

Julio 2024



# Informe Trimestral

## La clave está en el mercado laboral

Ponemos el foco en las dinámicas del mercado laboral a la hora de evaluar el escenario macro de un ciclo que sigue sorprendiendo a inversores y analistas. Mantenemos un escenario de baja probabilidad de recesión compatible con un ajuste moderado a la baja de los tipos de interés. **Este escenario dependería en gran medida de las dinámicas de las dos variables clave del mercado laboral: equilibrio entre oferta y demanda de trabajo, que reflejaría el nivel de actividad económica, y presiones salariales, que determinarían el comportamiento de la inflación de servicios.** En 2024 los bancos centrales bajarían tipos, aunque de manera moderada, ya que nos encontramos en un punto de pleno empleo y la urgencia de los recortes disminuye.

El inversor se enfrenta a este escenario económico con el abanico de opciones de inversión más amplio de las últimas décadas. La capacidad de construir carteras equilibradas es elevada al poder combinar **cuatro ingredientes básicos: el rendimiento real libre de riesgo** (renta fija gubernamental de corto plazo), **la protección frente a shocks adversos** (bonos de larga duración y baja volatilidad), **la recuperación cíclica de los beneficios** (acciones europeas) y **las narrativas de disrupción tecnológica** (bolsa de EE.UU.). Este abanico de posibilidades permite a cada inversor ajustar las carteras a sus necesidades específicas de rentabilidad/riesgo.

# El empleo tiene la llave

## 01 El ciclo se apoya en el mercado laboral

Los estímulos fiscales y la fortaleza del mercado laboral han sido fundamentales para que la desaceleración económica haya sido moderada hasta el momento, a pesar de las exigentes subidas de tipos de interés. Una vez agotado el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia, **el consumo de las familias depende en gran medida de las dos variables clave del mercado de trabajo: ingresos reales y niveles de empleo.** Después de casi 30 meses de política monetaria restrictiva, el ajuste a la baja de la inflación avanza sin un coste excesivo en crecimiento económico, pero el "veredicto final" dependerá de las dinámicas del mercado laboral.

## 02 Vuelta al punto de partida

El mercado laboral ha vuelto al punto de partida previo al *shock* de la pandemia y ya se han eliminado los principales desequilibrios entre oferta y demanda de puestos de trabajo. Una confirmación de esa tendencia aseguraría el paso de los bancos centrales hacia unas coordenadas más neutrales en clave política monetaria. Recortes de tipos, sí, pero se moderan, también, las expectativas de relajación monetaria.

## 03 Entorno adecuado para equilibrar carteras

**El contexto macro global, sin ser óptimo** (inflación subyacente todavía alejada de los objetivos de los bancos centrales; recuperación cíclica de la actividad muy incipiente en algunas economías y grado de moderación aún incierto en otras), **se mueve en coordenadas razonables.** La capacidad de construir carteras equilibradas es elevada al poder combinar **cuatro ingredientes básicos: el rendimiento real libre de riesgo** (renta fija gubernamental de corto plazo), **la protección frente a choques adversos** (bonos de larga duración y baja volatilidad), **la recuperación cíclica de los beneficios** (acciones europeas) y **las narrativas de disrupción tecnológica** (bolsa de EE.UU.). Los inversores navegan un entorno adecuado para ajustar las carteras de inversión a sus necesidades específicas de rentabilidad/riesgo.

## 01 El empleo aguanta el tipo

El coste de implementar la mayor subida de tipos de interés de las últimas décadas en términos de crecimiento económico y destrucción de empleo ha sido, hasta la fecha, bastante limitado. **De mantenerse este balance nos encontraríamos ante uno de los ejercicios de "aterizaje suave" más exitosos de la historia económica global.** Es difícil encontrar ejemplos similares en los que los bancos centrales hayan logrado controlar la inflación sin arrastrar las economías hacia una recesión. Consideramos que **el mercado laboral constituye la clave de este difícil equilibrio** y es por ello por lo que dedicamos gran parte de este informe trimestral a profundizar en sus dinámicas.

El gráfico inferior muestra cómo se ha comportado la variable creación de empleo en la principal economía mundial, la estadounidense, a partir del momento de mayor intensidad en la restricción de la política monetaria. Este punto coincide con lo que se denomina curva de tipos de interés invertida, que se produce cuando los inversores perciben que el próximo movimiento de los bancos centrales será de recorte de tipos y, por tanto, los tipos a corto plazo son más elevados que los de largo plazo. **El momento de la inversión de la curva se ha mostrado como un indicador adelantado fiable de una recesión durante los cinco ciclos de subidas de tipos anteriores, siendo de media el desfase de unos 18 meses.** Así lo plasmamos en el gráfico inferior, donde mostramos cómo el deterioro en la creación de empleo terminó por dañar la confianza de los consumidores. La línea roja del ciclo actual parece evidenciar una dinámica distinta pues, **después de 27 meses de inversión de la curva, no hay señales de deterioro en el motor del crecimiento del empleo.**

Este **comportamiento tan resiliente del mercado laboral no es exclusivo de la economía estadounidense** y, a modo de ejemplo, a pesar de la debilidad del crecimiento en los seis últimos trimestres, **la tasa de paro en la zona Euro está en mínimos históricos.** Las razones son múltiples y tienen que ver con una menor efectividad de la transmisión de la política monetaria y con un comportamiento totalmente atípico del mercado laboral. Otro factor que puede estar contribuyendo a dotar de mayor longevidad al ciclo puede ser la política fiscal expansiva que ha permitido contrarrestar los efectos negativos de la restricción monetaria. Sea cual sea la causa, **estamos asistiendo a un mercado laboral mucho más resistente a los esfuerzos de enfriar la economía por parte de los bancos centrales.**

Históricamente la recesión ha llegado en promedio 18 meses a partir del momento en que la política monetaria es más restrictiva

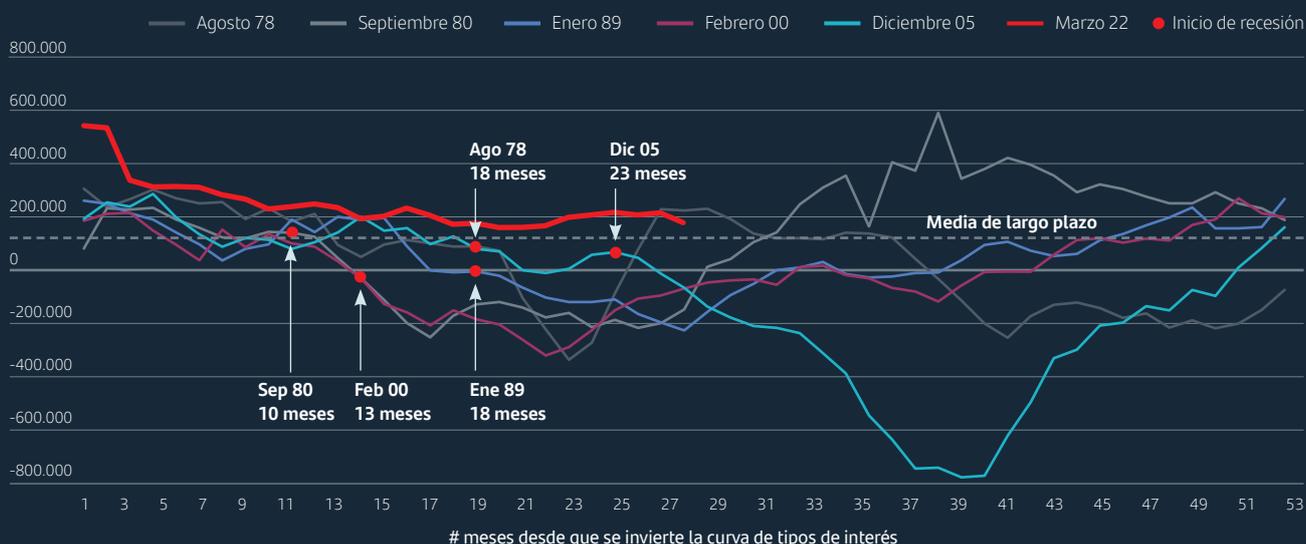
Han pasado 27 meses desde la inversión de la curva de tipos y el crecimiento mensual del empleo en Estados Unidos continúa sorprendiendo al alza

La fortaleza excepcional en el mercado de trabajo constituye el principal factor detrás de la narrativa de "aterizaje suave" que domina el mercado

### Creación de empleo mensual en Estados Unidos tras el punto máximo de restricción monetaria en cada ciclo

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

#### Impacto de la subida de tipos en la creación de empleo



## Mejoran las expectativas de crecimiento

La menor propensión a recortar plantilla por parte de las empresas podría deberse a la paulatina mejora de la confianza empresarial. Estas encuestas son uno de los indicadores adelantados más seguidos por los analistas al tener un valor predictivo considerable sobre el crecimiento de la inversión y el empleo en los trimestres posteriores. Si está por encima de 50 refleja expansión y, si está por debajo contracción. En los gráficos inferiores podemos observar cómo las expectativas de crecimiento económico para el presente año experimentaron una caída durante gran parte de 2023 en paralelo al deterioro en las encuestas PMI de confianza empresarial. En la economía estadounidense se produjo un punto de inflexión a mediados de 2023. En el caso de la economía europea esta recuperación es más incipiente, porque el índice PMI tocó suelo en el último trimestre de 2023 y el cambio de tendencia en las expectativas de crecimiento se ha producido recientemente.

Si analizamos más en detalle la salud financiera de los agentes económicos encontramos algunos focos de preocupación en aspectos como el cambio de tendencia en el impulso fiscal o el agotamiento del exceso de ahorro generado gracias a los estímulos de la pandemia. En Estados Unidos, este último aspecto está afectando especialmente a las familias de menores recursos con una estructura financiera más golpeada por la subida de los tipos de interés de corto plazo (tarjetas y préstamos auto). Sin embargo, mientras se mantenga la fortaleza del mercado laboral, la desaceleración del consumo sería moderada, dado el crecimiento de los salarios por encima de la inflación y la razonable situación financiera de las familias en los segmentos medio y alto de renta.

El otro foco, el gasto fiscal, podría implicar una desaceleración del crecimiento dada la necesidad de equilibrar las finanzas públicas después del gran protagonismo que han tenido los programas de ayudas e incentivos a la inversión aprobados por los gobiernos en los últimos años. Este factor ha sido especialmente importante para la economía de EE.UU. por los programas de política industrial del gobierno de Joe Biden. Es muy probable que el impulso fiscal se configure como un factor de enfriamiento económico, aunque el calendario electoral postergaría el debate sobre estas cuestiones para 2025. En un horizonte más amplio, la necesidad de realizar un profundo ajuste del gasto público y reducir los elevados niveles de déficit se configura como uno de los elementos de mayor vulnerabilidad macroeconómica.

La confianza empresarial es un buen predictor del crecimiento futuro. Un nivel superior a 50 señala expansión económica

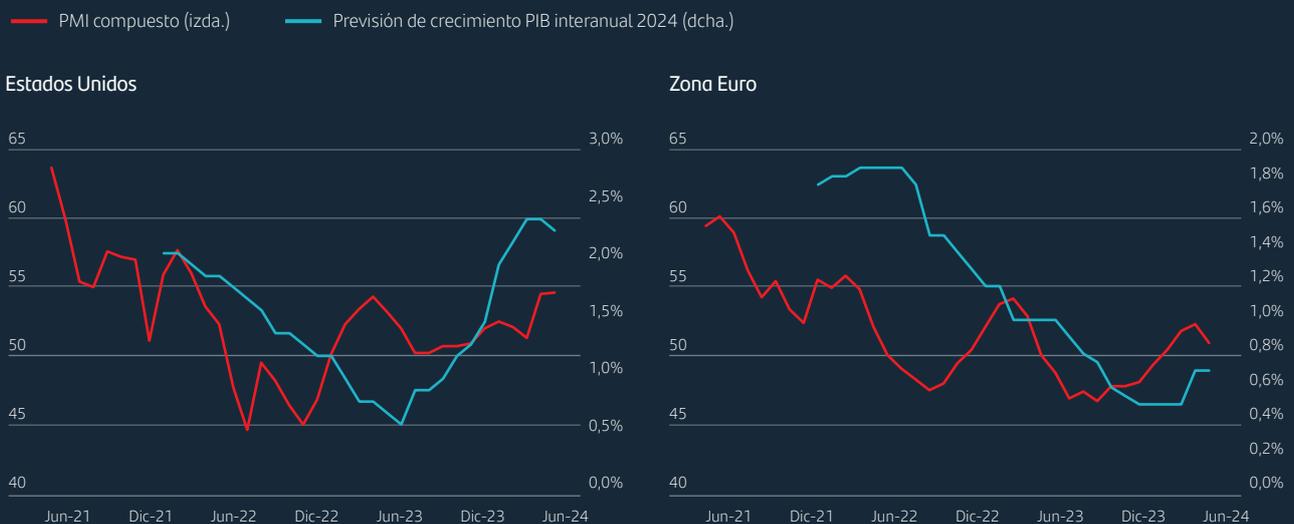
La fortaleza del mercado laboral gana mayor relevancia como soporte del consumo ahora que el exceso de ahorro de la pandemia se empieza a agotar

Pasadas las elecciones presidenciales de noviembre en Estados Unidos, habrá que ver cómo se configura el ajuste fiscal en 2025 y a largo plazo

### Confianza empresarial (PMI compuesto de manufacturas y servicios) y expectativas de crecimiento 2024

Fuente: Bloomberg, Datos a 30/6/2024

#### La recuperación de la confianza empresarial apoya la estabilidad del crecimiento



## Un ciclo expansivo frágil... pero todavía vigente

Los mercados con un comportamiento más cíclico (más sensibles a la variable crecimiento) reaccionaron de manera más positiva en la primera mitad del 2024 en la medida que se ha ido alejando el fantasma de la recesión de los radares de los indicadores económicos. **Las previsiones del consenso de economistas y de organismos internacionales reflejan un crecimiento estable, aunque ligeramente inferior al crecimiento promedio de la economía.** Las economías parecen haber superado el *shock* de la pandemia y, en líneas generales, han recuperado o superado los niveles de gasto e inversión previos al Covid.

**Una vez cerrado el potencial de recuperación de los efectos derivados de la pandemia, las economías vuelven a situarse en parámetros de final de ciclo con niveles de pleno empleo y alta utilización de capacidad productiva.** El potencial para un repunte vigoroso de la actividad es limitado por lo que **hay que estar atentos a las señales de los indicadores adelantados** y, en especial, a los de empleo. En este sentido, la tasa de paro está recibiendo una gran atención al estar cerca de producirse una ruptura de la **regla de Sahm** (ver gráfico inferior). Esta regla especifica que si se produce un incremento acumulado de la tasa de desempleo superior a 0,5 puntos porcentuales en un periodo de 12 meses históricamente conlleva que se produzca una contracción económica. **La creación de empleo todavía aguanta el tipo, como hemos visto con anterioridad, pero habrá que estar muy atentos a los indicadores a futuro** dados los parámetros de moderación en los que se mueve la economía.

El "veredicto final" de la longevidad del ciclo estaría en buena medida en manos de los empresarios, que deben decidir entre ver el vaso medio lleno (y apostar por la inversión) o medio vacío (optando por el recorte de costes). La capacidad para impulsar los beneficios mediante mejoras de precios y márgenes es ya muy limitada de las empresas tienen que optar entre la palanca de incrementar volúmenes (invirtiendo en ampliación de capacidad) o mejorar la eficiencia, reduciendo costes. En este contexto, el alcance del recorte de tipos de interés y el potencial de mejora de eficiencia derivado de la implementación de la inteligencia artificial y la robótica en los procesos productivos puede decantar a los agentes económicos por impulsar la inversión y apostar por el crecimiento. Los bajos niveles de apalancamiento de las empresas y su elevada generación de flujos de caja son factores adicionales que apoyarían la apuesta por el crecimiento.

El ciclo expansivo sigue vigente, pero dentro de dinámicas de final de ciclo cuando la creación de empleo se configura como variable clave

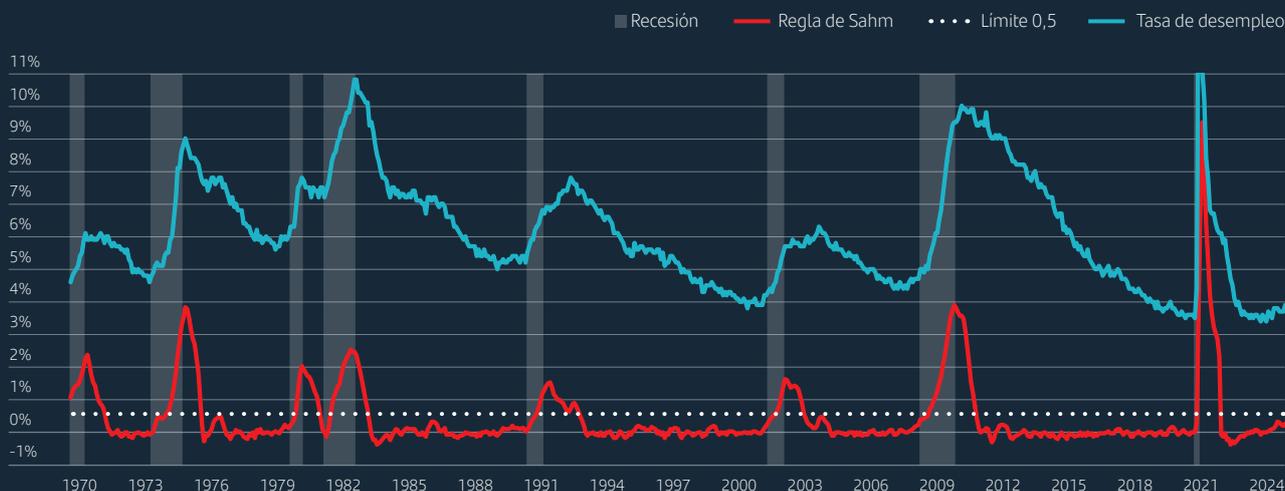
El deslizamiento al alza de la tasa de desempleo se acerca a la barrera crítica del +0,5% de la regla de Sahm

Las empresas han agotado la capacidad de ampliar márgenes y deben elegir entre aumentar capacidad o reducir costes

### Deterioro acumulado del desempleo (regla de Sahm) como indicador adelantado de recesión en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg, Datos a 30/6/2024

Desde niveles mínimos de desempleo, la regla de Sahm se acerca al límite de +0,5 pp... ¿Señal de recesión?



\*El Indicador Sahm de recesión señala el inicio de una recesión cuando la media móvil de tres meses de la tasa de desempleo nacional aumenta 0,50 puntos porcentuales o más en relación con el mínimo de las medias de tres meses de los 12 meses anteriores

## 02 Inflación persistente en servicios

En el primer capítulo de este informe hemos analizado cómo las dinámicas del sector laboral están siendo el principal apoyo a la continuidad del ciclo expansivo. Procede ahora **examinar las derivadas de este dinamismo económico en clave de inflación y perspectivas de política monetaria** en un contexto en el que los inversores partían con elevadas expectativas de recortes de tipos. Una vez más, consideramos que el mercado laboral puede aportar la clave en este análisis y empezamos poniendo el foco en el equilibrio entre oferta y demanda de empleo.

Los gráficos inferiores ilustran la denominada **curva de Beveridge**, que representa la **relación entre tasa de empleos sin cubrir (vacantes) y el nivel de desempleo**, tanto en Estados Unidos como en la zona Euro. El gráfico pone de relieve el **impacto de la pandemia**, que causó al inicio un importante repunte de la tasa de paro. Este efecto fue rápidamente contrarrestado por la reapertura, que produjo una enorme dificultad a las empresas para encontrar trabajadores llevando a un máximo sin precedentes a la tasa de vacantes sin cubrir. Este **desajuste entre oferta y demanda de trabajo** fue el principal responsable del repunte de la inflación durante la reapertura, junto con las tensiones en precios en los mercados de energía y bienes acentuadas por la invasión de Ucrania.

Poco a poco **el mercado de trabajo habría regresado a coordenadas más normalizadas y las dinámicas vuelven a ajustarse a la línea de regresión previa a la pandemia**. Este ajuste está más avanzado en Estados Unidos que en Europa debido a los flujos migratorios. **El elevado número de inmigrantes que han accedido al mercado laboral en EE.UU.** (el % de trabajadores nacidos en el extranjero se ha incrementado desde el 18,1% hasta el 18,6% durante 2023) **ha sido un factor crucial para ayudar a mitigar los desequilibrios en el mercado laboral**. La economía de la zona Euro ha experimentado una menor contribución de flujos migratorios al crecimiento de la oferta de trabajo y ello ha incidido en un menor progreso en la reducción del porcentaje de vacantes sin cubrir. A pesar de la debilidad del crecimiento económico europeo en 2023, la tasa de desempleo se sitúa en niveles mínimos históricos. **Los factores demográficos son la causa de las mayores dificultades de la economía europea para encontrar un equilibrio no inflacionario en su mercado de trabajo.**

**El shock de la pandemia** provocó grandes presiones inflacionistas en el mercado laboral

Gran parte de los desajustes entre oferta y demanda de trabajo se han eliminado, pero el mercado laboral se mantiene en coordenadas de pleno empleo

La inmigración permite un mayor equilibrio y crecimiento en el mercado de trabajo en Estados Unidos respecto a la zona euro

### Curva de Beveridge: relación entre la tasa de desempleo y la tasa de vacantes

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

El mercado laboral se acerca al equilibrio entre oferta y demanda, aunque los niveles de pleno empleo mantienen la presión en salarios



## Los salarios son la variable a vigilar

El progreso en la rebaja de los niveles de inflación ha sido muy significativo y en líneas generales las lecturas recientes suponen un tercio de los máximos alcanzados en 2022. Estos indudables avances han permitido que muchos bancos centrales hayan iniciado el proceso de normalización de las políticas monetarias restrictivas. Pero, un análisis más detallado de los componentes pone de manifiesto que **el avance no ha sido completo y que ha estado basado en los progresos en bienes, transporte y energía, mientras que se mantienen elevadas las presiones de precios en el sector servicios**. A modo de ejemplo, la inflación subyacente de servicios en Estados Unidos, clave para la Fed, estaba todavía en el 5,3% en términos interanuales a cierre de mayo.

Los gráficos inferiores muestran el **lento progreso en la moderación de los salarios** tanto en Estados Unidos como en la zona Euro, manteniéndose su crecimiento interanual todavía en **niveles cercanos al 4%** en ambas geografías. La correlación existente entre la tendencia de esta variable con la ratio de vacantes de empleo sin cubrir es muy elevada, por lo que **sólo se conseguirá una reducción significativa en la presión proveniente de los salarios si se continúan reduciendo los desequilibrios entre oferta y demanda de trabajo**. Las economías desarrolladas están en un entorno de elevada utilización de capacidad productiva y reducido desempleo, lo cual incrementa la sensibilidad de la inflación a incrementos de la demanda.

La **resistencia a la baja del componente de vivienda es otro factor decisivo detrás de la lenta moderación de las presiones inflacionistas en EE.UU.** El sector inmobiliario parece acusar señales de escasez de oferta similares a las del mercado laboral, y es una fuente de preocupación adicional para los bancos centrales a la hora de lograr sus objetivos de inflación. Las fricciones estructurales del mercado laboral (descenso de la natalidad) y del inmobiliario (escasez de oferta) están dificultando el alcance del objetivo de inflación del 2% de las autoridades monetarias en países desarrollados.

Las **innovaciones tecnológicas (robotización e inteligencia artificial, principalmente) podrían ser un factor que contribuya significativamente a moderar las presiones inflacionistas en la medida que redunden en mejoras de productividad y menor demanda de trabajadores**. Estas disrupciones tendrían un impacto muy positivo a la hora de incrementar el nivel de actividad no inflacionaria de las economías, pero consideramos **poco probable que su impacto sea inmediato**.

El retraso en la reducción de las presiones salariales tiene su origen en la rigidez actual del mercado laboral

Los alquileres son otro factor determinante de presión en precios al existir escasez de oferta en gran parte del mercado inmobiliario residencial

En el medio plazo esperamos una contribución positiva de productividad por la implementación de nuevas tecnologías

### Relación entre nivel de empleos vacantes y crecimiento de los salarios

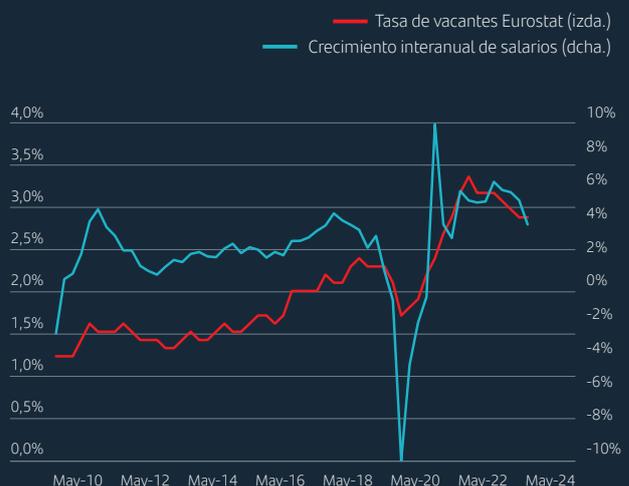
Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

Los niveles desmesurados de vacantes se van ajustando y ello contribuye a la moderación de la presión en salarios

Estados Unidos



Zona Euro



## Un ciclo muy moderado de recortes de tipos

Nuestro análisis de las tendencias de los distintos componentes de la inflación indica una estabilización en niveles entre el 2% y el 3% en los próximos trimestres, siendo **los mercados de vivienda y laboral los componentes críticos a vigilar**. Estos avances han sido lo suficientemente significativos para convencer a más bancos centrales (Suiza, Suecia, Canadá, zona Euro...) para **iniciar el proceso de rebajar sus tipos de interés oficiales**. El mercado espera que el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal (Fed) se sumen próximamente al club de las autoridades monetarias que han relajado las condiciones monetarias.

No obstante, **el mercado ha ajustado significativamente a la baja tanto la intensidad como la urgencia de recortar tipos de interés a la vista de la mejora de las expectativas de crecimiento económico**. Los gráficos inferiores muestran cómo el BCE ya ha aterrizado la primera bajada de tipos y cómo el mercado espera que la Fed lo haga antes de las elecciones presidenciales de noviembre. A principios de año se descontaban hasta siete recortes de 0.25% y ahora el mercado espera máximo dos. La caída más lenta de la inflación de servicios es el motivo. El término **"data dependent"** ha ido apareciendo cada vez más a menudo en los comunicados de los bancos centrales con el fin de explicar la **condicionalidad de los recortes a avances más significativos en la moderación de la inflación de servicios**.

Consideramos que habrá avances en el ajuste cíclico de salarios y alquileres que permitirían a las autoridades monetarias progresar en ir posicionando sus tipos de intervención en niveles más cercanos a la neutralidad. **Se inicia el ciclo de ajuste de la política monetaria desde máximos niveles de restricción hacia zona de neutralidad, pero será un proceso muy moderado y condicionado a que haya evidencias de progreso hacia el objetivo del 2% de inflación**. En paralelo, empieza a cobrar más protagonismo la discusión sobre cuál debe ser el nuevo nivel de equilibrio en la política monetaria a la luz de las nuevas dinámicas comerciales, demográficas y tecnológicas. Es improbable que tanto la Fed como las autoridades monetarias en Europa cuestionen en el corto plazo el objetivo del 2% de inflación, pero muchos expertos empiezan a poner en duda ese nivel como referencia de equilibrio de precios en el contexto económico actual.

El proceso de ajuste a la baja de los tipos de interés será más moderado de lo previsto a principios de año

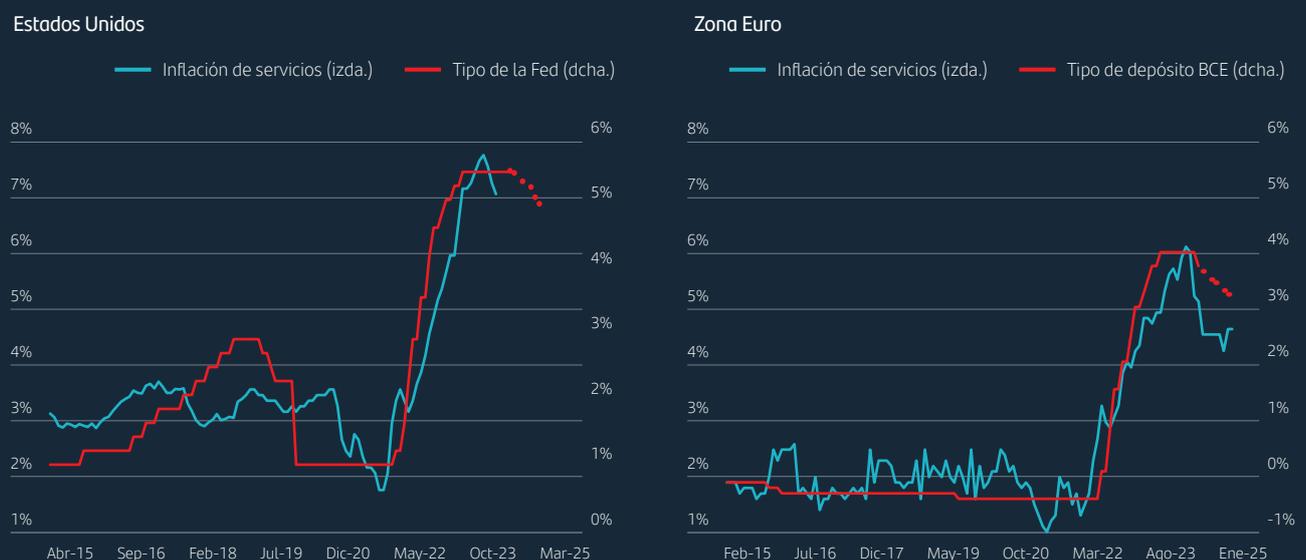
Cada recorte de tipos tendrá que justificarse en línea con el progreso en el ajuste de la inflación al objetivo del 2%

La política monetaria pivota hacia un nuevo nivel de equilibrio con tipos de interés más elevados que en el ciclo anterior

### Inflación de servicios (tasa interanual) y tipos de referencia de los bancos centrales

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

#### Las autoridades monetarias vigilan la persistencia de la inflación en el sector terciario



## 03 Amplio abanico de alternativas de inversión

Aunque el contexto macroeconómico global dista de ser óptimo, con una inflación subyacente aún distante de los objetivos de los bancos centrales y una recuperación cíclica de la actividad muy incipiente en algunas economías y un grado de moderación todavía incierto en otras, se observa una mejora en las dinámicas respecto a trimestres anteriores. Sin embargo, persisten numerosos **focos de incertidumbre geopolítica** (elecciones, tensiones entre China y EE.UU., conflictos en Ucrania y Oriente Próximo) y **económica**, principalmente relacionados con el deterioro de la estabilidad fiscal. En concreto, la reacción del mercado a los resultados electorales en la India, México y Europa sirve de referencia sobre la posibilidad de repuntes de volatilidad e incertidumbre. A pesar de estos desafíos, **consideramos que el entorno actual presenta una combinación de alternativas de inversión favorable para construir carteras equilibradas gracias a la mayor estabilidad en el crecimiento económico y la tendencia a la baja en los tipos de interés.**

El panorama descrito configura un escenario en el que los inversores cuentan con **opciones para construir carteras adecuadas a sus objetivos sin necesidad de tener sesgos excesivos a ningún activo**. Aquellos con un mayor enfoque en minimizar el riesgo pueden combinar la rentabilidad de la renta fija de corto plazo con opciones para extender la oportunidad a plazos más largos, primas de riesgo crediticio en bonos corporativos y diversificación en estrategias 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.

**Un cliente conservador con baja tolerancia al riesgo y un horizonte de inversión a corto plazo podría obtener rentabilidades reales positivas** combinando tasas libres de riesgo con otras opciones de riesgo moderado. Una buena manera de optimizar carteras con bajo perfil de riesgo es mediante la inversión en estructurados con protección de capital o bonos corporativos de alta calidad crediticia. Los gráficos inferiores permiten apreciar el buen momento para la inversión en renta fija de alta calidad crediticia, dado que los rendimientos nominales a vencimiento (en torno al 5% en US\$ y al 4% en €) se sitúan por encima de las expectativas de inflación con plazo similar.

El entorno macro no está exento de riesgos, pero hay una favorable evolución de las tendencias de crecimiento e inflación

El abanico de opciones para equilibrar carteras y objetivos de inversión es el más amplio desde la crisis financiera de 2008

Las probabilidades de generar rendimientos reales con bajo presupuesto de riesgo son las más elevadas de los últimos 15 años

### Rendimiento nominal y real de la renta fija corporativa de grado de inversión (en US\$ y en €)

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

#### La rentabilidad real de la renta fija corporativa supera a la inflación



## Una recuperación más generalizada

Los activos que mejor comportamiento han registrado en el primer semestre del presente ejercicio han sido los más sensibles al ciclo: crédito de baja calidad crediticia y renta variable. Esta evolución positiva se ha basado en la disminución de las probabilidades de recesión económica y en los sorprendentes resultados de las empresas tecnológicas, especialmente aquellas con alta exposición al crecimiento de la inteligencia artificial. **Tanto en la renta fija como en la renta variable la generación de retornos positivos se ha caracterizado por una gran concentración en sectores específicos de mercado.**

En el caso de la **renta fija ha habido disparidad entre los retornos de las distintas categorías de bonos. Los más sensibles al estrechamiento de diferenciales de crédito (*high yield*) han tenido mejor comportamiento, mientras que los instrumentos de renta fija más sensibles a los movimientos de los tipos de interés han mostrado retornos reducidos, siendo los bonos gubernamentales de larga duración los más afectados.** En los próximos meses **esperamos que la que la continuidad de las bajadas de los tipos de interés de referencia mejore el comportamiento de todas las categorías de renta fija.**

En **renta variable**, gran parte de los elevados retornos de los índices en los últimos trimestres han estado basados en el comportamiento del sector tecnológico. Para el segundo semestre **esperamos que haya una menor concentración y dispersión en los retornos sectoriales a medida que el crecimiento de los beneficios se vuelva más generalizado.** Históricamente, el diferencial de rentabilidad de la bolsa estadounidense respecto a la europea ha sido significativo (alrededor del 3% anual), debido principalmente al mayor crecimiento en los beneficios de las empresas estadounidenses.

Los gráficos inferiores permiten apreciar este diferencial histórico **en generación de beneficios a favor de las empresas cotizadas en el mercado americano.** Los resultados del primer trimestre de 2024 corroboraron esta tendencia (+8% de crecimiento en el conjunto del S&P500 y -6% en el caso de las empresas europeas que componen el Stoxx600) gracias al impulso del sector tecnológico (las empresas cotizadas en el Nasdaq mejoraron sus beneficios en un 30%). El mercado anticipa una recuperación cíclica más acusada de los beneficios en Europa. Esto, unido a unos múltiplos de valoración más atractivos, refuerza la conveniencia de equilibrar las apuestas geográficas.

Esperamos que tanto la duración como el diferencial de crédito aporten valor a las carteras de renta fija en los próximos trimestres

Otra potencial fuente de retornos positivos puede estar basada en una recuperación más generalizada de los beneficios empresariales

La mejora cíclica permitiría que las acciones europeas recuperen algo del diferencial de crecimiento de beneficios respecto a las de EE.UU.

### Evolución de los índices de renta variable y crecimiento esperado de los beneficios anuales

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

#### La bolsa anticipa un ciclo de fuerte crecimiento de beneficios

— Precio (izda) — BPA\* de los últimos 12 meses (dcha) — Línea de tendencia BPA (dcha)

 S&P 500 (USD)



 Stoxx 600 (EUR)



\*BPA: Beneficio por acción.

## Sin concentrar apuestas ni perseguir retornos

En nuestro escenario central, los inversores se podrían beneficiar del impacto combinado de la relajación de la política monetaria y la recuperación cíclica de los beneficios. Aunque estos efectos serían moderados, su combinación es inusual y podría contribuir positivamente al retorno de las carteras, tanto en renta fija como en renta variable. Por ello, **consideramos adecuado que los inversores mantengan una asignación de activos cercana a la neutralidad, sin concentrar excesivamente posiciones en sector o geografía algunos.**

Los gráficos inferiores muestran los rendimientos a vencimiento vía cupones y principal (en el caso de los bonos corporativos) o beneficios esperados (caso de la renta variable) para inversiones denominadas en US\$ y en €. Observamos una situación dispar en función de la geografía, y en el caso de los activos estadounidenses destaca el elevado rendimiento que ofrece la renta fija corporativa respecto a la renta variable y a su media histórica. En el caso de los activos europeos la situación es distinta, siendo los rendimientos de la renta variable los que destacan en relación con su media histórica y a los rendimientos que ofrecen a vencimiento los bonos corporativos. **El componente de ingresos más estable que ofrecen los bonos corporativos es el más elevado de los últimos quince años**, tanto en euros como en dólares estadounidenses, y puede ser combinado de manera eficiente con los rendimientos de la renta variable en un momento favorable de recuperación de los beneficios.

**La inversión en acciones debe equilibrarse geográficamente para beneficiarse de los mejores niveles de valoración que ofrecen las acciones de Europa y países emergentes y del mayor crecimiento que ofrecen las acciones de EE.UU.** gracias a su liderazgo en tecnología e inteligencia artificial. La valoración de las empresas del S&P 500 podría ser un escollo para futuras revalorizaciones, debido a lo exigente de los múltiplos de beneficios (la ratio PER para los próximos doce meses se sitúa en el percentil 84 en términos históricos). Sin embargo, si ajustamos la valoración con variables como el crecimiento de beneficios y la remuneración al accionista vía recompras de acciones, la valoración del S&P 500 no sería tan exigente respecto a estándares históricos. También consideramos conveniente **combinar este posicionamiento con estrategias de cobertura aprovechando los bajos niveles de volatilidad** y posicionarse para eventuales repuntes de riesgo en un calendario que seguirá dominado por citas electorales de gran relevancia y un entorno con elevado riesgo geopolítico.

El inicio de los recortes de tipos y la recuperación de los beneficios apoyarían el comportamiento del mercado

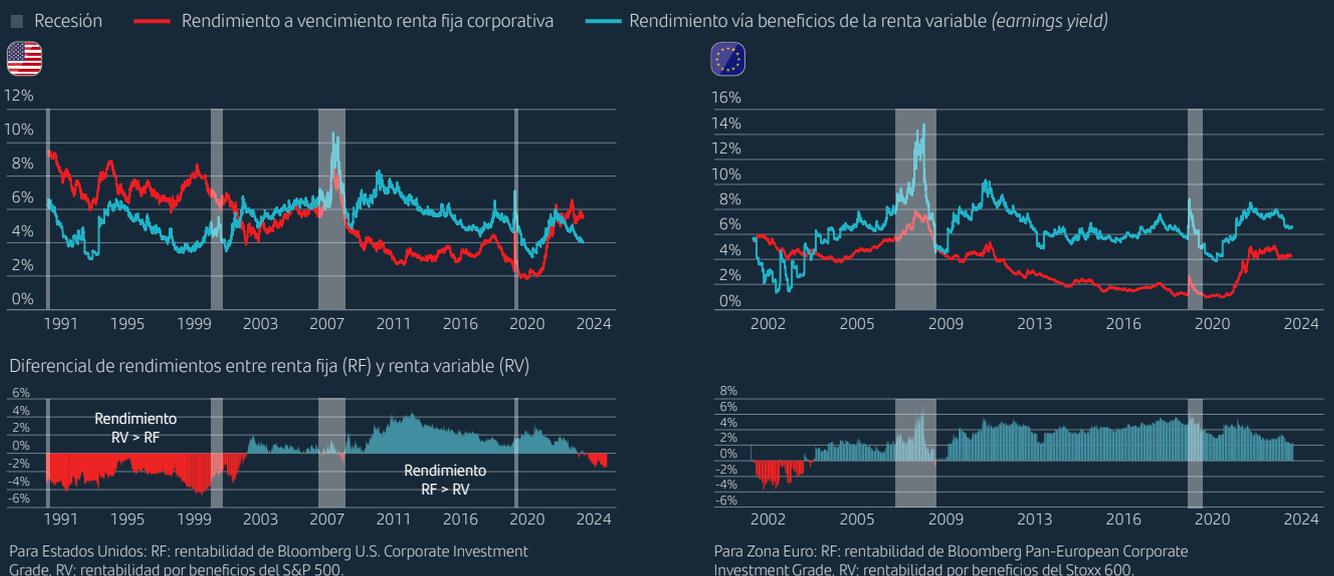
Una combinación equilibrada de los distintos activos y geografías permitiría optimizar la contribución de retornos a las carteras

Es conveniente seguir diversificando al máximo las carteras e implementar estrategias de cobertura ante eventuales repuntes de la volatilidad

### Diferencial de rendimientos entre la renta fija y la renta variable

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/6/2024

El inversor dispone de una gran combinación de opciones para construir y equilibrar carteras con distintas fuentes de retorno



# Anexo tablas

## Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2024	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
<b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	2,7%	5,5%	3,2%	2,2%	1,6%
<b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	2,0%	4,0%	1,7%	0,9%	0,3%
<b>R. Fija Global USD <sup>(3)</sup></b>	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-3,2%	0,9%	-5,5%	-2,0%	-0,4%
<b>R. Fija USD <sup>(4)</sup></b>	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	-0,7%	2,6%	-3,0%	-0,2%	1,3%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	0,2%	3,4%	-1,4%	0,3%	1,1%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	-0,5%	4,6%	-3,0%	0,6%	2,3%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	2,6%	10,4%	1,6%	3,9%	4,3%
<b>Renta Fija Euro <sup>(8)</sup></b>	<b>0,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,4%</b>
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	-2,0%	2,4%	-5,2%	-2,7%	0,4%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	0,5%	6,4%	-2,3%	-0,8%	1,0%
R. Fija High Yield (EUR) <sup>(11)</sup>	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	3,2%	11,1%	1,4%	2,7%	3,4%
<b>R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup></b>	<b>-2,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,5%</b>
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	3,5%	10,2%	-0,3%	0,6%	2,4%
<b>MSCI World (USD)</b>	<b>-8,7%</b>	<b>27,7%</b>	<b>15,9%</b>	<b>21,8%</b>	<b>-18,1%</b>	<b>23,8%</b>	<b>11,7%</b>	<b>20,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>11,6%</b>	<b>9,2%</b>
S&P 500 (USD)	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	15,3%	24,6%	10,0%	14,9%	12,9%
MSCI Europe (EUR)	-14,9%	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	5,8%	11,7%	3,9%	7,1%	4,2%
MSCI Emerging Markets (USD)	-14,6%	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	7,5%	12,5%	-5,1%	2,9%	2,8%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	8,5%	13,0%	-4,4%	3,8%	4,1%
MSCI Latin America (USD)	-6,6%	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-15,7%	-5,6%	0,9%	0,0%	-0,3%

<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 junio 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
<b>EE.UU.</b>	S&P 500	5.460		1.920		5.460	-19,4%	24,2%	14,5%	22,7%	8,3%	13,0%	10,7%
	DOW JONES INDUS.	39.119		16.285		39.807	-8,8%	13,7%	3,8%	13,7%	4,3%	7,9%	8,7%
	NASDAQ	17.733		4.370		17.733	-33,1%	43,4%	18,1%	28,6%	6,9%	17,0%	14,8%
<b>Europa</b>	Stoxx 50	511		2.701		4.491	-12,9%	12,7%	6,8%	10,7%	4,1%	5,7%	4,0%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.894		2.787		5.083	-11,7%	19,2%	8,2%	11,3%	6,4%	6,9%	4,2%
	España (IBEX 35)	10.944		6.452		11.521	-5,6%	22,8%	8,3%	14,1%	7,5%	3,4%	-0,1%
	Francia (CAC 40)	7.479		4.233		8.206	-9,5%	16,5%	-0,8%	1,1%	4,7%	6,1%	5,3%
	Alemania (DAX)	18.235		9.327		18.498	-12,3%	20,3%	8,9%	12,9%	5,5%	7,8%	6,3%
	Reino Unido (FTSE 100)	8.164		5.577		8.275	0,9%	3,8%	5,6%	8,4%	5,1%	1,7%	1,8%
	Italia (MIB)	33.154		16.198		34.750	-13,3%	28,0%	9,2%	17,4%	9,7%	9,3%	4,4%
	Portugal (PSI 20)	6.480		3.945		6.871	2,8%	11,7%	1,3%	9,5%	8,8%	4,5%	-0,6%
	Suiza (SMI)	11.994		7.808		12.876	-16,7%	3,8%	7,7%	6,3%	0,1%	3,8%	3,4%
<b>LatAm</b>	México (MEXBOL)	52.440		34.555		57.386	-9,0%	18,4%	-8,6%	-2,0%	1,4%	3,8%	2,0%
	Brasil (IBOVESPA)	123.907		40.406		134.185	4,7%	22,3%	-7,7%	4,9%	-0,8%	4,1%	8,8%
	Argentina (MERVAL)	1.611.295		8.188		1.651.417	142,0%	360,1%	73,3%	278,0%	195,6%	107,9%	69,9%
	Chile (IPSA)	6.414		3.487		6.644	22,1%	17,8%	3,5%	10,8%	14,0%	4,8%	5,2%
<b>Asia</b>	Japón (NIKKEI)	39.583		15.425		40.369	-9,4%	28,2%	18,3%	19,3%	11,2%	12,7%	10,0%
	Hong-Kong (HANG SENG)	17.719		14.687		32.887	-15,5%	-13,8%	3,9%	-6,3%	-15,0%	-9,1%	-2,7%
	Corea (KOSPI)	2.798		1.755		3.297	-24,9%	18,7%	5,4%	9,1%	-5,3%	5,6%	3,4%
	India (Sensex)	79.033		23.002		79.033	4,4%	18,7%	9,4%	22,1%	14,6%	14,8%	12,0%
	China (CSI)	3.462		2.338		5.352	-21,6%	-11,4%	0,9%	-9,9%	-12,8%	-2,5%	4,8%
<b>Mundo</b>	MSCI WORLD	3.512		1.547		3.512	-19,5%	21,8%	10,8%	18,4%	5,2%	9,9%	7,2%

## Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio 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	
	MSCI World	11.047		4.204		11.047	-18,1%	23,8%	11,7%	20,2%	6,9%	11,6%	9,1%	19,88	1,80
<b>Estilo</b>	MSCI World High Dividend Yield	2.602		1.352		2.642	-4,7%	9,1%	3,9%	9,3%	4,2%	6,2%	5,3%	13,70	3,71
	MSCI World Momentum	4.534		1.438		4.534	-17,8%	11,8%	26,1%	37,1%	7,4%	12,5%	11,9%	21,77	1,14
	MSCI World Quality	4.927		1.444		4.927	-22,2%	32,4%	17,9%	28,7%	10,2%	15,9%	12,9%	25,50	1,27
	MSCI World Minimum Volatility	4.798		2.395		4.842	-9,8%	7,4%	4,7%	8,4%	2,7%	4,8%	7,0%	17,21	2,37
	MSCI World Value	13.092		6.429		13.252	-6,5%	11,5%	6,2%	13,9%	5,6%	7,4%	5,7%	14,52	2,96
	MSCI World Small Cap	664		318		705	-18,8%	15,8%	1,5%	9,1%	-1,3%	6,8%	6,2%	17,60	2,14
	MSCI World Growth	11.021		3.389		11.021	-29,2%	37,0%	17,2%	26,4%	7,4%	15,1%	12,1%	29,76	0,74
<b>Sector</b>	Energía	498		164		508	46,0%	-2,5%	8,3%	15,6%	19,7%	9,0%	1,5%	11,33	3,77
	Materiales	587		229		611	-10,7%	-12,9%	-0,2%	8,0%	2,2%	8,3%	5,6%	18,10	2,67
	Industriales	584		238		597	-13,2%	-18,8%	7,2%	15,7%	6,0%	9,7%	8,1%	21,65	1,73
	Consumo Discrecional	558		215		595	-33,4%	-26,0%	4,3%	9,4%	0,1%	10,0%	9,5%	20,03	1,27
	Consumo Básico	462		260		470	-6,1%	-2,3%	3,4%	1,9%	2,2%	5,2%	5,5%	18,91	2,88
	Salud	549		236		549	-5,4%	-3,6%	8,0%	11,2%	4,9%	10,0%	8,6%	20,29	1,72
	Financiero	295		125		299	-10,2%	-13,9%	10,0%	23,7%	6,7%	9,1%	7,0%	13,30	2,83
	Tecnología	905		147		905	-30,8%	-34,8%	25,1%	38,1%	15,1%	23,3%	19,9%	31,49	0,66
	Inmobiliario	1.939		1.244		2.450	-25,9%	-9,2%	-3,0%	5,1%	-3,2%	1,6%	4,2%	28,62	4,00
	Servicios de comunicación	228		106		228	-36,9%	-31,3%	22,0%	37,2%	3,2%	11,4%	7,0%	19,49	1,02
	Servicios Públicos	327		186		343	-4,7%	-0,3%	4,5%	4,8%	3,2%	4,6%	4,9%	15,29	3,71

## Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio 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	
<b>Desarrollados</b>											
EE.UU.	AA+	5,50%	4,75%	4,40%		0,53%		4,93%	52	44	-0,36
Alemania	AAA	3,75%	2,83%	2,50%		-0,70%		2,84%	48	1	-0,33
Francia	AA-	3,75%	3,12%	3,30%		-0,40%		3,43%	74	28	0,18
Italia	BBB	3,75%	3,53%	4,07%		0,54%		4,78%	37	-3	0,54
España	A	3,75%	3,17%	3,42%		0,05%		3,93%	43	-10	0,25
Reino Unido	AA	5,25%	4,22%	4,17%		0,10%		4,51%	64	-14	-0,05
Grecia	BBB-	3,75%	2,87%	3,75%		0,61%		15,42%	69	-1	0,88
Portugal	A-	3,75%	2,99%	3,25%		0,03%		4,19%	59	2	0,26
Suiza	AAA	1,25%	0,75%	0,53%		-1,05%		1,58%	-12	-44	-0,21
Polonia	A-	5,75%	5,12%	5,73%		1,15%		8,34%	54	32	0,61
Japón	A+	0,10%	0,37%	1,06%		-0,27%		1,07%	44	45	0,69
<b>Emergentes</b>											
Brasil	BB	10,50%	11,74%	12,33%		6,49%		16,51%	197	152	0,59
México	BBB	11,00%	10,73%	9,92%		5,24%		10,20%	96	109	-0,82
Chile	A	5,75%	4,73%	6,24%		2,19%		6,79%	76	87	1,51
Argentina	CCC	40,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	11,25%	9,39%	10,82%		5,39%		13,79%	86	65	1,43
Turquía	B+	50,00%	37,98%	26,52%		6,98%		26,52%	286	857	-11,46
Polonia	A-	5,75%	5,16%	5,75%		1,16%		8,37%	55	32	0,59
China	A+	2,44%	1,64%	2,20%		2,20%		4,26%	-35	-46	0,56
India	BBB-	6,50%	6,98%	7,01%		5,84%		8,56%	-18	-17	0,03

\* 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 junio 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	1,0713		0,98		1,34	-3,0%	-1,8%	-3,3%	-1,0%	-2,4%	
EUR/GBP	0,85		0,70		0,92	2,3%	-1,4%	-0,4%	-1,0%	0,6%	
EUR/CHF	0,96		0,93		1,22	-3,5%	1,5%	4,4%	3,0%	2,3%	
EUR/JPY	172		114		172	10,7%	-8,7%	-8,6%	-6,6%	-2,1%	
EUR/PLN	4,31		4,04		4,86	0,7%	2,8%	1,6%	-0,3%	-0,4%	
GBP/USD	1,26		1,12		1,69	-0,7%	-0,5%	-2,9%	0,0%	-3,0%	
USD/CHF	0,90		0,84		1,03	-6,4%	-0,4%	1,0%	1,9%	-0,1%	
USD/JPY	161		101		161	-12,3%	-10,3%	-11,6%	-7,6%	-4,5%	
USD/MXN	18,32		13,08		24,17	-7,3%	-6,5%	2,9%	0,9%	-3,4%	
USD/ARS	911,51		8,21		911,51	-11,3%	-71,8%	-52,8%	-45,9%	-37,6%	
USD/CLP	940		572		979	-6,5%	-14,7%	-7,9%	-6,3%	-5,2%	
USD/BRL	5,59		2,24		5,75	-13,2%	-14,5%	-3,9%	-7,2%	-8,9%	
USD/COP	4.153		1.877		4.940	-7,2%	0,4%	-3,3%	-5,0%	-7,6%	
USD/CNY	7,27		6,11		7,32	-2,3%	-0,2%	-3,9%	-1,2%	-1,6%	
EUR/SEK	11,35		9,11		11,88	-1,9%	3,7%	-3,7%	-1,4%	-2,1%	
EUR/NOK	11,44		8,12		11,86	-1,9%	2,4%	-3,8%	-3,3%	-3,0%	

## 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)	86,7		18		124	5,5%	-4,6%	11,7%	15,6%	4,2%	5,7%	-2,1%
Petróleo (W. Texas)	81,5		19		115	6,7%	-10,7%	13,8%	15,4%	3,5%	6,7%	-2,5%
Oro	2.339,6		1.060		2.340	-0,1%	13,4%	12,9%	21,3%	9,7%	11,0%	5,8%
Cobre	9.599,0		4.561		10.375	-13,9%	2,2%	12,2%	15,4%	0,8%	10,0%	3,2%
Índice CRB	290,5		117		317	19,5%	-5,0%	10,1%	10,9%	10,8%	9,9%	-0,6%
Gas Natural (USA)	2,6		2		5	34,0%	-32,7%	-3,6%	-23,6%	0,0%	-0,6%	-7,1%
Gas Natural (Europa)	34,5		13		106	8,5%	-57,6%	6,6%	-7,1%	-0,1%	27,2%	7,4%

# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		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	15,3% RV EE.UU.
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.	13,1% 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	11,7% RV Mundial
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	11,0% RV España
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	10,4% RV Europa
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	7,50% 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	2,7% 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	2,0% 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	0,5% 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	-1,0% 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	-2,1% Gobierno Zona Euro

Rentabilidad

\*Datos a 30 de junio 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

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Piotr Tukendorf

 Míriam Thaler

 Javier Martín-Pliego

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

## Información legal importante:

El presente informe ha sido preparado por la División Global de Wealth Management SANTANDER ("WM", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "Santander"). Contiene información recopilada de varias fuentes, así como pronósticos económicos. 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, 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 a 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 legales 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.

Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en 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.

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 WM.

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