



Octubre 2024

Informe Trimestral

Pivote de políticas y elecciones

El giro monetario se confirma tras las declaraciones de los bancos centrales y las bajadas de tipos de interés, aliviando la presión sobre la economía en un contexto de crecimiento moderado. Los avances en el frente de la inflación permiten concentrar la acción de la política monetaria en evitar que la desaceleración ponga en peligro el aterrizaje suave.

El foco se desplaza ahora hacia la política fiscal, que sigue con déficits elevados. Aunque el impulso fiscal ha apuntalado el crecimiento, aumenta la preocupación en torno a la sostenibilidad de las cuentas públicas. El mercado analiza en detalle los posibles cambios fiscales propuestos por ambos candidatos en Estados Unidos.

Si nos fijamos en anteriores elecciones estadounidenses, resulta difícil discernir el impacto del cambio político en el mercado. A la hora de invertir, ha demostrado ser una mejor estrategia centrarse en analizar los fundamentales propio del mercado y las variables económicas. Sin embargo, existe un patrón de mayor volatilidad en los meses previos a la fecha de las elecciones, que puede verse exacerbado por la futura agenda fiscal. Este escenario sugiere una estrategia de inversión prudente a medio plazo hasta que se aclaren las perspectivas fiscales, en particular en lo que respecta al impuesto de sociedades.

Pivote de políticas y elecciones

01 Se confirma el pivote monetario

Las declaraciones de los bancos centrales en Jackson Hole y los posteriores anuncios de bajadas de tipos de interés han ratificado el giro en la política monetaria. El pivote hacia coordenadas de neutralidad en los tipos de interés supone un alivio para los agentes económicos en un contexto de paulatina erosión del crecimiento. El foco de preocupación se traslada desde las presiones inflacionistas hacia las señales incipientes de deterioro en el mercado laboral. Es prematuro aún calificar de aterrizaje suave al panorama económico en un contexto de persistencia en la inflación de servicios y creciente debilidad de la actividad manufacturera.

02 Asignatura pendiente: disciplina fiscal

La mayor claridad en el panorama monetario traslada el foco de atención hacia la política fiscal, que sigue transitando en coordenadas de elevados déficits presupuestarios. Uno de los factores que han permitido que el crecimiento económico haya sido sostenido en un contexto de elevados tipos de interés ha sido el impulso fiscal. Sin embargo, existe una preocupación creciente sobre la sostenibilidad del desequilibrio en las finanzas públicas. El mercado, en general, está pendiente de las propuestas de cambio en impuestos y políticas de gasto de ambos candidatos a las elecciones presidenciales de EE.UU. para evaluar sus potenciales implicaciones financieras.

03 Las elecciones elevan la volatilidad

El análisis histórico del comportamiento del mercado y el devenir de los resultados electorales en EE.UU. no permite establecer grandes conclusiones. El posicionamiento estratégico en asignación de activos tiene más sentido centrarlo en el análisis de variables macroeconómicas y de primas de riesgo que en criterios de alternancia política. No obstante, sí se detecta cierta estacionalidad en años electorales derivada de un aumento de la volatilidad en los meses previos a la cita electoral. Por tanto, tácticamente es momento de mantener posiciones equilibradas de riesgo a la espera de que se aclaren potenciales giros en la política fiscal.

01 Cambio de foco en política monetaria

El **simposio de Jackson Hole** en agosto es una cita anual en la que se reúnen los principales banqueros centrales y suele ser un foro de gran repercusión para lanzar mensajes sobre las prioridades en política monetaria. Las declaraciones de este año han certificado cambios significativos y, en concreto, Jerome Powell afirmó que **"el momento ha llegado para ajustar la política"**, indicando que la Reserva Federal (FED) estaba preparada para comenzar a reducir las tasas de interés después de un largo periodo de endurecimiento monetario. Por su parte, Christine Lagarde subrayó los **cambios estructurales que están redefiniendo la economía global**, como la digitalización y las tensiones geopolíticas, enfatizando la **importancia de ser flexible** y tener una visión de futuro para enfrentar estas incertidumbres. Estas declaraciones y las medidas anunciadas en septiembre certifican el **pivot de los bancos centrales hacia niveles de neutralidad** en los tipos de interés.

En concreto, la FED ha declarado una **mayor confianza en que se logrará el objetivo de mantener la inflación anclada en torno al 2%**. El gráfico inferior izquierdo ilustra cómo la inflación subyacente, medida por el PCE* subyacente ha disminuido notablemente desde el pico de marzo y septiembre de 2022, alineándose con las expectativas de inflación a cinco años basadas en el mercado de deuda ligada a la inflación (TIPS**), que también se han moderado, acercándose al objetivo de 2%. **Las presiones inflacionarias están cediendo, y ello va a permitir pivotar el centro de la atención de la política monetaria desde la inflación hacia el crecimiento y la creación de empleo.**

Este progresivo giro tiene su origen también en las **señales incipientes de debilidad en el mercado laboral** que pueden observarse en el gráfico inferior derecho. El aumento en la tasa de desempleo, más de 0.5 puntos porcentuales desde abril de 2023, y la convergencia entre la tasa de vacantes y desempleo, indican que el mercado laboral está volviendo a un equilibrio. El desajuste entre oferta y demanda de empleo ha dejado de ser un foco inflacionista de primer nivel y los analistas empiezan a centrar el análisis en la salud del mercado laboral. Hay señales mixtas en la lectura de las dinámicas de este mercado con indicadores que todavía muestran fortaleza (crecimiento de los salarios, bajo nivel de despidos, mayores niveles de inmigración...) y otros que ya señalan desaceleración (vacantes, regla de Sahm***, índice de renuncias...). Si bien la lectura de indicadores es mixta, el mensaje de la autoridad monetaria no lo ha sido. **La FED ha dejado de ver el enfriamiento del empleo como algo positivo.** A partir de este punto, considera que el deterioro del mercado laboral es una señal de desaceleración económica, y ello requerirá ajustes en su política monetaria para evitar un empeoramiento.

Giro en el mensaje de la Reserva Federal señalando el inicio de la normalización en la política monetaria

Creciente confianza de las autoridades monetarias respecto a alcanzar el objetivo del 2% de inflación

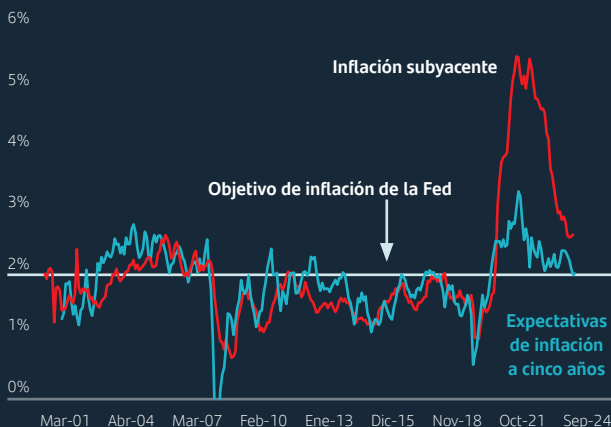
El enfriamiento del mercado laboral ha dejado de ser percibido como un ajuste necesario para equilibrar la inflación pasando a ser un factor de preocupación

La Reserva Federal expresa confianza en el cumplimiento del objetivo de controlar la inflación

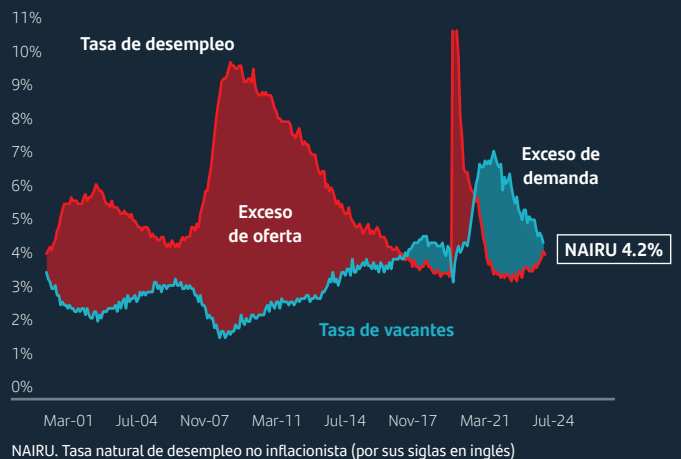
Fuente: Bloomberg. Datos a 10/9/2024

La inflación parece estar encaminada y el foco se traslada al mercado laboral

Se ha conseguido anclar las expectativas de inflación...



... y hay menor tensión en el mercado laboral



* PCE: Personal Consumption Expenditures Price Index

** TIPS: Treasury Inflation Protected Securities

*** Regla de Sahm: Indicador que predice una recesión cuando la tasa de desempleo promedio de los últimos tres meses supera en 0,5 puntos porcentuales a su mínimo de los últimos 12 meses

Panorama de tipos más despejado

La evolución reciente y esperada de los tipos de interés de intervención de los principales bancos centrales occidentales se puede observar en el gráfico inferior. Empezando con el **BCE**, la última reunión de septiembre confirmó las expectativas de reducir su tasa de interés clave en 25 puntos básicos, llevando la tasa de depósito hasta el 3.5%. Este recorte responde a la continua disminución de la inflación, que se acerca al objetivo del 2%, nivel previsto para finales de 2025. Sin embargo, los mensajes relativos a recortes adicionales fueron cautelosos enfatizándose el enfoque "reunión por reunión" y la dependencia de la publicación de datos sin comprometerse a una trayectoria específica de tasas. Persisten preocupaciones sobre la inflación de servicios y los crecientes salarios en algunos sectores, en un contexto de fragilidad en la evolución del crecimiento y del consumo privado. **Los buenos datos de inflación preliminares de septiembre despejan el camino para recortes adicionales de tipos hacia la neutralidad.**

En su reunión de septiembre, la **Reserva Federal decidió bajar los tipos de interés en 0.5 puntos porcentuales hasta el rango 4.75%-5.0%**, marcando así el inicio de un ciclo de recortes como respuesta a señales de desaceleración económica y presiones sobre el mercado laboral. Los funcionarios de la FED destacaron que **las futuras bajadas de tipos estarán condicionadas por los datos económicos**, en particular por el comportamiento de la inflación y el empleo, adoptando un enfoque cauteloso para ajustar la política monetaria según sea necesario en los próximos meses. **El mercado, sin embargo, descuenta un ciclo de recorte de tipos más agresivo (264 puntos básicos) que la media de los periodos de relajación monetaria de las últimas décadas (185 pb)**, como se puede observar en el gráfico inferior derecho. Pensamos que las expectativas actuales del mercado pueden ser excesivas para un escenario que de momento no apunta a fuerte desaceleración.

Los **costes económicos de equilibrar las presiones en precios han sido reducidos hasta la fecha** reforzando la narrativa de aterrizaje suave de los analistas que abogan por la posibilidad de que este ajuste monetario no conlleve una recesión en el corto plazo. Sin embargo, habrá que estar atentos a los indicadores económicos entrantes porque existen focos de desaceleración en numerosos sectores, y en especial en la zona Euro donde los datos más recientes reflejan una creciente debilidad en la confianza empresarial. **La inflación pasa a un segundo plano en la preocupación de los inversores y autoridades monetarias y la atención se traslada a evaluar señales de desaceleración en la creación de empleo y la inversión empresarial.**

La Fed ha seguido los pasos del BCE y el Banco de Inglaterra iniciando el ciclo de bajadas y despejando el panorama de relajación monetaria

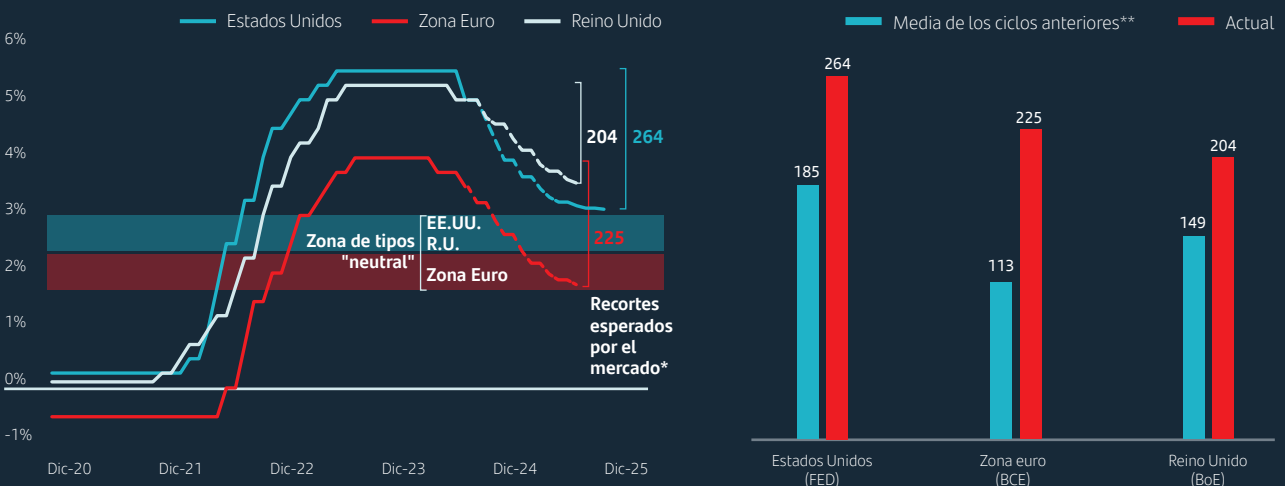
Esperamos una continuidad en las medidas de recorte de tipos que permitan situar paulatinamente la política monetaria en niveles de neutralidad

El coste económico del ajuste monetario ha sido relativamente moderado hasta la fecha e inferior a lo esperado por el mercado

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 27/09/2024

Los recortes de tipos esperados por el mercado en los siguientes 18 meses parecen muy agresivos en comparación con otros periodos de la historia



* Recortes calculados por un modelo de futuros de tipos de interés (Función WIRP <GO> de Bloomberg. Datos a 27/09/2024

** Cálculos propios con base en ocho ciclos de recorte de tipos para la Reserva Federal y el BoE y cuatro para el BCE. Datos en puntos básicos (pb).

02 Asignatura pendiente: disciplina fiscal

En la misma medida que los bancos centrales han ido trasladando su foco de atención desde la inflación hacia la desaceleración económica, **el mercado financiero empieza a rotar su centro de preocupación desde la política monetaria hacia la política fiscal**. La severidad del parón económico derivado de la pandemia obligó a las autoridades a implantar medidas extraordinarias de estímulo monetario y fiscal. Hemos comentado cómo los bancos centrales han logrado importantes avances a la hora de controlar las presiones inflacionarias y comienzan a encaminar los elevados tipos de interés hacia niveles de neutralidad. La siguiente tarea y **foco de incertidumbre reside en cómo acometer el proceso de normalización de las variables fiscales** con el menor impacto posible en el crecimiento económico y en la confianza de los inversores.

Con la proximidad de las elecciones en EE.UU., los debates sobre la política fiscal están empezando a tomar un destacado protagonismo, y consideramos conveniente analizar la evolución histórica de las variables presupuestarias. Los gráficos inferiores muestran cómo se han comportado los ingresos (impuestos) y el gasto público en EE. UU. como porcentaje del PIB, así como el déficit o superávit fiscal bajo diferentes administraciones (demócratas y republicanas). **El deterioro paulatino en el balance fiscal se ha ido produciendo independientemente del partido político gobernante y debido a diferentes razones y estrategias políticas**. Al inicio de su primer mandato G.W. Bush (2001-2005) llevó a cabo un recorte de impuestos para estimular la economía después de la crisis tecnológica. Posteriormente, en su segundo mandato (2006-2010), la crisis financiera de 2008 provocó un aumento inesperado del gasto, que se sumó a los planes expansivos de los años iniciales de Obama (2011-2015). Trump (2017-2020) inició su mandato recortando con fuerza los impuestos y luego la COVID-19 obligó a un aumento del gasto que ha trascendido al actual gobierno de Biden (2021-2024) quien también añadió programas de gasto. **La consecuencia ha sido la ampliación del déficit público de forma estructural a niveles del 6% del PIB**.

El gráfico incluye también las **proyecciones** de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), que sugieren que, si las políticas actuales de gasto e impuestos se mantienen sin cambios sustanciales, **el déficit fiscal continuará siendo elevado durante el próximo decenio, lo que llevaría a un aumento muy significativo de la deuda pública**.

Una vez normalizada la política monetaria los inversores empiezan a inquietarse sobre las variables fiscales

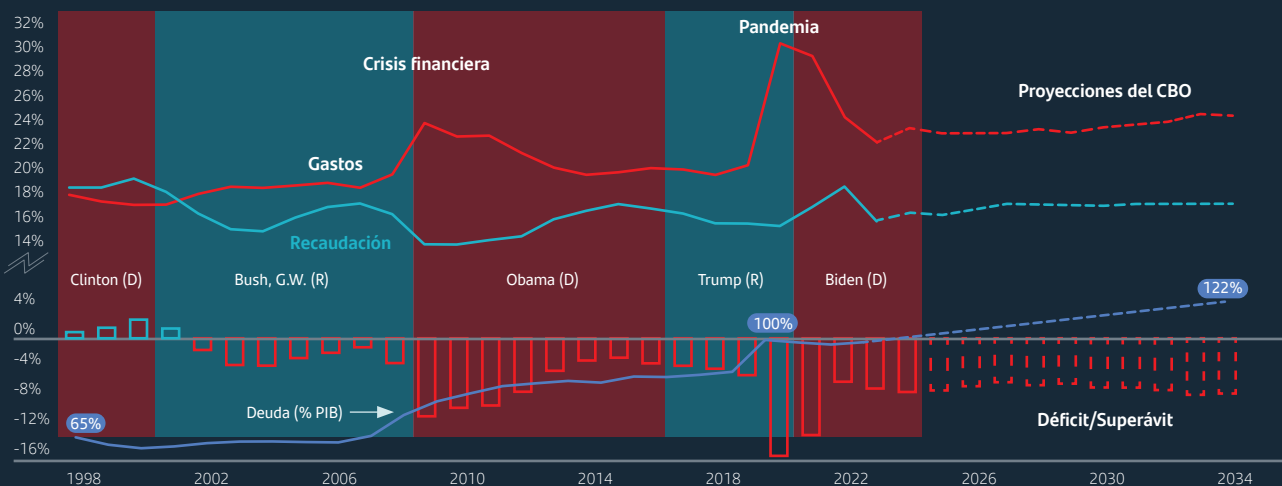
La proximidad de las elecciones focaliza la atención de los mercados en las propuestas fiscales de ambos candidatos

La continuidad de los altos niveles de déficit presupuestario eleva de forma significativa los niveles de deuda pública

Evolución de las cuentas públicas de Estados Unidos (%PIB)

Fuente: Bloomberg. Datos a 8/31/2024

El deterioro paulatino en el balance fiscal se ha producido independientemente del partido político gobernante



D: Gobierno Demócrata. R: Gobierno Republicano
CBO: Congressional Budget Office

Las propuestas fiscales de Trump y Harris

A medida que se acercan las elecciones (5 de noviembre), **la carrera entre Kamala Harris y Donald Trump sigue siendo muy reñida**. Encuestas a 27 de septiembre de PredictIt y Real Clear Politics otorgan a Harris una leve ventaja, pero el resultado probablemente dependerá de siete estados clave: Pensilvania, Georgia, Arizona, Nevada, Carolina del Norte, Michigan y Wisconsin. Estos estados han sido históricamente muy disputados, y ninguno de los candidatos tiene una ventaja decisiva hasta el momento. De acuerdo con el agregador de encuestas electorales 270toWin.com en la Cámara de Representantes, los republicanos tienen probabilidad de mantener el control y en la carrera por el Senado, que controlan los demócratas en la actualidad, de momento no hay un ganador claro. En general, sigue siendo probable que los republicanos controlen el Congreso y la presidencia, aunque también es probable un gobierno dividido, con Harris en la Casa Blanca y los republicanos controlando una o ambas cámaras del Congreso.

El **mercado de renta variable va a estar muy atento a las medidas fiscales por sus implicaciones de impulso al crecimiento de distintos sectores y potencial redistribución del peso de la recaudación**. El gráfico inferior muestra uno de los factores que ha contribuido al espectacular comportamiento de la bolsa estadounidense en las últimas décadas: la paulatina bajada de los impuestos empresariales. Este impulso podría continuar en el caso de una victoria de **Trump (su programa electoral propone rebajar el impuesto corporativo hasta el 15%)** o moderarse en el caso de que saliera adelante la propuesta demócrata (**Kamala Harris en su programa aboga por aumentar la tasa actual del 21% al 28%**). Sin embargo, es muy probable que cualquiera de estas propuestas sea ampliamente modificada en su proceso de aprobación parlamentaria.

Por el contrario, **un par de ámbitos en los que el nuevo presidente tendría mayor libertad para aplicar políticas** (ya que éstas pueden ser aplicadas directamente por el poder ejecutivo, a menudo sin la aprobación del Congreso) **son el comercio (aranceles) y la inmigración**. Estas políticas tendrían un impacto en la inflación, lo que afectaría negativamente a las expectativas de bajadas de tipos. Otro aspecto que podría causar volatilidad en el mercado de bonos es el **potencial aumento del déficit público**, ya que ambos programas electorales, de aplicarse en su totalidad, tendrían un impacto negativo en la estabilidad fiscal. En cualquier caso, la política fiscal parece que tomará el relevo de la política monetaria en los próximos meses.

La incertidumbre sobre el escenario electoral en EE.UU. es elevada y es probable que se mantenga un gobierno dividido

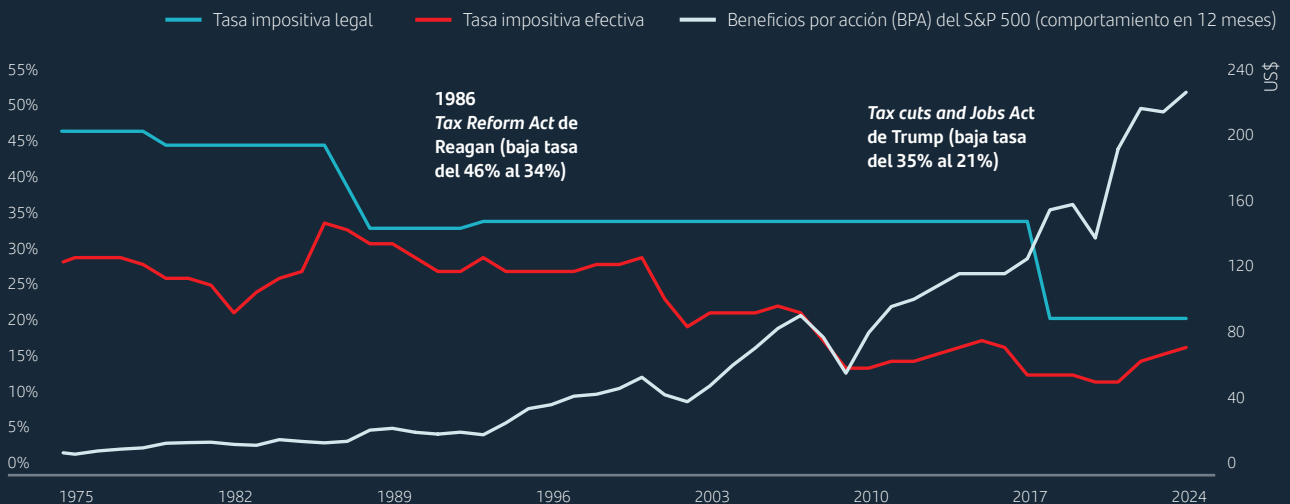
Los inversores de renta variable evalúan el impacto de los posibles cambios tributarios en los beneficios empresariales

EL mercado de renta fija sopesan las implicaciones en términos de inflación y déficit de las propuestas arancelarias e inmigratorias

Tipo impositivo* para las empresas en Estados Unidos y beneficio por acción (BPA) del S&P 500

Fuente: Internal Revenue Service (IRS), Bloomberg, Datos a 17/09/2024

Los beneficios empresariales han contado con el impulso de las rebajas fiscales desde 1986



* El tipo impositivo efectivo es el tipo medio al que se gravan sus beneficios (beneficios antes de impuestos). En cambio, el tipo impositivo legal está fijado por ley como un porcentaje legal.

03 Navegando la volatilidad electoral

La decisión de tipos de la Reserva Federal del pasado mes de septiembre se enmarca en un panorama económico en el que se refleja un perfecto **equilibrio entre los riesgos de inflación y crecimiento**. La inflación ha mostrado señales de moderación, especialmente fuera del sector servicios, lo que sugiere que las políticas anteriores de aumentos agresivos en los tipos de interés están comenzando a surtir efecto. A la vez, el mercado laboral sigue mostrando cierta solidez, aunque con signos de enfriamiento, lo que reduce el riesgo de un sobrecalentamiento económico. Esto apunta a un "aterrizaje suave", donde la economía se ajusta sin una recesión fuerte ni un repunte descontrolado de la inflación. Sin embargo, **la proximidad de las elecciones en EE.UU., los riesgos geopolíticos al alza en Taiwán y Oriente Próximo, y las mayores evidencias de desaceleración económica en otras áreas (China y zona Euro) invitan a posicionarse de una manera equilibrada ante potenciales repuntes de la volatilidad.**

Una de las potenciales fuentes de volatilidad puede tener origen en un proceso electoral tan complejo como el actual en Estados Unidos, en donde se han producido acontecimientos tan relevantes como un cambio de candidato o dos intentos de asesinato. El ruido político será a buen seguro una constante en las próximas semanas y va a ser muy difícil abstraerse del análisis de los titulares y cambios en los mensajes y encuestas electorales. Sin embargo, **el análisis de anteriores procesos electorales sugiere focalizarse más en la economía en un contexto de largo plazo.** El gráfico inferior izquierdo refuerza la idea de que los retornos de los activos financieros (y en especial de la renta variable como activo de riesgo por excelencia) tienen **menos correlación con el signo político del presidente en funciones y una mayor dependencia de las oscilaciones del ciclo económico.** El gráfico muestra cómo los retornos de la bolsa han sido positivos en casi todos los mandatos salvo en tres ocasiones marcadas por eventos de signo económico. Por ejemplo, durante los mandatos de Nixon y de George W. Bush, se registraron rentabilidades negativas no por razones políticas, sino por crisis económicas globales: el embargo de petróleo en 1974 con Nixon, la explosión de la burbuja tecnológica en 2001 y la crisis financiera de 2008 bajo Bush. Estos ejemplos destacan que los eventos económicos, como los *shocks* de oferta o crisis financieras, son los verdaderos impulsores de los retornos de mercado, más allá del contexto político y la volatilidad del corto plazo. Por tanto, **los inversores deben centrarse más en los fundamentales económicos que en los cambios políticos al gestionar sus carteras.**

El trasfondo económico previo a la cita electoral americana es de aterrizaje suave con un equilibrio entre los riesgos de inflación y desaceleración

Las elecciones tienen implicaciones en políticas relevantes pero el inversor debe poner el foco en el contexto de los fundamentales económicos

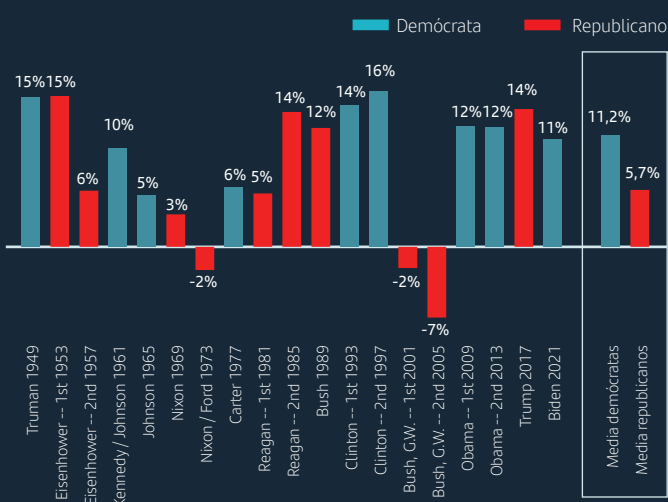
Los elevados retornos de la inversión en la bolsa de EE.UU. han estado determinados más por el ciclo económico que por la alternancia política

Rendimiento medio de la inversión en renta variable EE.UU. en función del ciclo presidencial

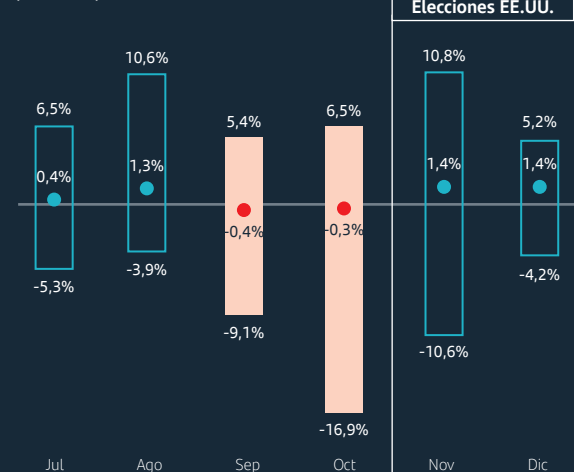
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 16/09/2024

Impacto de corto plazo de la alternancia política, pero más relevancia del ciclo económico en el largo plazo

Retorno promedio por mandato presidencial (S&P 500)



Rango de retornos mensuales en años electorales desde 1949 (S&P 500)



Posicionamiento equilibrado con riesgos balanceados

Las elecciones en EE.UU. tendrán sin duda elevada relevancia a nivel político y económico y **a medida que nos acerquemos al 5 de noviembre es probable que se incremente el nerviosismo en el mercado.** Tal y como se observa en el gráfico derecho de la página anterior, los meses previos a la cita electoral suelen tener un impacto negativo en el rendimiento medio de los índices bursátiles y venir acompañados de un incremento de la volatilidad. Las encuestas y los mensajes relativos a potenciales nuevas iniciativas en regulación, política energética, impuestos y relaciones exteriores es probable que conlleven giros importantes en las cotizaciones de los sectores más sensibles. **Este entorno de mayor volatilidad debe gestionarse con una adecuada diversificación y un refuerzo de las estrategias de cobertura y preservación de capital.**

Los inversores encaran el último trimestre de 2024 con una **perspectiva más despejada desde el punto de vista monetario, señales de moderación en la actividad a nivel global (pero sin entrar de momento en dinámicas recesivas) y un entorno geopolítico e institucional complejo.** Este panorama configura un escenario en el que los inversores cuentan con opciones para seguir construyendo 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 todavía elevada rentabilidad del posicionamiento en renta fija de corto plazo, con opciones para extender la oportunidad 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 rendimiento y complejidad.

Los inversores con un horizonte de inversión más amplio pueden optimizar aún más las carteras combinando los rendimientos más predecibles de la renta fija con el crecimiento esperado de beneficios de la renta variable, donde nuestra preferencia es un posicionamiento sectorial equilibrado. Un portafolio que combine sectores defensivos y cíclicos moderados, balanceando el riesgo entre crecimiento y estabilidad, parece el enfoque más prudente en este contexto económico. **Eventuales correcciones producidas por incertidumbre electoral o riesgo geopolítico pueden suponer ventanas de oportunidad para ampliar la exposición a activos de riesgo** dado que los meses posteriores a las elecciones (ver gráfico inferior con el comportamiento posterior a las victorias de Trump y Biden) suelen ser periodos de revalorización bursátil.

Es previsible una elevada volatilidad en los sectores más afectados por los potenciales cambios en fiscalidad y política comercial

Un entorno de relajación monetaria con bajos niveles de crecimiento es idóneo para construir carteras diversificadas de renta fija

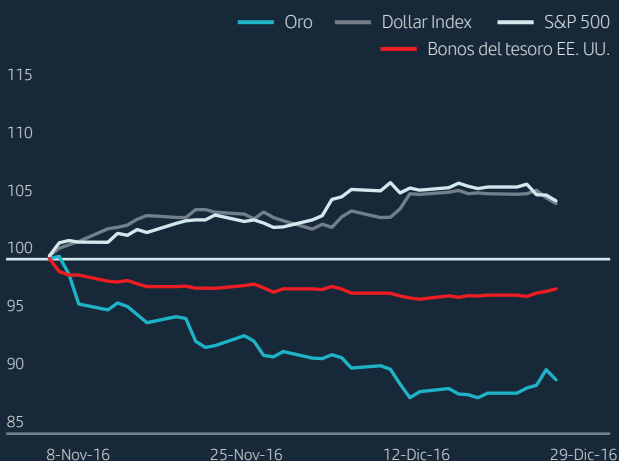
La incertidumbre electoral puede proporcionar ventanas de oportunidad para posicionarse en sectores de crecimiento

Comportamiento del mercado en los dos meses siguientes a las elecciones

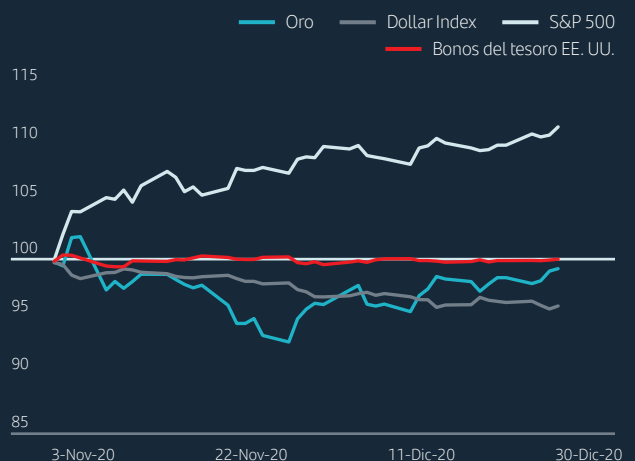
Fuente: Bloomberg. Datos a 17/9/2024

Pasada la incertidumbre electoral, la renta variable suele reaccionar positivamente

Trump 2016



Biden 2020



Estas inversiones pueden no ser aptas para todo tipo de clientes. La adecuación dependerá del perfil de riesgo del cliente. Para mayor información, por favor, consulte con su banquero privado.

Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 2024	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	4,2%	5,6%	3,7%	2,4%	1,7%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	3,0%	4,1%	2,1%	1,1%	0,4%
R. Fija Global USD ⁽³⁾	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	3,6%	12,0%	-3,1%	-0,8%	0,6%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	4,4%	11,6%	-1,4%	0,3%	1,8%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	4,2%	8,4%	-0,1%	0,8%	1,5%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	5,3%	14,3%	-1,2%	1,1%	2,9%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	8,0%	15,7%	3,1%	4,7%	5,0%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	2,5%	9,2%	-3,3%	-2,1%	0,5%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	2,0%	9,3%	-4,0%	-2,6%	0,5%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	3,8%	9,6%	-1,2%	-0,4%	1,2%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	7,0%	13,0%	2,4%	3,1%	3,8%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	8,2%	16,9%	-0,2%	1,3%	3,2%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	11,0%	22,3%	2,4%	2,4%	3,3%
MSCI World (USD)	-8,7%	27,7%	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	18,9%	32,4%	9,1%	13,3%	10,1%
S&P 500 (USD)	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	22,1%	36,4%	11,9%	16,3%	13,4%
MSCI Europe (EUR)	-14,9%	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	12,8%	25,2%	6,7%	9,2%	5,6%
MSCI Emerging Markets (USD)	-14,6%	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	16,9%	26,1%	0,4%	5,8%	4,0%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	19,9%	29,4%	1,8%	6,9%	5,5%
MSCI Latin America (USD)	-6,6%	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-12,5%	2,8%	7,2%	2,2%	0,6%

⁽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 30 de septiembre 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
EE.UU.	S&P 500	5.762		1.920		5.762	-19,4%	24,2%	20,8%	34,4%	10,2%	14,4%	11,5%
	DOW JONES INDUS.	42.330		16.285		42.330	-8,8%	13,7%	12,3%	26,3%	7,7%	9,8%	9,7%
	NASDAQ	18.189		4.558		18.189	-33,1%	43,4%	21,2%	37,6%	8,0%	18,1%	15,2%
Europa	Stoxx 50	523		2.701		4.551	-12,9%	12,7%	9,2%	16,1%	4,8%	6,1%	4,4%
	Zona Euro (EuroStoxx)	5.000		2.787		5.083	-11,7%	19,2%	10,6%	19,8%	7,3%	7,3%	4,6%
	España (IBEX 35)	11.877		6.452		11.877	-5,6%	22,8%	17,6%	26,0%	10,5%	5,3%	1,0%
	Francia(CAC 40)	7.636		4.233		8.206	-9,5%	16,5%	1,2%	7,0%	5,4%	6,4%	5,8%
	Alemania (DAX)	19.325		9.327		19.325	-12,3%	20,3%	15,4%	25,6%	8,2%	9,5%	7,5%
	Reino Unido (FTSE 100)	8.237		5.577		8.377	0,9%	3,8%	6,5%	8,3%	5,1%	2,3%	2,3%
	Italia (MIB)	34.125		16.198		34.750	-13,3%	28,0%	12,4%	20,8%	9,9%	9,2%	5,1%
	Portugal (PSI 20)	6.793		3.945		6.871	2,8%	11,7%	6,2%	11,5%	7,5%	6,5%	1,8%
	Suiza (SMI)	12.169		7.808		12.876	-16,7%	3,8%	9,3%	11,0%	1,5%	4,1%	3,3%
LatAm	México (MEXBOL)	52.477		34.555		57.386	-9,0%	18,4%	-8,6%	3,1%	0,7%	4,1%	1,7%
	Brasil (IBOVESPA)	131.816		40.406		136.004	4,7%	22,3%	-1,8%	13,1%	5,9%	4,8%	9,6%
	Argentina (MERVAL)	1.697.401		8.490		1.717.565	142,0%	360,1%	82,6%	201,7%	180,0%	124,0%	64,8%
	Chile (IPSA)	6.491		3.487		6.644	22,1%	17,8%	4,7%	11,3%	14,2%	5,2%	5,3%
Asia	Japón (NIKKEI)	37.920		15.576		40.369	-9,4%	28,2%	13,3%	19,0%	8,8%	11,6%	9,0%
	Hong-Kong (HANG SENG)	21.134		14.687		32.887	-15,5%	-13,8%	24,0%	18,7%	-4,9%	-4,1%	-0,8%
	Corea (KOSPI)	2.593		1.755		3.297	-24,9%	18,7%	-2,3%	5,2%	-5,5%	4,6%	2,7%
	India (Sensex)	84.300		23.002		84.345	4,4%	18,7%	16,7%	28,1%	12,6%	17,1%	12,2%
	China (CSI)	4.018		2.508		5.352	-21,6%	-11,4%	17,1%	8,9%	-6,2%	1,0%	5,1%
Mundo	MSCI WORLD	3.723		1.547		3.723	-19,5%	21,8%	17,5%	30,5%	7,4%	11,5%	8,3%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre 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	11.750		4.204		11.750	-18,1%	23,8%	18,9%	32,4%	9,1%	13,3%	10,2%	20,94	1,76
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	2.868		1.352		2.868	-4,7%	9,1%	14,6%	22,6%	8,4%	8,3%	6,9%	15,00	3,45
	MSCI World Momentum	4.669		1.454		4.669	-17,8%	11,8%	29,9%	45,6%	8,1%	13,5%	12,5%	21,67	1,18
	MSCI World Quality	5.114		1.456		5.114	-22,2%	32,4%	22,4%	37,6%	11,6%	16,8%	13,5%	26,22	1,28
	MSCI World Minimum Volatility	5.286		2.481		5.286	-9,8%	7,4%	15,3%	23,0%	6,1%	6,3%	8,2%	18,69	2,25
	MSCI World Value	14.345		6.429		14.345	-6,5%	11,5%	16,4%	27,2%	9,1%	9,7%	7,2%	15,70	2,80
	MSCI World Small Cap	726		318		726	-18,8%	15,8%	11,0%	24,9%	2,2%	9,2%	8,1%	19,86	2,03
	MSCI World Growth	11.403		3.389		11.403	-29,2%	37,0%	21,3%	37,5%	8,4%	16,1%	12,8%	30,79	0,76
	Sector	Energía	486		164		508	46,0%	-2,5%	5,7%	1,4%	18,2%	10,2%	2,5%	11,74
Materiales		649		229		611	-10,7%	-12,9%	10,3%	24,3%	7,5%	11,6%	7,7%	19,50	2,42
Industriales		645		238		597	-13,2%	-18,8%	18,4%	34,7%	10,2%	12,4%	9,9%	22,48	1,67
Consumo Discrecional		598		218		595	-33,4%	-26,0%	11,8%	24,3%	2,9%	11,7%	10,9%	22,24	1,18
Consumo Básico		504		268		470	-6,1%	-2,3%	13,0%	19,0%	5,9%	6,4%	6,8%	20,09	2,76
Salud		581		246		549	-5,4%	-3,6%	14,1%	20,8%	6,5%	11,8%	9,1%	21,75	1,65
Financiero		327		125		299	-10,2%	-13,9%	21,8%	37,9%	9,7%	11,8%	8,4%	13,75	2,71
Tecnología		919		152		905	-30,8%	-34,8%	27,0%	49,2%	15,1%	23,6%	20,0%	34,70	0,64
Inmobiliario		2.261		1.283		2.450	-25,9%	-9,2%	13,1%	33,6%	2,0%	3,7%	6,1%	35,79	3,45
Servicios de comunicación		235		106		228	-36,9%	-31,3%	25,5%	39,0%	4,2%	12,0%	7,7%	20,78	1,15
Servicios Públicos		384		186		343	-4,7%	-0,3%	22,9%	35,8%	9,3%	6,7%	7,1%	16,89	3,39

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre 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											
EE.UU.	AA+	5,00%	3,64%	3,78%		0,53%		4,93%	-10	-115	0,14
Alemania	AAA	3,50%	2,07%	2,12%		-0,70%		2,84%	10	-68	0,06
Francia	AA-	3,50%	2,31%	2,92%		-0,40%		3,43%	36	-51	0,61
Italia	BBB	3,50%	2,52%	3,45%		0,54%		4,78%	-25	-127	0,93
España	A	3,50%	2,40%	2,93%		0,05%		3,93%	-7	-96	0,53
Reino Unido	AA	5,00%	3,98%	4,00%		0,10%		4,51%	47	-51	0,02
Grecia	BBB-	3,50%	2,03%	3,11%		0,61%		15,42%	5	-107	1,08
Portugal	A-	3,50%	2,17%	2,70%		0,03%		4,19%	4	-82	0,53
Suiza	AAA	1,00%	0,40%	0,37%		-1,05%		1,58%	-29	-72	-0,03
Japón	A+	0,25%	0,39%	0,86%		-0,27%		1,07%	25	-9	0,47
Emergentes											
Brasil	BB	10,75%	12,40%	12,43%		6,49%		16,51%	207	56	0,04
México	BBB	10,50%	9,62%	9,36%		5,24%		10,20%	41	-84	-0,25
Chile	A	5,50%	5,03%	5,14%		2,19%		6,79%	-34	-162	0,11
Argentina	CCC	40,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	10,75%	8,18%	10,07%		5,39%		13,79%	11	-169	1,89
Turquía	B+	50,00%	35,09%	26,63%		6,98%		26,73%	297	26	-8,46
Polonia	A-	5,75%	4,73%	5,26%		1,16%		8,37%	6	-40	0,53
China	A+	2,32%	1,43%	2,17%		2,14%		3,91%	-39	-52	0,74
India	BBB-	6,50%	6,65%	6,72%		5,84%		8,28%	-47	-64	0,07

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

Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de septiembre de 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	1,1135		0,98		1,25	0,9%	5,3%	-1,3%	0,4%	-1,2%	
EUR/GBP	0,83		0,70		0,92	4,1%	-3,9%	-1,1%	-1,3%	0,7%	
EUR/CHF	0,94		0,93		1,21	-1,3%	2,8%	4,6%	2,9%	2,5%	
EUR/JPY	160		114		172	2,7%	-1,2%	-6,9%	-5,9%	-1,5%	
EUR/PLN	4,28		4,04		4,86	1,4%	7,9%	2,5%	0,4%	-0,3%	
GBP/USD	1,34		1,12		1,60	5,1%	9,6%	-0,2%	1,7%	-1,9%	
USD/CHF	0,85		0,84		1,03	-0,5%	8,2%	3,3%	3,3%	1,2%	
USD/JPY	144		101		161	-1,8%	4,0%	-8,2%	-5,6%	-2,7%	
USD/MXN	19,69		13,48		24,17	-13,8%	-11,5%	1,6%	0,1%	-3,7%	
USD/ARS	968,72		8,47		968,72	-16,5%	-63,9%	-53,3%	-43,1%	-37,8%	
USD/CLP	899		578		979	-2,2%	-0,8%	-3,4%	-4,1%	-4,0%	
USD/BRL	5,45		2,48		5,75	-10,9%	-7,6%	0,0%	-5,3%	-7,6%	
USD/COP	4.207		2.058		4.940	-8,4%	-3,3%	-3,3%	-3,6%	-7,0%	
USD/CNY	7,02		6,11		7,32	1,2%	4,0%	-2,8%	0,4%	-1,3%	
EUR/SEK	11,31		9,17		11,88	-1,6%	2,1%	-3,6%	-0,9%	-2,1%	
EUR/NOK	11,74		8,45		11,86	-4,4%	-3,6%	-4,8%	-3,2%	-3,6%	

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)	72,9		18		124	5,5%	-4,6%	-6,1%	-24,3%	-1,7%	3,8%	-2,3%
Petróleo (W. Texas)	68,2		19		115	6,7%	-10,7%	-4,9%	-24,9%	-3,1%	4,9%	-2,8%
Oro	2.636,1		1.060		2.641	-0,1%	13,4%	27,2%	42,6%	14,5%	12,2%	8,1%
Cobre	9.829,0		4.561		10.375	-13,9%	2,2%	14,8%	18,8%	3,2%	11,6%	3,9%
Índice CRB	284,9		117		317	19,5%	-5,0%	8,0%	0,1%	7,6%	10,4%	0,2%
Gas Natural (USA)	2,9		2		6	37,8%	-29,4%	-5,4%	-21,8%	-2,3%	2,1%	-5,1%
Gas Natural (Europa)	39,0		15		108	8,5%	-57,6%	20,7%	-6,7%	-26,4%	18,4%	4,8%

"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	22,1% RV EE.UU.
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	21,6% RV España
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.	18,9% RV Mundial
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	16,90% RV Emergente
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	14,2% RV Japón
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	13,1% 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	12,4% Materias Primas
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	8,7% 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	3,8% IG Europa
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	3,1% Gobierno España
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	3,0% Liquidez
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	1,1% Gobierno Zona Euro

+ ↑ Rentabilidad ↓ -

*Datos a 30 de septiembre 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

 Michelle Chan

 Olivia Estrugo

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Fernando Buendía

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Piotr Tukendorf

 Míriam Thaler

 Verónica López-Ibor

 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

www.santanderprivatebanking.com

  @santanderpb