,3%	13,35	2,66
Tecnología	812		137		812	-30,8%	-34,8%	12,3%	42,1%	15,1%	22,0%	19,2%	39,32	0,69
Inmobiliario	1.969		1.235		2.450	-25,9%	-9,2%	-1,5%	7,0%	1,0%	2,4%	5,2%	29,87	3,85
Servicios de comunicación	211		106		220	-36,9%	-31,3%	12,9%	39,2%	3,5%	10,5%	6,6%	19,52	1,05
Servicios Públicos	316		186		331	-4,7%	-0,3%	1,3%	1,0%	1,9%	4,5%	5,3%	14,62	3,92

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 31 de marzo de 2024

	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	A 1 año	
Desarrollados											
EEUU	AA+	5,50%	4,62%	4,20%		0,53%		4,93%	32	78	-0,42
Alemania	AAA	4,00%	2,85%	2,30%		-0,70%		2,84%	27	-2	-0,55
Francia	AA	4,00%	2,84%	2,81%		-0,40%		3,43%	25	-8	-0,03
Italia	BBB	4,00%	3,43%	3,68%		0,54%		4,78%	-2	-50	0,25
España	A	4,00%	3,02%	3,16%		0,05%		3,93%	17	-20	0,15
Reino Unido	AA	5,25%	4,17%	3,93%		0,10%		4,51%	40	21	-0,24
Grecia	BBB-	4,00%	n.d.	3,38%		0,61%		15,42%	32	-80	n.d.
Portugal	A-	4,00%	2,77%	3,01%		0,03%		4,19%	35	-13	0,24
Suiza	AAA	1,50%	0,86%	0,63%		-1,05%		1,58%	-3	-38	-0,23
Japón	A+	0,10%	0,19%	0,73%		-0,27%		0,95%	11	33	0,54
Emergentes											
Brasil	BB	10,75%	10,04%	11,09%		6,49%		16,51%	73	-125	1,06
México	BBB	11,00%	10,08%	9,30%		5,24%		10,20%	34	51	-0,79
Chile	A	7,25%	5,66%	5,87%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC	80,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	12,25%	8,04%	10,18%		5,39%		13,79%	22	n.d.	2,13
Turquía	B	50,00%	41,20%	n.d.		6,98%		26,37%	n.d.	n.d.	n.d.
Polonia	A-	5,75%	5,15%	5,44%		1,16%		8,37%	24	-46	0,29
China	A+	2,45%	1,90%	2,29%		2,29%		4,34%	-27	-49	0,39
India	BBB-	6,50%	n.d.	7,05%		5,84%		8,83%	-13	-6	n.d.

* 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 31 de marzo de 2024

	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	1,0790		0,98		1,39	-2,3%	-0,5%	-2,7%	-0,8%	-2,4%
EUR/GBP	0,85		0,70		0,92	1,4%	-2,7%	0,1%	0,0%	0,3%
EUR/CHF	0,97		0,93		1,22	-4,5%	2,0%	4,4%	2,9%	2,3%
EUR/JPY	163		114		163	4,9%	-11,8%	-7,4%	-5,2%	-1,3%
EUR/PLN	4,29		4,04		4,86	1,2%	9,1%	2,6%	0,0%	-0,3%
GBP/USD	1,26		1,12		1,71	-0,8%	2,3%	-2,9%	-0,7%	-2,7%
USD/CHF	0,90		0,84		1,03	-6,7%	1,5%	1,5%	2,1%	-0,2%
USD/JPY	151		101		152	-6,8%	-12,2%	-9,9%	-6,0%	-3,7%
USD/MXN	16,56		12,86		24,17	2,5%	9,0%	7,3%	2,9%	-2,4%
USD/ARS	857,67		8,00		857,67	-5,7%	-75,6%	-52,5%	-45,1%	-37,3%
USD/CLP	979		553		979	-10,2%	-18,8%	-9,8%	-7,3%	-5,6%
USD/BRL	5,01		2,21		5,75	-3,1%	1,0%	4,0%	-5,1%	-7,7%
USD/COP	3.852		1.877		4.940	0,1%	20,0%	-1,3%	-4,0%	-6,5%
USD/CNY	7,22		6,11		7,32	-1,7%	-4,8%	-3,2%	-1,5%	-1,5%
EUR/SEK	11,51		9,02		11,88	-3,2%	-2,0%	-3,8%	-2,0%	-2,5%
EUR/NOK	11,69		8,12		11,85	-4,0%	-2,9%	-5,0%	-3,8%	-3,4%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	87,0		18		124	5,5%	-4,6%	12,1%	10,0%	11,5%	4,7%	-1,7%
Petróleo (W. Texas)	83,2		19		115	4,2%	-10,7%	16,1%	9,9%	12,0%	6,2%	-1,8%
Oro	2.217,4		1.060		2.217	-0,1%	13,4%	7,0%	12,6%	9,0%	11,5%	5,7%
Cobre	8.867,0		4.561		10.375	-13,9%	2,2%	3,6%	-1,4%	0,3%	6,5%	2,9%
Índice CRB	290,3		117		317	19,5%	-5,0%	10,0%	8,4%	16,2%	9,4%	-0,4%
Gas Natural (USA)	1,8		2		5	34,5%	-37,7%	-25,5%	-45,3%	-9,4%	-8,2%	-9,8%
Gas Natural (Europa)	27,3		13		116	207,5%	-56,4%	-14,8%	-50,5%	22,0%	9,9%	n.d.

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos

		Rentabilidad anual de los principales activos										
Activo	Índice de referencia	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 YTD
RV EE.UU.	S&P 500 TR	16,7% Gobierno España	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	2,6% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	38,5% Materias Primas	22,0% Materias Primas	28,3% RV Japón	18,1% RV Japón
RV Japón	Topix TR	13,7% RV EE.UU.	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	2,4% Gobierno Zona Euro	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergente	28,7% RV EE.UU.	0,1% Liquidez	28,0% RV España	12,8% RV Europa
RV España	Ibex35 TR	10,3% Gobierno Zona Euro	1,6% Gobierno España	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	23,2% RV Europa	-2,0% RV España	26,3% RV EE.UU.	11,5% Materias Primas
RV Emergentes	MSCI EM TR	10,3% RV Japón	1,4% RV EE.UU.	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	21,8% RV Mundial	-2,5% RV Japón	23,8% RV Mundial	10,6% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	8,6% RV España	0,3% Gobierno Zona Euro	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	12,7% RV Japón	-9,5% RV Europa	22,2% RV Europa	10,6% RV EE.UU.
Materias Primas	Commodity RB TR	8,3% IG Europa	-0,1% Liquidez	4,8% IG Europa	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	4,4% Gobierno España	10,8% RV España	-13,2% HY Global	13,4% HY Global	8,9% RV Mundial
RV Mundial	MSCI World TR	4,9% RV Mundial	-0,5% IG Europa	4,2% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	13,7% HY Global	3,0% Gobierno Zona Euro	1,4% HY Global	-14% IG Europa	9,8% RV Emergente	2,4% RV Emergente
IG Europa	ERLO TR	4,0% RV Europa	-0,9% RV Mundial	4,0% Gobierno Zona Euro	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	11,8% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,5% Liquidez	-17,7% Gobierno España	8,0% IG Europa	1,5% HY Global
Liquidez EUR	Eonia TR	0,1% Liquidez	-3,5% RV España	3,7% RV Europa	1,7% Materias Primas	-11,5% RV España	8,6% Gobierno España	-0,5% Liquidez	-1,1% IG Europa	-17,8% Gobierno Zona Euro	6,9% Gobierno España	1,0% Liquidez
HY Global	HW00 TR	-0,1% HY Global	-4,2% HY Global	2,6% RV España	1,1% Gobierno España	-12,0% RV Europa	6,3% IG Europa	-3,2% RV Europa	-2,50% RV Emergente	-18,1% RV EE.UU.	5,6% Gobierno Zona Euro	0,4% IG Europa
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,3% RV Japón	-0,4% Liquidez	-14,6% RV Emergente	3,0% Gobierno Zona Euro	-9,3% Materias Primas	-2,7% Gobierno Zona Euro	-18,1% RV Mundial	3,4% Liquidez	-0,3% Gobierno España
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-1,4% Gobierno Zona Euro	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-3,1% Gobierno España	-20,1% RV Emergente	0,0% Materias Primas	-1,4% Gobierno Zona Euro

Rentabilidad

*Datos a 31 de marzo de 2024.

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, miAX, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA

 Felipe Arrizubieta

 Kevin Esteban Iglesias

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Jorge Suárez, CFA

 Michelle Chan

 Olivia Estrugo

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Piotr Tukendorf

 Míriam Thaler

 Javier Martín-Pliego

 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

  @santanderpb