



MONTHLY HOUSE VIEW

Junio de 2025

Después de la pérdida del AAA, Trump quiere asegurar su BBB

• Índice

01• Editorial	P3
DESPUÉS DE LA PÉRDIDA DEL AAA, TRUMP QUIERE ASEGURAR SU BBB	
02• Macroeconomía	P4
LA COMPLEJIDAD DE LA INFLACIÓN	
03• Renta fija	P6
EL PRECIO DE UN AAA	
04• Renta variable	P8
UN RALLYE CON FUNDAMENTOS FRÁGILES	
05• Divisas	P10
LA HORA DE LAS ALTERNATIVAS	
06• Mercados privados	P12
DEUDA PRIVADA: LA REVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DE LA QUE NADIE HABLA	
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



DESPUÉS DE LA PÉRDIDA DEL AAA, TRUMP QUIERE ASEGURAR SU BBB



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

Los particulares estadounidenses siguen siendo positivos sobre su mercado de acciones y continúan invirtiendo sus ahorros en él. Pero, ¿hasta qué punto? ¿Y hasta cuándo? La pregunta sigue abierta, especialmente cuando se conocen las crecientes expectativas de los hogares respecto a las medidas fiscales prometidas por Donald Trump. Mientras se espera la posible concreción de las reducciones de impuestos previstas por la *"Big Beautiful Bill Act"* (o "BBB"), los atrasos en los pagos de las tarjetas de crédito alcanzan niveles nunca vistos en los últimos 20 años, aumentando casi un 60% en volumen en los últimos tres años para representar el 20% del total (es decir, un impago de cada cinco). Algunos estadounidenses incluso recurren a sus ahorros para la jubilación para cubrir gastos corrientes como el alquiler o los gastos médicos.

La discusión sobre este presupuesto, que debería costar al menos 3.000 billones de dólares en 10 años, se produce justo cuando Moody's, la última agencia en calificar la deuda de los EE. UU. con AAA, ha degradado esta calificación. Destaca la trayectoria negativa del déficit, que debería seguir deteriorándose y alcanzar el 9% en 10 años según sus previsiones. Este contexto presupuestario tenso se vuelve aún más difícil debido a la creciente polarización de la economía estadounidense, añadiendo una capa de complejidad a los desafíos financieros del país.

De hecho, es sorprendente ver hasta qué punto la economía de los estados demócratas, llamada "economía azul", difiere de la de los estados republicanos, llamada "economía roja". Es casi como si se tratara de dos países distintos. Hoy en día, los estados azules tienen una economía cuyo PIB es equivalente al de China, es decir, aproximadamente dos tercios de la economía estadounidense. En comparación, la economía roja representa alrededor de un tercio del PIB de los Estados Unidos, es decir, más de 10.000 billones de dólares. Sin embargo, el número de millonarios aumenta más rápidamente en la economía roja, que ahora cuenta con casi la mitad de los estadounidenses con ingresos superiores a un millón de dólares. Además, las expectativas en materia de inflación y crecimiento varían enormemente entre estas dos zonas. Incluso los bienes consumidos y las preferencias culinarias difieren considerablemente. En cuanto a las carteras bursátiles, las de los republicanos tienen un rendimiento notablemente mejor.

Mientras la economía estadounidense parece más dividida que nunca, es crucial encontrar formas de financiar el plan fiscal BBB. El programa de reducción de costos y personal del sector público, gestionado por el "DOGE", no ha dado los resultados esperados. El objetivo inicial era reducir los gastos en 2.000 billones de dólares, pero hasta ahora, solo se han ahorrado 160 billones.

La otra fuente de financiación privilegiada por el gobierno es la implementación de derechos de aduana. La administración estadounidense se ha fijado el ambicioso objetivo de firmar 90 acuerdos en 90 días. Hasta la fecha, solo se han concluido dos acuerdos importantes: uno con Gran Bretaña y otro con China. Considerando que un proyecto de tal magnitud debería tomar años, es muy probable que los otros 88 acuerdos no se firmen antes de la fecha límite del 8 de julio y que la música diplomática de las negociaciones bilaterales sobre este tema continúe sonando durante el verano.

En este contexto, las negociaciones comerciales entre los Estados Unidos y Europa serán cruciales para la evolución futura de la inflación. Hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento mundial para el próximo año, con una probable convergencia de los crecimientos estadounidense y europeo. La inflación debería permanecer elevada en los Estados Unidos, mientras que debería normalizarse en Europa.

En nuestras carteras, seguimos fuertemente diversificados, con una preferencia por las acciones de las zonas que se benefician de la reactivación económica y una baja exposición a la duración estadounidense en la parte de renta fija. Paralelamente, el oro sigue siendo el valor refugio por excelencia, mientras que nos mantenemos cautelosos respecto al dólar. Los activos no cotizados siguen siendo atractivos, y en esta edición abordaremos el interés de poseer deudas privadas, especialmente a través de fondos semi-líquidos en las asignaciones de cartera.

¡Les deseo una muy agradable lectura!

1- En español: "Ley del Gran Hermoso Proyecto" (o "BBB").



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Mientras que Estados Unidos muestra una aparente estabilidad de precios, sostenida temporalmente por los niveles de inventarios, el efecto de las próximas subidas tarifarias debería manifestarse pronto. En Europa, la situación es inversa: una desinflación importada de China podría persistir, salvo en caso de una respuesta comercial coordinada con Estados Unidos. El escenario macroeconómico sigue siendo muy dependiente del riesgo político.



+41%

de importaciones
estadounidenses
en el

T1 2025

ESTADOS UNIDOS: RESPIRO EN LA ACTIVIDAD, INCERTIDUMBRE EN LOS PRECIOS

La economía estadounidense se contrajo a un ritmo anualizado del 0,3% en el primer trimestre de 2025, afectada por un aumento del 41,3% en las importaciones, ya que las empresas anticiparon la entrada en vigor de los nuevos aranceles. Se espera una recuperación parcial del PIB en el segundo trimestre (+1% anualizado), a medida que los flujos comerciales se normalicen. El alivio del conflicto comercial con China, con los aranceles sobre bienes chinos reducidos del 145% al 30%, ha tranquilizado a los mercados financieros, relajando las condiciones financieras a niveles más acomodaticios.

La inflación (IPC: Índice de precios al consumidor) se desaceleró al 2,3% interanual en abril, el nivel más bajo desde febrero de 2021. La caída en los precios de la energía y los alimentos, especialmente la gasolina (-11,8%), frenó el promedio de los precios. Un símbolo fuerte: el precio de los huevos cayó un 12,7% en un mes, un récord desde 1984, pero aún es un 49% más alto que en abril de 2024. La inflación subyacente se mantuvo estable en un 2,8% interanual. Por ahora, los altos niveles de inventarios de las empresas han amortiguado el aumento de los precios al consumidor, pero los efectos deberían materializarse en los datos de mayo/junio. Las expectativas de inflación a largo plazo de los hogares, seguidas de cerca por la Reserva Federal (Fed), aumentan ligeramente, pero se mantienen ancladas alrededor del 3%, según la encuesta de la Fed de Nueva York. Queda por ver si los aumentos arancelarios serán absorbidos por las empresas: la administración Trump insta a las empresas a no repercutirlos en los consumidores.

El papel dominante del dólar en la facturación internacional también ayuda a limitar el impacto potencialmente inflacionario de la caída del dólar. Si los precios al consumidor aumentaran en un contexto de política fiscal expansiva (incentivos fiscales anticipados), el riesgo de un retorno de la inflación y de un menor número de recortes de tipos por parte de la Fed se intensificaría. Los mercados ahora anticipan dos recortes de tipos en el segundo semestre de 2025, frente a cuatro a finales de abril, a pesar de un mercado laboral estable pero bastante estancado por la falta de visibilidad de las empresas.

ZONA EURO: DESINFLACIÓN A PESAR DE LA RESISTENCIA DE LA ACTIVIDAD

La desinflación avanza en la zona euro, apoyada por la caída de los precios de la energía y el endurecimiento monetario pasado. El PIB creció un 0,3% en el primer trimestre, probablemente gracias a la recuperación de la demanda interna, tras las incertidumbres políticas de finales de 2024, y a una fuerte demanda estadounidense de exportaciones europeas. La producción industrial aumentó un 3,6% en marzo interanual (+50,2% en Irlanda gracias a las exportaciones farmacéuticas). Los indicadores de confianza, especialmente en Alemania, se mantuvieron mejor orientados en abril, impulsados por la mejora de las perspectivas de ingresos gracias a un nuevo acuerdo salarial en el sector público. Sin embargo, una contracción de la actividad sigue siendo muy probable en el tercer trimestre, más tarde de lo inicialmente previsto, impactando negativamente la previsión de crecimiento para 2026.



La inflación anual se confirmó en un 2,2% en abril, justo por encima del objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE). La energía contribuyó negativamente (-0,35 puntos), mientras que los servicios fueron el principal motor, especialmente debido a un efecto calendario de Pascua en el transporte. El BCE ya ha realizado siete recortes de tipos, y se espera uno nuevo en junio. El futuro dependerá de los datos del tercer trimestre y de la continuación de los acuerdos con Estados Unidos. Varios factores abogan por una presión bajista persistente sobre los precios: fortalecimiento del euro, moderación salarial, sobreproducción china. Las discusiones comerciales con Estados Unidos avanzan lentamente, con una probable prolongación del periodo de negociaciones. Bruselas se resiste a aceptar las "ganancias rápidas" propuestas por Washington. Mantener el nivel arancelario promedio en el 10%, como se prevé en nuestro escenario, parece optimista: los líderes europeos consideran que este nivel no será suficiente para evitar medidas de represalia — potencialmente inflacionarias, aunque la fortaleza del euro amortiguaría parcialmente el efecto.

CHINA: MOTOR DE DESINFLACIÓN MUNDIAL

China sigue siendo una fuente de desinflación para la economía mundial: los precios de producción cayeron un 2,7%, marcando así el 31º mes consecutivo de descenso. El IPC retrocedió un 0,1% en abril, en términos interanuales, por tercer mes consecutivo.

A pesar de un crecimiento robusto en el primer trimestre (+5,2%), impulsado por la industria y las exportaciones anticipadas, el segundo trimestre debería marcar una desaceleración debido a la implementación de los aranceles estadounidenses y a un efecto base. Sin embargo, el indicador de sorpresas económicas para China ha mejorado, ya que los peores escenarios de Donald Trump parecen haberse evitado.

Frente al contexto geopolítico, Pekín ha intensificado su apoyo fiscal y diplomático. En el frente fiscal, Pekín ha ampliado las subvenciones para la compra de electrodomésticos y vehículos eléctricos para estimular el consumo. Doce categorías son ahora elegibles, incluyendo lavavajillas, arroceras y purificadores de agua. Estas medidas buscan fortalecer la demanda interna mientras apoyan los objetivos de fabricación y eficiencia energética. El Banco Popular de China ha reducido el coeficiente de reservas obligatorias en 50 puntos básicos (pb) este año, con probablemente otra reducción de 50 pb por venir. El compromiso regional de China también está en aumento. La visita del presidente Xi a Vietnam en abril condujo a 49 nuevos acuerdos de cooperación, especialmente en cadenas de suministro e infraestructuras. A través de tales iniciativas, China consolida su papel como fuerza estabilizadora en Asia.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2026, %

● Previsiones a la baja desde Mayo

● Previsiones al alza desde Mayo

	PIB			INFLACIÓN		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
EE. UU.	2,8%	1,5%	1,6%	3,0%	3,4%	2,9%
Zona euro	0,8%	0,8%	1,4%	2,4%	2,0%	2,0%
China	5,0%	4,5%	4,5%	0,2%	1,4%	1,5%
Mundo	3,2%	2,7%	2,9%	-	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración con
el equipo de Renta fija

La agencia de calificación Moody's rebajó el AAA de los Estados Unidos el viernes 16 de mayo. Desde 2011, S&P había retirado al país la más alta calidad de crédito (Tabla 2). El cambio de administración no reduce el déficit presupuestario del estado federal. El gestor de *hedge fund* [Ray Dalio](#)² alerta desde hace varios años sobre los riesgos de la deuda estadounidense.

La época a principios de los años 2000, cuando los mercados temían no tener suficiente deuda estadounidense a largo plazo, parece muy lejana. Los excedentes presupuestarios de finales de los años 1990 redujeron significativamente el stock de deuda federal hasta el punto de que la Oficina de Presupuesto del Congreso (Congressional Budget Office) contemplaba una desaparición de la deuda pública en una década.

Hoy, el ratio deuda/PIB alcanza el 121%, el déficit 7% (fuente: Bloomberg). En aumento de algunos puntos base tras el anuncio, la curva de tipos estadounidense permanece bajo control. El mercado anticipa hasta cuatro recortes de tipos en los próximos 18 meses. El tipo a 2 años permanece anclado por estas expectativas. Sin embargo, los tipos largos (10 años y más) deberían continuar su aumento progresivo. También reflejan una forma de desconfianza, o prima de riesgo, por parte de los inversores extranjeros. La diferencia entre el tipo a 30 años y la de 2 años debería seguir aumentando (gráfico 1, página 7).

Sin embargo, los cambios regulatorios en curso liberarán a los bancos de las restricciones prudenciales instauradas desde la crisis de 2008. En particular, su capacidad para mantener deuda emitida por el gobierno federal. En paralelo, la Reserva Federal (Fed) inicia la revisión de su marco de intervención para incorporar los cambios macroeconómicos desde la última revisión de 2019-2020. En particular, el banco central podría acomodarse a una inflación ligeramente superior al 2% durante algún tiempo.

En la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) continúa su ciclo de flexibilización monetaria, al ritmo de 25 pb por reunión. El tipo terminal anticipado por el mercado es ahora inferior al 1,75%. Sin una dinámica muy clara, los tipos largos deberían mantenerse en un nivel inferior al 3% en el 10 años alemán.



El ratio deuda/PIB
alcanza el
121%,
el déficit
7%

TABLA 2: CALIFICACIONES DE LA DEUDA ESTADOUNIDENSE, POR AGENCIA

Agencia	Desde	Previsión	Calificación
S&P	Marzo 2024	Estable	AA+
Fitch	Agosto 2024	Estable	AA+
Moody's	Mayo 2025	Estable	Aa1

Fuentes: Fitch, Moody's, S&P, Indosuez Wealth Management.

2 - "Bridgewater founder Ray Dalio warns of danger of US debt to Treasury market":
<https://www.ft.com/content/d54e5886-7f9a-49c4-a915-61ca506e4514>

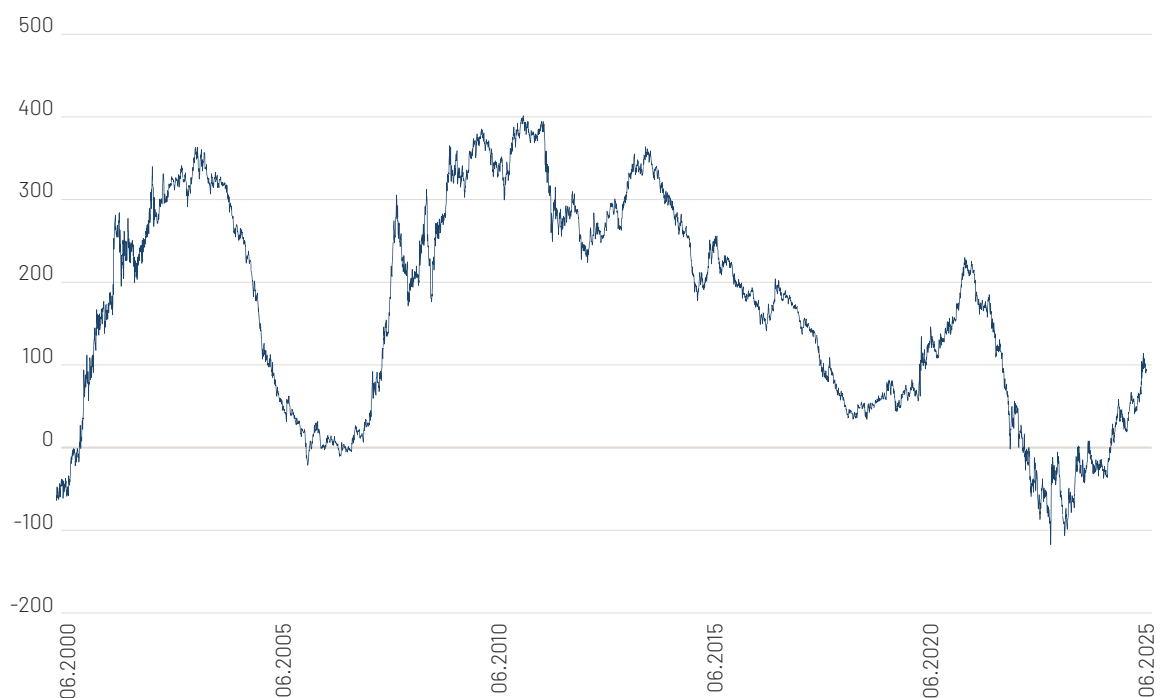


MERCADOS DE CRÉDITO

Tras una temporada de publicaciones de resultados sin sorpresas, los fundamentos siguen siendo de buena calidad en los mercados de crédito de los países desarrollados. El episodio de volatilidad del mes de abril es un recuerdo lejano. Los emisores aprovechan el tiempo de las negociaciones sobre las barreras arancelarias para refinanciar su deuda. Los emisores estadounidenses aprovechan condiciones de financiación más atractivas en Europa para financiarse en euros. Después de cubrir el riesgo de cambio en dólares, cristalizan algunos puntos base a su favor. Por el contrario, los bancos europeos en búsqueda de financiación en dólares emiten en diferentes vencimientos en esta moneda, en condiciones que les permiten asegurar su liquidez a medio plazo. En el segmento AT1 en euros, los bancos españoles deben cubrir un déficit regulatorio. Para el conjunto de la zona, queda por financiar aproximadamente 20 mil millones de euros de un total de 40 mil millones de euros (51 mil millones de euros en 2024). Las condiciones de mercado actuales son favorables para los emisores.

En los mercados emergentes, las monedas locales se han beneficiado de la caída del dólar (aproximadamente 2 a 2,5%). Cerca del 9%, el *carry* es particularmente atractivo en esta clase de activos. Los diferenciales en moneda local (585 pb) compensan a los inversores por la volatilidad de las monedas. América Latina se beneficia de un déficit comercial con los Estados Unidos, con la notable excepción de México. En consecuencia, el subcontinente está relativamente inmunizado contra el aumento de los aranceles. En Europa central, Polonia y Hungría deberían reanudar su ciclo de recortes de tasas en el segundo semestre. En los países del Golfo, la persistencia del precio del barril por debajo de los 70 dólares comienza a generar necesidades de financiación. Finalmente, Asia genera el mayor excedente comercial con respecto a los Estados Unidos. El yuan chino se mantiene en niveles bajos contra el dólar, o contra una cesta de monedas internacionales (yen, euro).

GRÁFICO 1: DIFERENCIA DE RENDIMIENTO 30 AÑOS - 2 AÑOS ESTADOS UNIDOS, PB



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Los mercados de acciones mundiales han mostrado todos un rebote excepcional en el mes pasado, como el DAX que ha subido un 23% desde su punto más bajo a principios de abril. La inflexión de la política arancelaria de Donald Trump, junto con la desescalada con China, han tranquilizado a los mercados. Una cierta normalización del sentimiento, después de una fase de estrés extremo, el regreso de los inversores particulares y el *short covering*³ también explican este aumento fulgurante de los índices de acciones. No obstante, la tendencia de fondo sigue siendo frágil debido a lo “provisional” de las treguas sobre los aranceles y a los datos macroeconómicos en desaceleración.

EUROPA

La región conserva un atractivo relativo gracias a valoraciones históricamente bajas y un posicionamiento de los inversores aún débil. La desescalada arancelaria entre China y Estados Unidos ha reorientado temporalmente los flujos hacia Estados Unidos, pero podría ofrecer a Europa una ventana de oportunidad si las tensiones comerciales se apaciguaran de manera más duradera. Además, el diferencial de política monetaria entre el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (Fed), junto con las medidas de estímulo fiscal en Alemania y en toda la Unión Europea, crea un entorno más favorable a largo plazo.

Una posible disminución duradera de los precios de la energía, relacionada con una distensión geopolítica (Irán/Estados Unidos o Ucrania/Rusia), también podría ofrecer un apoyo indirecto al consumo y a las perspectivas de inflación.

Sin embargo, el crecimiento económico y las perspectivas de beneficios siguen siendo relativamente débiles (gráfico 2, página 9). La temporada de publicaciones de resultados empresariales del primer trimestre de 2025 ha sido más bien mixta, con una contracción de los beneficios por acción (BPA) del 2% en un año.

En resumen, el ímpetu económico sigue siendo débil, pero la dinámica relativa está mejorando y el BCE mantiene su política de apoyo.

ESTADOS UNIDOS

El rebote del mercado estadounidense ha sido fulgurante, como el S&P 500 que ha subido cerca de un 23% desde los niveles del 8 de abril pasado. El índice emblemático de la costa estadounidense ha vuelto incluso a los niveles anteriores al famoso “*Liberation Day*” (Día de la Liberación) que vio una serie de anuncios arancelarios. Sin embargo, la incertidumbre política y macroeconómica sigue siendo alta, especialmente con respecto a las consecuencias de las “*Trumponomics*” (comercio, fiscalidad, inmigración). Además, la Fed se encuentra en una situación difícil, con una inflación persistente y un crecimiento económico amenazado por las amenazas comerciales.

Desde un punto de vista microeconómico, la temporada de publicaciones está siendo mixta. Aunque el crecimiento de los beneficios ha sido del +12% interanual (el doble de las expectativas), los equipos directivos han mostrado prudencia en sus perspectivas, mencionando la incertidumbre relacionada con el contexto actual.

Sin embargo, un cierto número de grandes empresas continúan mostrando balances sólidos, a juzgar por el nivel récord de programas de recompra de acciones.

Después del reciente aumento, los niveles de valoraciones han vuelto al punto alto de principios de año.



Aumento del
+12%
DE LOS
BENEFICIOS
de las empresas
estadounidenses
en el T1

3 - En español: Cobertura corta.



ASIA

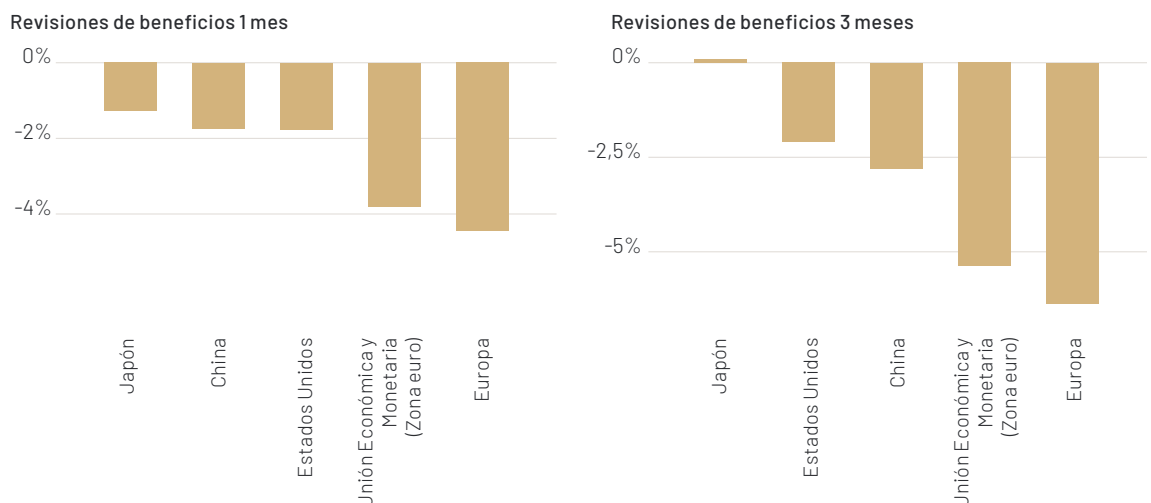
La caída del dólar apoya parcialmente a los mercados emergentes, aunque persiste la prudencia. En China, a pesar de una reciente mejora en los datos macroeconómicos, las previsiones de resultados vuelven a revisarse a la baja. La desescalada comercial con Estados Unidos podría reducir los riesgos sistémicos, pero el sentimiento sigue siendo frágil. La tregua es, por ahora, de solo 90 días. Sin embargo, China parece mejor preparada hoy para una guerra comercial prolongada con Estados Unidos. La reducción significativa de las exportaciones al mercado estadounidense, al tiempo que diversifica sus socios comerciales dentro de la zona asiática, permite al país resistir la presión de Trump. Además, estas nuevas tensiones comerciales también podrían acelerar la transición de China hacia motores más domésticos (consumo interno, fabricación local de alta tecnología, innovación).

Fuera de China, las perspectivas son más dispares. Japón sigue afectado por el nivel de las exportaciones y una moneda más fuerte tras un cambio de tono del Banco de Japón.

ESTILOS DE INVERSIÓN

El mes pasado ha visto un marcado retorno de los valores de crecimiento, en particular en la tecnología estadounidense, gracias a una serie de resultados sólidos y al apoyo masivo de los programas de recompra de acciones. Sin embargo, los sectores cíclicos europeos continúan su recuperación, en línea con la normalización monetaria esperada y el potencial de estímulo fiscal. La dispersión de los rendimientos sigue siendo importante, al igual que la de las valoraciones entre estilos (*Crecimiento contra Value*). En Estados Unidos, las compañías defensivas de calidad aparecen como una buena alternativa frente a las persistentes incertidumbres en un entorno con una volatilidad globalmente más alta. En Europa, el estilo *Value* sigue siendo una elección privilegiada dada la valoración relativa del segmento, que sigue siendo muy atractiva.

GRÁFICO 2: REVISIONES DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS POR ZONA GEOGRÁFICA EN 1 MES Y 3 MESES, %



Fuentes: DPAM, FactSet, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

La relajación de las tensiones comerciales da un poco de respiro al dólar después de varias semanas de caída libre. Sin embargo, aunque a corto plazo los riesgos parecen equilibrados, a más largo plazo la atención de los inversores sigue enfocada en las debilidades estructurales del dólar (valoración elevada, voluntad de devaluación de la administración estadounidense, desdolarización), lo que nos invita a mantener una visión negativa sobre el dólar, especialmente en relación con el euro y el oro.

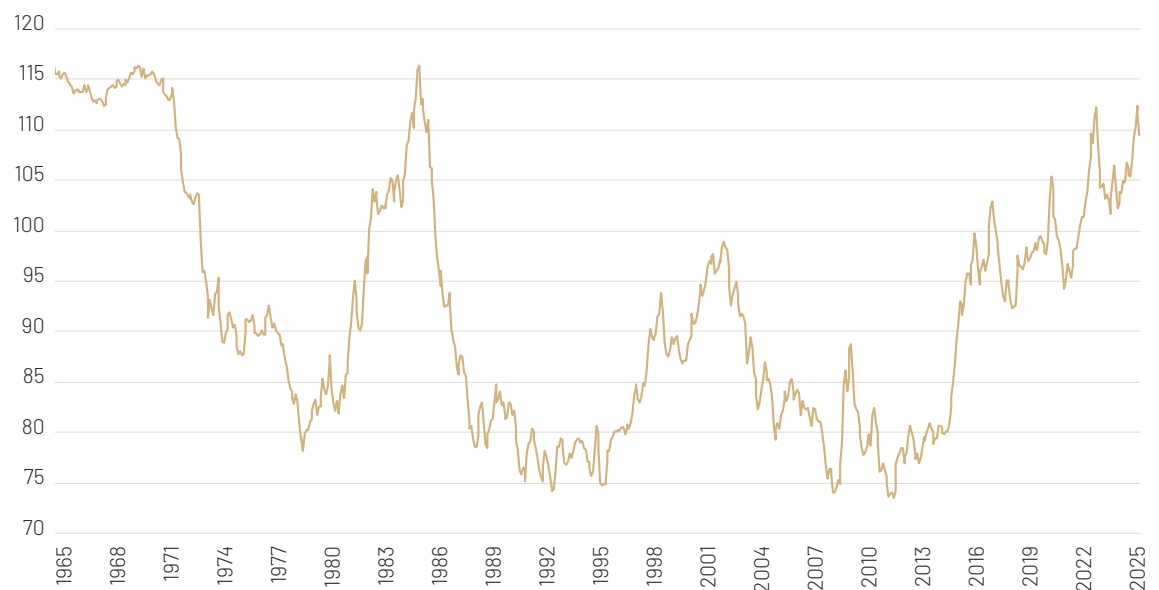
USD: UN RESPIRO PERO SIN CONVICCIÓN

Las últimas semanas han visto una estabilización del dólar después del pico de pesimismo alcanzado a mediados de abril, consecuencia de la guerra comercial agresiva y aislacionista iniciada por la administración estadounidense. Las preocupaciones sobre la independencia de la Reserva Federal (Fed) tras las amenazas de Donald Trump de despedir a Jerome Powell, así como la idea emergente de un acuerdo de "Mar-a-Lago" que vería al gobierno estadounidense negociar una devaluación del dólar con sus principales socios comerciales, también han jugado un papel. Esta combinación explosiva ha llevado a una cierta fuga de inversores de los mercados en dólares, llevando al dólar a su nivel más bajo desde principios de 2022.

Esta estabilización ha sido posible gracias a la relajación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China en mayo, justificando a ojos de los inversores una mejora futura en las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, atenuando al mismo tiempo la visión beligerante que tenían los mercados sobre la política económica estadounidense.

Además, esta tregua ha dado lugar a un flujo de noticias más positivas para el crecimiento estadounidense con un proyecto de presupuesto 2026 que aporta más impulso fiscal, así como anuncios de inversiones en Estados Unidos, tanto de parte de empresas estadounidenses como de países extranjeros.

GRÁFICO 3: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (ESTADOS UNIDOS)



Fuentes: FRED, Indosuez Wealth Management.



Estos desarrollos han implicado una atenuación del sentimiento de riesgo global y han afectado ligeramente a los valores refugio como el franco suizo o el yen, que se habían beneficiado de las tensiones comerciales a mediados de abril y podrían continuar depreciándose frente al dólar si se continúan implementando acuerdos comerciales con Estados Unidos y las principales economías mundiales afectadas por las subidas arancelarias. En particular, un acuerdo comercial con Japón podría afectar al yen, mientras que el franco suizo podría seguir siendo penalizado por la política de tasas bajas, lo que lo convierte en el candidato designado para el financiamiento de las operaciones de *carry trade*.

Sin embargo, mantenemos una visión más bien neutral sobre el dólar frente al franco suizo y el yen, ya que el dólar sigue estando históricamente sobrevalorado (gráfico 3, página 10) y los inversores han comenzado a adoptar una visión estructuralmente más bajista en un contexto de diversificación de las exposiciones de los actores financieros al dólar.

PREFERENCIA POR EL EURO Y EL ORO

Este movimiento de diversificación del dólar parece ser más bien un soporte a largo plazo para el euro, que se posiciona, si fuera necesario, como la alternativa más creíble al dólar, aunque todavía esté bastante incompleta.

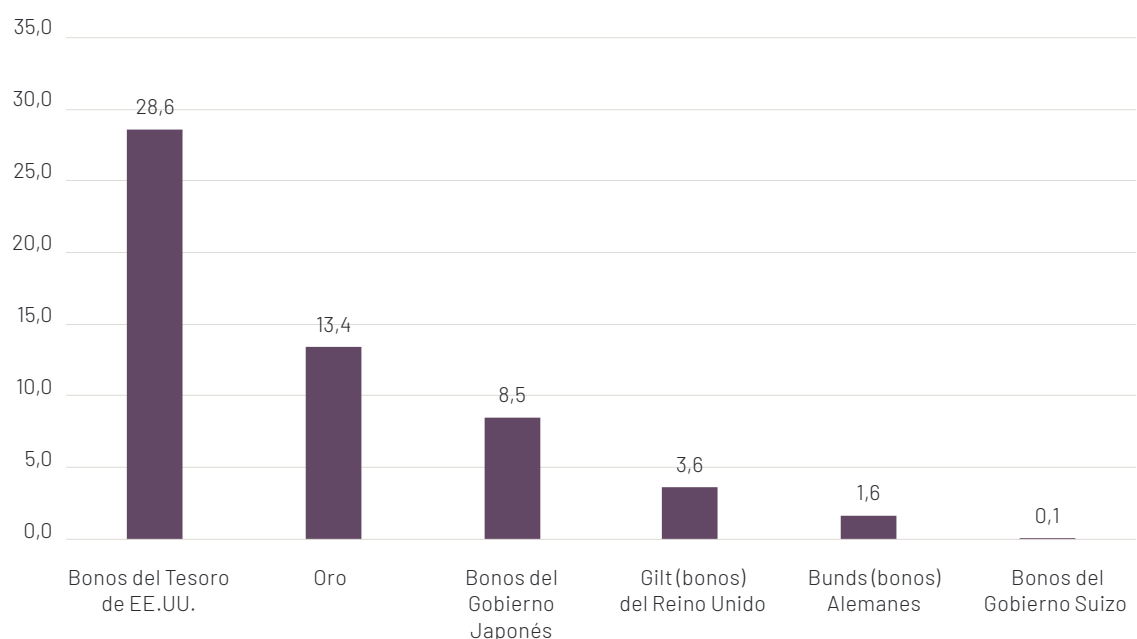
Ciertamente, el aumento de las emisiones de bonos del estado alemán, como consecuencia de los planes de infraestructura y defensa anunciados en marzo, debería dar más profundidad al mercado del euro. Sin embargo, el tamaño de este mercado aún sería muy inferior a su equivalente estadounidense (gráfico 4), mientras que la fragmentación del mercado de bonos europeo, con la notable ausencia de financiamiento común, representa un obstáculo por ahora para el proceso de internacionalización del euro.

Dicho esto, la postura del euro como la alternativa más creíble al dólar podría seguir apoyando a la moneda única, además de la mejora en las perspectivas de crecimiento debido a los planes de defensa e infraestructura, así como al movimiento de reposicionamiento de los inversores en activos en euros. Adicionalmente, un posible alto el fuego en Ucrania representaría un apoyo extra para la moneda. En este contexto, mostramos una preferencia por el euro, para el cual anticipamos un rango de 1,1 - 1,5, mientras que seguimos apreciando el oro. El posicionamiento en el oro puede parecer elevado, sin embargo, las correcciones en el metal amarillo, como la observada tras la relajación de las tensiones entre Estados Unidos y China en mayo, nos parecen siempre como oportunidades para posicionarse en el oro, que debería seguir siendo apoyado por las compras de los bancos centrales, la continuación del ciclo de recortes de tasas de la Fed y el riesgo geopolítico latente en múltiples zonas geográficas.



La
DIVERSIFICACIÓN
de las exposiciones
al
DÓLAR
gana momentum

GRÁFICO 4: TAMAÑO DE MERCADO POR ACTIVO REFUGIO (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)



Fuentes: Financial Times, Indosuez Wealth Management.



DEUDA PRIVADA: LA REVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DE LA QUE NADIE HABLA



Matthieu ROUMAGNAC
Private Markets - Head of Real Assets Investments

En los últimos años, la deuda privada ha experimentado un crecimiento continuo en los mercados mundiales. Sin embargo, a pesar de su impresionante trayectoria, ha permanecido en gran parte desconocida para los inversores privados. ¿Qué distingue a la deuda privada de los préstamos tradicionales y por qué los inversores deberían comenzar a prestar atención a esta clase de activos emergente?



Una
**ALTERNATIVA
ATRACTIVA**
a los bonos
cotizados

La deuda privada se refiere a los préstamos otorgados a empresas por actores no bancarios, como fondos privados. Aunque puede ofrecer rendimientos más altos que su contraparte cotizada, generalmente ha sido más difícil para los inversores no institucionales acceder a estas estrategias de deuda especializadas. Sin embargo, el mercado se ha abierto considerablemente en los últimos años: la clase de activo ha continuado creciendo, han surgido nuevos vehículos de inversión y la deuda privada se ha convertido en una fuente de financiación esencial para una amplia gama de empresas.

EL NUEVO ROSTRO DEL CRÉDITO

Antes de la crisis financiera mundial de 2008, los bancos representaban la principal fuente de préstamos a las empresas, especialmente a las pequeñas y medianas empresas. Ofrecían una amplia gama de préstamos, a veces con criterios de crédito relativamente flexibles. Este entorno estaba entonces respaldado por un marco regulatorio que permitía un mayor apalancamiento y requisitos de capital menos estrictos, permitiendo así a los bancos otorgar créditos con mayor facilidad.

Tras la crisis de 2008, los bancos tuvieron que enfrentarse a reglas más estrictas, lo que afectó considerablemente su capacidad para otorgar nuevos préstamos. Los reguladores introdujeron medidas que obligaban a las instituciones bancarias a mantener niveles de capital más altos para protegerse contra las pérdidas. También impusieron límites de endeudamiento, restringiendo la capacidad de los bancos para prestar más allá de ciertos niveles. Finalmente, estos controles hicieron que los préstamos a pequeñas y medianas empresas fueran menos atractivos para las instituciones bancarias.

A medida que los bancos reducían su actividad prestamista, los fondos de deuda privada intervinieron para llenar el vacío habían dejado. A principios de la década de 2010, mientras los fondos de Private Equity aceleraban su expansión y recaudaban capitales a un ritmo más rápido, necesitaban soluciones de financiaci3nes flexibles para realizar adquisiciones, reestructurar empresas o apoyar el crecimiento. Dado que los bancos estaban fuertemente limitados por las restricciones post-crisis, la flexibilidad de la deuda privada resultó particularmente atractiva, seduciendo a muchas empresas. A finales de 2024, los gestores de Private Equity en América del Norte disponían de más de 630 mil millones de dólares en liquidez listos para ser invertidos. Suponiendo que pidan prestado aproximadamente el 55% del valor de cada transacción, esto podría llevar a más de 770 mil millones de dólares en nuevos préstamos. La mayoría de estos préstamos deberían tomar la forma de deudas privadas senior.

Durante la última década, el crédito privado se ha convertido en una fuente natural de financiamiento para empresas de todos los tamaños. Los resultados hablan por sí mismos: desde 2007, los activos globales de deuda privada han aumentado a una tasa promedio del 30% anual, alcanzando los 850 mil millones de dólares en 2024.

DEUDA PRIVADA Y FLEXIBILIDAD

Una innovación importante que hace que la deuda privada sea accesible para los inversores privados es el formato de fondos semi-líquidos. Las inversiones tradicionales en mercados privados a menudo requieren compromisos mínimos elevados, calendarios de inversión complejos y capital inmovilizado durante varios años.



20%
de la asignación a
**MERCADOS
PRIVADOS**
en deuda privada,
es decir,
4% A 5%
del portafolio global

Los fondos semi-líquidos simplifican considerablemente el proceso de inversión. Exigen un compromiso inicial más bajo e implican un pago único por adelantado, eliminando la necesidad de múltiples contribuciones de capital. Además, los inversores pueden rescatar sus inversiones periódicamente, de forma trimestral o anual, ofreciendo una mayor flexibilidad y liquidez que los fondos privados tradicionales.

La deuda privada como clase de activos se adapta particularmente bien a la estructura semi-líquida porque los préstamos ofrecen flujos de efectivo relativamente predecibles provenientes de los pagos de intereses regulares. Las valoraciones de los préstamos también tienden a ser menos volátiles en comparación con otras clases de activos. Además, los préstamos están distribuidos entre muchas empresas y sectores de actividad, reduciendo el riesgo y estabilizando los rendimientos. Finalmente, la periodicidad trimestral de los intereses de crédito permite una distribución regular de liquidez a los inversores. Esto añade una capa adicional de protección, fortaleciendo así los fondos semi-líquidos de deuda privada como una estrategia todo terreno a través de los ciclos.

ASIGNACIÓN: ENCONTRAR EL EQUILIBRIO ADECUADO

Los inversores bien diversificados tienden a distribuir sus inversiones entre los mercados cotizados (acciones, bonos) y los mercados privados (Private Equity, deuda privada, activos reales), generalmente con un 75% a 80% en mercados cotizados y un 20% a 25% en mercados privados.

En la parte de una cartera invertida en mercados privados, generalmente se recomienda asignar aproximadamente un 20% a la deuda privada, lo que significa que la deuda privada constituiría alrededor del 4% a 5% de una cartera global.

Aunque constituye una porción relativamente pequeña de una cartera, la deuda privada se destaca por su resiliencia histórica a través de los ciclos económicos. Los préstamos generalmente experimentan una volatilidad inferior a la de los bonos cotizados, en particular los bonos de alto rendimiento denominados *high yield*, que pueden fluctuar considerablemente en valor. Para los inversores que buscan una exposición al crédito, la deuda privada ofrece una relación riesgo-rendimiento globalmente más atractiva en comparación con los bonos cotizados.

Otra característica atractiva de la deuda privada es la existencia de las clases de distribución. Los fondos semi-líquidos de deuda privada a menudo ofrecen este tipo de participaciones, que pagan ingresos regulares, generalmente de forma trimestral, en lugar de reinvertirlos. En una estructura semi-líquida, las clases de distribución ofrecen a los inversores flujos de efectivo más accesibles y predecibles sin inmovilizar su capital durante años.

La deuda privada ya no está reservada solo para los inversores institucionales. Gracias a las numerosas ventajas de los fondos semi-líquidos, los inversores privados ahora pueden acceder a este activo estable generador de ingresos con una mayor flexibilidad. Incluso una pequeña asignación tiene el potencial de mejorar la resiliencia global de una cartera.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en Estados Unidos en 1,5% para 2025 y 1,6% para 2026. Los datos macroeconómicos se muestran relativamente resilientes, pero la incertidumbre sobre la política comercial sigue pesando en el sentimiento general y reduce la visibilidad económica. En la zona euro, ajustamos nuestras previsiones a 0,8% para 2025 y a 1,4% para 2026, ya que la dinámica de recuperación cíclica se ha mostrado robusta en el primer trimestre. Finalmente, apuntamos a un crecimiento del 4,5% en China: el reequilibrio hacia el consumo interno está en curso y las medidas de apoyo de las autoridades buscan estimular la demanda.
- **Inflación:** Nuestras estimaciones de inflación en Estados Unidos y en la zona euro permanecen sin cambios. Aunque la inflación inducida por los aranceles sigue siendo una preocupación importante, las expectativas permanecen bien ancladas y los recientes datos de inflación estadounidense han sorprendido a la baja. En Europa, el proceso de desinflación continúa bajo el efecto combinado de la apreciación del euro y la caída de los precios de la energía. Por el contrario, las dinámicas salariales en juego deben ser vigiladas de cerca.
- **Bancos centrales:** La Reserva Federal (Fed) debería mantener su enfoque prudente en los próximos meses debido a los riesgos inflacionistas inducidos por los aranceles. Sin embargo, considerando la desaceleración gradual de la actividad económica, seguimos previendo dos recortes de tipos antes de fin de año. En la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) también debería realizar dos recortes adicionales en 2025, con una tasa de depósito esperada del 1,75% para fin de año.
- **Resultados empresariales:** A pesar de una temporada de resultados relativamente buena, la falta de visibilidad sobre el impacto de los aranceles en las previsiones de beneficios debería llevar a los analistas a ser más cautelosos.

- **Entorno de riesgo:** La relajación de las tensiones comerciales ha permitido reducir la volatilidad, pero los riesgos económicos y financieros siguen siendo importantes. Nos parece prudente implementar coberturas a buen precio en los enfoques más flexibles, especialmente porque los activos refugio tradicionales, como el dólar y la deuda soberana estadounidense, han perdido su estatus de cobertura a corto plazo.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Hemos observado un rápido rebote en los mercados de renta variable en las últimas semanas, volviendo a sus niveles previos al anuncio de los aranceles recíprocos por parte de Donald Trump. Esta rápida recuperación, debida a una fase de desescalada en la política comercial entre China y Estados Unidos, podría mantener cierto impulso a muy corto plazo: las recompras de acciones por parte de las empresas estadounidenses son considerables, los inversores particulares estadounidenses siguen siendo compradores y el posicionamiento de los inversores institucionales sigue siendo ligero.
- No obstante, varios argumentos abogan por una prudencia táctica en las acciones, especialmente en los mercados estadounidenses. Algunos indicadores adelantados señalan una desaceleración de la actividad económica, mientras que la cuestión del impacto de los aranceles en el consumidor estadounidense sigue sin resolverse. Además, los márgenes de maniobra de la Fed son limitadas en un contexto de tipos de interés a largo plazo que vuelven a niveles elevados. Finalmente, las revisiones de beneficios ya no constituyen un motor de apoyo importante a corto plazo para los mercados de renta variable. En este contexto, aprovechamos el rebote para reducir nuestras exposiciones a los valores estadounidenses, en los cuales ahora estamos ligeramente infra-ponderados respecto a nuestros índices de referencia.



REDUCCIÓN
táctica de
RENTA
VARIABLE
estadounidense
y del
DÓLAR



- Si nuestras asignaciones integran un alto nivel de diversificación geográfica, mantenemos una preferencia por las acciones europeas, que se benefician de la implementación de los planes anunciados (defensa e infraestructuras), así como de las reducciones de tasas del BCE, además de presentar niveles de valoración más atractivos. Los mercados emergentes, especialmente asiáticos, también permanecen sobre-ponderados dentro de nuestras asignaciones. Las perspectivas económicas chinas mejoran con una estabilización de las expectativas de crecimiento y la prioridad dada por el gobierno al consumo.

Renta fija

- La volatilidad de los tipos de interés sobre las deudas estatales sigue siendo relativamente alta, especialmente en los vencimientos largos. Las trayectorias fiscales de los países desarrollados suscitan preocupaciones importantes, particularmente en Estados Unidos, donde la política fiscal y las discusiones sobre el presupuesto representan un riesgo a corto plazo para la clase de activos. Estimamos que la deuda estadounidense ya no constituye un activo de diversificación y cobertura eficaz.
- Privilegiamos los bonos estatales de la zona euro, teniendo más confianza en la trayectoria de desinflación de esta región, con una preferencia por los vencimientos más cortos, más sensibles a las reducciones de los tipos directrices.

- Nos mantenemos cautelosos sobre el crédito estadounidense pero constructivos en la deuda empresarial de calidad en la zona euro. Esta clase de activos presenta un rendimiento ajustado al riesgo atractivo, especialmente considerando la solidez financiera de las empresas subyacentes. También debería seguir beneficiándose de flujos adicionales debido a las necesidades de reinversión de los inversores y una posible reasignación de los fondos monetarios.

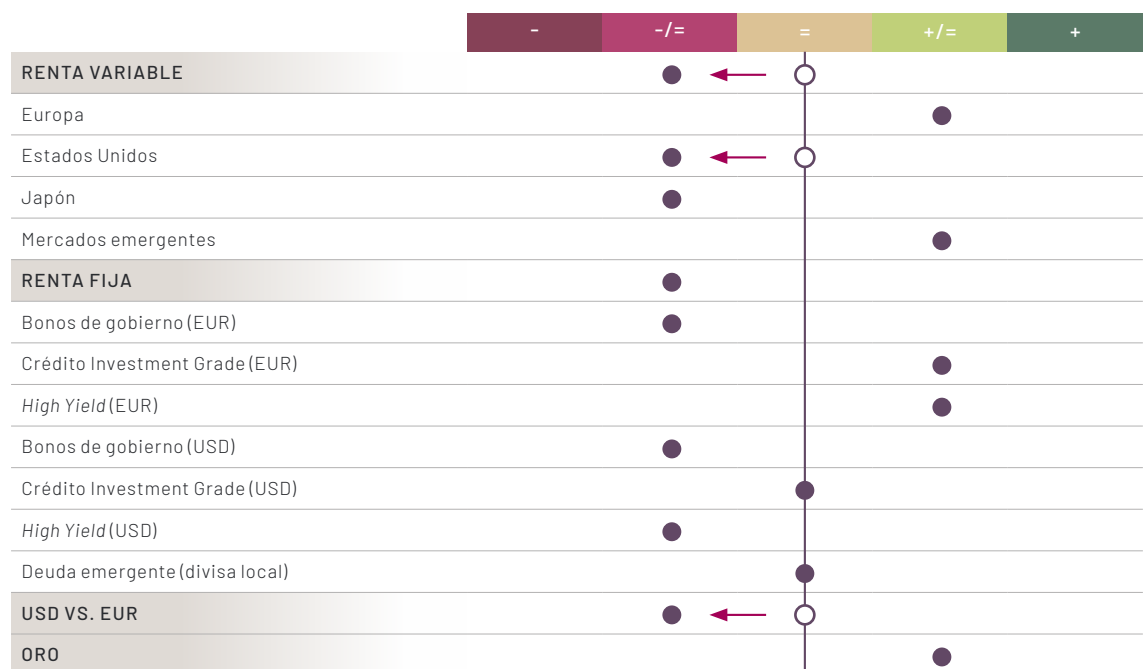
Mercado de divisas

- Después de un pico de pesimismo en abril, el dólar se ha estabilizado frente a las divisas mundiales, gracias a la relajación de las tensiones comerciales y la atenuación del riesgo de recesión en Estados Unidos. Persisten preocupaciones debido a un contexto global de diversificación de las reservas de cambio, a la idea emergente de un acuerdo de "Mar-a-Lago", y al hecho de que el dólar parece haber perdido su estatus de valor refugio a corto plazo. Mantene-mos una visión cautelosa hacia esta divisa.
- Aunque el posicionamiento en el oro pueda parecer elevado, los periodos de corrección, como la observada tras la relajación de las tensiones entre Estados Unidos y China en mayo, las consideramos oportunidades de inversión.

CONVICIONES CLAVE - POSICIÓN TÁCTICA

○ Abril 2025

● Mayo 2025



Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 22.05.2025



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU, 10A	4,53%	21,38	-4,03
Francia 10A	3,32%	15,50	12,60
Alemania 10A	2,64%	19,60	27,80
España 10A	3,26%	16,70	20,00
Suiza 10A	0,40%	-3,60	7,20
Japón 10A	1,56%	24,80	47,90

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	38,89	1,04%	7,76%
Deuda pública EUR	211,57	-0,45%	1,13%
Deuda corporativa EUR (HY)	235,09	1,03%	1,68%
Deuda corporativa USD (HY)	370,14	1,25%	2,37%
Deuda pública EE, UU,	323,15	-0,36%	2,43%
Deuda corporativa emergente	44,65	0,09%	0,61%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9352	-0,71%	-0,52%
GBP/USD	1,3419	0,58%	7,21%
USD/CHF	0,8290	0,24%	-8,64%
EUR/USD	1,1281	-0,96%	8,95%
USD/JPY	144,01	0,97%	-8,39%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	20,28	-6,19	2,93

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.842,01	6,51%	-0,67%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.739,26	3,95%	6,93%
STOXX Europe 600	550,27	6,10%	8,40%
Topix	2.717,09	4,80%	-2,44%
MSCI World	3.818,90	6,19%	3,00%
Shanghai SE Composite	3.913,87	3,42%	-0,53%
MSCI Emerging Markets	1.165,38	6,62%	8,36%
MSCI Latam (América Latina)	2.245,20	2,66%	21,19%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	223,40	1,62%	9,42%
MSCI Asia Ex Japan	758,05	7,91%	7,66%
CAC 40 (Francia)	7.864,44	4,82%	6,55%
DAX (Alemania)	23.999,17	8,77%	20,54%
MIB (Italia)	40.256,59	9,37%	17,76%
IBEX (España)	14.272,50	8,29%	23,09%
SMI (Suiza)	12.269,95	2,96%	5,77%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.051,00	0,36%	-7,49%
Oro (USD/Onza)	3.294,52	-1,64%	25,53%
Crudo WTI (USD/Barril)	61,20	-2,53%	-14,67%
Plata (USD/Onza)	33,05	-1,36%	13,01%
Cobre (USD/Tonelada)	9.500,50	1,15%	8,35%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,25	11,02%	-10,46%

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 2025	MARZO 2025	ABRIL 2025	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2025 A 22.05.2025
3,27%	4,27%	6,26%	7,91%	21,19%
1,91%	2,12%	1,04%	6,62%	9,42%
1,57%	0,38%	0,86%	6,51%	8,40%
0,96%	-0,07%	0,74%	6,19%	8,36%
0,37%	-0,16%	0,53%	6,10%	7,66%
0,35%	-0,87%	0,32%	4,80%	6,93%
-0,81%	-2,58%	-0,76%	3,95%	3,00%
-1,42%	-4,18%	-1,02%	3,42%	-0,53%
-2,28%	-4,64%	-1,21%	2,66%	-0,67%
-3,82%	-5,75%	-3,00%	1,62%	-2,44%

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.

Estañflación: 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 al consumidor): 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: Insitute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

ISR: Inversión sostenible y responsable.

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.

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 inyectar 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 suponen 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.

Trump Put: Percepción de los inversores de que la política económica y las declaraciones del presidente Trump podrían influir en los mercados de acciones de manera que limitarían su caída.

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.



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, los "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 de derecho francés con un capital social de 853.571.130 euros, empresa matriz del grupo Indosuez y un establecimiento bancario completo autorizado para proporcionar servicios de inversión y corretaje de seguros, cuya oficina central se encuentra en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, Francia, registrada en el Registro de Comercio y Sociedades de París bajo el número 572 171 635 (número de identificación individual del IVA: FR 075 72 17 16 35).
- **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).
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., con sede social en 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburgo, autorizada y sujeta al control prudencial de la Comisión de Supervisión del Sector Financiero ("CSSF"), 283 route d'Arlon, L-2991 Luxemburgo, sitio web www.cssf.lu, teléfono (+352) 26251-1, y del Banco Central Europeo en el marco de sus respectivas competencias.

- **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 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 de Empresas 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), una sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe).

- Banque Degroof Petercam SA, ubicada en rue de l'Industrie 44, 1040 Bruselas, Bélgica, registrada en el Registro de Empresas con el número 0403 212 172, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA BE 0403 212 172 (RPM Bruselas).

- **En Italia:** la Guía Informativa es distribuida 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.

- **En Portugal:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europa), Sucursal em Portugal ubicada en Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, registrada en el Banco de Portugal con el número 282, código fiscal. 980814227.

- **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 1er, 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, Ouai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 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 Dubai (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubai ("DFSA"). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado y 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 - Nayef & 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 fotocopiar, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Adobe Stock.

Editado a 23.05.2025.

