

CONSILIO



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF

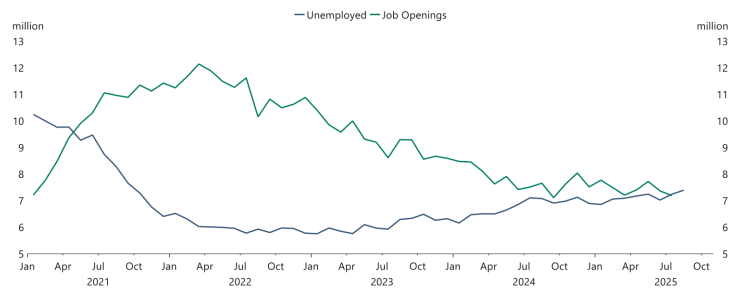


ESTRATEGIA
OCTUBRE, 2025



CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF

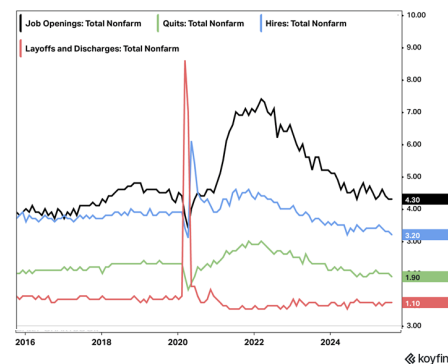
Desempleados vs. Job Openings (JOLTS)



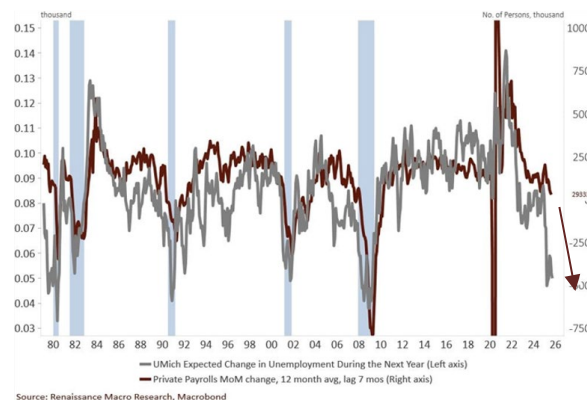
Sources: Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, Apollo Chief Economist

- ✓ El paro en **julio** en EE.UU., arrojó la cifra de **7,4 millones de desempleados**, mientras que el número de puestos de trabajo vacantes (**Job Openings – JOLTS**) se situó en **7,2 millones**. Es la primera vez desde **2021** que el número de desempleados ha superado a los **Job Openings**. Además, el dato de **payrolls** (trabajadores en nómina), se revisó a la baja en **911.000 trabajadores**, lo que indica que el crecimiento mensual del empleo en 2025 ha sido la mitad de lo publicado hasta la fecha (gráf sup izq)
- ✓ En **agosto**, el dato de **puestos vacantes (Job Openings – JOLTS)** se mantuvo estable en **4,3%**, en línea con las expectativas. El ratio de **contrataciones (hires)** cayó hasta **3,2%** desde 3,3% y el ratio de **abandonos voluntarios (quits)** cayó hasta **1,9%** desde 2%. **Todos ellos siguen mostrando debilidad** (gráf sup der)
- ✓ A pesar del **efecto riqueza** en los consumidores provocado por la subida en las bolsas, éstos esperan un **empeoramiento del empleo el próximo año** (gráf inf der)

JOLTS (puestos vacantes), Hires (contrataciones y Quits (abandonos voluntarios en agosto (en %)



Expectativas de variación del empleo por parte de los consumidores americanos y evolución del empleo con decalaje de 7 meses

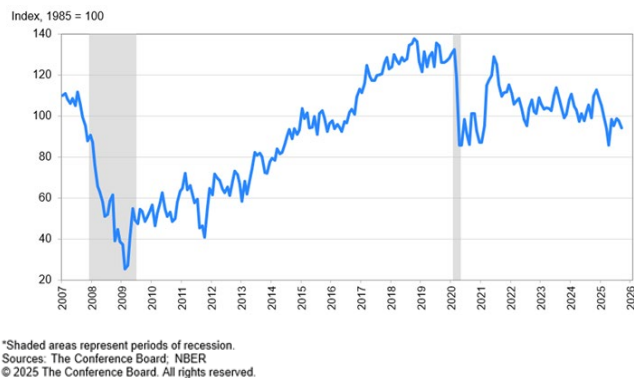


Indicador de sorpresas macro

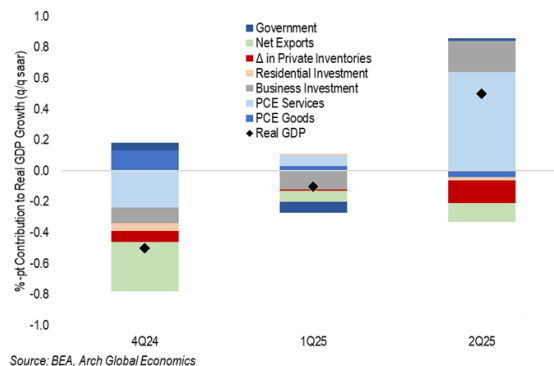


- ✓ Aunque las **sorpresas macro de septiembre** apuntaban a la baja la mejoría de algunos datos publicados en la última semana del mes han llevado el indicador a terreno positivo por primera vez desde mediados de junio (gráf sup izq)
- ✓ La **Confianza del Consumidor** cayó en septiembre a su nivel más bajo desde abril de 2025 y ha registrado su mayor caída en 1 año (gráf inf izq)
- ✓ No obstante, la revisión del **PIB americano del 2T** fue muy favorable: sube 50 puntos básicos hasta el 3,8% desde el 3,3% anterior. Toda la revisión al alza se debió a un gasto del consumidor en servicios más fuerte de lo que se había informado previamente, inversión empresarial y un pequeño aumento en el consumo del gobierno (graf inf der)

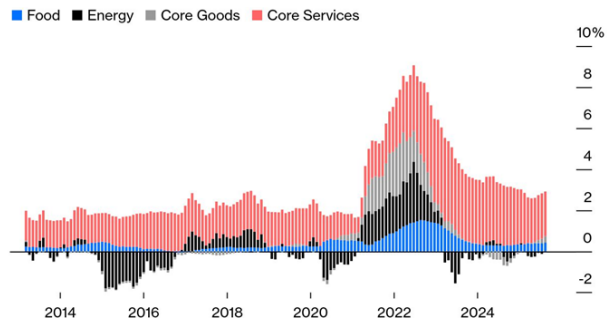
Confianza del Consumidor Conference Board



Revisión del dato de PIB del 2T y contribución al mismo



IPC e inflación subyacente en EE.UU.

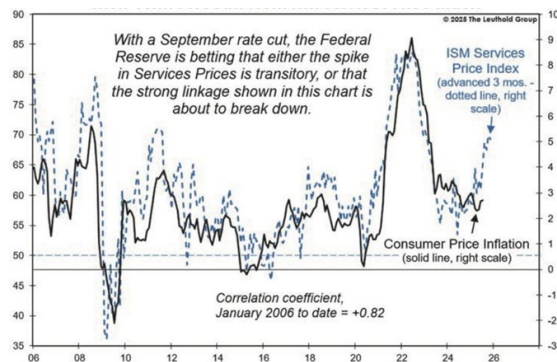


Source: Bloomberg Economic Analysis

Bloomberg Opinion

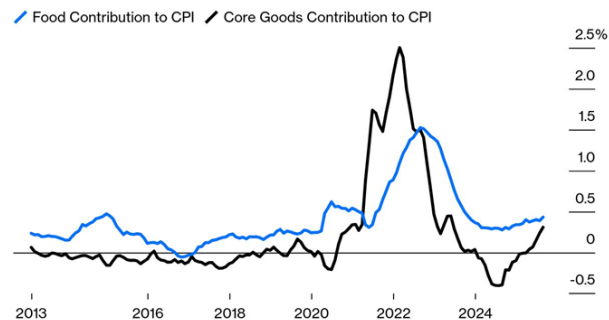
- ✓ Aunque el IPC americano en agosto se apuntó una subida de **+0,4%**, la mayor desde el inicio del año frente al +0,3% que se esperaba, la subyacente se situó en **+0,3%**, en línea con lo esperado. Las tasas interanuales quedan en **+2,9%** y **+3,1%** para el IPC y para la inflación subyacente, respectivamente. Ambas en línea con lo esperado, lo que permitió nuevas bajadas de tipos por la Fed (gráf sup izq)
- ✓ El dato más preocupante ha sido el repunte de la inflación de servicios ya que presenta una histórica correlación con la evolución del IPC (gráf inf izq)
- ✓ Al margen de los servicios, la contribución de los bienes excluyendo energía y alimentos y la inflación subyacente de los alimentos está dando síntomas de **aceleración**. Son estas partidas, a priori, las que se deberían ver más afectadas por la imposición de los **aranceles** (graf inf der)

Inflación y expectativas de precios a corto plazo del sector servicios



Fuente: Leuthold Group

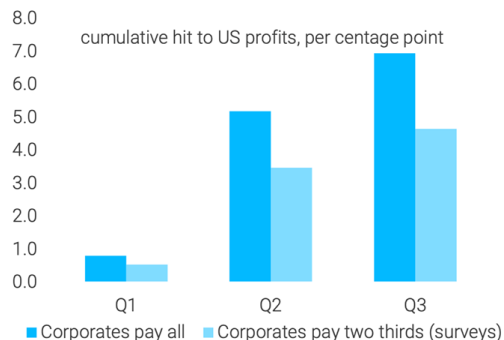
Impacto de los aranceles sobre los precios de los alimentos



Source: Bloomberg Economic Analysis

Bloomberg Opinion

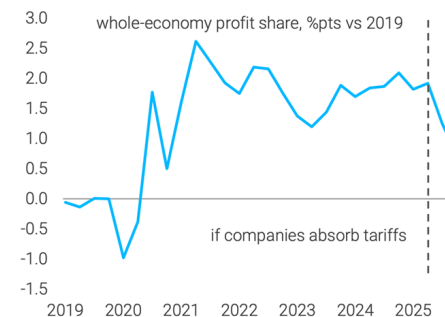
Impacto de los aranceles en los beneficios empresariales de las empresas americanas



Source: BEA, TS Lombard estimates

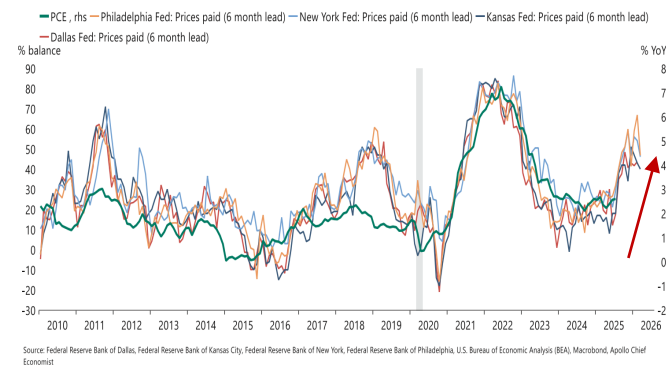
- ✓ Incluso en el caso de que las empresas asumieran la totalidad del coste de los aranceles, el impacto sería alrededor de un **5%** de media considerando los **3 primeros trimestres** del año. Este impacto sería inferior del que inicialmente el mercado estimó (gráf sup izq)
- ✓ Y aunque los **márgenes de beneficios** se verían impactados, todavía se situarían por encima de los márgenes de las empresas americanas en 2019 (gráf sup der)
- ✓ El dato del **deflactor de consumo personal** registró un incremento de +0,3% en agosto, tanto en el indicador general como en el subyacente; ambos en línea con lo esperado. El dato interanual se situó en **+2,7%** y **+2,9%** la subyacente, también en ambos casos, en línea con lo esperado. No obstante, la inflación de consumo sigue alta, muy por encima del objetivo del banco central y los indicadores adelantados apuntan a una aceleración de ésta (graf inf der).

Peso de los márgenes de beneficios en la economía americana respecto a 2019 (%)



Source: BEA, TS Lombard estimates

Deflactor del Consumo Personal e Indicadores de la Fed de Philadelphia, New York, Kansas y Dallas (adelantados 6 meses)



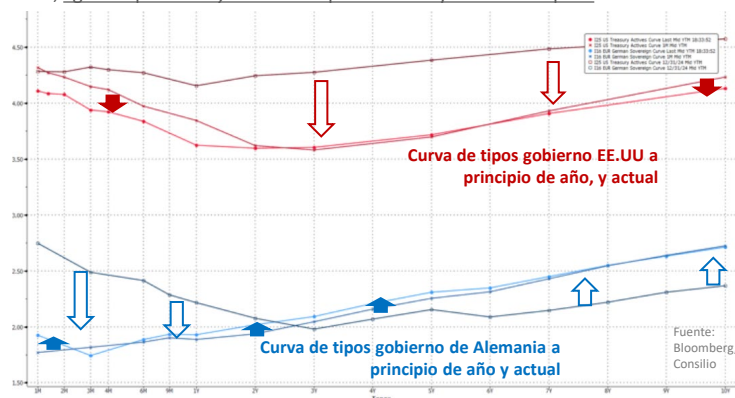
ACTIVOS: RENTA FIJA

EN EL MES, LIGERO REPUNTE DE LAS *YIELDS* EUROPEAS CON IMPACTO LIMITADO EN RENTABILIDAD

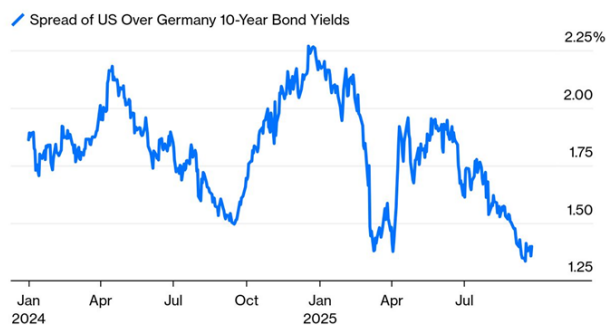
FIXED INCOME	%1M	%12M	%YTD
GLOBAL INVEST GRADE CORP BONDS	1,2%	5,0%	9,46%
GLOBAL HIGH YIELD CORP BONDS	0,7%	8,4%	9,39%
BARCLAYS WORLD GOVT INFLATION LINKED BONDS	0,1%	3,7%	5,16%
MARKIT IBOXX USD TREASURIES TOTAL RETURN	0,9%	1,6%	5,37%
US GOVT BONDS 1-3 YR	0,3%	3,8%	3,98%
US GOVT BONDS 1-10 YR	0,3%	3,3%	5,29%
US GOVT BONDS > 10 YR	3,1%	-4,1%	5,64%
US CORPORATES TOTAL RETURN	1,5%	3,3%	6,88%
US HIGH YIELD CORPORATES	0,8%	7,4%	7,22%
EURO GOVT BONDS	0,7%	-0,4%	0,30%
EURO GOVT BONDS 1-3 YR	0,1%	2,4%	1,85%
EURO GOVT BONDS 1-10 YR	0,3%	1,6%	1,83%
EURO GOVT BONDS > 10 YR	1,7%	-5,5%	-3,61%
EURO INVEST GRADE CORP BONDS	0,5%	3,3%	2,76%
EURO HIGH YIELD CORP BONDS	0,5%	6,5%	4,65%
SPAIN GOVT BONDS 1-10 YR	0,4%	1,9%	1,98%
SPAIN GOVT BONDS > 10 YR	2,1%	-2,4%	-1,47%
EMERGING MARKETS GOVT BONDS	1,2%	7,0%	9,06%

Fuente: Bloomberg, Consilio

En el año, los **tipos americanos** se han desplazado a la **baja**, mientras que los **europeos** lo han hecho al alza en los plazos largos y a la **baja** en los cortos. En el mes, **ligero repunte de yields** en los plazos corto y medio europeos



Fruto del anterior movimiento en las *yields* de la curva de **bonos del Tesoro americano** respecto de las *yields* del **bono alemán**, el diferencial entre la *yield* de los bonos a 10 años de ambas regiones es hoy menor que tras el "Liberation Day"



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

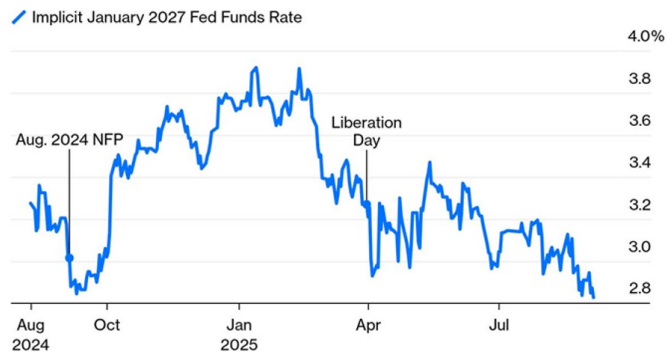
Los bonos vuelven a ser una alternativa a la renta variable: hoy la **yield** del **bono americano a 10 años** es superior a la **yield** de la **bolsa americana** (*earnings yield* o 1/PER del S&P 500 Index)



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

Tipo implícito de la Fed para principio de 2027



Source: Bloomberg World Interest Rate Probabilities

Bloomberg Opinion

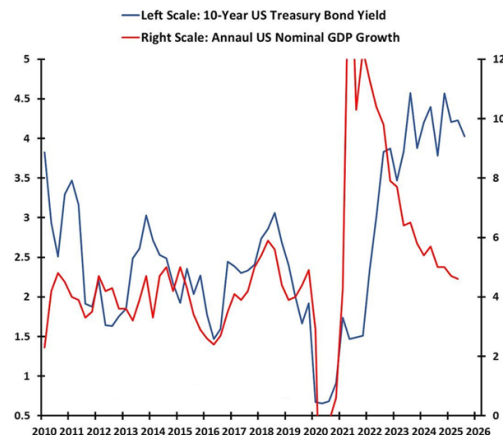
- ✓ Los mercados vuelven a esperar tasas por debajo del 3% para finales del próximo año en EE.UU., la proyección más baja desde **septiembre** del año pasado (gráf sup izq)
- ✓ Los **rendimientos de los bonos se han separado significativamente de las expectativas de inflación desde 2022**. Si las expectativas de inflación fuesen correctas, la yield de los bonos debería caer (gráf inf izq)
- ✓ La **actividad económica** ha vuelto a su rango previo a la pandemia, pero los rendimientos de los bonos son mucho más altos que entonces. Dado que la Fed está flexibilizando, en coherencia con ese crecimiento anémico, la yield del bono a 10 años debería caer hasta niveles del 3% (graf inf der)

Yield del bono americano a 10 años y expectativas de inflación a 10 años



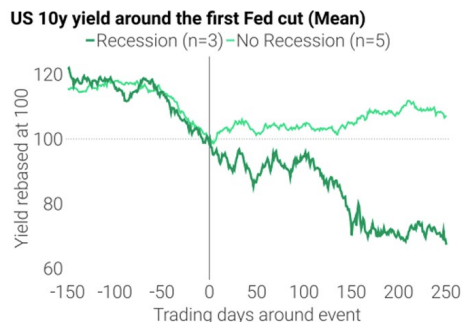
Fuente: Paulsen Perspectives

Yield del bono americano a 10 años y crecimiento anual del PIB americano



Fuente: Paulsen Perspectives

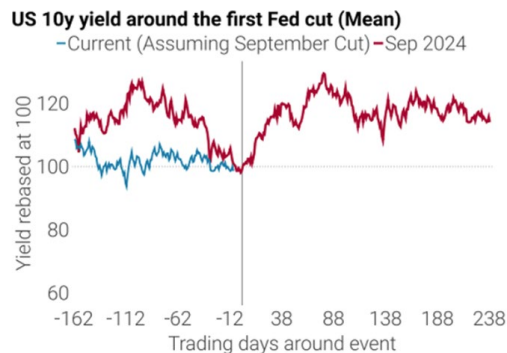
Evolución de la *yield* del bono americano a 10 años tras la primera bajada de tipos



Sources: Macrobond, GlobalData TS Lombard.

- ✓ Antes del primer recorte, los **bonos del Tesoro** tienden a subir, ya que el mercado va incorporando gradualmente expectativas de tasas más bajas. Sin embargo, una vez que comienza el ciclo de flexibilización, el desempeño de los bonos del Tesoro depende de si la economía entra en recesión o no (gráf sup izq)
- ✓ Los recortes de la Fed no significan necesariamente rendimientos más bajos del bono a 10 años. En 2024, los rendimientos aumentaron cuando la Fed recortó los tipos de interés (gráf inf izq)
- ✓ En las **recesiones**, las bajadas de tipos por parte de la Fed han superado históricamente las expectativas del mercado (graf inf der)

Evolución de la *yield* del bono americano a 10 años en 2024



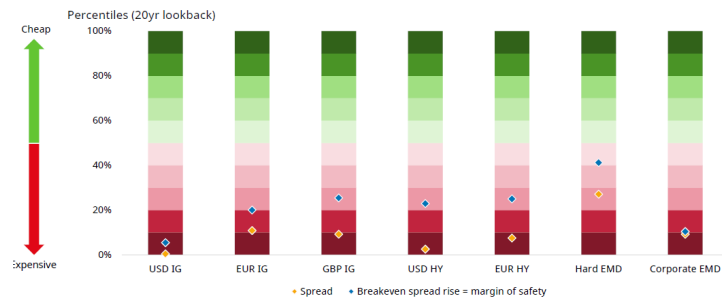
Sources: Macrobond, GlobalData TS Lombard.

Expectativas de bajadas de tipos por la Fed y bajadas finalmente materializadas



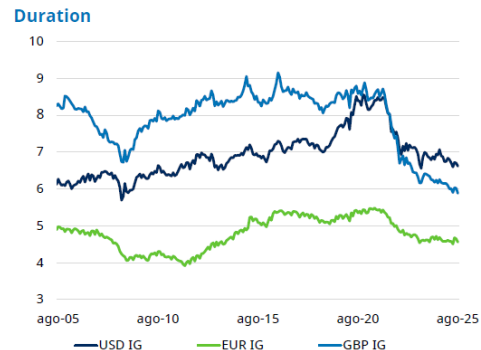
Source: Bloomberg, Goldman Sachs, FOMC. Data as of 12 September 2025.

Spreads de crédito y Breakeven spread rise (margen de seguridad)



Forecasts included are not guaranteed and should not be relied upon. Analysis ignores losses arising from bonds defaulting or being downgraded. Source: Schroders, LSEG Datastream, ICE Data Indices, J.P. Morgan, As of 31 August 2025. Lookback period 20yrs. Please see relevant disclaimers on page 44.

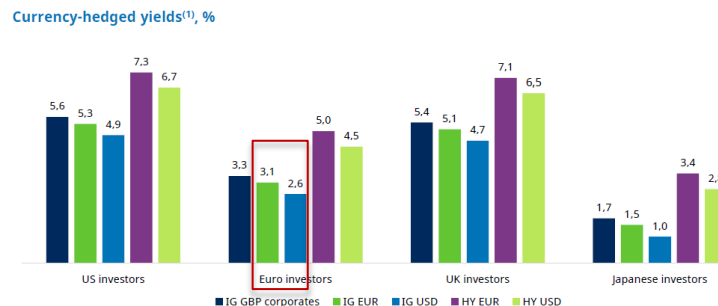
Duración de los índices de grado de inversión



Charts show Macaulay duration over the 20 years to 31 August 2025. Source: Schroders, LSEG Datastream, ICE Data Indices.

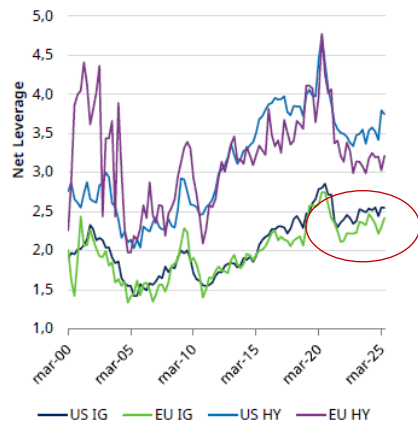
- ✓ Los diferenciales de crédito están en niveles mínimos pero, al haber yield en la renta fija, el margen de seguridad (ampliación de spread que debería producirse para generar pérdidas) ofrece una relativa protección para la inversión en crédito corporativo. Esto es más evidente en **bonos europeos** que en americanos (gráf sup izq)
- ✓ La razón del anterior margen de seguridad es que la duración de los índices de crédito es hoy la más baja en 20 años (por lo que es preciso un repunte de yield mayor para generar la misma caída en el precio del bono) (gráf sup der)
- ✓ Para un inversor en euros la yield de los **bonos europeos** es relativamente superior a la que ofrecen los **bonos americanos con divisa cubierta** (gráf inf der)

Yields con divisa cubierta para los inversores de las diferentes geografías



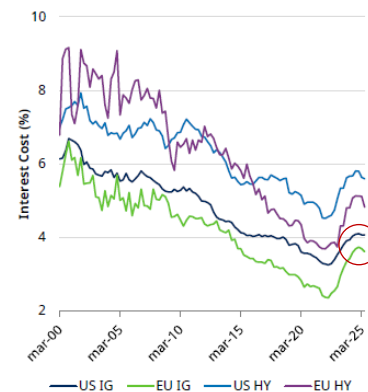
Source: Schroders, LSEG Datastream, ICE Data Indices, J.P. Morgan, Data as at 31 August 2025. Please see relevant disclaimers on page 44.
(1) Hedged yield is local currency yield minus annualised 3-month FX hedging cost/return (see slide 29).

Apalancamiento neto



Data to Q2 2025. Source: Schroders, Bloomberg as at 6th August 2025

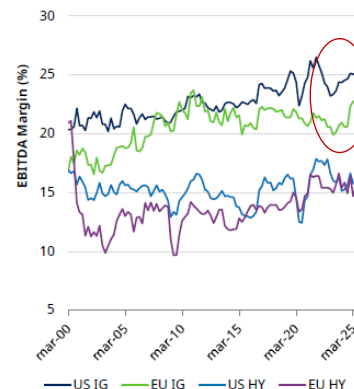
Coste de la deuda



Data to Q2 2025. Source: Schroders, Bloomberg as at 6th August 2025

- ✓ El **nivel de endeudamiento** actual de las compañías con **grado de inversión** se mantiene en niveles estables mostrando la salud financiera de los emisores (gráf sup izq)
- ✓ El **coste de la deuda** ha alcanzado ya el pico de subidas tras los aumentos en las tasas de interés de los últimos años e iniciado su descenso lo que debería favorecer una menor tensión financiera de las compañías también por este lado (gráf sup der)
- ✓ Por otro lado, los **márgenes de beneficios** de las compañías con **grado de inversión** siguen al alza lo que refuerza la solidez de los balances (gráf inf der)

Margen de beneficio



Data to Q2 2025. Source: Schroders, Bloomberg as at 6th August 2025

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

MES DE SUBIDAS EN BOLSA APUNTALADA POR LOS RECORTES EN LAS TASAS DE INTERÉS

EQUITIES	%1M	%12M	%YTD
MSCI WORLD	3,4%	15,9%	14,18%
MSCI WORLD VALUE	1,5%	10,1%	14,89%
MSCI WORLD GROWTH	4,5%	23,0%	17,28%
S&P500	3,6%	18,7%	14,83%
DOW JONES INDUSTRIAL	2,0%	12,0%	10,47%
NASDAQ 100	5,5%	25,7%	18,10%
RUSSELL 2000	3,1%	12,4%	10,39%
RUSSELL 1000 VALUE	1,5%	9,9%	11,65%
RUSSELL 1000 GROWTH	5,3%	26,5%	16,71%
STOXX 600	1,3%	10,7%	13,21%
EUROSTOXX 50	3,1%	14,3%	15,38%
DAX 30	-0,7%	24,3%	19,95%
IBEX 35	3,6%	38,2%	37,61%
MSCI EUROPE VALUE	0,4%	14,1%	15,68%
MSCI EUROPE GROWTH	2,2%	0,0%	4,16%
TOPIX	1,0%	15,0%	11,13%
SHANGAI SHENZEN CSI 300	4,6%	17,3%	17,94%
MSCI EMERGING MARKETS	6,5%	17,1%	27,53%
MSCI ASIA ex JAPAN	6,0%	16,9%	26,82%
MSCI LATAM	6,6%	20,6%	43,08%
MSCI FRONTIER MARKETS	1,0%	36,7%	37,82%

Fuente: Bloomberg, Consilio

Las **acciones** suelen tener buen desempeño durante los ciclos de flexibilización que no terminan en recesión; en promedio, suben entre un **15%** y un **20%** en los 12 meses posteriores al primer recorte

S&P 500 performance around first Fed cut (Mean)



Sources: Macrobond, GlobalData TS Lombard.

El mini-ciclo de bajadas de tipos en el segundo semestre de 2024 no fue una excepción

S&P 500 performance around first Fed cut



Sources: Macrobond, GlobalData TS Lombard.

Desde 1957, el retorno medio de las acciones tras la primera bajada de tipos por parte de la Fed ha sido positivo 1 año después, tanto sin recesión como con ella. No obstante, en el actual ciclo, la subida precedente ha sido significativa

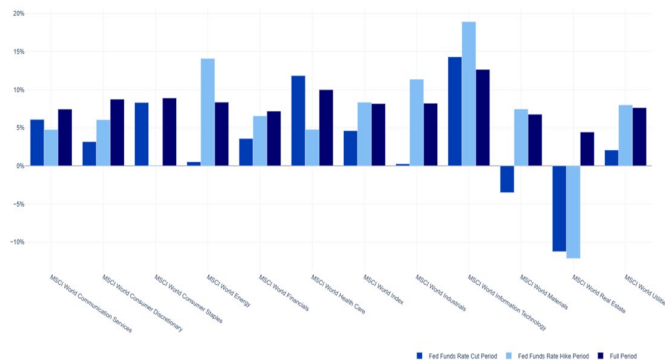


Source: Bloomberg Finance LP, NBER, Deutsche Bank

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

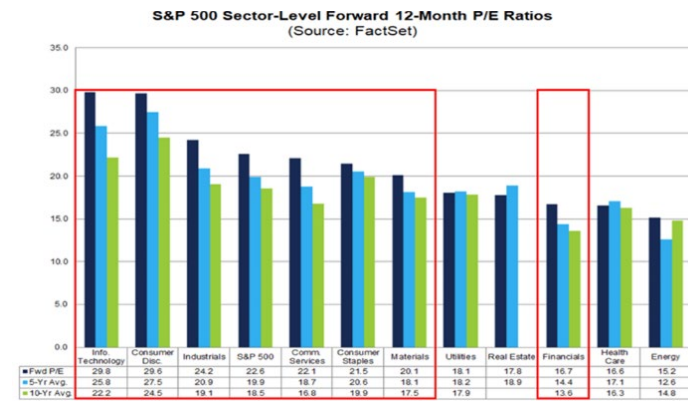
LAS EXPECTATIVAS DE BAJADAS DE TIPOS IMPULSAN AÚN MÁS AL ALZA UNAS VALORACIONES EXIGENTES

Retornos anualizados por sectores en épocas de bajadas y subidas en las tasas de interés



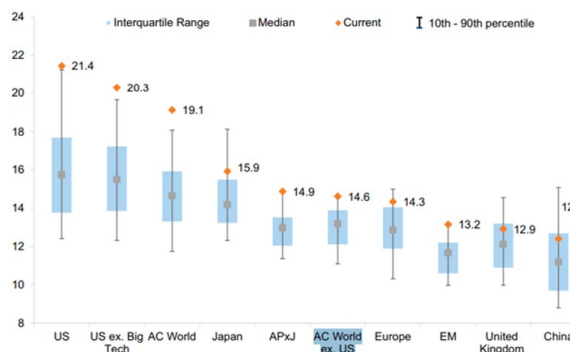
Fuente: Swisscanto

PER de los sectores del S&P 500



Fuente: FactSet

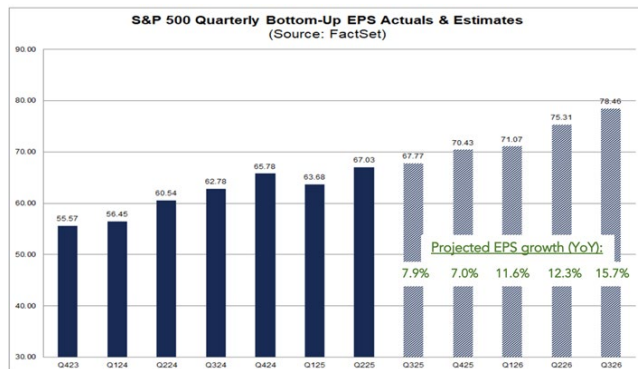
PER fwd 12m de las bolsas de las diferentes regiones



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

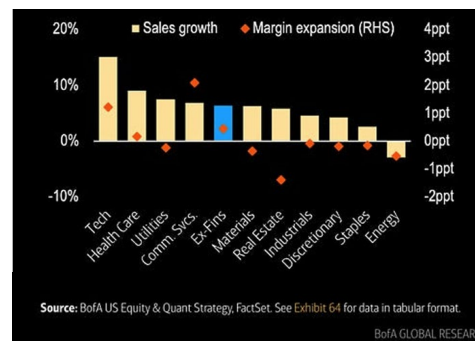
- ✓ En **ciclos de bajadas de tipos**, los sectores que mejor se han comportado han sido Tecnologías de la Información, Salud, Consumo Discrecional, Consumo Básico y Energía (graf sup izq)
- ✓ No obstante, en la actualidad, **en bolsa americana**, Tecnología de la Información, Consumo Discrecional, Industriales, Servicios de Comunicaciones, Consumo Básico, Materiales y Financieras, se encuentran en niveles de valoración que exceden de sus medias de 5 y de 10 años (gráfico superior der)
- ✓ Las **bolsas internacionales**, aunque con valoraciones mucho más contenidas que las americanas, tampoco están especialmente baratas en términos históricos (gráf inf izq)

Beneficio trimestral por acción del S&P 500 hoy y estimaciones a futuro



Fuente: Factsheet

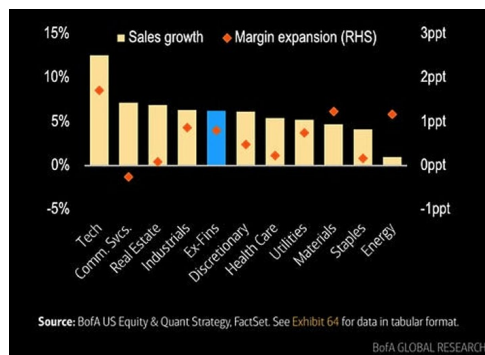
Análisis de consenso de estimaciones de crecimiento de ventas y expansión de márgenes por sectores en 2025



Source: BofA US Equity & Quant Strategy, FactSet. See Exhibit 64 for data in tabular format.

BofA GLOBAL RESEARCH

Análisis de consenso de estimaciones de crecimiento de venta y expansión de márgenes por sectores en 2026



Source: BofA US Equity & Quant Strategy, FactSet. See Exhibit 64 for data in tabular format.

BofA GLOBAL RESEARCH

- ✓ Los analistas esperan que el crecimiento trimestral de las ganancias del S&P 500 se acelere hasta alcanzar cifras de **dos dígitos** a mediados de 2026 (gráf sup izq)
- ✓ La expansión de márgenes en 2025 ha sido impulsada principalmente por las grandes empresas tecnológicas, (gráfico superior derecho)
- ✓ No obstante, en **2026** se espera que el crecimiento de **ventas** y la expansión de **márgenes** revierta hacia otros sectores (gráf inf izq)

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

YIELDS DE LA DEUDA A LA BAJA Y MEJORA DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS APOYAN EL RALLY BURSÁTIL

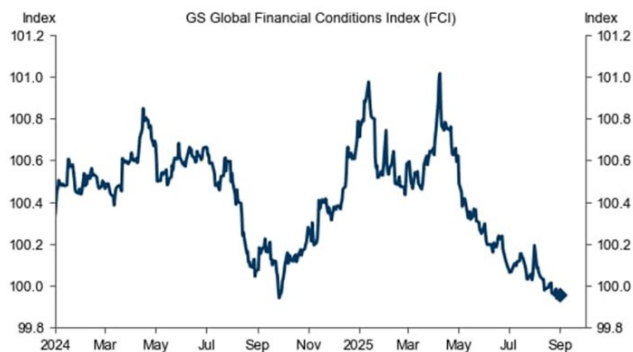
MSCI World Index y yield del bono del Tesoro a 10 años



S&P 500 Index y yield del bono del Tesoro a 30 años



Global Financial Conditions Index



Fuente: Goldman Sachs

- ✓ La caída de los rendimientos de los bonos desde niveles que históricamente han impactado negativamente a la bolsa está también impulsando las **subidas de las acciones** (gráf sup izq)
- ✓ Potenciales caídas adicionales de la yield de los bonos podrían seguir impulsando a las acciones al alza, si bien, éstas no pueden darse por descontadas, tanto por el temor a una inflación futura más alta de lo esperado como por la presión por los desequilibrios presupuestarios (gráfico superior der)
- ✓ La subida en las bolsas y en los activos de riesgo en general ha propiciado una relajación de las condiciones financieras hasta niveles no vistos en 12 meses (gráf inf izq)

Peso de las 7 Magníficas en la capitalización del S&P 500



Source: Bloomberg, Apollo Chief Economist

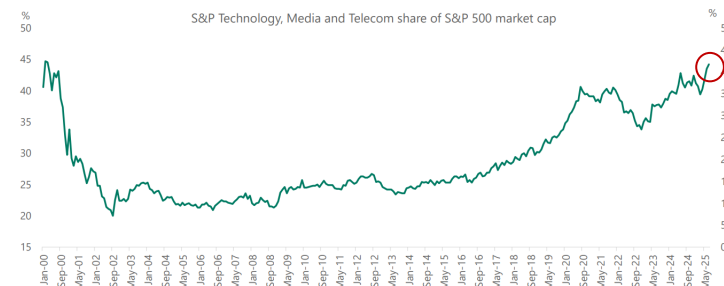
- ✓ De la subida de la bolsa americana desde la aparición de **Chat GPT** en 2022 (**USD21Tr**), un 55% se corresponde con la revalorización de solo 10 compañías (entre las que se incluyen Amazon, Broadcom, Meta y Nvidia) cuyos negocios están todos vinculados a Inteligencia Artificial (IA). Fruto de ello, las 7MAG representan >30% de la capitalización bursátil del S&P 500 (gráf sup izq)
- ✓ Aunque los ingresos derivados de la IA están creciendo rápidamente, tan sólo representan hoy **USD50bn anuales**, lo que supone tan solo un **2%** de los más de **USD29Tr** que, según Morgan Stanley, en los próximos 3 años se invertirán en centros de datos globalmente (excluyendo el coste de la energía). Las valoraciones de las tecnológicas, reflejan sin embargo que las actuales tasas de crecimiento se mantendrán a futuro (gráf superior derecho)
- ✓ Fruto de ello, el peso del sector TMT en el S&P 500 es hoy mayor que el que registró en la burbuja tecnológica (gráf inf der)

Peso de la mayor compañía del S&P 500 y valoración en términos de PER



Source: Bloomberg, Apollo Chief Economist

Peso del sector TMT hoy y durante la burbuja tecnológica

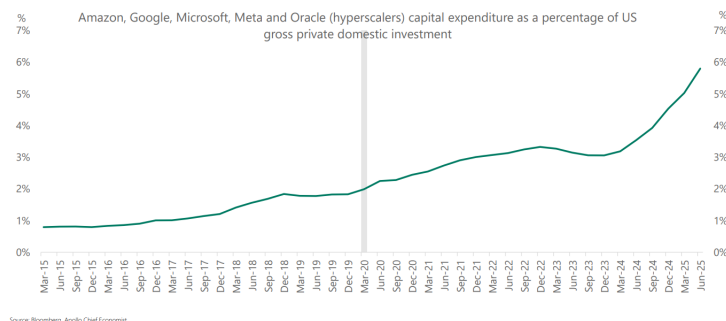


Source: Bloomberg, Apollo Chief Economist

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

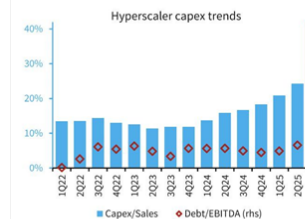
IA: GRANDES INVERSIONES CON RETORNOS POR DEMOSTRAR PERO BALANCES SÓLIDOS Y ALTO CRECIMIENTO

Capex de los hyperscalers respecto al PIB de EE.UU.



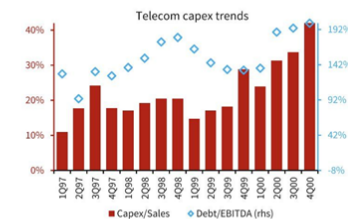
Capex sobre ventas hoy de los hyperscaleres y de las compañías de telecomunicaciones durante el pinchazo de la burbuja .com

Hyperscaler capex has trended up vs. sales, but has stayed below 25%, while debt is a quarter of EBITDA



Source: Bloomberg, Barclays Research

During the dotcom era, telecom capex rose to >40% of sales, and debt was multiples of EBITDA

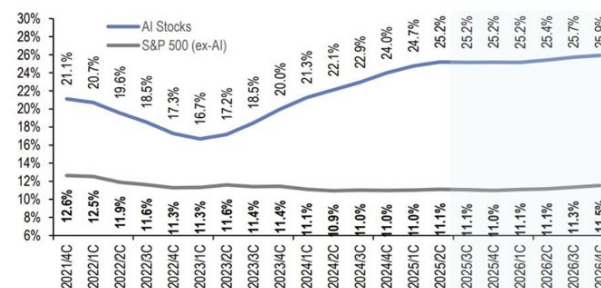


Telecom firms include AT&T, Verizon, Level 3, Lucent, Global Crossing, Worldcom and Qwest

Source: LSEG Data & Analytics, Barclays Research

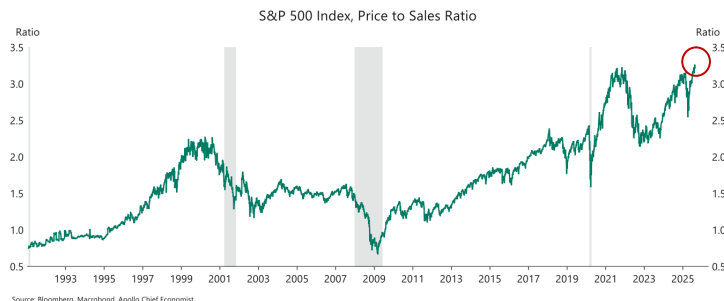
- ✓ El **Capex** de los *hyperscalers* se ha **uplicado** desde 2023 y representa ya un **6%** del PIB americano (gráf sup izq)
- ✓ Aunque la inversión de los *hyperscalers* está aumentando agresivamente, sigue representando alrededor del **25%** de las ventas, lo cual es relativamente prudente si se compara con los excesos durante la burbuja puntocom, cuando el gasto de capital de las principales empresas de telecomunicaciones superó el **40%** de las ventas (gráf sup der)
- ✓ El **crecimiento** hoy de las acciones vinculadas con la IA más que **uplica** el del resto de las compañías del S&P 500 Index lo que justificaría, en parte, su mayor valoración (gráf inf der)

Crecimiento de las acciones vinculadas con la IA



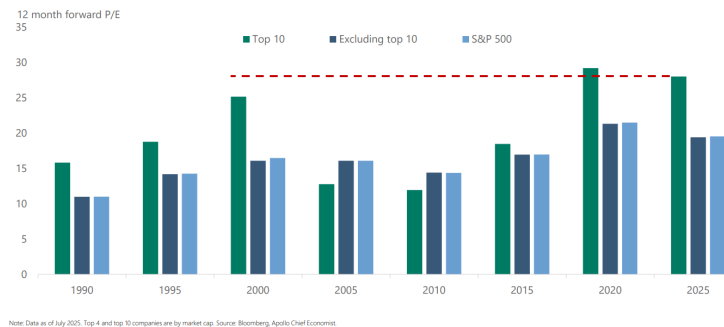
Fuente: JP Morgan

Precio sobre ventas del S&P 500

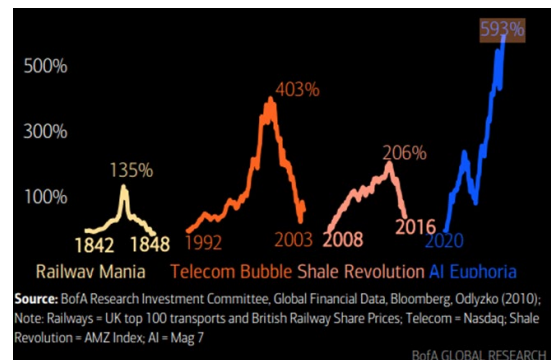


- ✓ La relación **precio sobre ventas** de las compañías del S&P 500 se sitúa hoy en niveles máximos históricos, por encima del alcanzado en la burbuja TMT (graf sup izq)
- ✓ La burbuja de valoración de la IA en términos de **PER fwd12 meses** es hoy mayor que la burbuja tecnológica a finales de los años 90 (gráfico superior derecho)
- ✓ Hoy nos encontramos con la mayor revalorización de la historia de índices relacionados con la adopción de las nuevas tecnologías. En todos los casos anteriores, tras los excesos se produjo la consiguiente corrección de valoraciones (gráf inf izq)

Valoración de las 10 principales compañías del S&P 500, excluyéndolas y valoración conjunta del índice



Rentabilidades de los índices de tecnologías nuevas antes y después del pinchazo de sus burbujas



WORLD EQUITY RATIOS																				
01-oct-25		LAST	EPS				GROWTH			MOMENTUM			VALUATION				PERFORMANCE			
			Actual	EPSf12	EPS25	EPS26	EPS24	EPS25	EPS26	%EPS 4Week	%EPS 6Month	RSI	PE Hoy	PEf12	PE25	PE26	YIELD	%YTD	%3YR ANN.	VOL
MSCI WORLD	MXWO Index	4.307	190,5	194,7	217,0	240,1	2,2%	11,4%	10,6%	0,1%	0,6%	66	22,6x	20,4x	19,8x	17,9x	1,7%	17,9%	24%	15%
	S&P500	6.688	261,6	268,3	302,3	335,3	2,5%	12,7%	10,9%	-0,1%	-0,5%	67	25,6x	22,8x	22,1x	19,9x	1,2%	14,8%	25%	19%
	DOW JONES	46.398	2031,4	2019,8	2256,9	2530,4	-0,6%	11,7%	12,1%	-0,3%	-3,0%	63	22,8x	21,1x	20,6x	18,3x	1,6%	10,5%	20%	17%
	NASDAQ100	24.680	746,5	807,0	922,0	1053,0	8,1%	14,2%	14,2%	0,4%	2,6%	68	33,1x	27,6x	26,8x	23,4x	0,7%	18,1%	32%	23%
	RUSSELL2000	2.436	71,1	70,7	99,4	121,9	-0,6%	40,7%	22,6%	-2,2%	-17,7%	60	34,3x	26,4x	24,5x	20,0x	2,1%	10,4%	15%	23%
	STOXX600	558	35,4	35,3	39,1	43,0	-0,3%	10,8%	10,1%	-0,4%	-6,1%	58	15,8x	14,6x	14,3x	13,0x	3,2%	13,3%	17%	14%
	EUROSTOXX50	5.530	337,2	332,4	361,9	401,2	-1,4%	8,9%	10,9%	-1,2%	-7,3%	64	16,4x	15,6x	15,3x	13,8x	2,9%	16,2%	23%	17%
	IBEX35	15.475	1202,4	1157,8	1200,1	1306,3	-3,7%	3,7%	8,8%	-0,5%	5,2%	64	12,9x	13,0x	12,9x	11,8x	3,9%	37,6%	34%	17%
	FTSE100	9.350	665,4	665,8	731,6	800,0	0,1%	9,9%	9,3%	0,3%	-4,0%	65	14,1x	13,1x	12,8x	11,7x	3,4%	17,7%	15%	12%
	DAX30	23.881	1372,2	1380,0	1590,3	1802,4	0,6%	15,2%	13,3%	-1,9%	-4,6%	54	17,4x	15,5x	15,0x	13,2x	2,6%	19,9%	25%	18%
TOPIX	TPX Index	3.095	176,7	181,6	202,2	218,7	2,8%	11,4%	8,2%	-0,1%	-3,2%	54	17,5x	15,7x	15,3x	14,2x	2,4%	13,7%	22%	20%
EMERGING MARKETS	MXEF Index	1.346	85,9	87,4	100,6	113,3	1,7%	15,2%	12,7%	0,2%	-1,5%	66	15,7x	13,8x	13,4x	11,9x	2,5%	28,2%	19%	16%
ASIA PACIFIC ex Japan	MXAPJ Index	699	41,3	41,2	47,1	52,9	-0,2%	14,4%	12,3%	0,1%	-2,3%	63	16,9x	15,3x	14,9x	13,2x	2,4%	25,9%	19%	16%
BRASIL	IBOV Index	146.237	14506,2	15621,3	17185,3	19710,9	7,7%	10,0%	14,7%	-0,2%	-10,6%	66	10,1x	8,7x	8,5x	7,4x	5,9%	21,6%	10%	16%
CHINA	SHCOMP Index	3.883	215,2	254,0	282,3	na	18,0%	11,1%	na	-0,3%	-5,4%	61	18,0x	14,1x	13,8x	na	2,7%	18,5%	12%	20%
INDIA	SENSEX Index	80.476	3586,0	3594,4	4146,4	4744,2	0,2%	15,4%	14,4%	0,0%	-4,3%	38	22,4x	20,1x	19,4x	17,0x	1,6%	4,2%	13%	13%
FRONTIER MARKETS	MXFM Index	711	66,4	66,0	75,4	84,1	-0,6%	14,2%	11,5%	0,3%	6,6%	64	10,7x	9,7x	9,4x	8,5x	4,3%	38,3%	19%	9%
EU Banks	SX7P Index	312	31,9	31,2	33,1	35,4	-1,9%	5,9%	7,1%	0,4%	3,6%	58	9,8x	9,6x	9,4x	8,8x	4,9%	53,8%	47%	23%
EU Energy	SXEP Index	377	32,4	32,5	33,7	37,9	0,3%	3,8%	12,2%	0,8%	-11,5%	50	11,6x	11,3x	11,2x	9,9x	4,7%	17,3%	12%	20%
EU Utilities	SX6P Index	443	31,9	32,6	34,5	36,9	2,1%	6,0%	6,8%	0,6%	1,5%	64	13,9x	13,0x	12,8x	12,0x	4,6%	21,0%	17%	16%
EU Telecoms	SXKP Index	251	14,2	15,3	17,7	19,6	7,9%	16,2%	10,4%	-2,1%	-7,2%	45	17,7x	14,7x	14,2x	12,8x	4,3%	13,4%	14%	15%
EU Health	SXDP Index	1.030	65,9	65,8	71,2	77,8	-0,1%	8,2%	9,2%	-1,1%	-5,3%	47	15,6x	14,7x	14,5x	13,2x	2,6%	-3,3%	6%	18%
EU Tech	SX8P Index	840	30,0	29,5	33,3	39,1	-1,7%	12,8%	17,6%	0,5%	-10,4%	67	28,0x	26,0x	25,2x	21,5x	1,1%	4,7%	19%	24%
EU Industrials	SXNP Index	1.067	43,0	43,5	49,5	56,5	1,2%	14,0%	13,9%	-0,6%	-6,8%	62	24,8x	22,2x	21,5x	18,9x	1,9%	23,7%	27%	20%
EU Construction	SXOP Index	796	49,8	45,1	50,1	54,8	-9,3%	10,9%	9,4%	-0,6%	-4,9%	46	16,0x	16,3x	15,9x	14,5x	2,7%	17,0%	23%	19%
EU Consumer Staples	SX3P Index	599	36,7	35,8	38,8	42,0	-2,4%	8,5%	8,2%	-1,0%	-7,4%	36	16,3x	15,7x	15,4x	14,3x	3,5%	-3,0%	-4%	14%
US Banks	IXM Index	665	36,0	36,6	39,8	43,0	1,6%	8,8%	8,1%	-0,1%	1,0%	55	18,5x	17,0x	16,7x	15,4x	1,6%	12,7%	23%	20%
US Energy	IXE Index	941	56,0	55,1	63,0	72,4	-1,6%	14,3%	15,0%	0,5%	-13,8%	53	16,8x	15,4x	14,9x	13,0x	3,3%	7,0%	11%	25%
US Utilities	S5UTIL Index	443	21,8	22,2	24,6	27,0	1,8%	11,0%	9,5%	-0,2%	-0,3%	65	20,3x	18,4x	18,0x	16,4x	2,8%	17,7%	14%	17%
US Telecoms	S5TELS Index	423	18,5	18,9	20,1	22,4	2,1%	6,2%	11,4%	0,4%	8,0%	54	22,8x	21,4x	21,1x	18,9x	0,8%	24,5%	39%	23%
US Health	IXV Index	1.408	78,4	78,4	85,1	94,2	0,1%	8,5%	10,6%	0,0%	-4,9%	61	18,0x	16,9x	16,5x	15,0x	1,9%	2,6%	7%	17%
US Tech	IXT Index	2.842	81,2	87,4	104,9	118,0	7,6%	20,1%	12,4%	-0,1%	1,4%	70	35,0x	28,3x	27,1x	24,1x	0,6%	22,0%	35%	27%
US Industrials	S5INDU INDEX	1.306	47,1	47,8	55,3	62,1	1,5%	15,7%	12,4%	-0,4%	-3,4%	61	27,8x	24,5x	23,6x	21,0x	1,4%	18,3%	25%	19%
US Homebuilders	SSHOME INDEX	3.029	258,2	211,2	214,7	240,0	-18,2%	1,6%	11,8%	1,7%	-10,4%	49	11,7x	14,2x	14,1x	12,6x	1,1%	12,6%	34%	33%
US Consumer Staples	S5CONS INDEX	871	39,0	39,1	41,6	44,7	0,3%	6,4%	7,3%	-0,3%	-1,8%	41	22,3x	21,2x	20,9x	19,5x	2,7%	3,9%	11%	14%

Fuente:
Bloomberg,
Consilio

ACTIVOS: DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

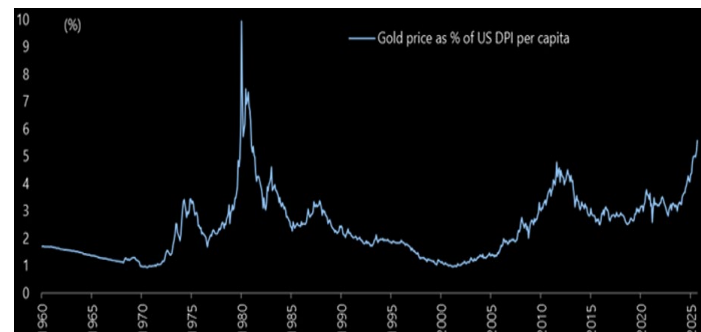
EL ASCENSO DEL PRECIO DEL ORO PARECE IMPARABLE ANTE LA “DESDOLARIZACIÓN”

El oro supera su máximo histórico en términos reales



Source: Bloomberg Intelligence, Bloomberg News
Note: Based on US CPI Urban Consumers, not seasonally adjusted.

Sin embargo, está aún lejos de superar el ratio entre su precio y la renta disponible per cápita americana

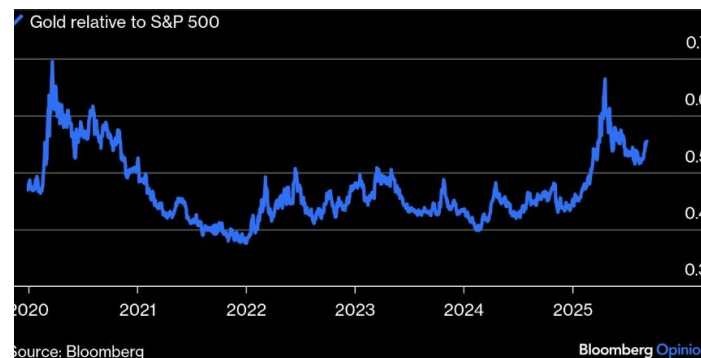


Fuente: Jefferies

Desde 2020 el oro ha superado incluso el extraordinario rendimiento del S&P 500 Index

CURRENCIES & COMMODITIES	%1M	%12M	%YTD
USD/EUR	-0,4%	-5,9%	-11,89%
CNY/USD	-0,2%	1,5%	-2,44%
USD/JPY	-0,4%	-2,9%	6,41%
EUR/JPY	-0,8%	-8,6%	-6,22%
DOLLAR INDEX SPOT	0,0%	-3,4%	-9,87%
GLOBAL COMMODITIES	1,9%	3,5%	6,11%
CRUDE OIL	-2,9%	-10,0%	-11,31%
NATURAL GAS	0,1%	-8,3%	-14,59%
GOLD INDEX	11,0%	44,8%	47,14%

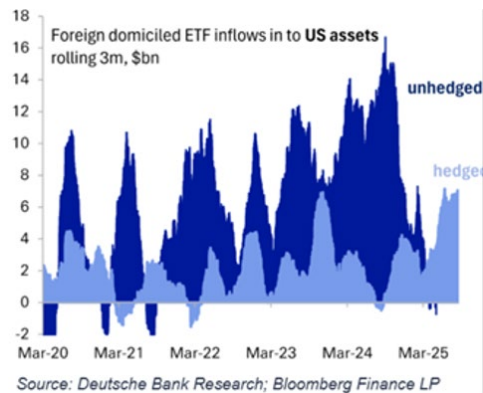
Fuente: Bloomberg, Consilio



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

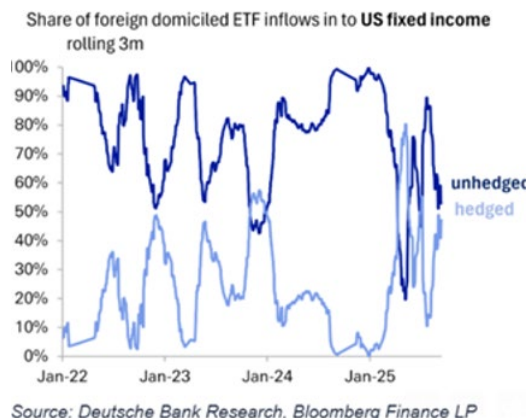
Flujos hacia ETF extranjeros en activos americanos (\$bn)



Proporción de flujos hacia ETF extranjeros en activos americanos (%)



Proporción de flujos hacia ETF extranjeros en renta fija americana (%)



Proporción de flujos hacia ETF extranjeros en acciones americanas (%)





Juan Jesús Gómez Cubillo
juanjesus.gomez@consilio.es

Santiago Mingo Martínez
santiago.mingo@consilio.es

AVISO LEGAL: El presente informe no constituye una oferta de compra ni supone una promesa o garantía de rentabilidad y bajo ningún concepto puede ser considerado como una recomendación personalizada de inversión. Las opiniones vertidas en el mismo son fruto del análisis realizado por CONSILO basado en fuentes internas y externas pero es aconsejable que el inversor valore con su asesor financiero la conveniencia e idoneidad para su cartera de inversiones de implementar estas opiniones. CONSILO no se hace responsable de las decisiones tomadas por el inversor fundamentadas en el presente informe y sólo será responsable de las recomendaciones de inversión personalizadas que formule explícitamente a sus clientes en el marco de la actividad de asesoramiento financiero. Queda prohibida su divulgación, copia y/o distribución a terceros sin la previa autorización escrita de CONSILO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF



Entidad Registrada



Auditor:



Entidad adherida



CONSILO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES, EAF
C/ Zurbano 29, bajo dcha. 28005 Madrid / Tlf. +34 91 781 95 93
Entidad registrada con el número 113 en la CNMV

www.consilio.es