



**MONTHLY
HOUSE VIEW**

Junio de 2024

Día de la Independencia

• Índice

01• Editorial	P3
DÍA DE LA INDEPENDENCIA	
02• Macroeconomía	P4
NARRATIVA EN MOVIMIENTO	
03• Renta fija	P6
EN BUSCA DE UNA BRÚJULA PARA EL 2º SEMESTRE	
04• Renta variable	P8
POR FIN SE EXTIENDE EL REPUNTE	
05• Divisas	P10
EL DÓLAR SE DOBLA, PERO NO SE ROMPERÁ	
06• Mercados privados	P12
INFRAESTRUCTURAS: APOYO A LAS MEGATENDENCIAS	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

Además de la celebración este año del 80 aniversario del desembarco de Normandía, el 6 de junio también podría convertirse en una fecha importante para los mercados financieros. En este mismo día, el Consejo del Banco Central Europeo (BCE) se reúne para tomar una decisión histórica sobre política monetaria y recortar probablemente los tipos de interés en la zona euro, antes que la Reserva Federal estadounidense (Fed).

La presidenta del BCE, Christine Lagarde, ya definió la actuación del banco central como «dependiente de los datos económicos» y no «dependiente de la Fed». Con la inflación cayendo más rápido de lo esperado, hasta el 2,4% en mayo, frente al máximo del 10,6% en octubre de 2022, en nuestra opinión, el BCE deberá recortar sus tipos de interés cuatro veces este año a partir de junio y, potencialmente, de dos a cuatro veces el próximo año, hasta llegar al 2% o 2,5%.

¿TRAYECTORIAS DIVERGENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA?

En cambio, la inflación estadounidense se está mostrando más rígida, lo que ha llevado al presidente de la Fed, Jerome Powell, a indicar a los inversores que no espera que la Fed vuelva a subir los tipos, y que hay que ser «paciente y dejar que la política restrictiva haga su trabajo». Existen numerosos datos que ponen de relieve un proceso de desinflación más avanzado en la zona euro que en EE. UU., lo que explica en gran medida la divergencia de las trayectorias monetarias. En lo que respecta a la Fed, el mercado sigue dividido. Tras la tranquilidad que aportó la inflación de mayo, el mercado prevé ahora dos descensos a partir de septiembre, frente a los siete de principios de año y a uno que se esperaba antes de conocer las cifras de la inflación. Nosotros mismos aún incluimos tres recortes en 2024 y otros tres en 2025, hasta alcanzar el 4%, pero una secuencia de dos y, más tarde, de cuatro recortes es claramente posible. Jerome Powell ha recuperado recientemente la credibilidad en su discurso sobre la inflación, y la última caída de las ventas minoristas ha vuelto a poner el escenario de «ricitos de oro» en el punto de mira de los inversores.

LIQUIDEZ ABUNDANTE

A principios de año, escribíamos que los flujos masivos de liquidez hacia los fondos del mercado monetario en 2023 podrían ser una fuerza de apoyo

importante para los mercados de renta variable, ya que esta liquidez podría desplazarse hacia activos de mayor riesgo en caso de descenso de los tipos. Los flujos hacia EE. UU. siguen siendo importantes este año, con más de 200.000 millones de dólares, pero a un ritmo mucho más lento que el año pasado, mientras que los flujos dirigidos a la renta variable han ascendido a 150.000 millones de dólares hasta el momento, lo que casi equivale a los flujos de todo 2023. Es probable que se produzcan nuevas reasignaciones, pero la cuestión clave será a qué parte del mercado empezarán a orientarse los inversores.

En unas recientes jornadas sobre inversión celebradas en París, más del 52% de los inversores seguía esperando que la renta variable ofreciera este año los mejores resultados, y la mayoría se mostraba «moderadamente optimista». No son los únicos: las propias empresas siguen recomprando sus acciones a un ritmo récord. En mayo, Apple anunció su nuevo plan de recompra de acciones por valor de 110.000 millones de dólares, el mayor de la historia de EE. UU.: de los diez mayores planes de recompra de acciones, la compañía está detrás de los seis primeros. Desde 2012, ha reducido el número de sus acciones en un 40%.

Con la mejora de la situación macroeconómica en Europa empieza a emerger una nueva rotación. Sin embargo, la pequeña capitalización sigue rezagada, tal como refleja el índice MSCI Europe Small Cap, que se ha quedado un 30% rezagado con respecto a su equivalente de la gran capitalización en los últimos tres años, aunque la clase de activos está empezando a despertar nuestro interés. Con valoraciones muy atractivas, un crecimiento sostenido de los beneficios y salidas masivas de capital en los últimos años, podrían volver ser objeto de atención. Aunque la renta variable sigue siendo atractiva, tanto en EE. UU. como en los mercados emergentes, creemos que los inversores se replantean ahora las carencias de sus carteras y buscan ir más allá de lo que ya tienen, y la pequeña capitalización podría convertirse en una alternativa convincente.

En esta edición, les ofrecemos una nueva sección sobre los mercados privados y les invitamos a leer el artículo de Matthieu Roumagnac sobre la temática de infraestructuras. A partir de ahora, esta publicación incluirá trimestralmente una sección Mercados Privados.

Dífrute de la lectura.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Tras varios trimestres de buenos resultados, los recientes datos macroeconómicos de EE. UU., más moderados, están llevando a los mercados financieros a dudar sobre la credibilidad de un aterrizaje suave de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, en las últimas semanas ha aparecido un renovado optimismo sobre la zona euro, donde el tríptico crecimiento, inflación y política monetaria parecen seguir una tendencia positiva. La dinámica también mejora en China, aunque el sector inmobiliario y las tensiones comerciales con EE. UU. siguen siendo factores de riesgo.

EE. UU.: UN NÚMERO DE FUNAMBULISMO

Con un crecimiento anualizado del 1,6% en el primer trimestre de 2024, la ralentización de la creación de empleo hasta 175.000 puestos y el estancamiento de las ventas minoristas en abril, la economía estadounidense muestra signos de desaceleración. Como reflejo de esta dinámica discreta, las sorpresas económicas volvieron a pasar a territorio negativo por primera vez desde principios de 2023, lo que refleja el drástico reajuste realizado por el consenso de los economistas, cuyas expectativas de crecimiento estadounidense para 2024 se revisaron del 0,6% (agosto de 2023) al 2,4% en mayo. Las expectativas son indudablemente más optimistas para la economía estadounidense, lo que deja más margen para las sorpresas a la baja, como las observadas en las últimas semanas. Como resultado, EE. UU. ya no está funcionando a los niveles de crecimiento estelares registrados en el segundo semestre de 2023, cuando la economía avanzó casi un 4% (anualizado). Al mismo tiempo, el movimiento de desinflación se frenó en seco en el primer trimestre de 2024 debido a la rigidez del componente de servicios. La combinación de unas cifras de crecimiento débiles y una inflación persistente ha vuelto a poner en primer plano el riesgo de estan-

flación, señal además de que los discursos de los mercados cambian constante y rápidamente a merced de unos datos en ocasiones volátiles y también ruidosos. La cifra de abril fue más tranquilizadora, aunque la inflación por el componente de servicios continuó en niveles elevados, en el 0,4% en el mes, pero inferior al 0,55% observado de media en el primer trimestre. La relajación de la inflación fue bien recibida por los mercados, al igual que la ralentización de la creación de empleo a principios de mes. Aunque la desaceleración de los indicadores de crecimiento en EE. UU. puede plantear interrogantes sobre la resistencia real de la economía estadounidense, creemos que es un aspecto necesario superar la "última milla" de la inflación y, en particular, permitir el aterrizaje suave que caracteriza a nuestra hipótesis desde hace varios meses. El punto central de esta secuencia reside en el mercado laboral y hasta qué punto este puede ralentizarse; nuestras expectativas de crecimiento robusto en EE. UU. este año, con un ligero repunte en el segundo trimestre de 2024 en particular, nos llevan a pensar que esta relajación del mercado laboral debería situar la tasa de desempleo en torno al 4% a fin de 2024 (3,9% en abril) sin que se produzca un deterioro importante.



ZONA EURO: BUENAS VIBRACIONES

Al otro lado del Atlántico, el panorama parece menos incierto. Después de un final de año 2023 salpicado por una ligera recesión técnica, la economía del Viejo Continente creció un 0,3% en el primer trimestre de 2024 y sorprendió a las expectativas de consenso, del 0,1%. La inflación sigue por encima del objetivo del BCE, aunque en el 2,4% y el 2,7% respectivamente, para la inflación general y la subyacente, esta última ya se encuentra en un territorio más cómodo, ya que la presión sobre los precios del petróleo se ha relajado ligeramente y el Brent ha caído casi un 10% desde los máximos alcanzados a principios de abril. Por último, mientras los mercados siguen dudando sobre el calendario de los recortes de tipos de la Reserva Federal, el primero del BCE parece haberse acordado colectivamente para junio, una primera rebaja que, en nuestra opinión, debería conducir en última instancia a recortes de 100 puntos básicos (pb) en 2024. En este contexto, la confianza de los inversores y los directores de compras ha repuntado con fuerza en los últimos meses. Por otra parte, aunque ha ido mejorando desde fin de 2023, la confianza de los consumidores sigue siendo moderada, lo que se traduce en una prudencia notoria y una tasa de ahorro que se mantiene históricamente alta, por encima del 14%. Este fenómeno de precaución del consumidor europeo no debería eternizarse, ya que con el aumento de los salarios un 4,7% en el primer trimestre de 2024 y el regreso de la inflación a un nivel justo por encima del objetivo, el poder adquisitivo mejora, y el inicio de las bajadas de tipos

debería favorecer la propensión al consumo en la zona euro: un aspecto central de la hipótesis de recuperación gradual del crecimiento en el Viejo Continente en 2024.

CHINA: UN CAMINO PLAGADO DE OBSTÁCULOS

La dinámica también mejora en China, sustentada por el crecimiento de las exportaciones y la producción industrial, mientras que las ventas minoristas se ralentizan. El sector inmobiliario no muestra signos de estabilización y sigue planteando un problema importante para las perspectivas de crecimiento, ya que las autoridades chinas han anunciado nuevas medidas para relajar las normas sobre préstamos hipotecarios y animar a los gobiernos locales a recomprar las viviendas no vendidas a los promotores inmobiliarios. También se prevé que el comercio internacional sea uno de los puntos de atención de los próximos meses. En mayo, la Casa Blanca desveló nuevas medidas para aumentar los aranceles aduaneros sobre determinados productos importados de China, entre ellos, semiconductores, baterías y coches eléctricos. Esta iniciativa no debería tener un gran impacto sobre el crecimiento chino, ya que el mercado estadounidense solo representa una parte marginal de las exportaciones chinas de estos productos. Sin embargo, reaviva la cuestión de las tensiones comerciales a pocos meses de las elecciones estadounidenses, a lo que hay que sumar que Donald Trump habla ya de impuestos del 60% sobre todas las importaciones procedentes de China.



4,7%

crecimiento salarial en la zona euro en el primer trimestre de 2024 (interanual)

CUADRO 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2025, %

● Revisado a la baja desde el mes pasado

● Revisado al alza

	PIB		INFLATION	
	2024	2025	2024	2025
EE. UU.	2,5%	1,8%	3,0%	2,4%
Zona euro	0,7%	1,2%	2,3%	2,1%
China	4,8%	4,2%	0,7%	1,6%
Japón	1,1%	1,5%	2,0%	1,5%
India	6,0%	6,0%	5,9%	6,0%
Brasil	1,3%	2,0%	4,0%	3,5%
Mundo	2,9%	2,7%	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeEn colaboración con
el equipo de Renta fija

El crecimiento sigue sorprendiendo al alza en EE. UU. Las publicaciones económicas son sólidas, impulsadas por la demanda final, y el PIB sigue una trayectoria en torno al 3% anualizado en el segundo trimestre. La inflación sigue siendo el principal punto de atención de los mercados.

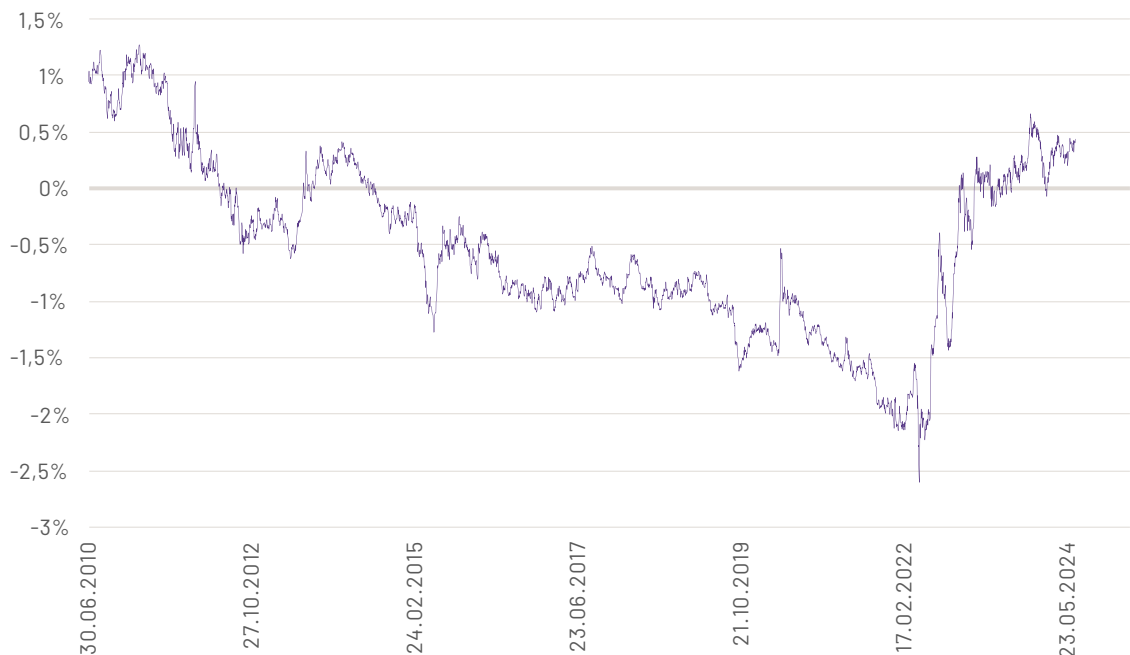
BANCOS CENTRALES

En la reunión de mayo de la Fed, Jerome Powell reconoció el lento ajuste de la inflación, lo que envió la señal de que el banco central aún no está en condiciones de recortar los tipos. Por otro lado, aunque los mercados lo consideraron durante un tiempo, una subida tampoco está en el orden del día. El ímpetu las buenas noticias económicas ha quedado atrás y las sorpresas negativas superan ya a las positivas. En los próximos meses, la posibilidad de decepciones en el ámbito económico será un factor de apoyo para la duración en EE. UU. Teniendo en cuenta la inflación latente, la generosidad fiscal y la perspectiva de las elecciones presidenciales, el mercado de renta fija estadounidense debería mantenerse dentro de unos límites de fluctuación contenidos.

En Europa, las publicaciones del primer trimestre sorprendieron al alza, sobre todo, en Alemania. Los indicadores adelantados PMI apuntan a una aceleración a finales de año. El BCE ya ha indicado su intención de empezar a recortar los tipos de interés en junio. La inflación se desacelera rápidamente en la región, aunque un ciclo marcado de relajación monetaria se vería limitado por las divergencias con el área dólar. El reciente infrarrendimiento de la duración en la zona euro, en términos relativos, sienta las bases para una estrategia de *carry* beneficiosa a medio plazo.

En el caso de los valores vinculados a la inflación, las cifras estadounidenses provocaron una corrección de los tipos reales y las expectativas de subida en los vencimientos más largos. En Europa, los tipos reales calculados sobre la base de la deuda pública alemana se acercan al 0,5% (gráfico 1).

GRÁFICO 1: TIPO REAL (BASADO EN LA CURVA ALEMANA), %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



77.000 MILLONES DE DÓLARES:
demanda de bonos de Boeing por parte de los inversores

DEUDA CORPORATIVA

Los mercados de deuda corporativa generaron un rendimiento extraordinario positivo durante el mes gracias a un ligero ajuste de las primas de riesgo, aunque sin llegar a compensar la subida de los tipos en términos de rendimiento global. En general, las nuevas emisiones salen sin prima, por lo tanto, en el mercado secundario. Los inversores piden fácilmente de dos a cuatro veces el volumen emitido. El 1 de mayo, el fabricante aeronáutico estadounidense Boeing obtuvo financiación por valor de 10.000 millones de dólares en el mercado estadounidense con distintos vencimientos que llegaban a los 40 años y atrajo una sorprendente demanda agregada de 77.000 millones de dólares.

A pesar de la subida de los tipos de interés, los fundamentales de las empresas *investment grade* están demostrando su resistencia. La volatilidad entre sectores y emisores sigue siendo muy baja en todos los mercados, lo que contribuye al ajuste de las primas de riesgo, que han alcanzado mínimos históricos en los últimos cinco años. Por divisas, el mercado del dólar conserva su atractivo gracias a la rentabilidad total, aunque los diferenciales se hayan reducido. Los diferenciales en la zona euro siguen siendo lo suficientemente amplios como para atraer a los inversores internacionales.

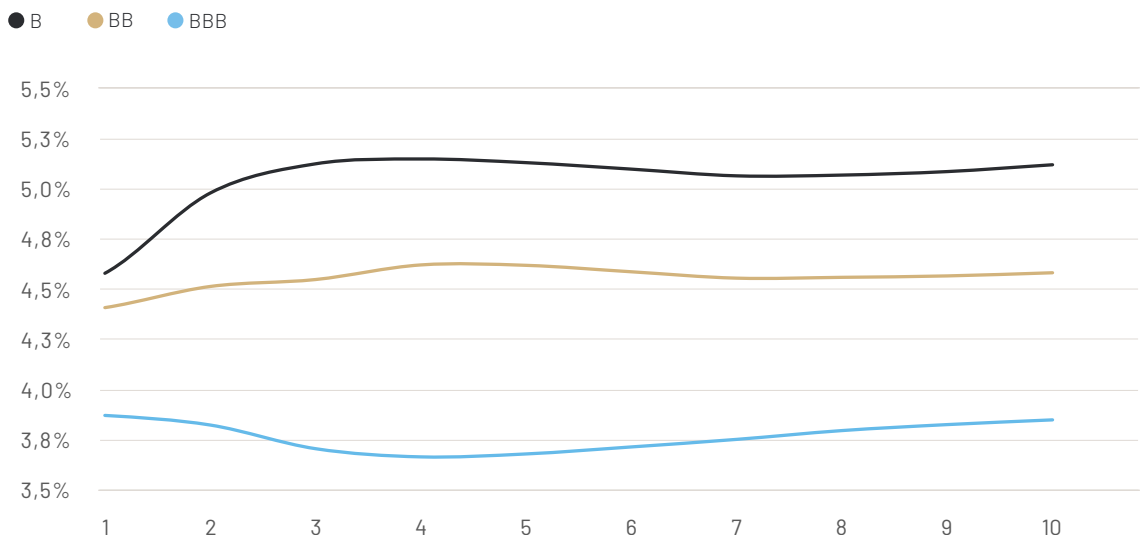
El mercado de *high yield*, aunque con un rendimiento negativo durante el mes, superó al *investment grade* por su duración limitada. Las estructuras de capital más débiles (*stressed* y *distressed*, bajo presión y en dificultades) son las más volátiles.

La migración de la “choque entre acreedores” (accionistas y tenedores de deuda de diferentes rangos), típica de EE. UU., a Europa por medio de la volatilidad idiosincrásica de un solo emisor, es una advertencia para los inversores. Estas situaciones agresivas son el resultado de la competencia entre acreedores por obtener una posición antes de refinanciar, en lugar de reparar sus estructuras de capital.

En EE. UU., los compradores de rendimiento están presentes en las calificaciones más bajas. Mantenemos la prudencia en este segmento, dado el bajo nivel de los diferenciales dentro de un contexto histórico.

En Europa, el choque entre acreedores a distintos niveles de la estructura de capital (en el sector de las telecomunicaciones, por ejemplo) puede tener un impacto a largo plazo en la confianza de los inversores. Las tasas de impago siguen siendo moderadas (entre el 2% y el 2,5%) y la mayoría de los emisores de esta clase de activos tienen una calificación de BB (gráfico 2). El contexto macroeconómico, la propensión al riesgo y los sólidos fundamentales de las empresas de este segmento justifican el nivel actual de los diferenciales. Sin embargo, somos prudentes de cara a los próximos meses, temiendo un aumento del riesgo específico y un posible retorno de la volatilidad a la renta variable, que actualmente se encuentra en mínimos históricos.

GRÁFICO 2: RENDIMIENTOS POR CALIFICACIÓN Y VENCIMIENTO EN EUROPA, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio ManagerEn colaboración
con el equipo de Renta variable

En los dos últimos meses, se ha invertido el ímpetu del mercado y algunas regiones rezagadas, como China y el Reino Unido, han recuperado terreno con fuerza. Esta mayor participación en la subida del mercado también puede observarse a nivel sectorial, donde las ganancias ya no se concentran únicamente en los valores de Crecimiento, sino que se extienden a los sectores Cíclicos y *Value*. El mercado empieza por fin a beneficiarse de un apoyo más amplio.

EUROPA

En Europa, la temporada de publicación resultados del primer trimestre, que ya está llegando a su fin, ha sido mejor de lo esperado: el 58% de las compañías presentó resultados unos beneficios por acción (BPA) superiores a las estimaciones de los analistas." Además, se han revisado al alza las estimaciones de resultados de 2024 a 2026, con un crecimiento del BPA en el índice MSCI Europe estimado del +10,4% para 2025 (frente al +4,9% de 2024, véase el cuadro 2). El repunte de la dinámica de los beneficios confirma la tendencia económica de Europa, más positiva, y la mejora de la confianza de los inversores, ya que los flujos financieros empiezan a recuperarse.

El mercado europeo también se ve sustentado por una valoración todavía muy atractiva, de 13,6 veces los beneficios de 2025 (frente a las 19,4 veces del índice estadounidense S&P 500). El diferencial de valoración es aún mayor entre los valores de tipo *Value*, que cotizan con un descuento del 50% con respecto a los valores de Crecimiento, lo que explica el actual atractivo de determinados segmentos del mercado europeo.

Por último, el Reino Unido parece bien posicionado para beneficiarse de la expansión de las inversiones: la renta variable británica está muy expuesta a los sectores llamados *Value* (energía, materias primas y finanzas), cuya remuneración a los accionistas, por medio de la política de dividendos, es la más elevada del mundo. Además, este mercado cotiza actualmente con un descuento de valoración histórico con respecto al MSCI World.

ESTADOS UNIDOS

Tras algunas tomas de beneficios de abril, los índices estadounidenses volvieron a emprender las subidas y alcanzaron nuevos máximos históricos en mayo. Sin embargo, el incremento ya no se concentra únicamente en los "Siete Magníficos", que impulsaron la subida del mercado en 2023. Algunos de estos valores, como Tesla y Apple, han obtenido incluso un rendimiento anual inferior al del S&P 500. Por el contrario, el repunte del mercado se extendió a sectores cíclicos, como el energético y el financiero.



MSCI EUROPE:

crecimiento del BPA

estimado en el

+10,4%

para

2025

CUADRO 2: CRECIMIENTO DEL BENEFICIO POR ACCIÓN

	2024	a 12 meses	2025
MSCI USA	10,5	11,7 ↑	14,1 ↑
MSCI Europe	4,9	6,7 ↑↑	10,4 ↑↑
MSCI Japon	10,0	9,4	8,1
MSCI Chine	10,6	11,3 ↑	12,8 ↑

Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.



Esta expansión se ve reflejada incluso en las temáticas de inversión. Tras centrarse en los gigantes tecnológicos y los fabricantes especializados en semiconductores, los inversores dirigen ahora su atención a otros eslabones de la cadena de valor, como los proveedores de servicios en la nube, los centros de datos y los productores de electricidad, cuya necesidad se dispara para alimentar las máquinas de computación de Inteligencia Artificial (IA).

Por tanto, las vías de crecimiento y las oportunidades de inversión siguen presentes en una economía todavía muy robusta, sustentada por numerosos planes de apoyo.

ASIA

La renta variable china y taiwanesa lleva repuntando con fuerza desde principios de marzo de 2024. El índice MSCI China ha superado incluso al MSCI US desde el inicio del año¹.

Los últimos datos comerciales chinos, mejores de lo esperado, el levantamiento de las restricciones a la compra de inmuebles y la probable supresión del impuesto sobre los dividendos han contribuido a mejorar la confianza en los mercados y han alimentado el retorno de los flujos de capitales a la región. Aunque las tensiones entre EE. UU. y China se hayan reavivado recientemente con el aumento de los aranceles sobre determinados productos chinos, estas medidas parecen ser, sobre todo, simbólicas y políticas en vísperas de las elecciones presidenciales estadounidenses. Por el momento, el impacto en China parece limitado.

Además, la temporada de publicación de resultados fue muy positiva para los pesos pesados tecnológicos de Taiwán y Corea, en particular, en toda la cadena de suministro de alta tecnología (IA/nube/servidores).

En la India, el impulso de la renta variable ha perdido fuerza recientemente, pero el crecimiento de los fundamentales sigue intacto y las actuales elecciones generales podrían actuar como catalizador.

ESTILO DE INVERSIÓN

A pesar de los elevados rendimientos de los bonos y de una estacionalidad menos favorable, el estilo de Calidad sigue siendo popular entre los inversores que buscan protección frente a los riesgos geopolíticos y la volatilidad de los mercados. Aunque los valores de Crecimiento también están sometidos a presión debido a los elevados tipos de interés, siguen obteniendo buenos resultados en EE. UU., en particular, favorecidos todavía por la temática general de la IA.

Al mismo tiempo, el mercado ha experimentado una expansión hacia el estilo *Value*, y las pequeñas y medianas empresas, sobre todo, en Europa. Estos valores, denominados *Value*, están beneficiándose de un impulso económico más fuerte de lo previsto en Europa y de la recuperación en China, muy favorable para las empresas cíclicas europeas. Además, las compañías de pequeña capitalización, por su gran descuento y su exposición a las temáticas de la deslocalización y la reindustrialización, vuelven a ser consideradas oportunidades interesantes por los inversores.

1 - A 17.05.2024, el MSCI China registraba una rentabilidad anual del 15,6% (en dólares) frente al 11,6% del MSCI US (en dólares).



Maxime GARCIA
Investment Strategist

La divisa estadounidense debería recuperarse pronto. La intervención del Banco Central de Japón no está afectando a la situación del yen. Las posiciones de riesgo adoptadas por los especuladores chinos en el oro nos llevan a la prudencia.

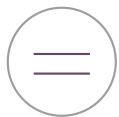
USD: HACIA UNA RESURRECCIÓN

El dólar ha estado tambaleándose ligeramente desde mediados de abril y ha perdido un 1,5% frente a las monedas de sus principales socios comerciales. Creemos que este movimiento es atribuible principalmente a la ralentización de la dinámica macroeconómica estadounidense, que ha llevado a una reevaluación de los recortes de tipos de la Fed en relación con otros grandes bancos centrales, lo que resulta desfavorable para el billete verde. Sin embargo, es importante recordar que, aunque es indudable que la dinámica se ha debilitado un poco en EE. UU., todavía esperamos ver un crecimiento sólido en el país, lo que debería sustentar el dólar. En consecuencia, la senda de inflación al otro lado del Atlántico es más rígida de lo previsto y diverge de las de sus principales socios comerciales, empezando por Europa. Creemos que esta divergencia debería volver a ocupar un lugar central entre los factores determinantes de los movimientos del mercado de divisas, lo que debería resultar, de nuevo, favorable al dólar estadounidense. Esta divisa también sigue siendo un activo preferente para protegerse del riesgo de estanflación. Por último, las elecciones estadounidenses se acercan rápidamente y los dos candidatos preseleccionados para dirigir la Casa Blanca parecen inspirarse en la imposición de aranceles. ¿Qué impacto podría tener sobre el dólar estadounidense? Robert Mundell, premio nobel de Economía, nos proporciona la siguiente respuesta: "La promesa de mejorar la posición de la balanza de pagos subyacente del país importador por medio de la imposición de aranceles, provoca un fortalecimiento de la moneda nacional en el mercado de divisas."

Otro argumento más a favor de una posible recuperación a corto plazo del dólar. Por lo tanto, reiteramos nuestra opinión positiva sobre el billete verde.

EURO: ENTRE DOS AGUAS

El euro ha recuperado terreno desde mediados de abril y se ha apreciado un 2%. Impulsada por una buena dinámica macroeconómica, la moneda única se ha beneficiado de la evolución favorable del diferencial de tipos de interés a 2 años con EE. UU.. No esperamos que esta situación perdure, ya que, como mencionamos en el párrafo anterior, la atención de los inversores debería volver a centrarse muy pronto en las divergencias en términos de inflación. Dado que la trayectoria de la inflación está bien orientada para llegar al 2% y es probable que el BCE recorte sus tipos oficiales antes y de forma más acusada que la Fed, es probable que el euro salga perdiendo de este cambio de la atención de los inversores. Por otra parte, con la recuperación del ímpetu macroeconómico, la relajación de las tensiones geopolíticas y la caída del precio del petróleo en torno al 8% durante el mes, el clima inversor podría seguir siendo positivo en la zona euro, al menos a corto plazo, lo que proporcionaría cierto apoyo a la divisa. En conclusión, creemos que el tipo de cambio EUR/USD debería seguir moviéndose dentro de un rango de 1,075-1,10.



EL EUR/USD

se mantendrá
en el rango de
1,0750-1,10



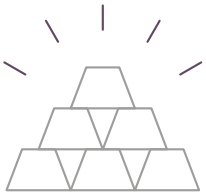
YEN: INTERVENCIONES INFRUCTUOSAS

El Banco de Japón intervino el mercado por segunda vez a principios de mayo, un reflejo de la batalla del Gobierno para apoyar al yen. Sin embargo, el impacto de estas intervenciones fue marginal y de corta duración, ya que la divisa está un 1,2% más baja frente al dólar que hace un mes. Los fundamentales de la moneda japonesa siguen estando deteriorados, con un consumo débil que impide que la inflación se afiance de forma duradera y un diferencial aún muy elevado entre los tipos de interés estadounidenses y japoneses hasta que la Fed recorte sus tipos directores. Por lo tanto, mantenemos nuestra opinión neutra a corto plazo, con un objetivo de entre 152 y 158 para el USD/JPY.

cos suizos frente al dólar, con el fin de presionar ligeramente a la baja el valor de su moneda y evitar que la inflación se sitúe de forma definitiva demasiado por debajo del objetivo del 2%. Si a esto añadimos la incertidumbre que sigue pesando sobre la senda de recortes de tipos de la Fed, creemos que es acertado mantener una postura ligeramente positiva sobre el par USD/CHF.

ORO: MÁS VALE PREVENIR QUE CURAR

El oro ha superado la barrera de los 2.450 dólares/onza y ha continuado su repunte iniciado a principios de octubre. Las tensiones en Oriente Próximo y las compras de los bancos centrales han sido los principales motores de la evolución. No obstante, observamos que el riesgo geopolítico se atenúa y que las compras de los bancos centrales, con China a la cabeza, son cada vez menos importantes. Por último, los especuladores chinos también parecen haber sustentado los precios del oro recientemente, por medio de posicionamientos masivos de unas 295 toneladas en la Bolsa de Futuros de Shanghai (gráfico 3). De estas 295 toneladas, 50 toneladas, es decir, 4.000 millones de dólares, procederían de una sola empresa. Esta situación de riesgo alimenta nuestras opiniones más prudentes sobre el precio del metal amarillo.



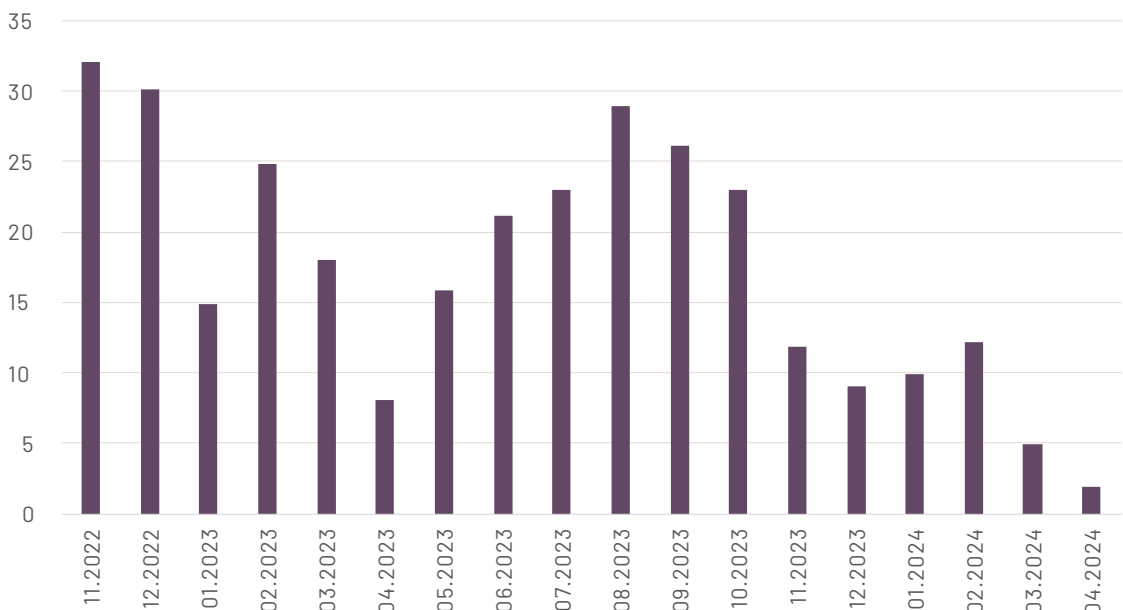
FRANCO SUIZO: EL BNS SIGUE MANOS A LA OBRA

El franco suizo ha seguido debilitándose desde que el Banco Nacional Suizo (BNS) recortara inesperadamente los tipos de interés en marzo. En un primer lugar, el mercado puso a prueba la resistencia de 0,92 en el USD/CHF antes de retroceder hacia 0,90. Las reservas de divisas han seguido aumentando mes a mes desde la reunión de diciembre de 2023, lo que sugiere que el banco central está actuando en el mercado de divisas vendiendo fran-

4.000 MILLONES DE DÓLARES

en posiciones en el oro procederían de una sola empresa

GRÁFICO 3: COMPRAS DE ORO DEL BANCO CENTRAL CHINO, TONELADAS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

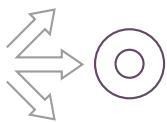


Matthieu ROUMAGNAC
Private Markets - Head of Real Assets Investments

Aunque inicialmente se asociaba a rentabilidades moderadas durante periodos especialmente largos, el sector de las infraestructuras está experimentando una transformación excepcional, sustentada por las grandes tendencias sociales que rodean a la descarbonización, la digitalización y la movilidad. Al dirigirse a aquellas empresas de servicios que giran en torno a esta dinámica, las infraestructuras están completando su transformación en una clase de activos por derecho propio.

DESCARBONIZACIÓN

La tendencia de descarbonización se acelera impulsado por la opinión pública y los gobiernos. La producción de energías renovables, en particular, la construcción de paneles solares y turbinas eólicas, sigue reflejando unos fundamentales atractivos, aunque la incertidumbre normativa y el impacto de la inflación en los costes nos invitan a ser prudentes. Por ello, los fondos de infraestructuras tienden a diversificar sus inversiones por medio de empresas que operen en el sector de las energías renovables, complementando el desarrollo directo de activos de producción. La descarbonización también implica la gestión del consumo de energía con dispositivos de medición en hogares, oficinas y fábricas. Por último, se incluye la electrificación de los medios de transporte, ya sean de uso individual o colectivo. En segundo lugar, en un contexto geopolítico con una inestabilidad persistente, las cuestiones de seguridad energética son un poderoso argumento a favor de las fuentes de energía locales. La cuota de las energías renovables dentro de la cesta de energía aumentará más de un 1% al año, hasta alcanzar el 52% en 2050, frente al 20% actual.



Cuota de energías renovables:

52%

previsto para 2050

DIGITALIZACIÓN

Además de los medios tradicionales de transporte de personas y mercancías, se suman ahora las rutas digitales. Las redes de fibra óptica y las torres de telecomunicaciones se han convertido en herramientas fundamentales para el buen funcionamiento de las sociedades y las economías. La construcción y el despliegue de estos activos, muy intensivos en capital, presentan enormes oportunidades para los gestores de fondos de infraestructuras, ya inviertan de forma independiente o en asociación con operadores de telecomunicaciones.

La temática de las infraestructuras digitales también abarca los centros de datos o *data centers*. El aumento vertiginoso de los volúmenes de datos intercambiados está generando una demanda exponencial de las necesidades de almacenamiento. El auge de la inteligencia artificial (IA) es el motor más reciente de este ecosistema. La aparición de fondos de infraestructuras, sobre todo estadounidenses, centrados exclusivamente en las infraestructuras digitales atestigua el atractivo de este segmento del mercado, su carácter esencial y sus perspectivas de rendimiento.

MOVILIDAD

En la intersección entre la transición energética y la digitalización aparece la temática de la movilidad. En primer lugar, se encuentran las actividades relacionadas con los vehículos eléctricos, ya sean híbridos o totalmente eléctricos, para uso individual o colectivo, como las flotas de autobuses o barcos. La producción de baterías, las estaciones de recarga de vehículos, y los sistemas de navegación y de seguridad constituyen oportunidades para que los fondos de infraestructuras inviertan en empresas innovadoras de rápido crecimiento. Sin embargo, sería simplista limitar el segmento de la movilidad a la electrificación. El leasing de vehículos, incluido el sector ferroviario, también está en auge, con rentabilidades atractivas para un nivel de riesgo limitado. En cambio, los aeropuertos y las autopistas, activos emblemáticos de los primeros fondos de infraestructuras en el cambio de milenio, han perdido parte de su atractivo debido a los largos periodos de tenencia y a una relativa dependencia de las autoridades públicas.



UNA OPORTUNIDAD GENERACIONAL

En un momento en que las megatendencias intensivas en capital están firmemente establecidas, la capacidad de financiación de los gobiernos parece haberse debilitado considerablemente. La brecha entre las inversiones previstas y las necesidades reales de infraestructuras esenciales se estima en 15 billones de dólares de aquí a 2040. Los gobiernos, que históricamente han sido los iniciadores, los arquitectos y los financiadores de los grandes proyectos de infraestructuras, se están convirtiendo ahora principalmente en reguladores, fijando las grandes directrices y ofreciendo incentivos por medio de las herramientas fiscales. Un ejemplo de ello es la *Inflation Reduction Act* (ley de reducción de la inflación) de 2022 en EE. UU. Se trata de una oportunidad de inversión generacional para los agentes privados que sean capaces de combinar la experiencia industrial con los conocimientos financieros, más aún cuando la posibilidad de invertir en empresas del sector, no solo en los activos en sí, ofrece perspectivas de rentabilidad más atractivas en un horizonte temporal más corto. Desde hace unos diez años, los principales gestores de mercados privados han lanzado sus propios fondos de infraestructuras, basados en los métodos ya probados por el capital riesgo.

¿QUÉ LUGAR OCUPA EN UNA CARTERA?

Los activos gestionados en fondos de infraestructuras se han quintuplicado en los últimos diez años, hasta superar los 1,3 billones de dólares. Desde 2023, las perspectivas de crecimiento de los activos gestionados han fomentado una tendencia a la consolidación entre los gestores de infraestructuras, lo que supone una señal de confianza en el sector. Las megatendencias sociales con grandes avances tecnológicos, la prestación de servicios esenciales, las barreras de entrada y la indexación a la inflación: los fundamentales son atractivos para los inversores privados, que ven una diversificación bienvenida para su cartera de mercados privados, junto con sus asignaciones de capital riesgo, deuda privada y sector inmobiliario. En lugar de las estrategias históricas de baja rentabilidad, conocidas como "Core" o base, preferimos estrategias más sofisticadas que ofrezcan un periodo de inversión y unos objetivos de rendimiento más próximos a los del capital riesgo tradicional. Sin embargo, el creciente número de agentes llama a la prudencia y, como ocurre siempre en los mercados privados, prestar una atención especial en la selección del gestor sigue siendo fundamental.



15 BILLONES
DE DÓLARES:
el déficit
de financiación de
las infraestructuras
hasta 2040



07 • Asignación de activos

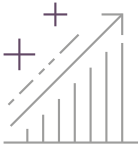
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



RECUPERACIÓN
A LA VISTA
para los valores
europeos de la
pequeña y mediana
capitalización?

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** mantenemos nuestra previsión de crecimiento del 2,5% en EE. UU. en 2024, cifra que coincide ahora con el consenso de los economistas. A pesar de la normalización de la actividad económica al otro lado del Atlántico, el consumo sigue resistiendo y debería seguir apoyándose en un mercado laboral en desaceleración, pero es aún robusto. Hemos ajustado al alza las previsiones de crecimiento para la zona euro (+0,7% previsto) para reflejar las sorpresas económicas positivas del primer trimestre, así como las de China (+4,8%), donde se han acelerado las medidas de flexibilización.
- **Inflación:** la desinflación continúa en las economías avanzadas, aunque se prevé que las trayectorias sean divergentes. En la zona euro, las últimas cifras de inflación muestran que la ralentización de la subida de precios es más generalizada que en EE. UU., donde persisten las presiones inflacionistas, en particular, en los sectores muy intensivos en mano de obra. Los riesgos siguen orientados al alza.
- **Bancos centrales:** esperamos que el BCE efectúe su primera bajada de tipos en junio, seguida de otros tres descensos de 25 puntos básicos (pb) de aquí a finales de año. Al otro lado del Atlántico persisten las incertidumbres, reflejo de la menor visibilidad de la trayectoria de la desinflación en EE. UU. Aunque seguimos creyendo que la Fed iniciará su ciclo de recortes de tipos en el segundo semestre del año y que rebajará 75 pb este año, reconocemos que existe una hipótesis alternativa en el que la Fed es más paciente.
- **Resultados empresariales:** la última temporada de resultados confirmó los buenos fundamentos de las empresas en el primer trimestre. La dinámica de las revisiones de los beneficios sigue siendo positiva en EE. UU., mientras que la percepción parece invertirse en la zona euro, a medida que mejora el entorno económico.

- **Entorno de riesgo:** el principal riesgo de mercado es una inflación más persistente a medio plazo, lo que implica un tipo final de la Fed más elevado. También estamos siguiendo de cerca los riesgos asociados a la evolución de los conflictos geopolíticos, a la sostenibilidad de la deuda pública y a las próximas elecciones en EE. UU. En este contexto, la baja volatilidad de la renta variable permite proteger las carteras a bajo coste.

CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Nuestra hipótesis constructiva para la economía mundial en 2024 nos lleva a mantener un posicionamiento estratégico positivo en los mercados de renta variable el resto del año. Seguimos sobreponderando la renta variable en nuestras asignaciones, aunque se ha reducido recientemente teniendo en cuenta el sólido comportamiento de los principales índices bursátiles, a pesar de que la probabilidad de que haya nuevas sorpresas positivas en el crecimiento estadounidense nos parece más limitada que hace unos meses. Seguimos atentos para aprovechar las posibles caídas de los mercados y redistribuir nuestra liquidez.
- Mantenemos la preferencia por los grandes valores cotizados estadounidenses y la renta variable emergente, ya que esta última se ha beneficiado, además, de las noticias positivas procedentes de China. En Europa, creemos que la actual inflexión de la dinámica de los beneficios, unida a la mejora del clima macroeconómico y los primeros recortes de los tipos de interés oficiales, podría beneficiar al segmento de la pequeña y mediana capitalización. Tras haber sufrido un retraso cercano al 30% respecto a las grandes compañías en los últimos tres años, desde 2021, creemos que es posible que recuperen terreno en el entorno actual.



Renta fija

- Las expectativas de recortes de tipos por parte de la Fed y el BCE se han revisado bruscamente a la baja y ahora son más conservadoras que nuestras expectativas. En nuestra cartera diversificada hemos aumentado tácticamente la sensibilidad a los tipos de interés de la zona euro, donde la visibilidad de la trayectoria de desinflación y del ciclo de bajada de los tipos de interés es mejor. Mantenemos la preferencia por las partes más cortas de la curva de rendimientos, que ofrecen mayores retornos y nos parecen mejor valoradas. Por el contrario, los vencimientos más largos podrían sufrir un restablecimiento de la prima por plazo.
- No variamos nuestra opinión sobre la deuda corporativa de calidad con vencimiento corto, así como sobre la deuda subordinada, ya que son segmentos que ofrecen un rendimiento adicional interesante en relación con el riesgo implícito. El segmento de mayor calidad dentro del *high yield* puede contribuir a mejorar significativamente el rendimiento de las cestas de bonos, aunque hay que ser selectivo. Sin embargo, nos mantenemos al margen del segmento que conlleva más riesgo.

Mercado de divisas

- Mantenemos nuestra opinión positiva sobre el dólar. Aunque el repunte del billete verde se ha debilitado recientemente, más allá de su papel de valor refugio en caso de resurgimiento del riesgo geopolítico, ofrece una cobertura interesante frente a la hipótesis alternativa de un aplazamiento de los recortes de la Fed.
- A pesar de la subida de los tipos de interés reales, el oro alcanzó un nuevo récord, impulsado por el aumento del riesgo geopolítico y las compras masivas de los bancos centrales de los países emergentes. Hoy en día, estos factores de apoyo parecen estar menos presentes. En combinación con las importantes posiciones especulativas existentes en el mercado (véase Divisas, página 10), estamos adoptando una postura algo más prudente sobre el metal amarillo.

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
RENTA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
EUR 2 años	=/+	=
EUR 10 años	=/-	=
Periferia EUR	=	=/-
US 2A	=/+	=/+
US 10A	=/-	=
EUR breakevens de inflación	=/+	=/+
US breakevens de inflación	=/+	=
DEUDA CORPORATIVA		
Investment grade EUR	=/+	=/+
High yield EUR	=/-	=
Bonos de entidades financieras EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	=/-	=/-
DEUDA EMERGENTE		
Deuda pública moneda fuerte	=	=/+
Deuda pública moneda local	=	=/+
RENTA VARIABLE		
GEOGRAFÍAS		
Europa	=/-	=/+
EE.UU.	=	=/+
Japón	=	=
Iberoamérica	=	=
Asia ex-China	=/+	=/+
China	=	=/-
ESTILOS		
Crecimiento	=	=/+
Value	=	=
Calidad	=/+	=
Cíclico	=	=
Defensivo	=/-	=/-
DIVISAS		
EE.UU. (USD)	=/+	=/-
Zona euro (EUR)	=/-	=
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suiza (CHF)	=/-	=
Japón (JPY)	=	=/+
China (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 23 MAYO 2024



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,48%	-22,72	59,76
Francia 10A	3,06%	-6,30	50,70
Alemania 10A	2,60%	-3,40	57,40
España 10A	3,35%	-7,90	37,00
Suiza 10A	0,83%	2,10	13,20
Japón 10A	1,00%	10,30	38,90

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	36,30	2,45%	-1,15%
Deuda pública EUR	201,45	0,26%	-1,32%
Deuda corporativa EUR (HY)	220,01	0,89%	1,70%
Deuda corporativa USD (HY)	339,13	1,55%	1,25%
Deuda pública EE, UU,	305,54	1,00%	-0,81%
Deuda corporativa emergente	44,12	1,10%	-0,02%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9889	1,03%	6,46%
GBP/USD	1,2699	1,48%	-0,25%
USD/CHF	0,9143	0,23%	8,66%
EUR/USD	1,0815	0,79%	-2,03%
USD/JPY	156,93	0,82%	11,27%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	12,77	-2,60	0,32

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.267,84	4,35%	10,44%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.339,23	3,22%	7,84%
STOXX Europe 600	521,56	3,82%	8,89%
Topix	2.754,75	3,42%	16,41%
MSCI World	3.446,43	4,23%	8,75%
Shanghai SE Composite	3.641,79	3,16%	6,14%
MSCI Emerging Markets	1.091,37	6,10%	6,61%
MSCI Latam (América Latina)	2.419,94	-0,05%	-9,12%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	201,42	2,68%	0,32%
MSCI Asia Ex Japan	697,74	7,31%	8,76%
CAC 40 (Francia)	8.102,33	1,07%	7,41%
DAX (Alemania)	18.691,32	4,32%	11,58%
MIB (Italia)	34.467,67	1,56%	13,56%
IBEX (España)	11.311,10	2,98%	11,97%
SMI (Suiza)	11.966,75	6,27%	7,44%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.598,00	0,25%	-10,94%
Oro (USD/Onza)	2.329,27	-0,14%	12,91%
Crudo WTI (USD/Barril)	76,87	-8,02%	7,29%
Plata (USD/Onza)	30,28	10,72%	25,73%
Cobre (USD/Tonelada)	10.417,50	5,60%	21,71%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,66	62,21%	5,69%

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

	FEBRERO DE 2024	MARZO DE 2024	ABRIL 2024	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2024 A 23.05.2024
	9,35%	4,23%	10,98%	7,31%	16,41%
	5,52%	3,65%	4,24%	6,10%	10,44%
	5,17%	3,47%	4,14%	4,35%	8,89%
	4,89%	3,10%	3,22%	4,23%	8,76%
	4,63%	3,01%	2,73%	3,82%	8,75%
	4,11%	2,32%	2,10%	3,42%	7,84%
	1,84%	2,18%	-1,57%	3,22%	6,61%
	1,58%	0,61%	-1,91%	3,16%	6,14%
	-0,01%	0,56%	-1,95%	2,68%	0,32%
	-0,52%	-0,55%	-9,89%	-0,05%	-9,12%

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

MÁS RENTABLE
+

-
MENOS RENTABLE



AIE: Agencia Internacional de la Energía.

ASG (ESG, en inglés): Sistema de calificación extrafinanciera de las compañías en los ámbitos del medio ambiente, social y de la gobernanza que permite evaluar la sostenibilidad y el impacto ético de la inversión en una empresa.

BCE: Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

Blockchain: Tecnología de almacenamiento y transmisión de información que adopta la forma de una base de datos que posee la particularidad de ser compartida simultáneamente con todos sus usuarios y que, por lo general, no depende de ningún organismo central.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

BPA: Beneficio Por Acción.

Brent: Tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

Calidad: Las acciones de Calidad se refieren a las empresas con beneficios más elevados y fiables, bajo endeudamiento, y otros indicadores de beneficios estables y gobernanza sólida. Las características comunes de las acciones de Calidad son un alto rendimiento del capital propio, un elevado ratio de deuda sobre capital propio y una gran variabilidad de los beneficios.

Cíclicas: Las acciones cíclicas se refieren a las empresas que dependen de los cambios de la economía general. Estas acciones representan a las empresas cuyos beneficios aumentan cuando la economía prospera.

Combinación de políticas (policy-mix): Estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

Crecimiento: El estilo Crecimiento se refiere a las empresas con una previsión de ritmo de crecimiento de ventas y beneficios superior al de la media del mercado. Por ello, las acciones de Crecimiento suelen caracterizarse por una valoración superior a la del mercado en su conjunto.

Defensivas: Las acciones defensivas se refieren a las empresas que son más o menos inmunes a los cambios en las condiciones económicas.

Deflación: Lo contrario de la inflación; a diferencia de esta, se caracteriza por una caída duradera y sostenida del nivel general de precios.

Diferencial crediticio (spread): Diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

Duración: Mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): Término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): El EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de traerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

Economías de escala: Disminución del coste unitario de un producto que una empresa obtiene al aumentar el volumen de producción.

Estancamiento secular: Se refiere a un período prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

Estanflación: Se refiere a una economía que experimenta simultáneamente un aumento de la inflación y un estancamiento de la producción económica.

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados frente a las expectativas de los pronosticadores.

IPC (índice de precios de consumo): El IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

IRENA: Agencia Internacional de Energías Renovables.

ISM: Institute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

ISR: Inversión sostenible y responsable.

Japonización de la economía: Se refiere al estancamiento al que se ha enfrentado la economía japonesa en las últimas tres décadas y suele aplicarse en referencia al temor de los economistas a que otros países desarrollados sigan su ejemplo.

Metaverso: Mundo virtual ficticio (del inglés "metaverse", contracción de "meta universe", es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Oligopolio: Situación en la que, en un mercado, existe un número reducido de oferentes (vendedores) que disponen de cierto poder de mercado y un gran número de demandantes (clientes).

OMC: Organización Mundial del Comercio.

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

OPEP+: OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

PIB (producto interior bruto): El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

PMI: Índice de Gestores de Compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Punto básico (pb): Un punto básico equivale a 0,01%.

Punto de equilibrio de la inflación ("inflation breakeven" en inglés): Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

Pricing power: Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa: Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a incrementar liquidez en la economía.

SEC (Securities and Exchange Commission): La SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

Tipo swap de inflación a 5 años dentro de 5 años: Indicador de mercado sobre las expectativas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Ofrece una visión de cómo pueden cambiar las expectativas de inflación en el futuro.

TPI: Nueva herramienta del Eurosistema que se puede activar por el ECB para contrarrestar la evolución desordenada e injustificada de los mercados si esto supone una amenaza para la transmisión fluida de la política monetaria en toda la zona del euro. El Consejo de Gobierno del BCE aprobó este instrumento el 21 de julio de 2022.

Uberización: Término inspirado en el nombre de la empresa estadounidense Uber, que desarrolla y opera plataformas digitales para conectar a conductores y usuarios. Designa a un nuevo modelo de negocio que aprovecha las nuevas tecnologías digitales y que forma parte de la economía colaborativa al poner en contacto directo a clientes y proveedores de servicios, con costes reducidos y precios más bajos.

Value: El estilo Value se refiere a las empresas que parecen cotizar a un precio reducido en relación con sus fundamentales. Las características comunes de las acciones Value incluyen una elevada rentabilidad por dividendo, y unos ratios precio-valor contable y precio-beneficio reducidos.

VIX: Índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices, amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

WTI (West Texas Intermediate): Junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.



EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez, sociedad de nacionalidad francesa, matriz de la actividad de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales o entidades vinculadas, esto es CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus filiales, sucursales y oficinas de representación respectivas, dondequiera que estén, operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás entidades de Indosuez Wealth Management se designarán individualmente el "Entidad", y conjuntamente, las "Entidades".

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo"), y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o al garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o tratar de prestar servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o desde ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en la Guía Informativa, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales y normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** esta guía informativa es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T.30.176, F.1, S.8, H.M-543170, CIF: W-0182904-C.
- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.
- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.
- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571)(SFO).
- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act 2001), de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- **En el DIFC:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubái (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái ("DFS"). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado o ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.
- **En los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Adobe Stock.

Editado a 23.05.2024.

