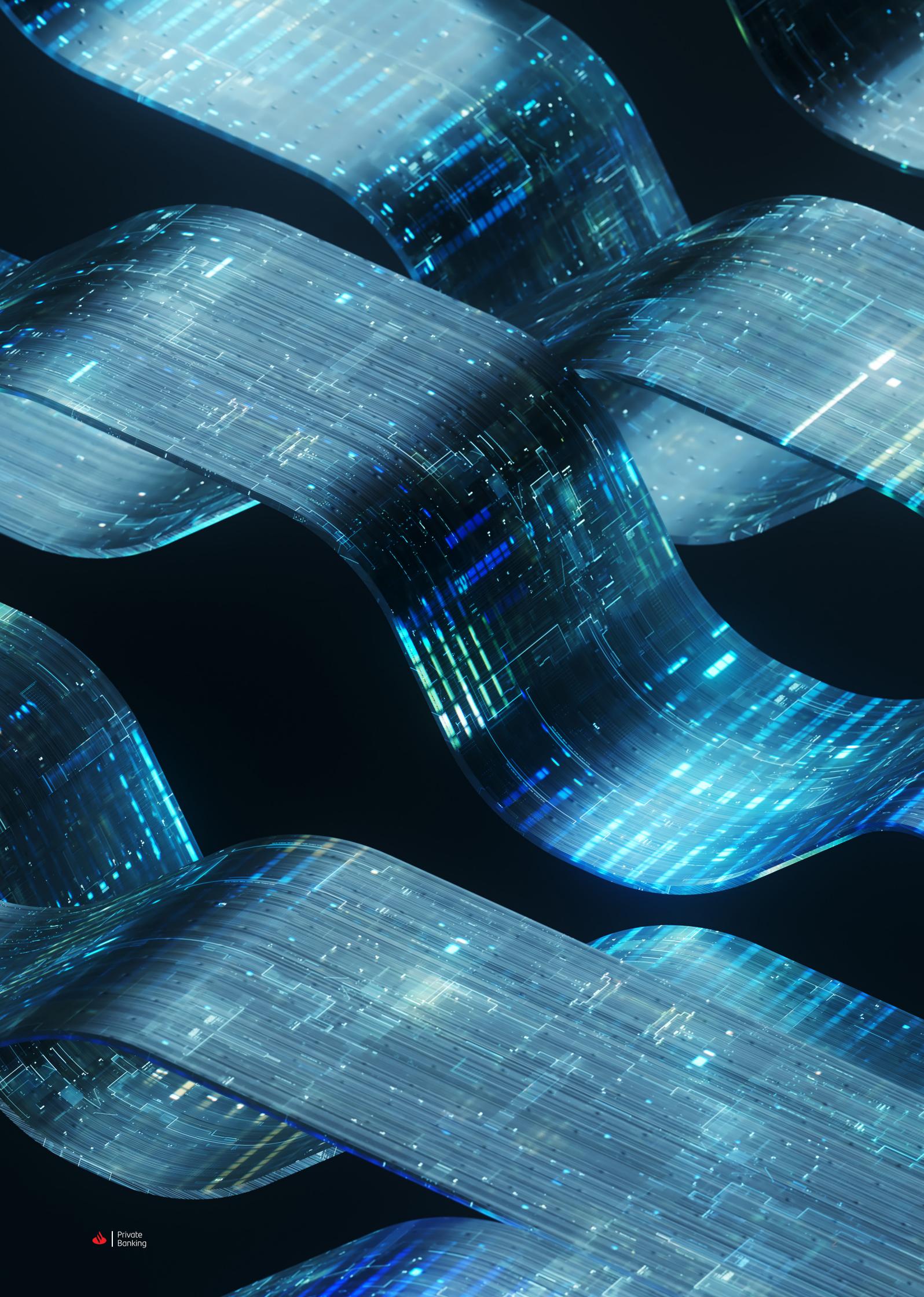


El valor añadido
de la gestión
activa en un
ciclo cambiante

Informe Global de Mercado 2025



El valor añadido de la gestión activa en un ciclo cambiante

Estimado cliente:

El gran inversor Howard Marks afirmó que «no puedes predecir, pero sí prepararte». Esta idea es especialmente relevante para **2025, un año que anticipamos se dividirá en dos fases**. En la primera mitad esperamos continuidad en las dinámicas de "aterrizaje suave", con una inflación moderada, bancos centrales adoptando políticas más neutrales y crecimiento contenido a nivel global. En la segunda mitad este entorno favorable para el mercado podría cambiar, a raíz de una mayor incertidumbre derivada del aumento de las presiones fiscales y las tensiones geopolíticas. Adicionalmente, los cambios en materia presupuestaria y comercial que propone el gobierno entrante en Estados Unidos tendrán implicaciones económicas que se verán con claridad una vez se produzca su cristalización.

Más que ver esta situación con cautela, creemos que es el **momento adecuado para una gestión activa de la inversión**:

- Rendimientos en renta fija: si bien se prevé una disminución en las tasas de interés, esta evolución necesita ser gestionada con precisión. Las estrategias activas en renta fija podrían **capitalizar los movimientos de la curva de rendimientos, identificando alternativas selectivas de crédito**. Limitarse a "comprar el mercado" puede no ser suficiente en este entorno.
- Opciones en renta variable: aunque las grandes empresas tecnológicas han dominado el mercado, en **2025 probablemente emergerán otras compañías con perspectivas interesantes**. La siguiente fase en la adopción de la inteligencia artificial (IA) generará valor en diversos sectores, y no sólo entre los proveedores de infraestructura. Nos referimos a compañías que implantan soluciones de IA, con foco en balances sólidos, y a los líderes en el desarrollo de soluciones de infraestructura energética y de computación de datos.
- **Refuerzo de las carteras equilibradas**: dada la combinación de valoraciones elevadas y complejidad geopolítica, diversificar más allá de las acciones y bonos convencionales cobra aún más importancia. Los mercados privados, los activos reales (en particular, las infraestructuras y los bienes inmuebles) y las estrategias de cobertura específicas, pueden mejorar la resiliencia de las carteras y, al mismo tiempo, proporcionar acceso a las tendencias con potencial de crecimiento sostenido en el tiempo.

Nuestros banqueros y especialistas de inversión están a su disposición para analizar cómo estas alternativas pueden encajar en su estrategia de inversión. Si bien el panorama que se avecina presenta desafíos, puede ser también una ocasión adecuada para posicionarse de manera activa y con visión estratégica.

Gracias por su confianza,



Alfonso Castillo Lapetra
Global Head
Santander Private Banking



Mensajes clave 2025

Página 5



En profundidad

01 Un año de dos mitades:
sólido inicio, final incierto

Página 6

02 El valor de la gestión activa
en un entorno cambiante

Página 12

Índice

Mensajes clave 2025

Un panorama cambiante

Un año de dos mitades: sólido inicio, final incierto

1.1

Los tipos vuelven a la neutralidad

Los bancos centrales están llevando a cabo un cambio coordinado hacia tasas de interés más bajas en 2025, al virar el foco desde la inflación al crecimiento. Esta transición hacia niveles más neutrales de política monetaria debería mejorar las condiciones crediticias y brindar mayor estabilidad al mercado financiero. Sin embargo, las políticas económicas del nuevo gobierno en EE. UU. podrían condicionar a la Fed si generan presiones inflacionarias.

1.2

Crecimiento estable, pero no estelar

Las perspectivas económicas para 2025 reflejan una doble narrativa: estabilidad inicial impulsada por la resistencia del consumo estadounidense, los estímulos de China y la buena salud del sector servicios en las principales economías. Sin embargo, para el segundo semestre se avencinan vientos en contra, como renovados riesgos inflacionistas, los retos fiscales de las principales economías y la posible contracción del gasto empresarial, que afectaría al empleo.

1.3

Entorno de elevado riesgo geopolítico

Los riesgos geopolíticos suponen un desafío al escenario base para 2025. La competencia tecnológica entre Estados Unidos y China, las consecuencias energéticas del conflicto en Ucrania y las tensiones en Oriente Medio conforman un entorno de riesgos interconectados que podrían poner en duda el escenario previsto de «aterrizaje suave».

1.4

Impacto de la IA en la productividad

Una nueva ola de disrupción tecnológica liderada por la inteligencia artificial, la robótica y las energías limpias, podría impulsar el crecimiento de la productividad en los próximos años, aliviando potencialmente los retos económicos actuales. Aunque su aplicación llevará tiempo, su impacto podría ser igual o superior al de las revoluciones industriales anteriores.

Ideas de gestión activa

Aprovechar las posibilidades en un entorno cambiante

2.0

Inversión activa en un panorama cambiante

Las valoraciones actuales ya reflejan expectativas de un «aterrizaje suave». Para potenciar los rendimientos, los inversores podrían tener que ir más allá de las asignaciones tradicionales y optar por la inversión activa en segmentos de mercado especializados. Aumentar la diversificación entre estrategias, sectores y geografías podría desbloquear el valor potencial y ayudar a navegar por el panorama de inversión actual.

2.1

Adelantarse a la curva de rendimientos

Apoyándose en la gestión activa, los inversores podrían obtener rendimientos adicionales yendo más allá del efectivo y los bonos tradicionales. Existen alternativas no sólo en la gestión de la duración, sino también en segmentos especializados como la deuda de mercados emergentes, los productos titulizados, los préstamos apalancados y los mercados de crédito privados.

2.2

Capturar el crecimiento más allá del "hype"

Las elevadas valoraciones y la concentración en unos pocos valores tecnológicos plantean riesgos a la hora de invertir. La recuperación de beneficios se está extendiendo más allá de la infraestructura tecnológica y los inversores podrían considerar posicionarse en valores de calidad como las aplicaciones de IA 2.0 en todos los sectores y la innovación energética. Este enfoque equilibra el crecimiento con un menor riesgo de concentración.

2.3

Ir más allá de la cartera tradicional

Las carteras equilibradas tradicionales se enfrentan a retos derivados de las elevadas valoraciones y la volatilidad potencial. Los inversores tendrían que valorar la posibilidad de ampliar sus carteras más allá de acciones y bonos incluyendo mercados privados, activos reales, fondos alternativos, productos estructurados, oro y materias primas estratégicas con el fin de mejorar la rentabilidad y crear carteras más equilibradas.



En profundidad



01

Un año de
dos mitades:
sólido inicio,
final incierto

1.0 Un año en dos mitades: sólido inicio, final incierto

En 2025, el panorama económico global estaría condicionado por transformaciones significativas, como los cambios en la política monetaria, las perspectivas de crecimiento económico, los riesgos geopolíticos y la innovación tecnológica.

En este capítulo analizamos el panorama macroeconómico de cara a 2025 poniendo el énfasis en cuatro vectores:

- 01 Normalización de la política monetaria.** La gran mayoría de los bancos centrales están implementando un proceso de ajuste a la baja de los tipos de interés y cambiando el foco de preocupación desde la inflación hacia el crecimiento. El ritmo de estas reducciones podría verse afectado por el cambio de políticas económicas en EE. UU. y su potencial impacto en los tipos de cambio, la sostenibilidad fiscal o el anclaje de las expectativas de inflación.
- 02 Nuestro escenario central de crecimiento económico es el de un "aterrizaje suave".** En los primeros meses, el crecimiento sería impulsado por la resistencia del consumo en EE. UU., las medidas de estímulo en China, el alivio de la incertidumbre electoral y el impulso del sector servicios. Sin embargo, la segunda mitad del año podría enfrentar desafíos que amenacen el crecimiento proyectado.
- 03 Los riesgos geopolíticos pueden ser un factor desestabilizante.** Los inversores estarán prestando especial atención a las implicaciones del cambio de gobierno en EE. UU. en las políticas comerciales y las relaciones con China. Adicionalmente, el conflicto en Ucrania y la escalada en Oriente Medio son factores que pueden impactar en la confianza del mercado.
- 04 La innovación tecnológica puede dar un impulso adicional al ciclo a través de mejoras de la productividad.** Los avances en inteligencia artificial (IA), robótica, bioingeniería y energías renovables tendrían un elevado potencial de crecimiento.

En síntesis, cerramos el ejercicio 2024 con un horizonte cíclico relativamente despejado, apuntalado por la flexibilización monetaria y la ausencia de desequilibrios macroeconómicos de entidad. Nuestro escenario macroeconómico para 2025 (ver tabla inferior) es favorable en términos generales para la inversión en activos financieros. No obstante, la confluencia de factores, como el viraje en políticas económicas, las tensiones geopolíticas y la disrupción tecnológica, demandará un análisis continuo de este entorno cambiante.

Previsiones macroeconómicas equilibradas: crecimiento modesto y tipos bajos

Fuente: Santander CIB y Bloomberg/Reuters para Japón, China e India. Datos a 13/11/2024

Las cifras macroeconómicas vuelven a niveles de normalidad no vistos desde antes de 2019

Economías desarrolladas

PIB Real (crecimiento anual)	2024e	2025e
Estados Unidos	2,4 %	1,9 %
Eurozona	0,7 %	1,0 %
Reino Unido	0,9 %	1,4 %
Japón	0,0 %	1,2 %

Tipos de interés oficiales

	2024e	2025e
Estados Unidos	4,25-4,50 %	3,25-3,50 %
Eurozona	3,0 %	2,0 %
Reino Unido	4,75 %	3,5 %
Japón	0,4 %	0,7 %

Economías emergentes

PIB Real (crecimiento anual)	2024e	2025e
Brasil	3,0 %	1,5 %
México	1,5 %	1,2 %
Chile	2,5 %	2,5 %
Polonia	3,0 %	3,5 %
China	4,8 %	4,5 %
India	8,2 %	6,9 %

Tipos de interés oficiales

	2024e	2025e
Brasil	11,75 %	10,5 %
México	10,0 %	8,0 %
Chile	5,0 %	4,5 %
Polonia	5,75 %	4,5 %
China	1,5 %	1,2 %
India	6,25 %	5,75 %

1.1 Los tipos vuelven a la neutralidad

El panorama de la **política monetaria global está experimentando un cambio significativo**, ya que los **bancos centrales avanzan hacia niveles de tipos de interés más normalizados** después de un período de ajuste agresivo. Las autoridades monetarias se centran ahora en reducir los tipos oficiales a medida que disminuyen las presiones inflacionarias y la prioridad pasa a ser sostener el crecimiento económico. La Reserva Federal inició este ciclo de flexibilización con una reducción de 50 puntos básicos el pasado mes de septiembre, pero las expectativas del mercado para la tasa terminal tras la victoria de Trump se han ido revisando al alza hasta el 3,75 % (desde el 3,5 %) **por las posibles implicaciones en términos de presión inflacionista de las propuestas de cambio de políticas de inmigración y aranceles.**

Las economías emergentes van por delante de las desarrolladas en el ciclo de bajadas de tipos. Como muestran los gráficos inferiores, es necesaria una mayor relajación monetaria en la Eurozona y el BCE llevaría a cabo recortes adicionales de los tipos de interés para situar el tipo oficial en el 2,25% (Facilidad de Depósito) en junio de 2025. **Los mercados desarrollados parecen encaminados hacia los niveles de inflación objetivo durante 2025**, impulsados por la normalización de la demanda de los consumidores y por una disminución en las ofertas de empleo, aunque las políticas que se prevé implante el nuevo gobierno en EE. UU. podrían crear riesgos al alza. **El mercado laboral se ha ajustado lo suficiente como para aliviar las presiones inflacionistas** sin provocar un desempleo generalizado.

En los mercados emergentes, el momento y el ritmo de los ciclos de flexibilización varían. Por ejemplo, Brasil, Polonia y México iniciaron recortes de tasas antes que la Reserva Federal, en respuesta a la disminución de las presiones inflacionarias. Sin embargo, menos de un año después, Brasil cambió de estrategia y aumentó las tasas en anticipación a mayores previsiones de inflación.

A nivel mundial se **prevé que las tasas de interés se establezcan en niveles normales respecto a la historia**, respaldando un crecimiento sostenible compatible con la estabilidad de precios. Sin embargo, en Estados Unidos, la combinación de estímulo fiscal mediante extensiones de recortes de impuestos y políticas comerciales e inmigratorias más restrictivas, crearía un entorno complejo para la Reserva Federal.

Cambio de foco en la política monetaria hacia el apoyo al crecimiento

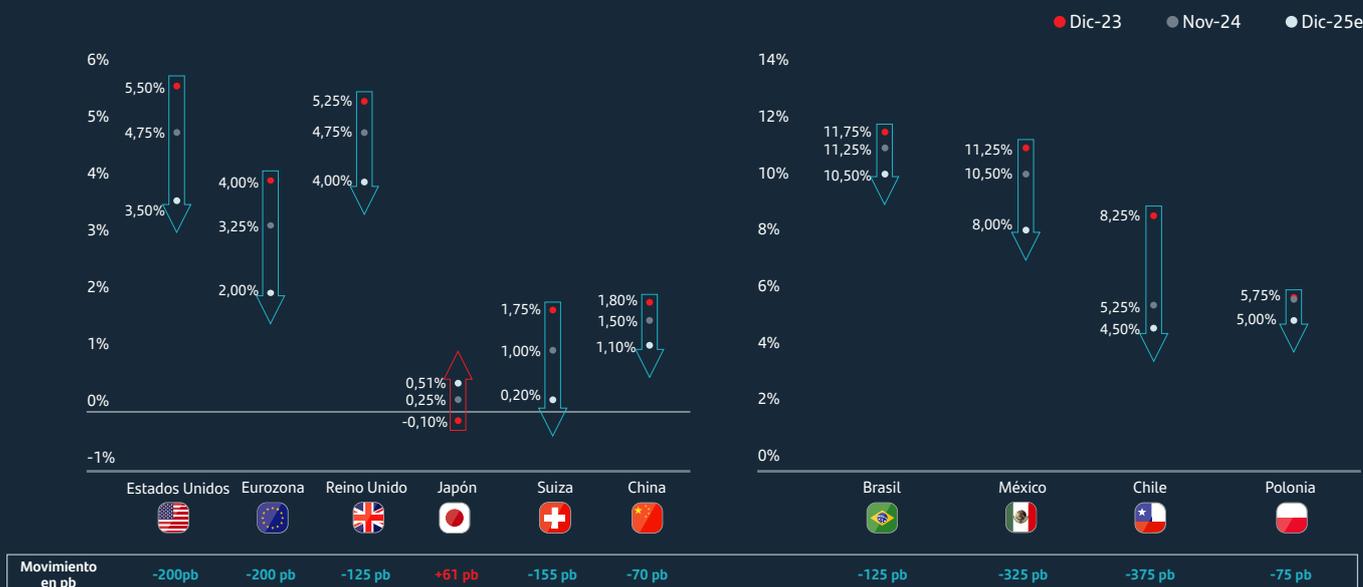
Los tipos de interés en el bloque desarrollado pivotan hacia la neutralidad

Los países emergentes van por delante en el ciclo de relajación monetaria, pero se observa alguna divergencia

La política monetaria avanza hacia la normalización

Fuente: Bloomberg y estimaciones Santander CIB. Datos a 7/11/2024

Los tipos de interés seguirían bajando en 2025 en muchos países para apoyar al crecimiento



1.2 Crecimiento estable, pero no estelar

La perspectiva económica global para 2025 es cautelosamente optimista, con un escenario de "aterrizaje suave" anticipado para la primera mitad del año. El crecimiento estaría respaldado por varias fortalezas a corto plazo, incluyendo la resiliencia del consumidor en EE. UU., la expectativa de recortes fiscales por parte del nuevo gobierno americano, recientes medidas de estímulo en China y el impulso continuo del sector servicios. **Estos factores proporcionan una base estable que debería ayudar a sostener un crecimiento moderado a principios de 2025.**

Los hábitos de consumo de los estadounidenses cuentan con la solidez de las finanzas familiares, un empleo estable y el crecimiento de los salarios. Adicionalmente, el mercado anticipa que el gobierno entrante fomentará el crecimiento económico mediante una combinación de políticas de desregulación y la implementación de recortes fiscales para incentivar la inversión empresarial. Mientras tanto, **el sector servicios, particularmente en EE. UU. y Europa, sigue mostrando resiliencia, con un crecimiento sólido** a pesar de la desaceleración del sector manufacturero. En Europa, Alemania ha sufrido su primera recesión de dos años en más de dos décadas, debido a *shocks* externos y problemas estructurales de competitividad de sectores clave como el automotriz.

Las economías emergentes entran en 2025 bien posicionadas para aprovechar tanto el estímulo fiscal de China como la relajación gradual de las políticas monetarias en los mercados desarrollados. Con la disminución de las tasas de interés los costes de endeudamiento caen, lo que, por un lado, abre la puerta a un mayor flujo de inversión extranjera directa y, por otro, fomenta el crédito interno. Sin embargo, se mantiene cierta cautela ante posibles fluctuaciones en el comercio global y riesgos geopolíticos que podrían moderar esta expansión.

A lo largo del año, esta situación favorable puede verse desafiada por el impacto de nuevas políticas económicas (aumento de tarifas en inflación y consumo, restricciones fiscales) o incremento de las tensiones geopolíticas. Adicionalmente, habrá que prestar atención a la confianza empresarial y a un potencial deterioro de los niveles de empleo, con el consiguiente deterioro del consumo. En definitiva, **el escenario de crecimiento global parte desde coordenadas de equilibrio, pero subyacen elementos de fragilidad que pueden manifestarse a lo largo de los próximos trimestres.**

Las propuestas fiscales del gobierno entrante en EE. UU. podrían dar un impulso al crecimiento

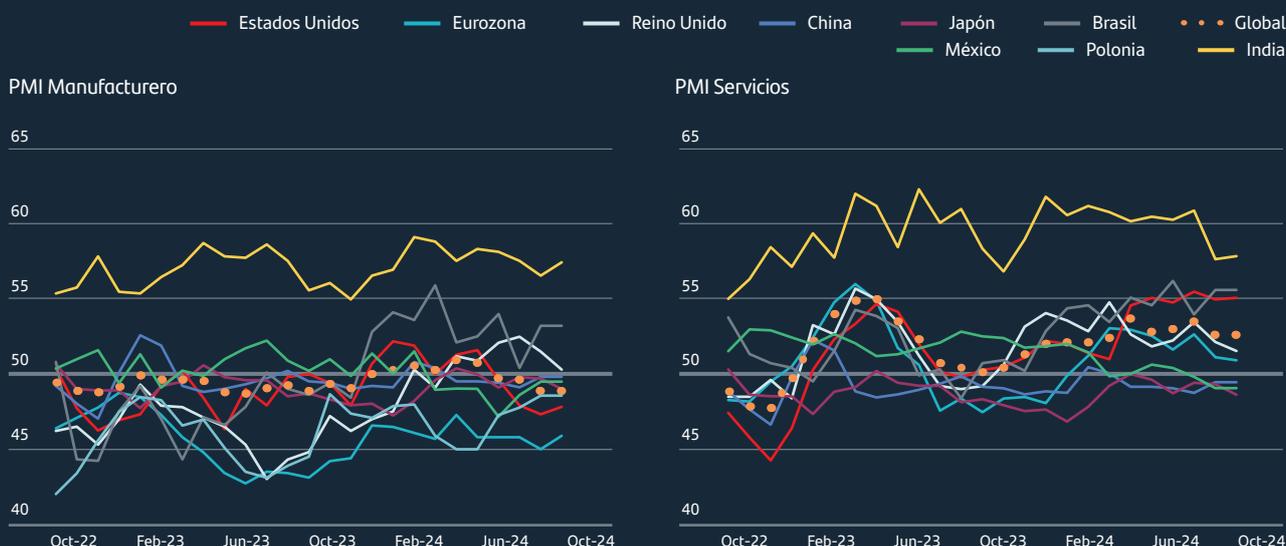
El impulso del sector servicios y la fortaleza del consumo apuntalan el crecimiento económico mundial

El estímulo chino ofrece un apoyo crucial para contrarrestar las tendencias desinflacionistas

Los indicadores de confianza empresarial muestran evoluciones divergentes

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2024

Historia de dos sectores: la resistencia de los servicios contrasta con la atonía del sector manufacturero



1.3 Entorno con riesgos geopolíticos

Las perspectivas económicas para principios de 2025 parecen relativamente estables, con una inflación moderada y una política monetaria favorable, pero los riesgos geopolíticos podrían perturbar este escenario benigno. Como ilustran los gráficos inferiores, las tensiones geopolíticas se han mantenido elevadas desde el conflicto entre Rusia y Ucrania, y por la reciente crisis en Gaza. **Estos acontecimientos geopolíticos alimentan la volatilidad del mercado**, con repuntes de esta variable tanto en la renta variable (VIX) como en la renta fija (MOVE), reaccionando a los principales acontecimientos geopolíticos.

Tres puntos conflictivos merecen atención. En primer lugar, **la relación entre Estados Unidos y China** sigue siendo compleja, y va más allá de las cuestiones comerciales tradicionales con un telón de fondo de competencia por el liderazgo económico y tecnológico. La entrada de un nuevo gobierno en Estados Unidos en enero de 2025 supondrá cambios en términos de políticas arancelarias y comerciales, y habrá que evaluar el impacto que éstas puedan tener tanto en las cadenas de suministro mundiales como en el panorama inflacionario, en un entorno en el que los bancos centrales están recortando tipos de interés.

En segundo lugar, aunque **el conflicto en Ucrania ha sido «normalizado» por el mercado**, **sigue representando un riesgo**, dado que cualquier escalada podría presionar al alza los precios de la energía. Un *shock* energético supondría un desafío especialmente complicado para los bancos centrales, ya que tendrían que elegir entre apoyar el crecimiento o controlar la inflación.

Por último, **las recientes escaladas en Oriente Medio siguen generando preocupación sobre la estabilidad en el suministro energético**. Una interrupción significativa en la producción de petróleo, o en las rutas de transporte, podría provocar un aumento en los precios de la energía, afectando al crecimiento global. El estrecho de Ormuz, por donde transita aproximadamente el 20% de los envíos de petróleo a nivel mundial, sigue siendo un punto crítico estratégico.

El cambio de gobierno en Estados Unidos probablemente implicará una gestión distinta de los riesgos geopolíticos actuales

Es previsible un incremento en el deterioro de las relaciones entre EE. UU. y China con Taiwán y los aranceles como focos principales de tensión

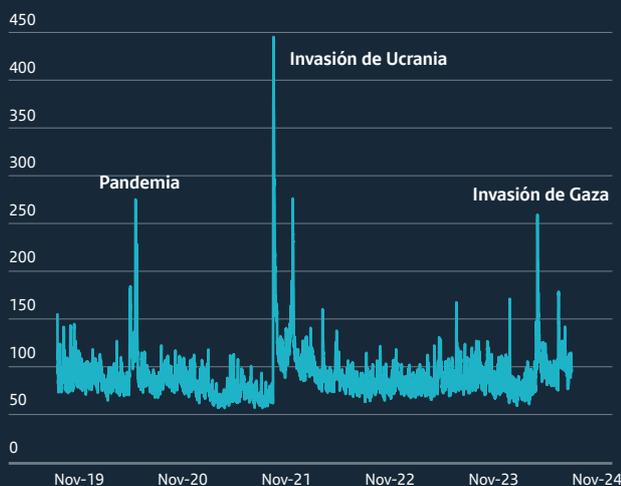
Los conflictos de Ucrania y Oriente Medio tienen particular relevancia para los mercados energéticos

Evolución del riesgo geopolítico y de sus implicaciones en la volatilidad del mercado

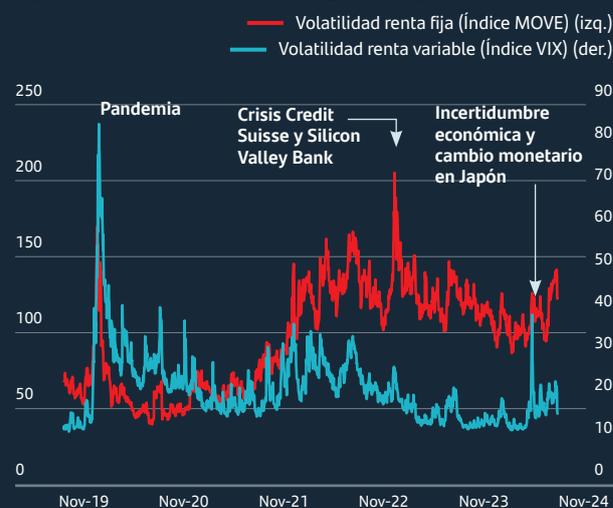
Fuente: Datos descargados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> y Bloomberg para los índices MOVE y VIX. Datos a 7/11/2024

Elevada sensibilidad al riesgo geopolítico en el contexto global actual

Índice de riesgo geopolítico*



Índices de volatilidad de mercado en Estados Unidos **



* Índice de riesgo geopolítico: número de artículos relacionados con acontecimientos geopolíticos adversos en cada periódico (seleccionado) durante cada mes (como proporción del número total de artículos de noticias).

** Índice VIX: volatilidad esperada del S&P 500 en un periodo de 30 días. Cuanto más se aproxima a 0, menor será la volatilidad.

Índice MOVE: sigue la volatilidad implícita del rendimiento normal de una cesta ponderada por la curva de rendimientos de Estados Unidos de opciones at-the-money a un mes sobre los swaps de tipos de interés a 2, 5, 10 y 30 años con vencimiento constante.

1.4 Impacto de la innovación en la productividad

Un incremento paulatino de la productividad impulsado por la disrupción tecnológica podría reforzar nuestro escenario de crecimiento moderado y control de la inflación. El impacto de las múltiples olas de innovación tecnológica ofrece la posibilidad de sostener la expansión económica sin aumentar excesivamente los precios, lo que ayudaría a contrarrestar potenciales presiones inflacionistas.

La innovación tecnológica ha sido históricamente el principal catalizador del crecimiento económico, ya que aumenta la productividad, aunque sus beneficios suelen desplegarse gradualmente. El gráfico inferior muestra cómo revoluciones tecnológicas del pasado, como el servidor de IBM, el PC con Windows y el navegador de internet, produjeron importantes aumentos de la productividad y periodos de rentabilidad superior a la media en el mercado de renta variable.

En la actualidad, estamos siendo testigos de avances tecnológicos en cuatro sectores con potencial para impulsar una nueva ola de crecimiento en productividad. Primero, la inteligencia artificial (IA) puede automatizar tareas complejas y optimizar procesos empresariales, generando mayor eficiencia y ahorro de costes. Segundo, la robótica mejora la eficiencia en la fabricación al realizar tareas con precisión y consistencia, logrando mayor producción y menores costes. Tercero, la energía renovable puede estabilizar los costes energéticos al ofrecer una fuente sostenible y fiable, reduciendo la dependencia de combustibles fósiles y mitigando el impacto de las fluctuaciones de precios. Finalmente, la biotecnología posibilita una incesante innovación en tratamientos y terapias reduciendo los costes sanitarios a largo plazo.

Aunque los beneficios potenciales de estas tecnologías pueden ser muy relevantes, su adopción e integración en la economía sería gradual, y las ganancias en productividad y crecimiento económico sólo se harían patentes a medida que estas innovaciones logren una aplicación más amplia.

La convergencia de la IA, la robótica y las energías renovables representan en su conjunto una revolución industrial cognitiva

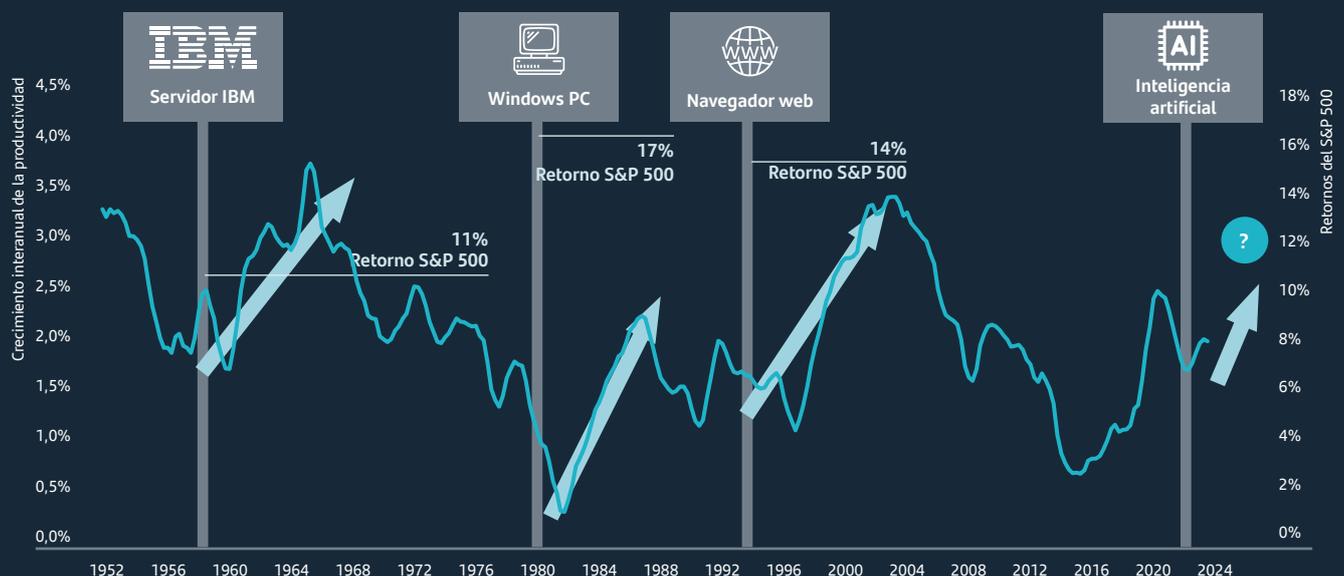
Disrupciones tecnológicas similares en el pasado contribuyeron a aumentar la productividad

El impacto de estas innovaciones en el crecimiento se manifiesta con un cierto retardo

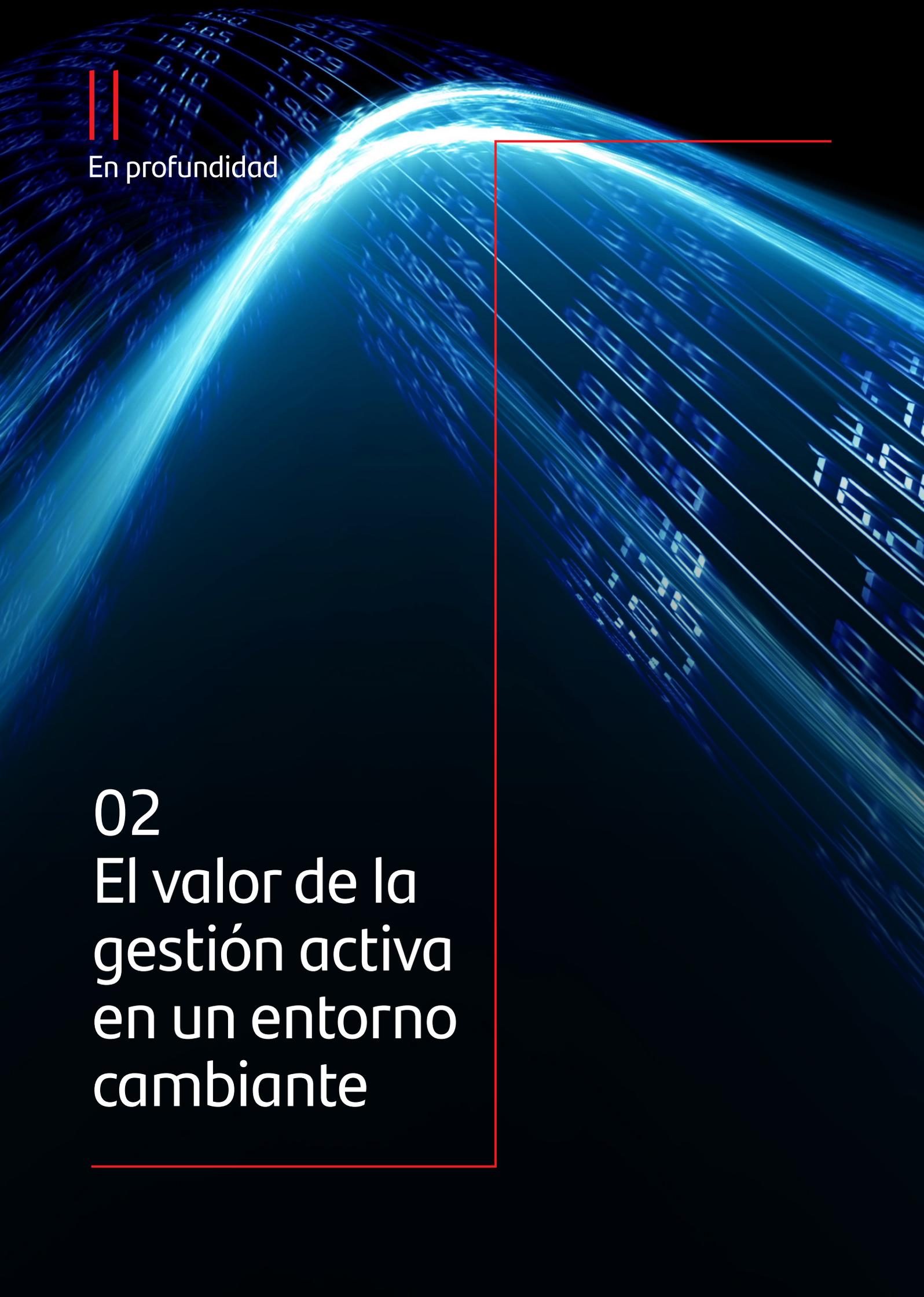
Incremento de la productividad* y comportamiento del S&P 500 en el periodo posterior a una disrupción tecnológica

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/9/2024

La innovación tecnológica provoca incrementos en la productividad y periodos de retornos positivos en renta variable



* Productividad: producción por hora de las empresas no agrícolas de EE. UU. (media móvil de cinco años)



En profundidad

02

El valor de la gestión activa en un entorno cambiante

2.0 Inversión activa en un panorama cambiante

El mercado ya ha descontado el escenario de aterrizaje suave. El cuadro inferior muestra que, en escenarios como este, las carteras equilibradas ofrecieron sistemáticamente rendimientos superiores a los de las posiciones en efectivo. Sin embargo, los diferenciales de crédito son estrechos y las valoraciones de la renta variable son elevadas. Estos antecedentes subrayan la importancia de aumentar la diversificación y la exposición a estrategias de gestión activa.

Nuestro objetivo con este capítulo es ofrecer ideas de inversión que puedan ayudar a navegar el escenario actual.

- 01 Adelantarse a la curva de rendimientos:** Las carteras de renta fija gestionadas de forma activa pueden posicionarse tácticamente a lo largo de la curva de rendimientos y acceder a inversiones en áreas como el crédito especializado o los mercados emergentes, maximizando los rendimientos a medida que los tipos de interés bajan y optimizando el riesgo mediante la diversificación.
- 02 Capturar el crecimiento más allá del "hype" tecnológico:** diversificando en áreas con una fuerte recuperación y resistencia de los beneficios, como los valores de pequeña capitalización de calidad o las industrias impulsadas por la innovación, los inversores pueden reducir el riesgo de concentración y acceder al crecimiento más allá de los valores de mega capitalización que podrían estar sobrevalorados.
- 03 Ir más allá de la cartera tradicional:** los mercados privados, los activos reales y los activos refugio como el oro pueden proporcionar estabilidad frente a la volatilidad del mercado, mejorando la resistencia de la cartera al ofrecer protección frente a la inflación, complementando los beneficios de las acciones y los bonos tradicionales en medio de una dinámica económica cambiante.

Como conclusión, para navegar por el escenario actual, los inversores podrían explorar más allá de los activos tradicionales y optar por la inversión a través de la gestión activa en segmentos de mercado especializados. Este enfoque multiactivo pretende aprovechar las oportunidades y, al mismo tiempo, reforzar la diversificación en un entorno en el que tanto la renta variable como la renta fija se pueden enfrentar a vientos en contra en términos de valoración.

Retorno de los activos desde el inicio hasta el final del ciclo de recortes de tipos de interés

Fuente: Santander Private Banking y Bloomberg

Históricamente, en escenarios de «aterrizaje suave» todos los activos tienen retornos positivos

Primer recorte	Último recorte	Economía*	Variación (pb)			Rentabilidad del período				S&P 500
			Tipo de referencia	Bono a 10 años	Mone-tario	Bonos Investment grade	Bonos High Yield	Bonos de Gobierno	Crédito titulado (MBS)	
Oct-84	Ago-86	Aterrizaje suave	-587	-551	16%	44%	44%	36%	42%	51%
Jun-89	Sep-92	Recesión	-675	-197	25%	44%	47%	40%	44%	30%
Jul-95	Ene-96	Aterrizaje suave	-75	-45	3%	9%	7%	6%	6%	15%
Sep-98	Nov-98	Aterrizaje suave	-75	31	1%	4%	3%	2%	2%	9%
Ene-01	Jun-03	Recesión	-550	-175	7%	31%	23%	21%	20%	-28%
Sep-07	Dic-08	Recesión	-500	-222	3%	-2%	-25%	16%	13%	-40%
Jul-19	Oct-19	Aterrizaje suave	-75	-24	1%	4%	1%	2%	2%	2%
Mar-20	Mar-20	Recesión	-150	-28	0%	-7%	-11%	2%	1%	-21%
Promedio total			-336	-151	7%	16%	11%	16%	16%	2%
Aterrizaje suave			-203	-147	5%	15%	14%	12%	13%	19%
Recesión			-469	-156	9%	17%	9%	20%	20%	-15%

* Un aterrizaje suave describe una economía que se desacelera lo suficiente como para permitir que la inflación caiga, pero no tanto como para caer en una recesión. Se considera que existe recesión económica o "recesión técnica" cuando un país o una economía acumula dos trimestres seguidos con crecimiento negativo de su PIB.

2.1 Anticipar las curvas en la renta fija

Reevaluar las asignaciones en renta fija, en un momento en que el mercado anticipa un «aterrizaje suave» y recortes moderados de los tipos de interés, podría ser beneficioso para los inversores. El buen comportamiento del mercado en 2024 ha conllevado una disminución de los rendimientos y de la percepción del riesgo de crédito, reflejando la confianza en una trayectoria económica estable. Obtener retornos adicionales desde este punto es cada vez más limitado.

La renta fija ofrece ventajas sobre el efectivo, especialmente durante los ciclos de bajada de tipos. Mientras que el efectivo es esencial para las necesidades a corto plazo, las inversiones en renta fija superan históricamente al efectivo, proporcionando mejores rendimientos potenciales tanto a través de la rentabilidad como de la revalorización del capital. Recomendamos a los inversores en renta fija explorar un enfoque diversificado para optimizar las carteras en la actual coyuntura económica. Esto incluye el estudio de varios segmentos, como la deuda pública, el crédito corporativo y los activos alternativos de renta fija.

Los **bonos gubernamentales** son el pilar de las carteras de renta fija, ofreciendo estabilidad y un riesgo relativamente bajo. Los inversores deberían buscar alternativas en bonos de mayor duración o aquellos con características de protección contra la inflación para mejorar los rendimientos. La gestión activa de la duración genera valor diferencial en entornos de tipos como el actual.

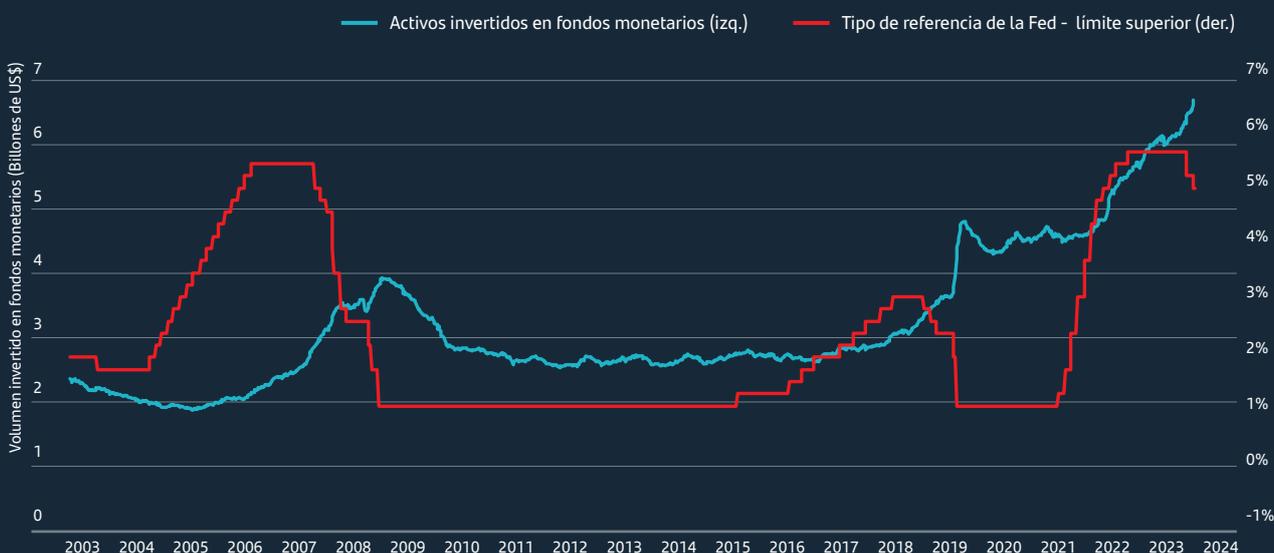
El **crédito corporativo** es la opción más adecuada para complementar la seguridad de los bonos gubernamentales y conseguir un diferencial de rendimientos en función del riesgo de crédito asumido. Sin embargo, es esencial evaluar cuidadosamente la calidad crediticia y el riesgo asociado con estas inversiones. **Diversificar en diferentes sectores y ratings crediticios es la mejor manera de optimizar las carteras de bonos corporativos y no incurrir en riesgos específicos.**

Los **segmentos más especializados de renta fija**, como los bonos *high yield*, la deuda de mercados emergentes y los productos estructurados, ofrecen alternativas adicionales para diversificación y potencial mejora de los rendimientos. Estas inversiones pueden proporcionar retornos adicionales, pero conllevan un riesgo adicional, por lo que sugerimos contar con el **apoyo de gestores especializados que analicen activamente el binomio rentabilidad-riesgo.** En conclusión, el entorno económico actual nos da un buen motivo para revisar las asignaciones en renta fija. Adoptar un enfoque diversificado a través de la gestión activa podría optimizar sus carteras, así como navegar las incertidumbres del mercado.

Activos invertidos en fondos monetarios y tipos de interés de la Reserva Federal en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg. Datos semanales hasta 7/11/2024

Niveles récord de liquidez invertida en fondos monetarios empiezan a buscar tipos más elevados a medida que se recortan los tipos de interés



2.1.1 Posicionarse para una pendiente de la curva de tipos más positiva

Los bancos centrales de países desarrollados han iniciado el ciclo de relajación monetaria. **Es momento para que los inversores levanten la vista y miren más allá del efectivo y las inversiones a corto plazo.** Como se muestra en los gráficos inferiores, **se espera que los tipos disminuyan en 2025**, con la tasa de referencia de la Reserva Federal estadounidense situándose por debajo del 4% y la tasa de depósito del BCE algo por encima del 2%.

La historia demuestra que los tipos a corto plazo suelen caer más rápido que los tipos a largo plazo, lo que da lugar a una curva de **rendimiento con mayor pendiente**. Este entorno crea las **condiciones propicias para que los gestores activos obtengan rendimientos superiores al efectivo, se anticipen a al posible aumento de los precios de la renta fija (caída de los yields) a medida que bajan los tipos de interés** y aprovechen la volatilidad del mercado en torno a cada decisión del banco central.

Si bien la dirección de los tipos parece clara, el **camino posiblemente no sería recto**. Podríamos asistir a episodios de volatilidad causados por reacciones a los datos económicos, por cambios significativos en la política fiscal o por dudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Un ejemplo concreto es el episodio de mayor volatilidad que se ha producido posterior a las elecciones. En este entorno de cambio y ajuste es precisamente donde la gestión activa puede aportar más valor.

En lugar de mantener el efectivo o asumir un riesgo de duración excesivo, un enfoque equilibrado centrado en el segmento intermedio de la curva ofrecería un atractivo potencial de rentabilidad ajustada al riesgo a medida que los bancos centrales normalizan los tipos de interés oficiales. La clave es mantener la **flexibilidad para ajustar la duración y el posicionamiento a medida que evolucionan las posibilidades de inversión**, sin dejar de centrarse en los objetivos estratégicos a largo plazo.

La capacidad de ajustar de forma activa la duración y el posicionamiento de la curva durante los ciclos de flexibilización monetaria es crucial

Si bien la dirección de los tipos parece clara, el camino posiblemente no sería recto. El mercado de bonos ha visto mayor volatilidad después de las elecciones norteamericanas

La gestión activa puede aportar valor a los inversores en este entorno cambiante

El valor de la gestión activa en un escenario cambiante de tipos a corto y medio plazo

Fuente: Bloomberg y función WIRP para tipos esperados para 2025. Datos a 10/31/2024

Más allá del corto plazo: extender el plazo a medida que la curva de tipos incrementa su pendiente

Estados Unidos



Eurozona



2.1.2 Alternativas en el segmento de crédito

Los diferenciales de crédito de los bonos corporativos están históricamente ajustados, lo que pone de manifiesto la necesidad de un enfoque estratégico para gestionar el riesgo de crédito. A pesar de la salud financiera de los emisores y los recortes de tasas previstos, la prima por mantener créditos de perfil más arriesgado ha disminuido, motivo por el cual es muy importante **priorizar la calidad en la exposición al riesgo de crédito**. La gestión activa es fundamental en este contexto, ya que los gestores pueden **responder de forma dinámica ante cualquier ampliación de los diferenciales y beneficiarse de los eventos de volatilidad** en la percepción del riesgo crediticio.

Ciertas áreas más sofisticadas del mercado de crédito ofrecen retornos favorables que encajarían con el perfil de riesgo elegido por los clientes de banca privada. El caso de las **titulizaciones**, particularmente las hipotecarias (*Mortgage Backed Securities, MBS*), es atractivo. El sector inmobiliario cuenta con el viento a favor de la valoración por la escasez de viviendas lo que refuerza el **soporte de las garantías colaterales que respaldan a estos títulos**. La estructura de los MBS cuenta, en algunos casos, con respaldo gubernamental en EE. UU., lo que proporciona un nivel de seguridad adicional en un entorno futuro en el que no descartamos repuntes de volatilidad.

Más allá de los MBS, **otros sectores especializados de renta fija**, como los bonos de catástrofes (*CAT bonds*), las acciones preferentes e instrumentos de capital adicional (AT1), el crédito privado y las obligaciones de préstamo colateralizadas (CLOs), podrían también ofrecer rendimientos diferenciales frente a la renta fija tradicional. Los bonos CAT proporcionan una alternativa de rendimiento no correlacionada, mientras que los CLO y los valores AT1 pueden servir como opciones de alto rendimiento. Es **conveniente acceder a estos segmentos especializados de los mercados de renta fija a través de gestores experimentados con capacidad para integrar de manera óptima múltiples fuentes de riesgo** y retorno en distintos escenarios de mercado.

Los estrechos diferenciales de crédito exigen una gestión activa, priorizando la gestión del riesgo sobre la búsqueda de mayores rentabilidades

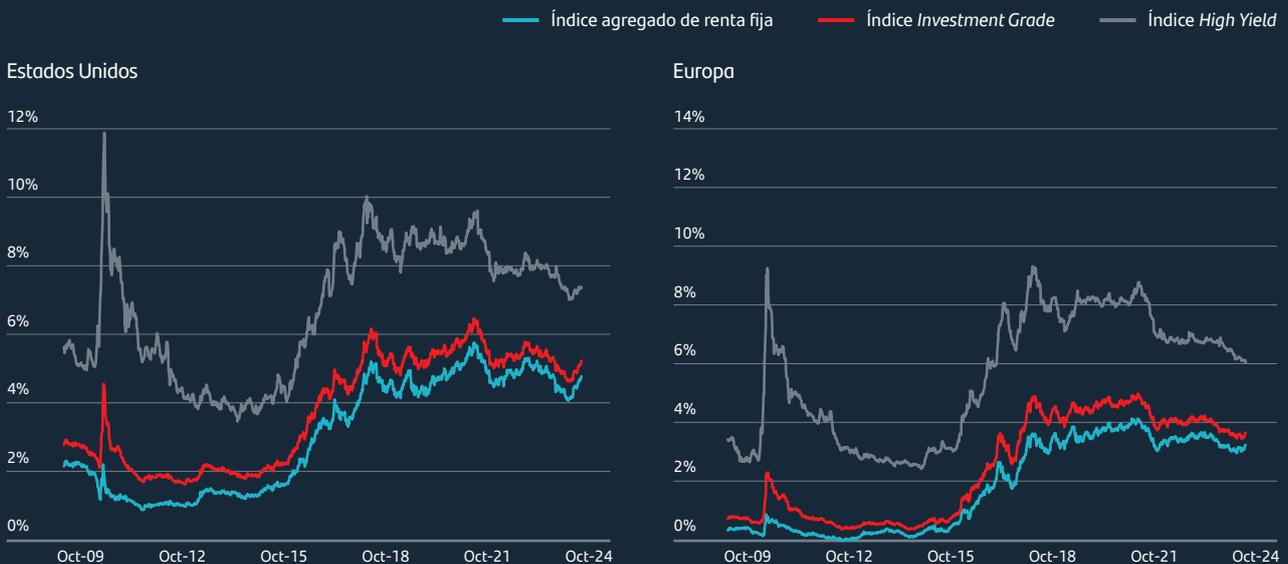
Las titulaciones hipotecarias combinan sólidos colaterales con diferenciales atractivos en términos históricos

Los sectores de crédito especializados son un complemento atractivo cuando se accede a ellos a través de gestores experimentados

Evolución de los rendimientos de los índices de bonos estadounidenses y europeos

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2024

La renta fija de mayor riesgo (*high yield*) ha tenido muy buen comportamiento. Esto ha llevado un estrechamiento sustancial de la prima de riesgo



Índices utilizados en estos gráficos: Bloomberg US Agg Total Return Index USD, Bloomberg US Corporate Total Return Index USD, Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index USD, Bloomberg Pan-European Aggregate Total Return Index EUR, Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate TR Index EUR, Bloomberg Pan-European High Yield Total Return Index EUR.

2.1.3 Diversificar con bonos de mercados emergentes

Tradicionalmente, la deuda de mercados emergentes (EMD) ha ofrecido a los inversores la posibilidad de diversificar en renta fija en un entorno de tipos bajos en países desarrollados. **Con perspectiva histórica, la EMD se ha beneficiado de la caída de los tipos de interés en EE. UU., de un posible «aterrizaje suave» de la economía y del debilitamiento del dólar estadounidense (US\$).** Sin embargo, el triunfo del Partido Republicano en las presidenciales americanas ha cambiado en fechas recientes esta dinámica, fortaleciendo el US\$ y aumentando los rendimientos de los bonos en US\$, lo que ha ejercido presión sobre las divisas y bonos de los mercados emergentes.

Asimismo, el anuncio de un programa de estímulos económicos por parte de China podría apoyar a los activos en países emergentes. **Aunque la fortaleza del US\$ complica la perspectiva inmediata, las primas de riesgo de este activo compensan este escenario de incertidumbre geopolítica.**

Los inversores pueden acceder a la EMD a través de bonos en moneda fuerte y bonos en moneda local. Los bonos en moneda fuerte, principalmente en US\$, ofrecen mayor estabilidad al excluir la volatilidad del tipo de cambio. Estos bonos se benefician en entornos de bajadas de tipos, siempre que no haya riesgo de recesión.

Por su parte, los **bonos en moneda local ofrecen una exposición directa a los rendimientos en divisas de mercados emergentes**, que beneficiándose de los diferenciales de rendimientos entre países emergentes y desarrollados, como se puede observar en el gráfico, así como una posible apreciación de la moneda frente al US\$. La inflación en muchas economías emergentes se aproxima a los objetivos de los bancos centrales, lo que apoya la estabilidad de los tipos de interés en esas regiones.

La deuda emergente está bien posicionada para beneficiarse de las bajadas de tipos pese a las recientes turbulencias tras las elecciones en EE. UU.

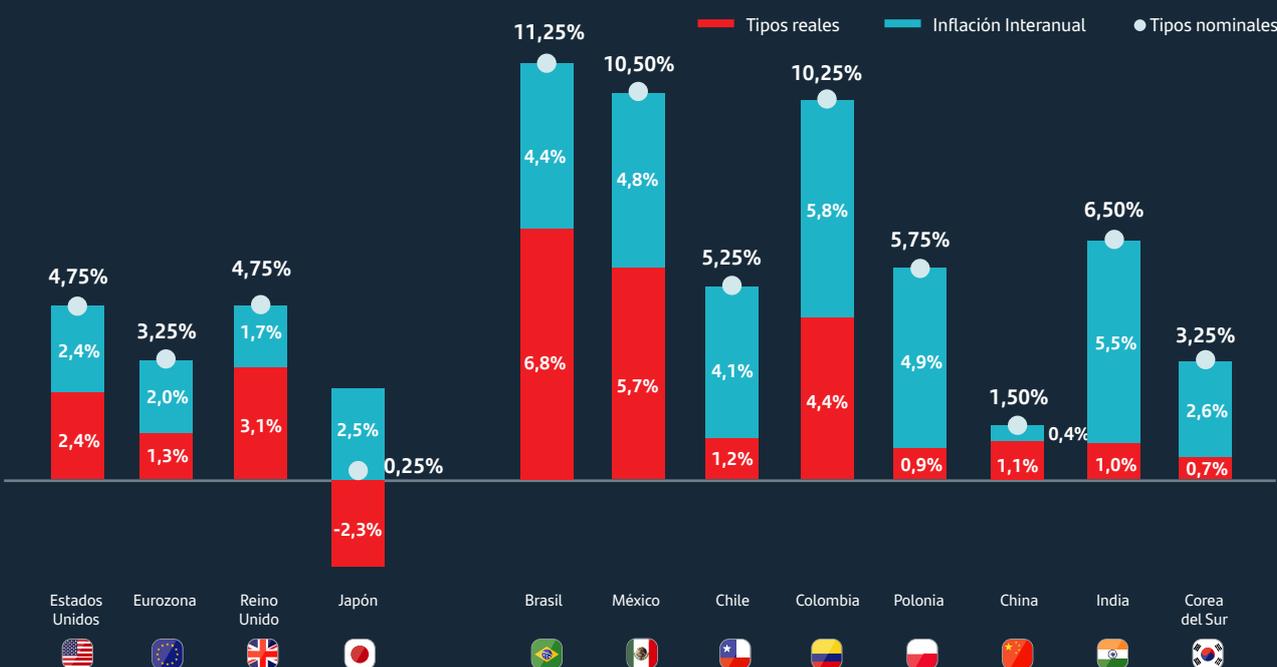
Un potencial debilitamiento del dólar estadounidense y el nuevo programa de estímulo de China son otros vientos de cola

Los elevados tipos de interés reales son el principal apoyo para los EMD en moneda local

Desglose de los tipos de interés nominales en tipos reales e inflación para economías desarrolladas y emergentes

Fuente: Bloomberg. Datos a 7/11/2024. IPC y tipos de referencia de bancos centrales del mes de octubre

La diversificación a través de mercados emergentes permite el acceso a tipos reales más elevados



2.2 Capturar el crecimiento más allá de las expectativas

Las perspectivas para la renta variable son favorables, impulsadas por el crecimiento de beneficios y menores tipos de interés. Sin embargo, la revalorización del mercado ya habría descontado este escenario. En lo que va de 2024, el índice MSCI World ha ganado un 20%, principalmente por las acciones tecnológicas de las "7 Magníficas", que suben un 60%. La concentración en unos pocos gigantes tecnológicos ha creado un entorno de mercado que favorece la gestión activa.

Aunque la concentración del mercado ha alcanzado niveles extraordinarios (los 10 valores más importantes del S&P 500 representan más del 30% del índice frente al 23% en 2019), esto refleja la fortaleza única de los mercados estadounidenses como centro mundial de empresas innovadoras. El sólido historial de crecimiento de los beneficios y el liderazgo tecnológico del S&P 500 justifican una asignación estratégica de sobreponderación a pesar de las valoraciones actuales de 25 veces los beneficios. Sin embargo, las elevadas valoraciones de los mercados mundiales aconsejan mantener una postura neutral en renta variable.

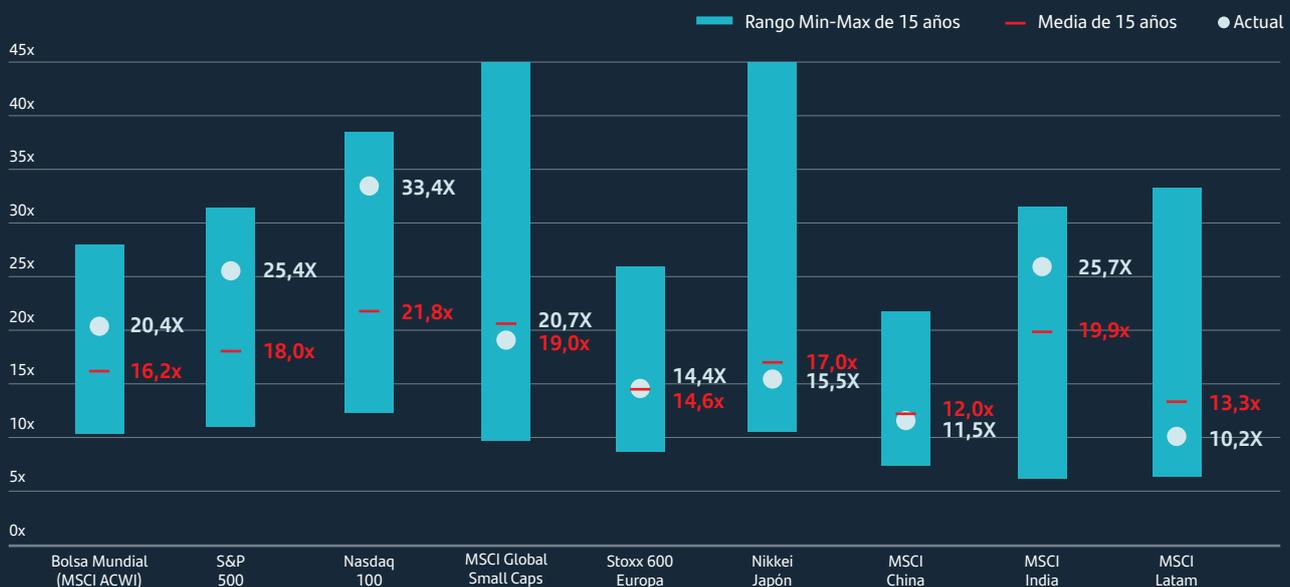
Para navegar el panorama actual de la renta variable, sugerimos tres estrategias. Primero, **vemos opciones en la ampliación de la recuperación de los beneficios más allá de la tecnología**, favoreciendo las empresas con balances sólidos y características de calidad, incluida la exposición a compañías de pequeña capitalización, donde las valoraciones parecen más razonables. Segundo, **consideramos que es momento de explorar empresas que participen de la próxima ola de integración de la IA, en lugar de mantenerse únicamente centrados en los proveedores de infraestructura**. Las firmas que implementan con éxito soluciones de IA (IA 2.0) en varios sectores pueden ofrecer un mejor valor que las que construyen la tecnología fundamental. Tercero, consideramos que existen alternativas atractivas en **innovación energética e infraestructura eléctrica**. La inversión masiva requerida para la transición energética crea un potencial de crecimiento de varios años para las empresas que permiten y ejecutan esta transformación.

Este enfoque equilibrado reconoce el contexto fundamental positivo, sin dejar de tener en cuenta las elevadas valoraciones y los riesgos de concentración. Finalmente, como se puede ver en el gráfico, **la renta variable europea y de los mercados emergentes encontrarían en las valoraciones atractivas su principal respaldo**.

Valoración (Ratio PER) de índices de renta variable

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2024

La excepcionalidad del mercado estadounidense conlleva una prima elevada soportada por un crecimiento fuerte y el liderazgo tecnológico



2.2.1 Recuperación de beneficios más extendida

El abultado crecimiento de los beneficios empresariales ha hecho que la valoración de las "7 Magníficas" llegue a niveles tan elevados que, como se puede observar en el gráfico izquierdo, **la capitalización bursátil de muchas de ellas sea comparable en magnitud con el PIB de países muy relevantes** como la India, el Reino Unido o Francia y que, el tamaño de una única compañía sea mayor que la capitalización de todo el mercado bursátil del país de comparación.

La expansión de la recuperación de beneficios representa un cambio significativo en el mercado de valores. **Alejándose de la rentabilidad concentrada en el sector tecnológico, especialmente en las "7 Magníficas", se espera un comportamiento más homogéneo del mercado.** El fuerte crecimiento de beneficios en estas empresas tecnológicas a lo largo de los últimos trimestres, y más concretamente un 53% interanual a finales del segundo trimestre de 2024, se iría moderando con el paso del tiempo. La paulatina convergencia en el diferencial de crecimiento de beneficios sugiere que la rentabilidad del mercado dependerá menos de unos pocos líderes tecnológicos.

Para adaptarse a este cambio, es conveniente adoptar un enfoque diversificado, **enfazando acciones de alta calidad con balances sólidos y rentabilidad sostenida.** Las acciones de calidad, caracterizadas por flujos de caja sólidos, estabilidad de beneficios y un historial de navegación por ciclos económicos, son ideales para beneficiarse de una recuperación de beneficios más amplia. Estas empresas pueden proporcionar resiliencia y rendimientos constantes a las carteras a medida que el mercado se equilibra.

Además de la calidad, se favorece la exposición a acciones *value* y de pequeña capitalización. Estas han quedado rezagadas, pero se podrían beneficiar de una recuperación más amplia del mercado. La exposición a estos estilos se ve respaldada por las tasas de interés más bajas esperadas y los posibles recortes de impuestos corporativos en empresas nacionales de EE. UU. por parte del gobierno entrante.

Finalmente, es conveniente considerar también en **empresas que prioricen la devolución de capital a los accionistas a través de dividendos y recompras de acciones.**

El rendimiento bursátil ha estado muy concentrado en 2023 y 2024

Ampliar el enfoque a acciones de calidad más allá de la tecnología para obtener un potencial de crecimiento estable

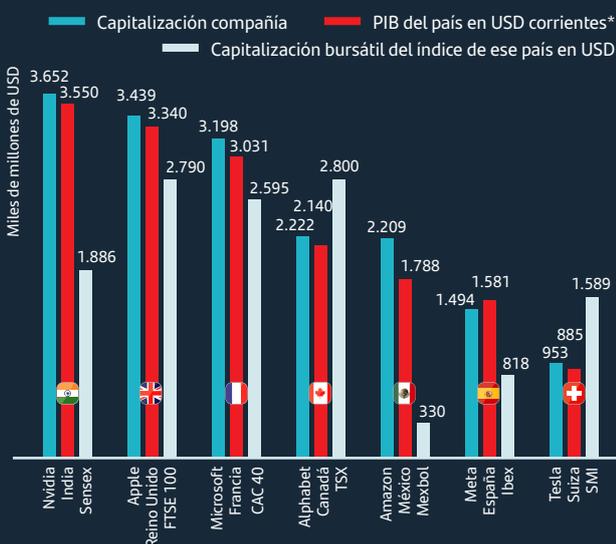
Los posibles recortes fiscales pueden favorecer la recuperación de beneficios en EE. UU.

Capitalización de mercado de las "7 Magníficas" y crecimiento esperado de los beneficios frente al mercado

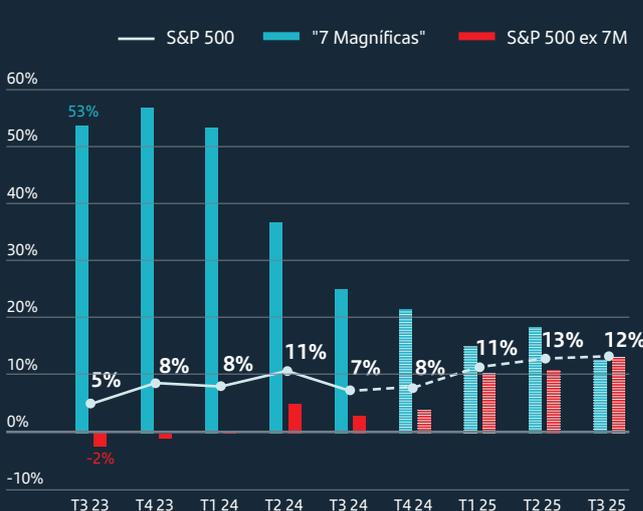
Fuente: Bloomberg. Datos a 7/11/2024. Banco Mundial. para PIB en USD corrientes a diciembre de 2023

Una concentración sin precedentes y una recuperación generalizada de los beneficios apuntan a la conveniencia de una mayor diversificación

Capitalización de mercado vs. tamaño de PIB de países de similar tamaño y sus mercados bursátiles



Crecimiento interanual de los beneficios de las "7 Magníficas" y del resto del S&P 500 (493 compañías restantes)



2.2.2 Invertir en la próxima ola de innovación

En el dinámico panorama de la innovación tecnológica, surgen **oportunidades de inversión en inteligencia artificial (IA), robótica, energías renovables y ciencias de la vida**. Aunque el mercado actual se centra en los gigantes tecnológicos, para encontrar un crecimiento sostenible a largo plazo es conveniente ir más allá de estos actores establecidos.

La Ley de Amara sugiere que se sobreestima el impacto a corto plazo de la tecnología y que se subestiman sus efectos a largo plazo. Esto pone de manifiesto la **necesidad de identificar empresas que apliquen tecnologías fundamentales de manera transformadora.**

En el gráfico inferior se observa el diferencial de rentabilidad del sector tecnológico y del índice S&P 500. Históricamente, los constructores de infraestructuras de Internet sentaron las bases para la era digital, se produjo un aumento muy relevante de ese diferencial que luego perdió el impulso inicial. Fueron empresas como Amazon y Google las que crearon nuevos modelos de negocio y generaron mayor valor de forma más duradera. Este comportamiento es lo que se conoce como **curva de Gartner** en donde se produce un **primer momento de euforia (hype) al momento de construir la infraestructura pero los verdaderos ganadores en el largo plazo son los integradores de esta**. De manera similar, los futuros ganadores de la actual revolución de la inteligencia artificial serán aquellas empresas que combinen múltiples avances tecnológicos para crear soluciones únicas a los desafíos del mundo real.

La gestión activa puede identificar a estos futuros ganadores centrándose en empresas con datos propios, ventajas competitivas y capacidad demostrada para innovar. Las empresas que integren estas tecnologías para crear nuevos modelos de negocio y abordar problemas globales apremiantes, garantizarán su relevancia y crecimiento en los próximos años.

Diversificación de las carteras incluyendo industrias que integran tecnologías transformadoras de manera efectiva

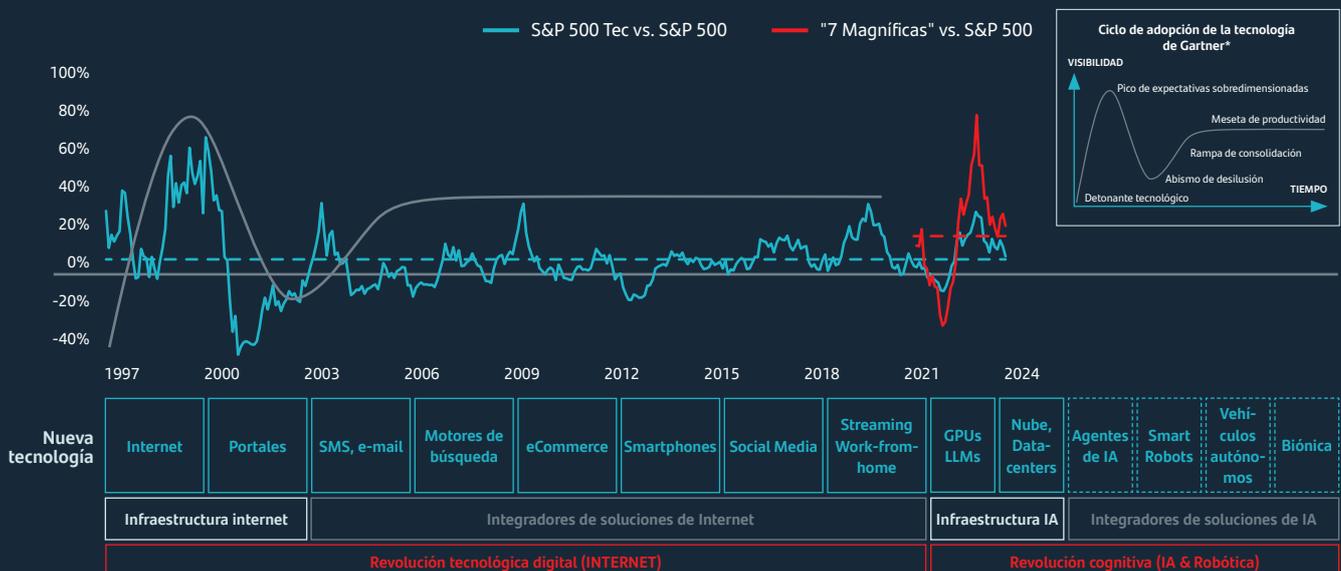
Considere el posicionamiento desde los proveedores de infraestructura hacia los integradores de la tecnología (IA 2.0)

Inversión en empresas que podrían beneficiarse de un impulso de la productividad o de un aumento de los ingresos

Diferencial de rentabilidad interanual del sector tecnológico y de las "7 Magníficas" frente al S&P 500

Fuente: Bloomberg y Santander Private Banking. Datos a 7/11/2024

Las infraestructuras aportan el impulso de la rentabilidad inicial, pero las compañías "adoptantes" son los beneficiarios a largo plazo



*El ciclo de innovación de Gartner es una representación gráfica desarrollada, utilizada y propiedad de la empresa estadounidense de investigación, asesoramiento y tecnologías de la información Gartner para representar la madurez, adopción y aplicación social de tecnologías específicas.

2.2.3 Posicionarse en infraestructura energética y de datos

El crecimiento exponencial de la inteligencia artificial (IA) **está transformando los centros de datos y la infraestructura energética, creando nuevas alternativas de inversión.** Con la adopción acelerada de la IA, se espera que el consumo de energía de los centros de datos se triplique para 2030, requiriendo más de 50 gigavatios adicionales sólo en Estados Unidos¹. Esta demanda podría representar una inversión superior a los 500.000 millones de US\$.

Las **necesidades energéticas de la IA están impulsando cambios en la generación y distribución de energía.** Se estima que se necesitarán 800.000 millones de US\$ para redes de transmisión y distribución en la próxima década². No sólo se trata de aumentar la capacidad, sino también de mejorar la eficiencia y la sostenibilidad. Nuevas ubicaciones con energía confiable y asequible están emergiendo como alternativas de inversión atractivas.

La **sostenibilidad se está convirtiendo en un factor crítico en las inversiones en infraestructura.** Las empresas tecnológicas están cada vez más comprometidas con los objetivos de reducción de carbono, lo que está impulsando la demanda de infraestructuras de energía renovable. Esto crea necesidades de inversión en proyectos solares y eólicos, así como en los esfuerzos de modernización de la red. **Las inversiones en infraestructura ofrecen una combinación interesante de características defensivas** a través de contratos a largo plazo y rendimientos regulados, junto con un potencial de crecimiento impulsado por la adopción de la IA. **Los avances en energías renovables y eficiencia de la red son esenciales** para satisfacer las necesidades energéticas de la IA. Existen importantes alternativas de inversión en almacenamiento de energía, redes inteligentes y tecnologías energéticamente eficientes.

La revolución cognitiva e industrial requerirá un aumento masivo de los centros de datos

Las inversiones en fuentes de energía sostenibles y la expansión eficiente de la red son cruciales para satisfacer esta demanda

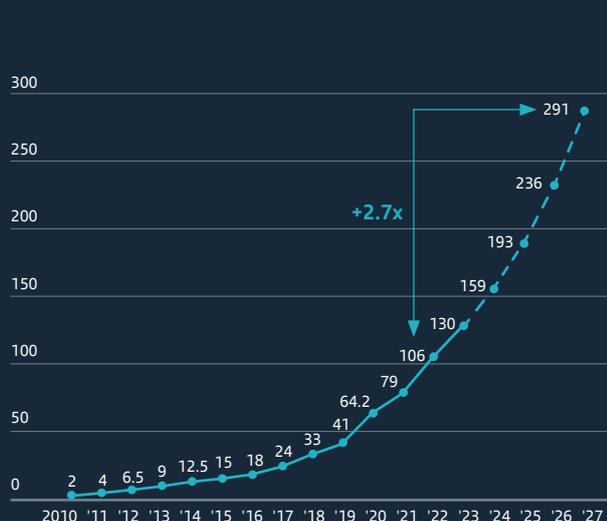
Los inversores están empezando a apreciar el potencial de este desarrollo de infraestructuras energéticas y de datos

Crecimiento de la demanda de energía y de la generación de datos con el auge de la inteligencia artificial

Fuente: Perspectiva energética mundial 2023. McKinsey, octubre de 2023 y Statista, Bernard Marr & Co.

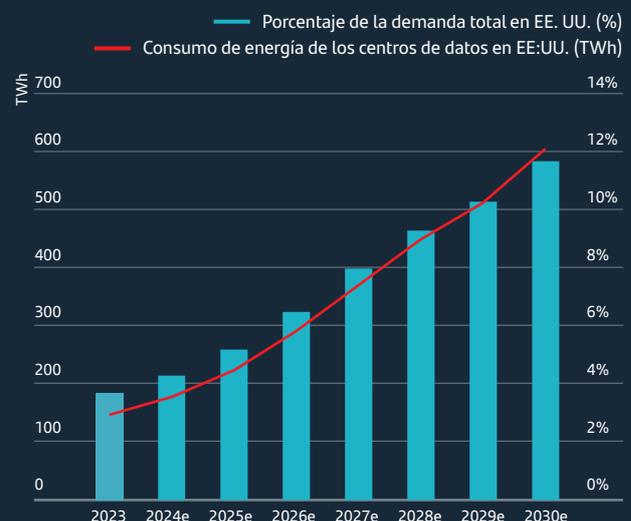
El crecimiento esperado de la IA va a requerir inversión adicional tanto en centros de datos como en alternativas energéticas

Crecimiento de la generación de datos (Zettabytes/año)



1 Zettabyte = 1.000.000.000.000 Gigabytes

Demanda de energía para centros de datos



1 Teravatio-hora (TWh) = 1.000.000.000 de kilovatios-hora.

1 Perspectiva energética mundial 2023. McKinsey, octubre de 2023

2 IEA World Energy Outlook 2023

2.3 Diversificar más allá de la cartera tradicional

Las carteras equilibradas tradicionales se enfrentan a retos derivados de las elevadas valoraciones y la potencial volatilidad. Los inversores podrían considerar la posibilidad de diversificar sus carteras más allá de las acciones y los bonos para incluir mercados privados, activos reales, fondos alternativos, productos estructurados, oro y materias primas estratégicas, con el fin de mejorar la rentabilidad y crear carteras más resistentes.

Las carteras equilibradas tradicionales se enfrentan a desafíos, ya que las elevadas valoraciones de las acciones y los bonos ofrecen un potencial alcista limitado en medio de eventuales retornos de la volatilidad, con los precios actuales del mercado ya descontando un escenario optimista de «aterrizaje suave» y la relajación de los bancos centrales. El análisis histórico muestra que, durante los ciclos de recorte de tipos, estar invertido en mercados ha resultado mejor que mantener efectivo, especialmente en escenarios de «aterrizaje suave» en los que las carteras equilibradas han tenido un rendimiento superior de forma constante.

Al integrar alternativas como el capital privado, el sector inmobiliario, infraestructuras o estrategias de cobertura, las carteras pueden ganar estabilidad y aprovechar la menor correlación con los mercados públicos, al tiempo que mantienen la exposición al potencial alcista del mercado. Los activos privados ofrecen un potencial de crecimiento e ingresos, especialmente a través de rendimientos estables de alquiler en el sector inmobiliario o en infraestructuras críticas vinculadas a la digitalización y la transición energética, proporcionando tanto diversificación a la cartera como participación en las tendencias estructurales a largo plazo.

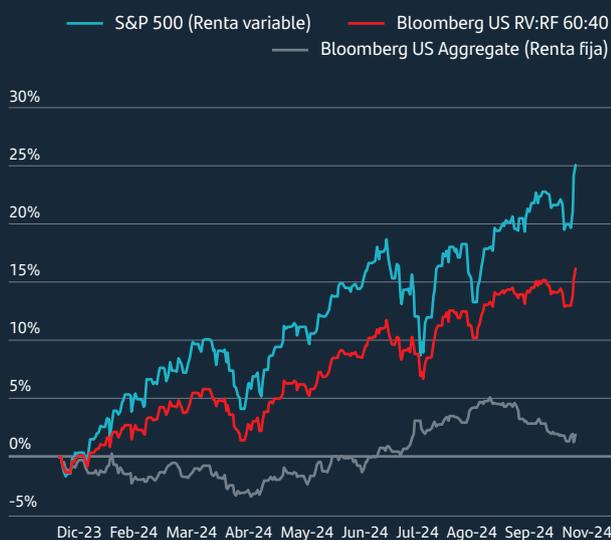
Además, los activos refugio, como el oro y las materias primas estratégicas como el petróleo, añaden **capas de protección contra los riesgos geopolíticos e inflacionarios**. Con el aumento de la demanda de oro por parte de los bancos centrales, y el creciente interés por las materias primas estratégicas, los inversores pueden obtener un valor más estable a través de activos tangibles. Los productos estructurados permiten, además, una protección personalizada contra las caídas, al tiempo que conservan algunas de sus ventajas. Esta **estrategia ampliada de asignación de activos refuerza la resiliencia de la cartera** y permite a los clientes con herramientas para navegar tanto la volatilidad como las oportunidades en un panorama global en transformación. Al ir más allá de las asignaciones equilibradas tradicionales, los inversores pueden posicionarse mejor para protegerse y aprovechar las posibilidades que ofrece un mundo cada vez más incierto.

Rentabilidad de las carteras equilibradas tradicionales (60% de renta variable y 40% de renta fija)

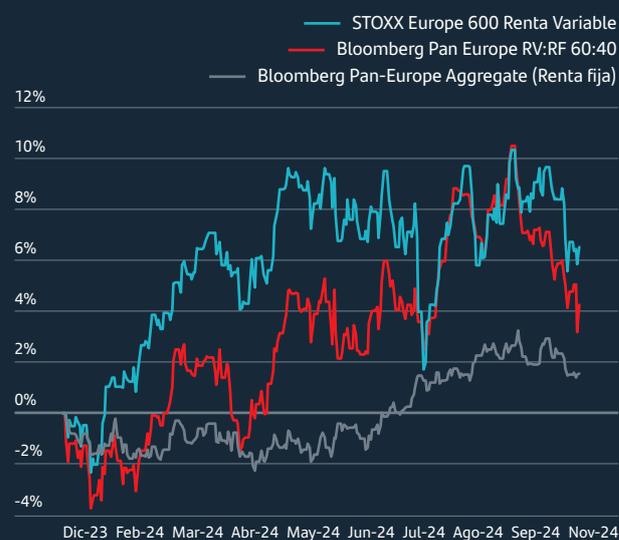
Fuente: Bloomberg. Datos a 7/11/2024

Las carteras diversificadas, sobre todo en EE. UU., han repuntado gracias a los mercados de renta variable

Estados Unidos



Europa



2.3.1 Giro hacia los mercados privados

El panorama de inversión ha cambiado significativamente, con los mercados privados desempeñando un papel relevante en la creación de valor y la formación de capital. La disminución de las ofertas públicas de venta (OPVs) en la última década refleja un cambio en la obtención de capital, con empresas que permanecen privadas por más tiempo gracias al capital riesgo, el capital privado, la deuda privada y la inversión en infraestructuras.

Los mercados privados se han vuelto esenciales para las empresas que buscan soluciones de financiación flexibles y no bancarias, mientras que la inversión en infraestructuras ha ganado protagonismo como una clase de activos resiliente con potencial de crecimiento a largo plazo. Esta diversificación de los mercados privados ha ampliado las estrategias disponibles, ofreciendo perfiles de rentabilidad-riesgo interesantes y distintos a los de los mercados públicos.

El ecosistema de los mercados privados es ahora más accesible gracias a innovaciones como los fondos evergreen y los fondos de secundarios, que ofrecen más flexibilidad y mayor liquidez que los estrategias tradicionales del mercado privado. Las inversiones en el mercado privado se han hecho más atractivas debido a factores como el aumento de los tipos de interés, la menor competencia en la recaudación de fondos, el fuerte flujo de negocios y las crecientes opciones de inversión en IA, sanidad y sostenibilidad.

Los inversores podrían considerar mantener o aumentar sus inversiones en el mercado privado siguiendo estos principios: **mantener el compromiso considerando la liquidez limitada de la inversión, elegir cuidadosamente a los gestores, diversificar y explorar nuevas estructuras.** La inversión constante a lo largo de los ciclos de mercado es crucial para el valor a largo plazo. La selección del gestor es crítica debido a la enorme dispersión de rendimiento entre los mejores y los peores. Distribuir las inversiones en estrategias, años y regiones ayuda a gestionar el riesgo y diversificar la cartera.

A pesar de los desafíos, los mercados privados constituyen una alternativa interesante para los inversores pacientes con un enfoque reflexivo y diversificado.

Los mercados privados han crecido significativamente, y ahora son muy importantes para la creación de valor

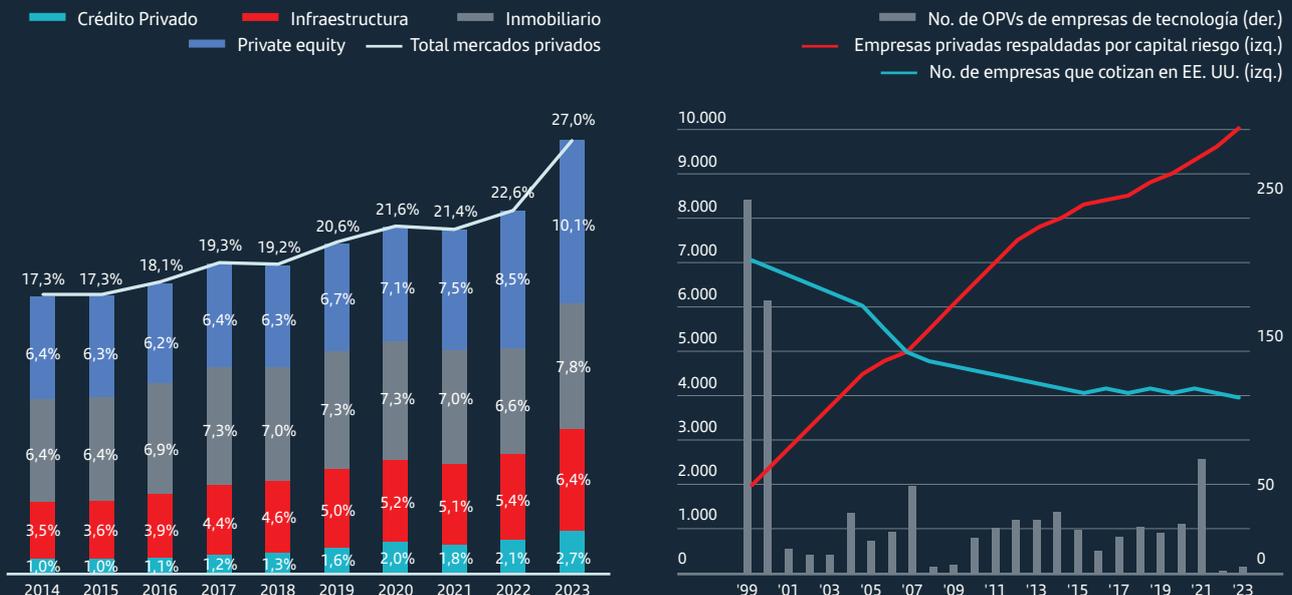
Con menos OPVs, los mercados privados ofrecen inversiones más allá del mercado público

Las estructuras innovadoras, como los fondos evergreen y los secundarios, mejoran la liquidez y la accesibilidad a mercados privados

Asignación de los inversores institucionales a los mercados privados y evolución de las Ofertas Públicas de Venta (OPVs)

Fuente: McKinsey Global Private Markets Review 2024. Marzo de 2024

Los mercados privados están creciendo y ofrecen ventajas únicas de diversificación



2.3.2 Aumentar la exposición a activos reales

A pesar de la menor rentabilidad por el aumento de los tipos de interés de los últimos años, **el sector inmobiliario y las infraestructuras siguen siendo activos importantes para las carteras de banca privada**. Estos activos tienen menor correlación con los mercados tradicionales, lo que los convierte en herramientas efectivas para la diversificación, especialmente en períodos de volatilidad. Los bienes raíces, con ingresos estables por alquiler, y la infraestructura, que presta servicios esenciales, generan flujos de efectivo predecibles y sirven como coberturas contra la inflación debido a los ingresos contractuales. La resiliencia de la infraestructura a lo largo de los ciclos económicos la convierte en una clase de activo a considerar como complemento de las inversiones tradicionales.

Las perspectivas para el sector inmobiliario y las infraestructuras en los próximos doce meses son positivas, respaldadas por factores macroeconómicos. La moderación de los tipos de interés ha reducido los costes de financiación, favoreciendo las inversiones en activos reales. Para los inversores apalancados, los menores costes de la deuda permiten rendimientos más favorables, impulsando la actividad en los mercados inmobiliarios. Además, un entorno de tipos de interés más estable podría estimular los flujos de capital transfronterizos, aumentando el atractivo de estos activos. **Se espera que el crecimiento de los alquileres inmobiliarios**, respaldado por tasas de desocupación estables o decrecientes, **continúe superando la inflación** en bienes de alta calidad, proporcionando rendimientos reales positivos.

Sectores específicos como la logística, el residencial y el comercio minorista están bien posicionados para un sólido desempeño, impulsados por el crecimiento del comercio electrónico y los cambios demográficos. La reducción de los márgenes de desarrollo debido a los altos costes de construcción y suelo está limitando la nueva oferta, especialmente en el mercado residencial, manteniendo la presión al alza sobre los alquileres. **Las infraestructuras están preparadas para beneficiarse de la transformación digital y la transición energética**, con sectores como los centros de datos y las infraestructuras de energías renovables experimentando una demanda creciente

Los activos reales aportan diversificación, protección contra la inflación y generación estable de flujo de caja

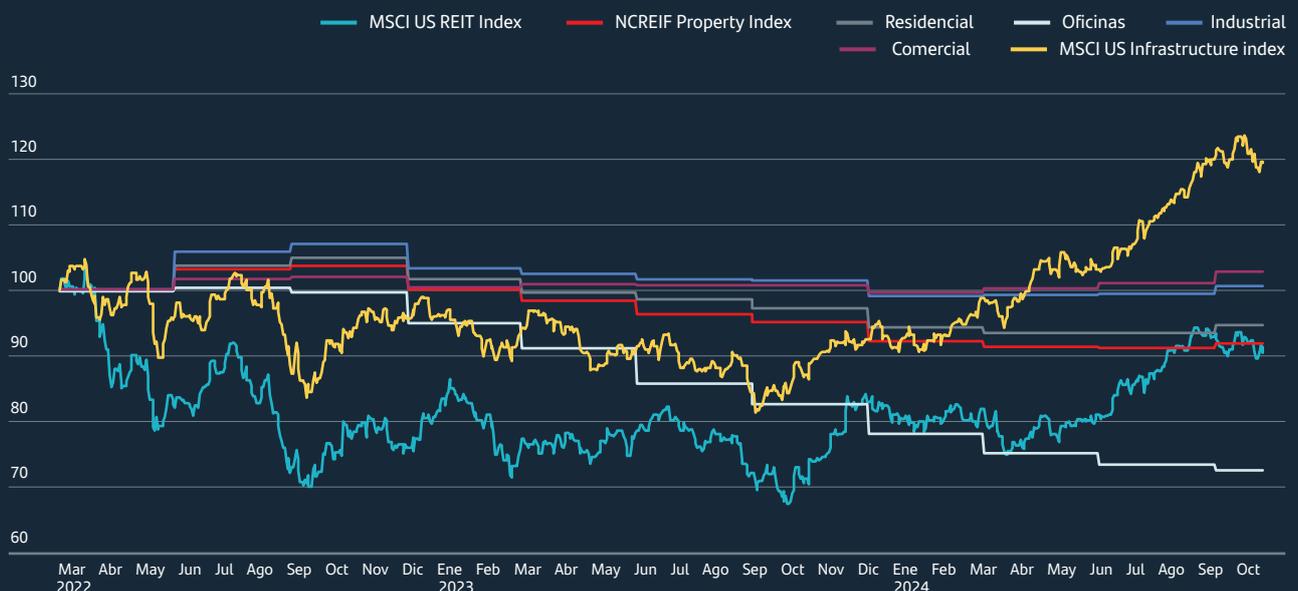
Con tipos más bajos, el sector inmobiliario suele mostrar un sólido rendimiento y potencial de ingresos

Los saludables fundamentos económicos impulsarían la demanda en logística, residencial y oficinas de alta calidad

Corrección de los precios inmobiliarios de acuerdo con los índices de REIT* e inmobiliarios

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2024

Los REIT parecen haber cambiado de tendencia y los precios inmobiliarios se han estabilizado en casi todos los mercados



Mar 2022=100

*REIT: Real Estate Investment Trust (fondo de inversión inmobiliario)

2.3.3 Protección en un mundo fragmentado

En el panorama geopolítico actual, caracterizado por tensiones e incertidumbre, es posible que los inversores quieran **mejorar la protección de su cartera a través de estrategias complementarias**. Hay tres alternativas de inversión que merecen atención: los productos estructurados, posiciones en oro y la diversificación estratégica en materias primas y mercados que se benefician del incipiente nuevo orden global.

En primer lugar, **los productos estructurados y las opciones** pueden proporcionar una valiosa protección en dinámicas bajistas y, al mismo tiempo, mantener cierto potencial alcista. Al incorporarlos, los inversores pueden gestionar mejor los picos de volatilidad y **limitar los riesgos a la baja**, al tiempo que siguen participando en las ganancias del mercado. Además, la incorporación **de fondos de cobertura long-short** agrega diversificación y reduce la dependencia de los mercados direccionales, lo que mejora la resistencia frente a la volatilidad

En segundo lugar, **el oro sigue demostrando su atractivo como estabilizador de carteras y activo refugio**. El gráfico inferior izquierdo muestra la fuerte demanda reciente de los bancos centrales, que añadieron más de 1.000 toneladas de oro a sus reservas tanto en 2022 como en 2023 debido a la creciente preocupación por la "militarización" del sistema financiero mundial tras las sanciones financieras estadounidenses a Rusia. Más allá de las compras por parte de los bancos centrales, la inversión privada también está creciendo.

Por último, la **diversificación estratégica a través de las materias primas** y la exposición a países como la India y México, ofrecen oportunidades por el rediseño de la cadena de valor y la deslocalización en un contexto de crecientes tensiones entre Estados Unidos y China. En un mundo cada vez más multipolar, ciertas materias primas y mercados geográficos ganarán importancia. Los países con minerales críticos, tecnología avanzada o posiciones comerciales estratégicas pueden ofrecer importantes ventajas en términos de diversificación. Del mismo modo, invertir en materias primas cruciales para la transición energética y la tecnología puede proteger y diversificar la cartera de inversión.

Los productos estructurados aumentan la opcionalidad y la protección frente a correcciones de mercado

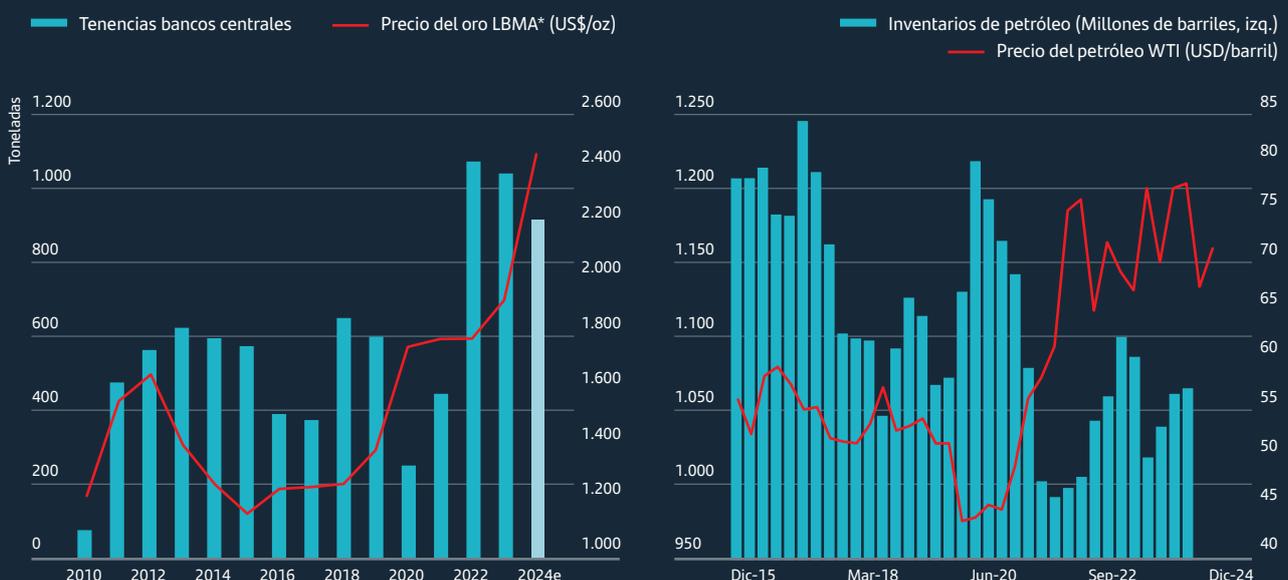
El oro sirve como cobertura contra los riesgos geopolíticos y cambiarios

Invertir en materias primas y en mercados estratégicos para aumentar la solidez de la cartera

El valor de la gestión activa en un panorama cambiante: oro y petróleo

Fuente: Consejo Mundial del Oro, AIE y Bloomberg. Datos a 30/10/2024

Los activos refugio son un buen diversificador en entornos geopolíticos adversos



*LBMA: London Bullion Market Association

Anexo tablas

Rentabilidades de los principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 13 de noviembre de 2024

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

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD; ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged USD; ⁽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 EUR; ⁽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 13 de noviembre de 2024

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada		
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	2024	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	5.984		1.920		5.984	-19,4%	24,2%	25,5%	8,5%	14,1%	11,4%
	DOW JONES INDUS.	43.911		16.285		43.911	-8,8%	13,7%	16,5%	6,7%	9,6%	9,6%
	NASDAQ	19.281		4.558		19.281	-33,1%	43,4%	28,4%	6,7%	17,9%	15,2%
Europa	Stoxx 50	502		2.701		4.551	-12,9%	12,7%	4,9%	1,1%	4,4%	4,1%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.754		2.787		5.083	-11,7%	19,2%	5,1%	2,8%	5,2%	4,5%
	España (IBEX 35)	11.426		6.452		11.877	-5,6%	22,8%	13,1%	8,0%	4,5%	1,2%
	Francia(CAC 40)	7.242		4.237		8.206	-9,5%	16,5%	-4,0%	0,7%	4,2%	5,6%
	Alemania (DAX)	19.094		9.495		19.325	-12,3%	20,3%	14,0%	5,9%	7,7%	7,5%
	Reino Unido (FTSE 100)	8.043		5.577		8.377	0,9%	3,8%	4,0%	3,1%	2,0%	1,9%
	Italia (MIB)	33.762		16.198		34.750	-13,3%	28,0%	11,2%	6,8%	7,5%	5,9%
	Portugal (PSI 20)	6.356		3.945		6.871	2,8%	11,7%	-0,6%	3,4%	3,8%	2,1%
	Suiza (SMI)	11.704		7.808		12.876	-16,7%	3,8%	5,1%	-2,2%	2,7%	2,8%
LatAm	México (MEXBOL)	51.097		34.555		57.386	-9,0%	18,4%	-11,0%	-0,2%	3,4%	1,7%
	Brasil (IBOVESPA)	127.698		40.406		136.004	4,7%	22,3%	-4,8%	6,3%	3,7%	9,4%
	Argentina (MERVAL)	2.012.041		8.490		2.012.041	142,0%	360,1%	116,4%	176,7%	130,4%	70,4%
	Chile (IPSA)	6.509		3.487		6.644	22,1%	17,8%	5,0%	13,2%	7,7%	5,2%
Asia	Japón (NIKKEI)	38.722		15.576		40.369	-9,4%	28,2%	15,7%	9,4%	10,8%	8,3%
	Hong-Kong (HANG SENG)	19.823		14.687		32.887	-15,5%	-13,8%	16,3%	-7,8%	-5,5%	-1,9%
	Corea (KOSPI)	2.417		1.755		3.297	-24,9%	18,7%	-9,0%	-6,6%	2,5%	2,2%
	India (Sensex)	77.691		23.002		84.300	4,4%	18,7%	7,5%	8,6%	14,0%	10,7%
	China (CSI)	4.111		2.877		5.352	-21,6%	-11,4%	19,8%	-5,6%	1,0%	4,8%
Mundo	MSCI WORLD	3.773		1.547		3.773	-19,5%	21,8%	19,1%	5,4%	10,7%	8,2%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 13 de noviembre de 2024

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			Ratios		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	2024	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	11.919		4.204		11.919	-18,1%	23,8%	20,6%	7,0%	12,5%	10,1%	21,69	1,72
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	2.782		1.352		2.868	-4,7%	9,1%	11,2%	6,0%	6,8%	6,5%	15,13	3,52
	MSCI World Momentum	4.760		1.454		4.760	-17,8%	11,8%	32,4%	5,9%	13,3%	12,5%	22,32	1,68
	MSCI World Quality	5.105		1.456		5.114	-22,2%	32,4%	22,2%	8,2%	15,3%	13,0%	26,31	1,27
	MSCI World Minimum Volatility	5.254		2.510		5.286	-9,8%	7,4%	14,6%	4,4%	6,0%	7,7%	18,97	2,24
	MSCI World Value	14.304		6.429		14.345	-6,5%	11,5%	16,0%	7,0%	8,6%	7,0%	16,11	2,78
	MSCI World Small Cap	738		318		738	-18,8%	15,8%	12,8%	0,6%	8,4%	8,0%	20,93	1,96
	MSCI World Growth	11.755		3.389		11.755	-29,2%	37,0%	25,0%	6,5%	15,6%	12,8%	32,04	0,74
	Sector	Energía	503		164		508	46,0%	-2,5%	9,3%	17,0%	10,2%	3,4%	11,75
Materiales		597		229		649	-10,7%	-12,9%	1,4%	1,8%	8,6%	6,9%	18,53	2,52
Industriales		649		238		649	-13,2%	-18,8%	19,1%	8,0%	10,9%	9,6%	21,92	1,68
Consumo Discrecional		623		225		623	-33,4%	-26,0%	16,4%	1,0%	11,9%	10,9%	21,44	1,22
Consumo Básico		478		273		504	-6,1%	-2,3%	7,1%	2,2%	5,2%	5,8%	19,78	2,77
Salud		548		246		598	-5,4%	-3,6%	7,8%	3,0%	9,1%	8,1%	21,92	1,64
Financiero		345		125		345	-10,2%	-13,9%	28,8%	9,5%	11,7%	8,8%	13,65	2,70
Tecnología		959		152		959	-30,8%	-34,8%	32,6%	12,7%	22,8%	19,9%	34,02	0,65
Inmobiliario		2.145		1.283		2.450	-25,9%	-9,2%	7,3%	-2,1%	2,8%	4,9%	35,83	3,41
Servicios de comunicación		247		106		247	-36,9%	-31,3%	32,1%	5,1%	11,9%	7,9%	20,51	1,17
Servicios Públicos		364		186		384	-4,7%	-0,3%	16,3%	5,8%	6,0%	6,3%	16,62	3,40

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 13 de noviembre de 2024

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	10 años			Variación en pb		Pendiente en pb 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Rango últimos 10 años			Mes	Año	
						Mínimo	Rango	Máximo			
Desarrollados											
EEUU	AA+	5,00%	4,34%	4,41%		0,53%		4,93%	53	9	0,07
Alemania	AAA	3,50%	2,16%	2,38%		-0,70%		2,84%	36	-6	0,22
Francia	AA-	3,50%	2,39%	3,16%		-0,40%		3,43%	60	14	0,77
Italia	BBB	3,50%	2,68%	3,67%		0,54%		4,78%	-4	-57	0,99
España	A	3,50%	2,47%	3,13%		0,05%		3,93%	14	-34	0,66
Reino Unido	AA	5,00%	4,51%	4,52%		0,10%		4,52%	98	34	0,01
Grecia	BBB-	3,50%	2,21%	3,27%		0,61%		15,42%	21	-42	1,06
Portugal	A-	3,50%	2,24%	2,88%		0,03%		4,19%	22	-26	0,63
Suiza	AAA	1,25%	0,27%	0,37%		-1,05%		1,58%	-29	-46	0,10
Japón	A+	0,25%	0,53%	1,05%		-0,27%		1,07%	44	38	0,52
Emergentes											
Brasil	BB	10,75%	13,38%	12,81%		6,49%		16,51%	245	191	-0,57
México	BBB	10,75%	10,14%	10,10%		5,24%		10,20%	114	69	-0,04
Chile	A	5,50%	5,05%	5,71%		2,19%		6,79%	24	-11	0,66
Argentina	CCC	40,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB+	10,75%	8,52%	10,78%		5,39%		13,79%	82	-2	2,26
Turquía	B+	50,00%	39,15%	28,16%		6,98%		28,47%	450	387	-10,99
Polonia	A-	5,75%	5,04%	5,76%		1,16%		8,37%	55	24	0,72
China	A+	2,29%	1,42%	2,07%		2,07%		3,91%	-49	-62	0,65
India	BBB-	6,50%	6,72%	6,84%		5,84%		8,02%	-34	-44	0,13

* 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 13 de noviembre de 2024

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,0624		0,98		1,24	-3,8%	-2,5%	-0,7%	-1,6%			
EUR/GBP	0,83		0,70		0,92	4,0%	-0,8%	-0,5%	0,4%			
EUR/CHF	0,94		0,93		1,20	-1,0%	4,0%	3,0%	2,5%			
EUR/JPY	165		114		172	5,7%	-7,5%	-6,2%	-1,2%			
EUR/PLN	4,34		4,04		4,86	0,0%	2,2%	-0,3%	-0,3%			
GBP/USD	1,27		1,12		1,57	0,1%	-1,7%	-0,2%	-2,0%			
USD/CHF	0,88		0,84		1,03	-4,7%	1,4%	2,3%	0,8%			
USD/JPY	155		101		161	-8,9%	-9,7%	-6,9%	-2,8%			
USD/MXN	20,48		14,75		24,17	-17,1%	0,1%	-1,2%	-4,1%			
USD/ARS	997,80		8,47		997,80	-19,0%	-53,5%	-43,1%	-37,9%			
USD/CLP	985		594		985	-10,8%	-6,7%	-4,0%	-4,9%			
USD/BRL	5,76		2,66		5,79	-15,6%	-1,8%	-6,2%	-7,6%			
USD/COP	4.452		2.376		4.940	-13,4%	-4,4%	-5,0%	-7,0%			
USD/CNY	7,21		6,20		7,32	-1,5%	-4,0%	-0,5%	-1,6%			
EUR/SEK	11,57		9,17		11,88	-3,8%	-4,7%	-1,6%	-2,2%			
EUR/NOK	11,77		8,45		11,97	-4,6%	-5,4%	-3,0%	-3,2%			

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	2024	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	72,9		18		124	5,5%	-4,6%	-6,0%	-3,9%	3,0%	-0,5%
Petróleo (W. Texas)	68,8		19		115	6,7%	-10,7%	-4,0%	-5,2%	3,9%	-1,0%
Oro	2.614,0		1.060		2.749	-0,1%	13,4%	26,2%	11,8%	12,1%	8,2%
Cobre	9.142,0		4.561		10.375	-13,9%	2,2%	6,8%	-2,0%	9,5%	3,1%
Índice CRB	279,4		117		317	19,5%	-5,0%	5,9%	5,6%	9,2%	0,5%
Gas Natural (USA)	2,9		3		6	33,5%	-32,4%	-18,6%	-5,7%	1,0%	-5,5%
Gas Natural (Europa)	43,4		15		107	8,5%	-57,6%	34,0%	-16,9%	22,6%	6,9%

"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	26,9% 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	20,6% RV Mundial
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.	17,9% RV España
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	17,0% RV Japón
RV Europa	Eurostoxx50 TR	8,6% RV España	0,3% Gobierno Zona Euro	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	12,7% RV Japón	-9,5% RV Europa	22,2% RV Europa	10,8% Materias Primas
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	10,70% RV Emergente
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	9,80% RV Emergente	7,8% HY Global
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	7,5% RV Europa
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	4,2% 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	3,4% Liquidez
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	2,5% 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	22,0% Materias Primas	0,3% Gobierno Zona Euro

+ Rentabilidad -

*Datos a 13 de noviembre 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.

Investment Strategy Global Team

Santander
Private Banking



Kamran Butt
Global CIO at Santander Private Banking



Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA
Global Investment Strategy at Santander Private Banking



Cristina González Iregui
Global Investment Strategy at Santander Private Banking



Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA
CIO at Santander Private Banking International



Michelle Chan
Macro Strategist at Santander Private Banking International



Olivia Estrugo
Analyst at Santander Private Banking International



Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA
CIO at Santander Private Banking España



Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA
ED Director de Análisis y Estrategia Santander Private Banking España



Felipe Arrizubieta
VP Análisis y Estrategia Santander Private Banking España



Kevin Esteban Iglesias
Research & Business Intelligence Analyst Santander Private Banking España



Gustavo Schwartzmann
MD of Discretionary Portfolio Management at Santander Private Banking Brazil



Christiano Clemente
CIO at Santander Private Banking Brazil



Priscila Deliberalli
Head of Economics at Santander Private Banking Brazil



Fernando Buendía
Head of Products & Investments UHNW at Banco Santander México



Bruno Almeida
Oferta de Poupança e Investimento at Banco Santander Portugal



Piotr Tukendorf, CFA
Portfolio Manager at Santander Bank Polska S.A.



Antonio Uriel
Santander Private Banking Argentina



Miriam Thaler
CIO | Head of Products & Investments at Banco Santander International SA



Joaquín Beristain Cisternas
Head of Investment Advisory at Santander Private Banking Chile

Aviso 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.

