



**MONTHLY
HOUSE VIEW**

Mayo 2024

Inmigración: una economía más amplia

• Índice

01• Editorial	P3
¿TIPOS MÁS BAJOS MÁS ADELANTE?	
02• Focus	P4
INMIGRACIÓN: UNA ECONOMÍA MÁS AMPLIA	
03• Macroeconomía	P6
UNA HISTORIA DE DIVERGENCIAS	
04• Renta fija	P8
¿POR QUÉ APRESURARSE?	
05• Renta variable	P10
¿ES EL MOMENTO DE VOLVER AL VALUE?	
06• Divisas	P12
EL REINADO DEL REY DÓLAR SEGUIRÁ VIGENTE	
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



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

Después del ataque con misiles de Irán contra Israel en la noche del 13 al 14 de abril, los mercados financieros se inquietaron ante la posibilidad de una represalia. Históricamente, los sucesos geopolíticos no suelen repercutir en el crecimiento económico mundial a medio plazo, pero sí provocan volatilidad a corto plazo, sobre todo, cuando se combinan con otros factores que pueden lastrar el mercado, como la persistencia de la inflación. “Más altos durante más tiempo”, en palabras de Jerome Powell, responsable de la Reserva Federal (Fed), al referirse a los tipos de interés oficiales, una fórmula famosa que probablemente evolucionará a “más bajos más adelante”. Así, la última cifra de la inflación, excluidos los alimentos y la energía, que son las partidas más volátiles, sorprendió por su fortaleza y se situó en marzo en el 3,8% a un año. Este nivel se acerca peligrosamente al doble del objetivo del 2% inherente al mandato del banco central estadounidense. Cabe recordar que, a finales del año pasado, el mercado preveía hasta siete recortes de tipos por parte de la Fed en 2024. Hoy en día, solo espera uno e incluso existe la posibilidad de que este no llegue hasta pasadas las elecciones presidenciales de noviembre. Durante este periodo de tiempo, la Fed no ha modificado sus previsiones de recortes de tipos, que se mantienen en torno a tres. Es interesante observar que, en este contexto y en relación con las expectativas del mercado, hace tres meses la Fed parecía restrictiva y ahora parece acomodaticia, aunque no haya cambiado de opinión. Jerome Powell siempre ha defendido la prudencia y el hecho de que la Fed estaría atenta a los datos de inflación y actividad. Este planteamiento, que el mercado consideraba demasiado prudente a principios de año, hoy en día parece apropiado.

La cuestión es hasta qué punto la economía estadounidense puede soportar esta inflación tan persistente. Su economía ha recibido estímulos en forma de inyecciones masivas de liquidez después de la COVID-19 que no se veían desde la Segunda Guerra Mundial, pero ahora está sufriendo la mayor subida de tipos de interés de los últimos 40 años.

No debemos olvidar que los Gobiernos de los países desarrollados siguen siendo laxos en el ámbito presupuestario. Este es particularmente el caso de EE. UU., donde el déficit presupuestario podría superar el 7% del PIB este año, un nivel rara vez alcanzado fuera de periodos de guerra o de recesión. Los grandes déficits de los países ricos se explican principalmente, por el lado de los ingresos, por una menor recaudación tributaria en un contexto de reducción de plantillas en los sectores más remunerados, como el tecnológico, y una caída del mercado de renta variable entre mediados de 2022 y mediados de 2023. Los costes, por su parte, también se explican por el gasto sostenido de los Estados en la continuidad de las medidas después de la COVID-19. Podemos citar como ejemplo la medida “Superbonus 110%” introducida en Italia en 2020 para animar a los propietarios de viviendas a mejorar la eficiencia energética de su hogar. El coste superaría los 200.000 millones de euros, es decir, el 10% del PIB italiano. Por último, a raíz de la guerra de Ucrania, muchos países, sobre todo europeos, están aumentando el gasto militar, lo que toma en cierta forma el relevo de las medidas destinadas a contrarrestar la subida de los precios de la energía en 2022. A pesar de ello, la mayoría de los Gobiernos intentan controlar su gasto, como ocurre en los países europeos, entre ellos, Francia y el Reino Unido. No es el caso de EE. UU., ya que, con las elecciones presidenciales en noviembre, no es el momento propicio para apretarse el cinturón.

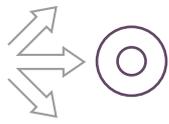
En este contexto, hemos reducido ligeramente el riesgo dentro de nuestras asignaciones de activos sin dejar de ser oportunistas. Espero que disfruten de la lectura de este número, en el que se analiza uno de los factores que explican la fortaleza de la economía estadounidense: la inmigración.

1 - Lower for later en inglés.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Al igual que en 2023, la creación de empleo en EE. UU. se ha mantenido fuerte desde el inicio del año, signo de que la economía estadounidense es cada vez más robusta. La buena noticia es que esta fortaleza no ha impedido que los salarios sigan desacelerándose y que el mercado laboral se reequilibre, una dinámica que refleja el gran aumento de la inmigración desde 2022.



3,3
MILLONES
de personas
inmigraron
a EE. UU. en 2023

EL AUGE DE LA INMIGRACIÓN

Históricamente, los flujos migratorios han sido un importante factor de crecimiento demográfico en EE. UU., pero a partir de la década de los setenta aumentaron significativamente como consecuencia de políticas favorables a la inmigración, como la aprobación de la Ley de Inmigración y Nacionalidad en 1965, que abolió las cuotas de admisión basadas en el país de origen. A partir de 2017, estos flujos se frenaron bruscamente como resultado de las políticas gubernamentales más restrictivas de Donald Trump y también, sobre todo, por el cierre de las fronteras en 2020/2021 debido a la pandemia. Aunque, en 2022, en EE. UU. vivían 46,2 millones de inmigrantes (el 13,9% de la población total), el NBER (National Bureau of Economic Research) calcula que, entre 2019 y 2022, el número de llegadas fue 1,65 millones inferior al que habría justificado la tendencia anterior a 2019.

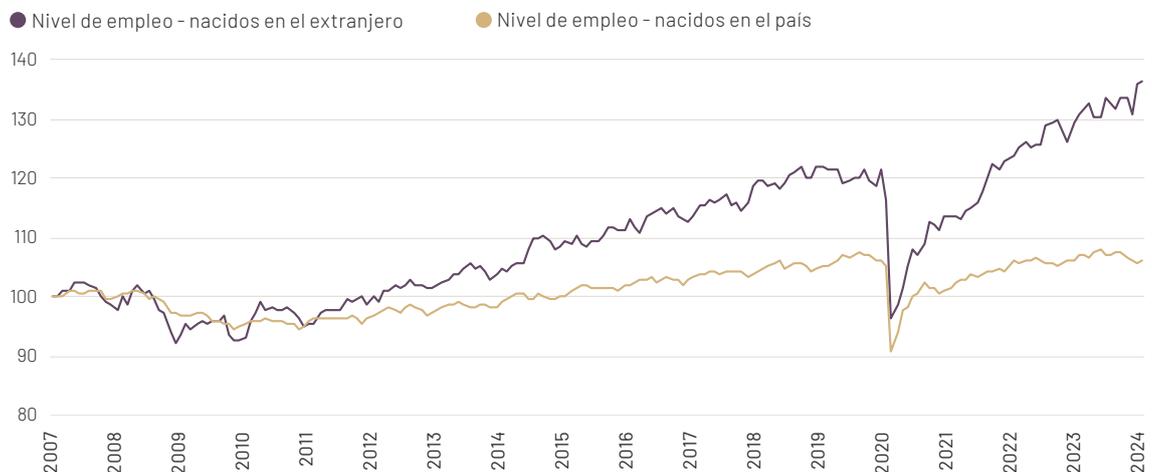
Sin embargo, esta dinámica se ha invertido desde entonces y la Oficina Presupuestaria del Congreso

(CBO) estima que, en 2023, llegaron a EE. UU. casi 3,3 millones de migrantes, principalmente procedentes de Centroamérica y Sudamérica, y que California, Texas, Florida y el estado de Nueva York sumaban más del 50% de los puntos de destino. Estos flujos migratorios son muy superiores a los adelantados en el informe anterior, que data de 2019, que estimaba en un millón las llegadas desde el extranjero en 2023.

UNA ECONOMÍA MAYOR

Este fenómeno de aumento de la inmigración es especialmente importante cuando analizamos el crecimiento potencial² de una economía, que depende de dos factores: el volumen de mano de obra y el crecimiento de la productividad (derivado especialmente de la inversión de capital). Los flujos migratorios favorecen el primer factor, ya que implican un mayor crecimiento de la mano de obra del país (gráfico 1) y, por lo tanto, una mayor capacidad de producción para las empresas.

GRÁFICO 1: DESDE LA PANDEMIA, LA INMIGRACIÓN HA IMPULSADO EL CRECIMIENTO DEL EMPLEO EN EE. UU. (BASE 100 = 2007)



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

2 - Crecimiento potencial: valor de la producción de un país que la economía puede alcanzar si los factores de trabajo y capital se emplean a su nivel máximo sostenible.



Al mismo tiempo, también representan un excedente de consumidores en una economía en la que el consumo representa más del 70% del PIB. En teoría, supone un apoyo tanto para la oferta como para la demanda de la economía, que se traduce en unas perspectivas de crecimiento más sólidas sin generar más presiones inflacionistas y permite que la creación de empleo siga siendo resistente.

Así, el aumento de la mano de obra asociado a la inmigración permite resolver uno de los principales problemas del marco macroeconómico estadounidense después de la pandemia: la tensión del mercado laboral vinculada a una demanda de trabajadores, por parte de las empresas, demasiado elevada en relación con la oferta. Como muestra de este desequilibrio, a principios de 2023 había dos ofertas de puestos de trabajo por cada desempleado en EE. UU., una situación que favorece a los trabajadores, cuya mejora significativa en el poder de negociación se ha traducido en un aumento importante de los salarios. La llegada de nuevos trabajadores del extranjero contribuye a reducir este desequilibrio, ya sea cubriendo vacantes o aumentando el número de personas desempleadas, lo que reduce en ambos casos la tensión del mercado laboral y, por lo tanto, la presión sobre los salarios. Este fenómeno también ayuda a explicar parte del aumento de la tasa de desempleo, que en marzo se situó en el 3,8% en EE. UU. Los inmigrantes que se incorporan a la fuerza laboral no encuentran necesariamente trabajo de inmediato y representan una población en la que la tasa de desempleo suele ser más elevada. En resumen, la dinámica del aumento del desempleo es muy diferente de los ciclos de pérdida de puestos de trabajo asociados a las recesiones de épocas anteriores.

En este contexto, una economía más fuerte no tiene por qué implicar más inflación o, como afirmó Jerome Powell en una conferencia a principios de abril: "La economía es mayor, pero no está más tensionada." Un mensaje claro que puede verse especialmente en las últimas proyecciones de la Fed de marzo, en las que revisó considerablemente al alza sus expectativas de crecimiento para 2024, sin introducir cambios sustanciales en sus expectativas de inflación y tipos de interés.

UN TEMA ESTRUCTURAL, PERO TAMBIÉN POLÍTICO

A medio plazo, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) estima que 7,5 millones de inmigrantes se incorporarán a la población estadounidense de aquí a 2026, lo que supondría un importante apoyo para las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo en EE. UU., cuya media sigue siendo de 276.000 en los tres primeros meses de 2024, mientras que la Fed considera que el nivel de equilibrio está en 100.000. Según el grupo de estudios Brookings, es probable que esta cifra subestime la intensa dinámica migratoria que representaría un potencial de entre 160.000 y 200.000 nuevos puestos de trabajo al mes este año. Estas entradas deberían permitir al mercado laboral estadounidense seguir reequilibrándose y, en particular, compensar el problema estructural de la disminución de la mano de obra nativa debido al envejecimiento de la población.

Sin embargo, estas previsiones deben matizarse: la inmigración es también una cuestión política y es probable que sea uno de los temas centrales de las próximas elecciones estadounidenses de noviembre de 2024, ya que la inmigración ilegal ha supuesto una parte significativa de los flujos migratorios de los últimos años. Una encuesta de Gallup publicada a finales de febrero reveló que la inmigración seguía siendo el principal problema para los estadounidenses por primera vez desde 2018, muy por delante de la inflación o la situación económica general. Se trata de una cuestión de seguridad fronteriza que los demócratas parecen dispuestos a abordar, aunque el proyecto de ley bipartidista sobre inmigración y ayuda exterior fracasó a principios de marzo por la presión de los republicanos.



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer



Lucas MERIC
Investment Strategist

La desinflación sigue su curso sin contratiempos en la zona euro, en un momento en que la inflación estadounidense muestra signos de rigidez, símbolo de dos economías con trayectorias divergentes. “Divergencia” también es el término que caracteriza la dinámica macroeconómica del Viejo Continente, donde, desde hace varios años, los países del sur superan a una economía alemana que acabó 2023 en recesión. Dentro de la zona euro, las perspectivas de crecimiento deberían mejorar en 2024, aunque podrían reaparecer algunos fantasmas del pasado.

DISCORDIA TRANSATLÁNTICA

La dinámica de principios de año mostraba grandes divergencias entre la inflación estadounidense, que acababa de registrar en marzo su tercer mes por encima de las expectativas, y la inflación de la zona euro, que continúa su movimiento de desaceleración, lo que ha llevado a los mercados a aplazar hasta septiembre sus expectativas de bajada de tipos de la Fed, mientras que parece claro que junio será el mes del Banco Central Europeo (BCE). Este fenómeno también refleja las divergencias en el crecimiento, ya que el consenso de economistas ha revisado la cifra de crecimiento estadounidense para 2024, del 1,3% al 2,2% como media anual desde principios de año, mientras que las expectativas de la zona euro se han mantenido sin cambios en el 0,5%. Así, mientras que la inflación estadounidense se explica en parte por una demanda muy sólida, la dinámica macroeconómica de la zona euro sigue caracterizándose por la atonía de la demanda, unas condiciones crediticias aún restrictivas en una economía basada principalmente en la banca, unas políticas fiscales relativamente menos expansivas que al otro lado del Atlántico y una deflación importada de China. Esta divergencia también se refleja en nuestras expectativas, que apuntan a una continuación de la buena evolución de EE. UU. en 2024, con una previsión de crecimiento del 1,8% interanual entre el cuarto trimestre de 2024 y el cuarto trimestre de 2023, y una inflación total media del 3% anual.

La zona euro, por su parte, crecerá un 1%, con una inflación media anual del 2,3%, que incluso debería coquetear secuencialmente con el objetivo del 2% durante el segundo semestre. Como resultado, ahora prevemos que la inflación estadounidense superará a la de la zona euro en 70 puntos básicos (pb) de media anual en 2024, un cambio significativo de los últimos meses en nuestra hipótesis de inflación, mientras que el pasado mes de diciembre esperábamos que la inflación europea fuera 20 pb más elevada en términos relativos.

Esperamos que la inflación subyacente se desacelere en los próximos meses, tanto en la zona euro como en EE. UU., y, aunque ambos tienen en común el componente de servicios, que sigue siendo resistente, prevemos que este sufrirá menos presiones a lo largo del año a medida que los precios de los servicios reflejen mejor la ralentización de los salarios, que ya está en marcha en EE. UU. y vías de normalización en la zona euro.

UNA ECONOMÍA CON DOS VELOCIDADES

Las expectativas para la zona euro reflejan nuestra opinión de una recuperación moderada y gradual del crecimiento, sustentada sobre todo por una mejora del poder adquisitivo de los hogares, mientras que los salarios deberían recuperar su desfase con la inflación, que ya está en vías de desaceleración.



ZONA EURO:
la inflación
coqueteará con
el 2% en 2024



Ante la reciente mejora de las encuestas, como el índice de directores de compras, que volvió a situarse en la zona de expansión a principios de abril, parece que la economía del Viejo Continente tocó fondo a finales del año pasado, en línea con nuestras expectativas, aunque los datos de actividad, como las ventas minoristas y la producción industrial, sigan siendo bastante dispares por el momento. Sin embargo, estas dinámicas ocultan divergencias significativas dentro de la zona euro, entre Alemania, por un lado, y las economías del sur de Europa, por otro, que se han beneficiado en los últimos años de un repunte del turismo, una menor exposición a la desaceleración del sector manufacturero y a la subida de los precios de la energía, y de unas políticas presupuestarias más expansivas. Estas economías deberían seguir obteniendo mejores resultados mejor en 2024, en particular, aprovechando el plan de recuperación europeo (NextGenerationEU). No obstante, tras entrar en recesión a finales de 2023, la situación económica de Alemania debería mejorar de forma moderada a lo largo del año gracias a la relajación de las condiciones financieras, el descenso de la presión de los precios de la energía y la mejora de la actividad manufacturera global, aunque se espera que la menor fortaleza estructural de China lastre el crecimiento.

UNA HIPÓTESIS OPTIMISTA, PERO NO EXENTA DE RIESGOS

A pesar de que la dinámica económica ha mejorado mucho en los últimos meses, las perspectivas económicas van acompañadas de importantes riesgos para el crecimiento y la inflación. Aunque la renta real está aumentando, la confianza de los hogares sigue siendo moderada, lo que explica que la intención de ahorro sea aún muy elevada en algunos países, como Alemania, lo que podría retrasar la recuperación del consumo a lo largo del año. Al mismo tiempo, los déficits en relación con el PIB del 5,5% en Francia y del 7,2% en Italia en 2023 han vuelto a poner sobre la mesa los temores sobre la sostenibilidad de la deuda en la zona euro y podrían conducir a políticas presupuestarias más restrictivas. En términos de inflación, el barril de petróleo en 85 euros a mediados de abril tras un repunte del 15% en 2024, impulsado por la reanudación de las tensiones en Oriente Próximo, la mejora del ciclo manufacturero y los recortes de producción, en particular en Rusia, representa un riesgo alcista para el índice de precios global; una subida de 10 euros en el precio del Brent suele representar un impacto de 30 a 40 pb sobre la inflación global de la zona euro³. Además, un euro más débil, resultado de las divergencias macroeconómicas transatlánticas que han llevado al BCE a recortar los tipos antes que la Fed, también debería significar una mayor inflación importada en el Viejo Continente.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2025, %

● Revisado a la baja desde el mes pasado ● Revisado al alza

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

3 - Véase: https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/billet_50_ve_rec.pdf.



Yasser TALBI
Fixed Income Portfolio Manager

Los índices de precios al consumo en EE. UU. siguen marcando la pauta en los mercados financieros. Tras un comienzo de año desigual, la publicación de las cifras de inflación de marzo fue seguida con atención por todos los observadores del mercado y acabó sorprendiendo al alza. Esta sorpresa socava los planes de los inversores y de los bancos centrales, que hace tan solo unas semanas preveían un importante ciclo de recortes de tipos.

Parece que el mantra “*más altos durante más tiempo*” ha vuelto y los mercados prevén ahora menos de dos recortes de tipos en EE. UU. en 2024, mientras el presidente de la Fed pide paciencia. El cambio de retórica es significativo y está justificado por estas últimas publicaciones, que contrastan con las buenas noticias de finales de 2023. Al mismo tiempo, los datos de crecimiento siguen siendo en su mayor parte positivos y ponen de relieve la resistencia de la economía estadounidense a pesar de la subida de los tipos de interés. Desde principios de año, los rendimientos a largo plazo estadounidenses (a 10 años) han subido casi 80 pb.

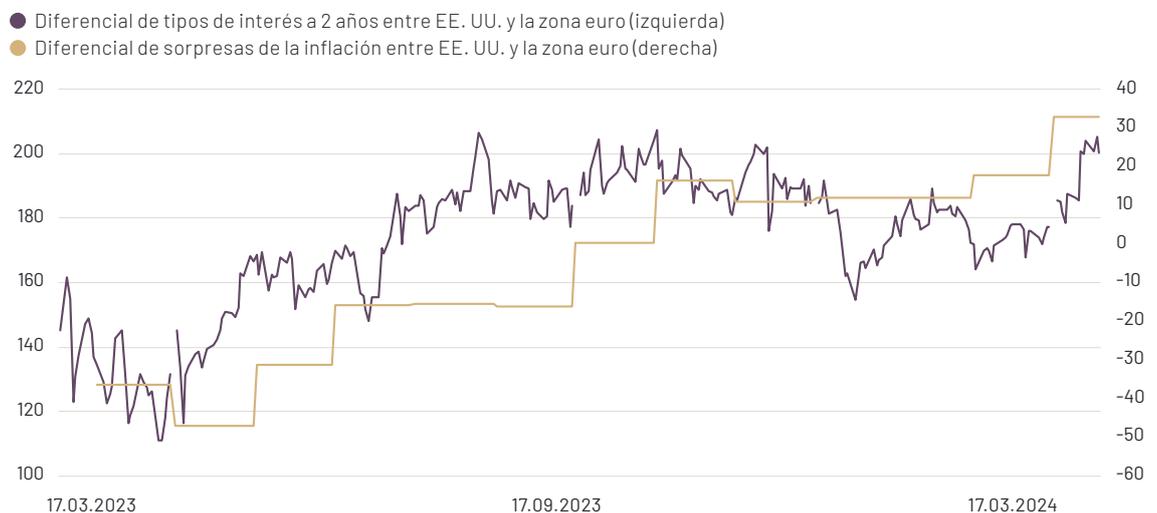
En la zona euro, la situación es diferente. Aunque no de forma lineal, la dinámica de la desinflación continúa y refuerza la postura del BCE respecto a los posibles recortes de tipos este año. La reunión de junio se ha identificado claramente como la fecha probable para el primer descenso de tipos. Manteniendo la prudencia, el BCE afirma que le

gustaría ver progresos en el frente del incremento salarial (es decir, una tasa más acorde con una inflación del 2%) y también indica que la actualización de sus proyecciones macroeconómicas servirá de base para este primer recorte de los tipos de interés oficiales. Otro tema de interés para el BCE es el precio del petróleo. Las recientes tensiones geopolíticas han disparado el precio del barril por encima de los 80 dólares, lo que supera las hipótesis adoptadas por el BCE en sus recientes proyecciones. Sin embargo, este factor se mantiene por el momento en la fase de riesgo y las distintas proyecciones de la inflación en la zona euro parecen apuntar a un entorno favorable a las bajadas de tipos.

¿Cómo se explica esta divergencia? La dinámica de la inflación (gráfico 2). La desinflación ha estado presente desde el inicio del año, aunque se mantiene por encima del 3% en EE. UU., mientras que el crecimiento anual en la zona euro ha vuelto a caer por debajo del 3%.

RENDIMIENTOS A LARGO PLAZO A 10 AÑOS EN EE. UU.:
aumento de casi 80 pb desde principios de año

GRÁFICO 2: LAS SORPRESAS DE LA INFLACIÓN EXPLICAN LA DIVERGENCIA DE TIPOS ENTRE EE. UU. Y LA ZONA EURO



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



¿Cuáles son las implicaciones para los bancos centrales? Más allá del número de recortes de tipos en 2024, lo que importa es el punto de aterrizaje. Ante una inflación aún por encima del objetivo y un crecimiento sólido, el tipo final parece más elevado que en la última década. Así, un tipo final cercano al 4% en EE. UU. y al 2% en la zona euro parece reflejar las dinámicas macroeconómicas de las dos regiones. Estos niveles de tipos de interés oficiales implican recortes de entre 150 y 200 pb, respectivamente, de aquí a finales de 2025. Pero, ¿a qué ritmo?

El BCE parece estar en condiciones de realizar estos recortes de tipos de forma gradual, mientras que la Fed podría tener que esperar hasta tener más confianza en la futura trayectoria de la inflación. Creemos que, dado el nivel restrictivo de los tipos de interés, cuanto más retrasen los bancos centrales los recortes, mayor será la probabilidad de alcanzar este tipo final. De hecho, unos tipos más elevados durante más tiempo, unidos a unas condiciones financieras cada vez más restrictivas, crearán las condiciones necesarias para los futuros recortes de tipos, por medio de economías debilitadas.

De esta manera, un mercado que prevé menos recortes de tipos que los bancos centrales permite volver a crear valor en el tramo corto de la curva, en el que volvemos a estar en terreno positivo. La pendiente de la curva de rendimientos podría volver a aumentar en los próximos meses.

DEUDA CORPORATIVA

La dinámica positiva siguió su curso en el mercado de deuda corporativa en un primer momento, con primas de riesgo a la baja, impulsadas por una demanda todavía fuerte. Este efecto llegó a su fin con el aumento de la volatilidad de los tipos de interés, que se extendió al resto de mercados y pesó sobre las primas de riesgo en una segunda fase (gráfico 3). El temor a la inflación y las expectativas de políticas monetarias menos acomodaticias recordaron a los inversores el entorno de 2022.

Este ligero deterioro no es un reflejo de los fundamentales, ya que estos siguen siendo sólidos en la mayoría de los segmentos del mercado. En particular, en el segmento de gran calidad (*investment grade*), los ratios de crédito se mantienen cómodamente por encima de las medias históricas y el volumen de efectivo del balance también sigue siendo elevado, lo que se refleja en los niveles relativamente bajos de las primas de riesgo. Este mercado sigue siendo interesante, ya que los inversores consideran que el único indicador de este atractivo es la tasa de rendimiento global y, con casi el 4% en el *investment grade*, seguimos en máximos históricos.

GRÁFICO 3: ESTRECHA RELACIÓN ENTRE LAS PRIMAS DE RIESGO DE CRÉDITO Y LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE INTERÉS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Tras un primer trimestre de récord en los mercados de renta variable estadounidenses (con una rentabilidad del 10%), la incertidumbre sobre la política monetaria de la Fed ante una economía resistente, unida a la escalada de las tensiones geopolíticas, reavivó la volatilidad de los mercados. Se produjeron algunas tomas de beneficios y se inició una rotación sectorial en Europa. La temporada de publicación de resultados del primer trimestre de 2024, que empieza ahora, brindará la oportunidad de confirmar la dinámica de los beneficios de las empresas y el estilo de inversión preferente.

EUROPA

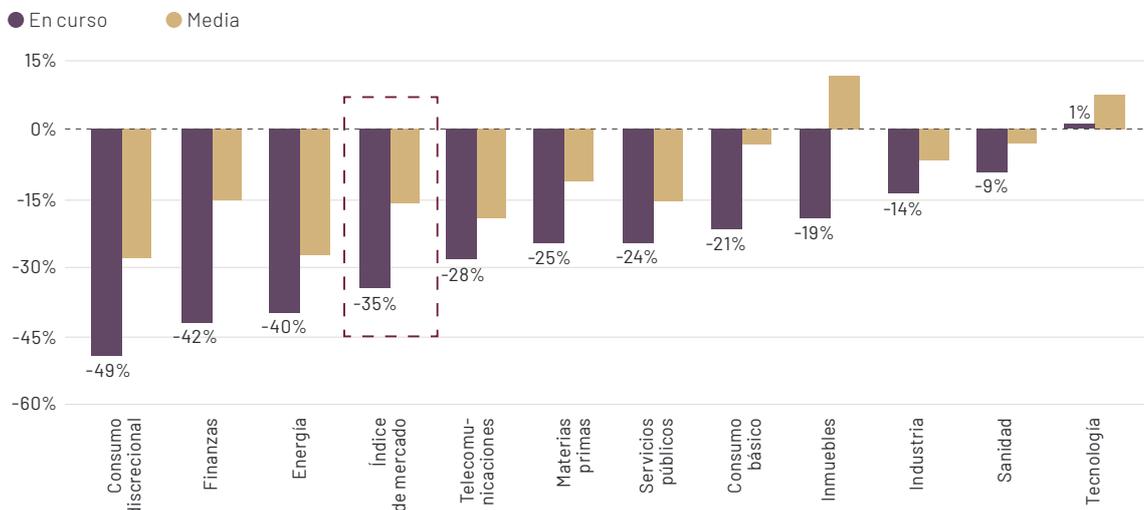
La renta variable europea sigue cotizando con un importante descuento con respecto a la estadounidense. Este diferencial de valoración se ha acentuado en los últimos meses por el potencial de crecimiento de la inteligencia artificial (IA), que es mayor en EE. UU., sede de los principales agentes tecnológicos del mundo. Sin embargo, los diferenciales de valoración son ahora más amplios en sectores cíclicos, como los servicios financieros, la energía y los materiales (gráfico 4).

El repunte de los valores cíclicos observado en Europa cuenta con varios motores. Por un lado, se ven beneficiados por la recuperación de los

PMI (índices de gestores de compras) mundiales y del ciclo manufacturero; por otro, los inversores prevén recortes de tipos que podrían producirse antes de que actúe la Fed. Además, el aumento de las tensiones geopolíticas, sobre todo, en Oriente Próximo, unido al repunte económico de China, podría llevar a una subida de los precios del petróleo y de los materiales básicos.

Cabe recordar que el posicionamiento de los inversores en Europa es débil y que la renta variable europea ofrece cierta diversificación frente a la actual concentración del mercado estadounidense.

GRÁFICO 4: DESCUENTO EXTREMO DE VALORACIÓN ENTRE EUROPA Y EE. UU., %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: Comparación del beneficio por acción (BPA) a 12 meses del MSCI Europe frente al MSCI US en los últimos 20 años.



El S&P 500 sube
más de un
23%
en 6 meses

ESTADOS UNIDOS

Tras alcanzar nuevos máximos históricos a finales de marzo de 2024, el mercado estadounidense pierde fuerza e incluso registra tomas de beneficios después de un repunte de más de seis meses (y de una subida de más del 23%⁴ en el S&P 500). A diferencia de 2023, el comienzo del año ha visto revalorizarse otros segmentos del mercado más allá de los "Siete Magníficos". Sin embargo, las valoraciones de la renta variable estadounidense siguen siendo elevadas, sobre todo, en comparación con Europa y China. Asimismo, dado el buen comportamiento reciente del mercado, el potencial alcista hasta el tradicional repunte de fin de año puede parecer limitado.

Además, los buenos resultados de EE. UU. se vieron sustentados por el predominio del estilo Crecimiento sobre otros estilos de inversión y por una serie de valores tecnológicos que llevan a algunos inversores a cuestionar la concentración actual del mercado estadounidense.

En este contexto, parece apropiado ser selectivo y diversificar la exposición. Con el inicio de los recortes de tipos de la Fed en el segundo semestre, las pequeñas capitalizaciones deberían beneficiarse de la relajación de las condiciones financieras, en un contexto de valoraciones ya atractivas.

ASIA

A pesar del persistente clima negativo hacia China, la renta variable del país (sobre todo, la nacional), así como la taiwanesa y la coreana, ha repuntado considerablemente desde finales de enero de 2024.

Diversas señales positivas en la cadena de suministro tecnológico de Taiwán (IA/nube/servidores) y la continuación del programa de valorización empresarial (*corporate value-up program*) establecido en Corea favorecieron al mercado. Por último, los grandes fabricantes de memorias de semiconductores siguen atrayendo el interés de los inversores.

ESTILO DE INVERSIÓN

Los valores de crecimiento resisten bien a pesar del repunte de los tipos de interés en EE. UU., que ejerce presión sobre unos múltiplos de valoración ya de por sí elevados. Aunque las perspectivas de beneficios de las empresas de Crecimiento siguen siendo optimistas, una gran parte procede de los "Siete Magníficos". Seguimos siendo optimistas respecto a estos valores a largo plazo, ya que ofrecen un atractivo perfil de Crecimiento, aunque los recientes cambios en los motores del mercado aumentan el atractivo de las empresas infravaloradas denominadas *Value*. La reanudación del crecimiento económico mundial, la inflación "pegajosa" y el aumento de los riesgos geopolíticos constituyen motores positivos para los sectores *Value* (energía, recursos básicos y banca) y los valores Cíclicos, que cuentan con una fuerte presencia en Europa y el Reino Unido.

En EE. UU., la pequeña capitalización es probablemente una mejor alternativa para posicionarse en el segmento *Value*, ya que aún disfruta de un descuento significativo en términos de valoración y se beneficiará de la temática nacional estadounidense en el periodo anterior a las elecciones presidenciales, siempre que nos ciñamos a los valores rentables del segmento.

4 - Rendimiento neto de la evolución del S&P 500 del 30.09.2023 al 30.03.2024.

Maxime GARCIA
Investment Strategist

Mantenemos nuestra preferencia por el dólar ante el riesgo de que la Fed recorte los tipos de interés oficiales más tarde de lo previsto. Se espera que el BCE, por su parte, recorte los tipos en junio, lo que supone un lastre para la moneda única. El yen seguirá dependiendo de las noticias de la Fed. El potencial de depreciación del franco suizo frente al dólar no se ha agotado. La demanda de oro seguirá siendo sólida.

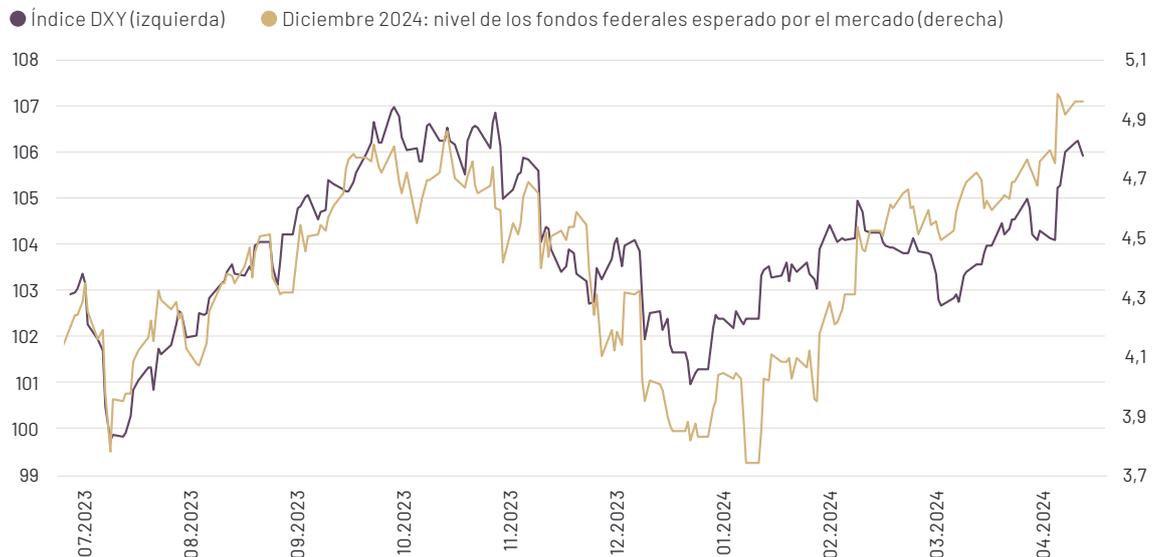
USD

Un tríptico favorable

El dólar ha obtenido mejores resultados de lo esperado desde la última reunión de la Fed en marzo y ha registrado una subida del 2,6%. El billete verde se ha visto respaldado por un ajuste de las expectativas de recortes de tipos (gráfico 5). Las cifras de la inflación de marzo se situaron por encima del consenso por tercer mes consecutivo, lo que muestra un componente de los servicios rígido con una dinámica que inquieta a los mercados, que ahora solo esperan dos recortes de tipos, frente a los cuatro anteriores. Aunque confiamos en la trayectoria de desinflación, creemos que persiste el riesgo de que la Fed inicie su ciclo de recortes de

tipos más tarde de lo previsto, lo que debería seguir favoreciendo al dólar. Paralelamente, los buenos resultados macroeconómicos de EE. UU. en relación con el resto del mundo deberían seguir reflejándose en la evolución de su moneda. Por último, el riesgo geopolítico vuelve a ser protagonista tras los últimos acontecimientos en Oriente Próximo y la condición del dólar como valor refugio podría seguir siendo un factor de apoyo poderoso. Por lo tanto, creemos que el tríptico formado por la macroeconomía, el banco central y la geopolítica permitirá al dólar mantener su buena evolución. Así, mantengamos una visión tácticamente positiva en la divisa estadounidense.

GRÁFICO 5: EL DÓLAR, FAVORECIDO POR EL AJUSTE DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS



Fuentes: Reuters, Indosuez Wealth Management.



EUR

El BCE, a la cabeza

La moneda única pierde terreno frente al dólar (-2,1% desde el comité de la Fed) a medida que se hacen más patentes las divergencias entre la zona euro y EE. UU. En primer lugar, existen divergencias en la trayectoria de la inflación, ya que la zona euro sorprende a la baja las expectativas por la continuación de la desinflación, mientras que, en EE. UU., la dinámica de los precios lucha por frenarse. Esta situación nos lleva a revisar nuestra hipótesis inicial de sincronización de los recortes de tipos por parte de los dos bancos centrales y a incluir sendas diferentes en las que el BCE podrá recortar antes que la Fed, un factor que pesará sobre el euro. Además, como importadora neta de petróleo, Europa se encuentra en primera línea de las zonas susceptibles de sufrir dificultades ante la subida del precio del petróleo en caso de tensiones geopolíticas. Este riesgo empaña las perspectivas del euro. Por estos motivos, adoptamos una visión tácticamente negativa en el EUR/USD.

CHF

Aún queda potencial de depreciación

La inflación sigue hundiéndose en Suiza. En marzo solo llegó al 1% y marcó el décimo mes consecutivo por debajo del objetivo fijado por el Banco Nacional Suizo (BNS). En este contexto, es probable que el BNS, que ya había sorprendido a los mercados al recortar sus tipos de interés oficiales en marzo, siga aplicando nuevos recortes. Además, desde diciembre, las reservas de divisas del banco central han ido en aumento, señal de que está interviniendo en los mercados para vender francos suizos frente a otras divisas con el fin de rebajar un tipo de cambio considerado demasiado elevado para la economía. Por lo tanto, creemos que la divisa suiza seguirá perdiendo terreno frente al dólar, sobre todo porque el USD/CHF se mantiene en niveles históricamente bajos (en torno a 0,90). Nuestro objetivo a corto plazo se sitúa entre 0,90 y 0,94.

YEN

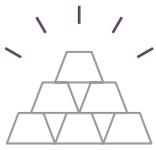
La Fed marcará el ritmo

La última medida del Banco de Japón, percibida por el mercado como una subida *dovish*, no ha cambiado la situación, y seguimos creyendo que los próximos ajustes del banco central serán marginales y, por lo tanto, tendrán escasa repercusión en la moneda japonesa. Así, la evolución del USD/YEN seguirá dependiendo de la Fed y, en un contexto de inflación superior a la prevista en EE. UU., el yen podría seguir sufriendo frente al billete verde. Por lo tanto, mantenemos nuestra opinión neutra a corto plazo, con un objetivo de entre 150 y 155 para el USD/JPY. La presencia del fantasma de la intervención es indudable, pero creemos que el impacto se verá limitado por el nivel aún muy elevado de los diferenciales de crédito de EE. UU. y Japón mientras la Fed no recorte sus tipos oficiales.

ORO

Apoyos de peso

A pesar de la fortaleza del dólar y de las expectativas de nuevos recortes de tipos, el oro sigue escalando montañas. En primer lugar, la tenacidad del riesgo geopolítico al hilo de las nuevas tensiones entre Irán e Israel, y la tónica de las elecciones estadounidenses de finales de año animan a los inversores a mantener activos refugio. En este sentido, el oro cumple su función a la perfección. En segundo lugar, los bancos centrales están comprando oro a gran escala con el fin de diversificar sus reservas de divisas, encabezados por el Banco Popular de China, que anunció en marzo su 17ª compra mensual consecutiva de oro. En términos más generales, los hogares chinos también parecen estar recurriendo al oro como alternativa al deterioro del yuan y al debilitamiento del mercado inmobiliario. Así, los factores de apoyo están presentes y no es probable que desaparezcan pronto. Dados los niveles actuales, preferimos mantener una visión de prudencia optimista.



El Banco Popular
de China
COMPRA
ORO
por 17^º mes
consecutivo



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

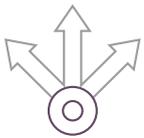
- **Crecimiento:** la economía estadounidense muestra una gran resistencia, gracias a un mercado laboral sólido que estimula el consumo de los hogares. Los países emergentes, sobre todo los asiáticos, siguen impulsando el crecimiento, a pesar de la ralentización estructural de la economía china. La zona euro sigue recuperándose y la mejora del poder adquisitivo de los hogares debería favorecer un repunte de la actividad a lo largo del año.
- **Inflación:** aunque seguimos esperando que continúe la desinflación en las economías avanzadas, las trayectorias de desinflación podrían ser divergentes. Al otro lado del Atlántico, la desaceleración del mercado laboral contribuye a atenuar las presiones inflacionistas, pero la solidez de los precios de determinados componentes de los servicios podría llevar a la estabilización de la inflación estadounidense en niveles superiores a los previstos inicialmente. En la zona euro, en cambio, la desinflación parece más generalizada. No obstante, el continuo repunte de los precios de las materias primas representa un riesgo al alza para nuestra hipótesis.
- **Bancos centrales:** seguimos previendo que la Fed y el BCE recortarán sus tipos de interés oficiales en 75 y 100 pb, respectivamente. Sin embargo, ya no esperamos que la primera bajada de tipos sincronizada llegue en junio: puede que la Fed sea más paciente y no empiece a recortar hasta el segundo semestre de 2024 debido a la mayor rigidez de la inflación estadounidense.
- **Resultados empresariales:** la dinámica de las revisiones de beneficios sigue siendo positiva en las empresas estadounidenses, gracias, al sector tecnológico en particular. En términos relativos, seguimos confiando más en su capacidad para cumplir las expectativas de beneficios que en la de sus homólogos europeos.
- **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. El incremento del riesgo geopolítico podría desencadenar un repunte de la volatilidad a corto plazo, aunque esto no altera nuestra

hipótesis central en este momento. Por último, también estamos siguiendo de cerca los riesgos asociados a la sostenibilidad de la deuda pública y a las próximas elecciones en EE. UU.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Aunque seguimos creyendo que el entorno macroeconómico sigue siendo favorable para los mercados de renta variable en 2024, una serie de factores nos han llevado a continuar durante las últimas semanas nuestra desensibilización gradual al riesgo de renta variable dentro de las asignaciones. En particular, el riesgo de ampliación del conflicto en Oriente Próximo y la subida de los tipos de interés reales en EE. UU. modifican la asimetría de los riesgos asociados a la renta variable, sobre todo, teniendo en cuenta la evolución de los principales índices bursátiles ya registrada desde principios de año. Por otra parte, estamos preparados para redistribuir nuestra liquidez en caso de una caída más pronunciada de los mercados.
- Dentro de las cestas de renta variable, seguimos prefiriendo EE. UU., ya que su dinámica macroeconómica es más favorable, mientras que la difusión gradual de la inteligencia artificial (IA) por toda la economía sigue actuando como factor de apoyo. El aspecto “descontado” de los índices europeos, vinculado en particular a la importante representación de los sectores energético y bancario, puede parecer atractivo en el contexto actual, pero preferimos esperar a que mejore la visibilidad del crecimiento económico y cambie la dinámica de los beneficios antes de aumentar nuestra exposición.
- Seguimos siendo optimistas respecto a la renta variable emergente y continuamos favoreciendo un enfoque diversificado. A corto plazo, podríamos asistir a un repunte de la volatilidad en esta clase de activos debido a la reciente revalorización del dólar y al aumento de las tensiones geopolíticas, pero creemos que la dinámica de la actividad económica y el cambio de tendencia en el ciclo de los semiconductores beneficiarán a los activos emergentes a medio plazo.



Trayectorias
divergentes en la
DESINFLACIÓN



Renta fija

- Nuestra hipótesis sigue materializándose y el mercado reevalúa el número de recortes de tipos previstos en EE. UU. y, en menor medida, en la zona euro. Por el momento mantenemos sin cambios nuestra sensibilidad a los tipos de interés (que sigue siendo inferior a la de nuestros índices de referencia). No obstante, ahora nos sentimos más cómodos con los niveles de tipos a corto plazo observados a ambos lados del Atlántico y reiteramos nuestra opinión positiva para la deuda soberana con vencimientos cortos. Nos mantenemos al margen de los vencimientos más largos, que son más volátiles y menos rentables. En el ámbito geográfico, habida cuenta de las incertidumbres que rodean la evolución de la desinflación en EE. UU. frente a la zona euro, preferimos mantener una exposición a la curva del euro con respecto a la curva estadounidense en las carteras denominadas en euros.
- Mantenemos sin cambios nuestra opinión sobre la deuda corporativa de gran calidad y vencimiento a corto plazo, que, a nuestro juicio, ofrece una mejor relación riesgo/remuneración que los bonos de alto rendimiento.
- La deuda emergente denominada en moneda local sigue siendo una fuente adicional de diversificación, ya que ofrece un rendimiento generoso, aunque puede resultar vulnerable a corto plazo a medida que el dólar se revaloriza.

Mercado de divisas

- Mantenemos nuestra opinión positiva sobre el dólar a corto plazo. Aunque el reciente repunte del billete verde ha sido sostenido, el riesgo de que la Fed posponga los recortes de tipos al otro lado del Atlántico podría beneficiar a la divisa. La condición de moneda refugio del dólar también ofrece protección frente al riesgo geopolítico en las carteras diversificadas. A largo plazo, varios factores estructurales podrían pesar sobre la moneda.
- No hemos modificado nuestra opinión sobre el franco suizo, que ya no goza del apoyo del Banco Nacional Suizo (BNS), a pesar de que el proceso de desinflación parece estar bien encaminado a nivel local.
- Aunque el Banco de Japón ha decidido abandonar su política de tipos de interés negativos y podría beneficiarse tácticamente de nuevas intervenciones del banco central, la evolución de la paridad a medio plazo sigue estando limitada por la futura política monetaria de la Fed.

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 19 ABRIL DE 2024



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU. 10A	4,62%	42,26	74,16
Francia 10A	3,01%	21,20	45,30
Alemania 10A	2,50%	17,70	47,80
España 10A	3,31%	15,30	32,90
Suiza 10A	0,81%	11,80	10,80
Japón 10A	0,85%	10,90	23,70

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,38	-1,86%	-3,65%
Deuda pública EUR	201,55	-0,72%	-1,27%
Deuda corporativa EUR (HY)	217,75	-0,06%	0,65%
Deuda corporativa USD (HY)	332,96	-1,66%	-0,59%
Deuda pública EE, UU,	302,98	-1,22%	-1,64%
Deuda corporativa emergente	43,66	-1,76%	-1,07%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9703	0,04%	4,46%
GBP/USD	1,2370	-1,83%	-2,84%
USD/CHF	0,9102	1,42%	8,18%
EUR/USD	1,0656	-1,41%	-3,47%
USD/JPY	154,64	2,13%	9,64%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	18,71	5,65	6,26

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.967,23	-5,10%	4,14%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.895,85	-0,44%	2,10%
STOXX Europe 600	499,29	-2,03%	4,24%
Topix	2.626,32	-6,64%	10,98%
MSCI World	3.255,62	-5,03%	2,73%
Shanghai SE Composite	3.541,66	-0,09%	3,22%
MSCI Emerging Markets	1.004,17	-3,38%	-1,91%
MSCI Latam (América Latina)	2.399,38	-4,42%	-9,89%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	197,62	-1,78%	-1,57%
MSCI Asia Ex Japan	629,00	-3,69%	-1,95%
CAC 40 (Francia)	8.022,41	-1,59%	6,35%
DAX (Alemania)	17.737,36	-2,57%	5,88%
MIB (Italia)	33.922,16	-1,23%	11,76%
IBEX (España)	10.729,50	-1,95%	6,21%
SMI (Suiza)	11.296,40	-3,05%	1,42%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.599,00	1,58%	-10,92%
Oro (USD/Onza)	2.391,93	10,46%	15,95%
Crudo WTI (USD/Barril)	83,14	3,11%	16,04%
Plata (USD/Onza)	28,84	16,82%	19,75%
Cobre (USD/Tonelada)	9.876,00	11,39%	15,39%
Gas natural (USD/MMBtu)	1,75	5,61%	-30,31%

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

ENERO DE 2024	FEBRERO DE 2024	MARZO DE 2024	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2024 A 19.04.2024
7,81%	9,35%	4,23%	-0,09%	10,98%
1,59%	5,52%	3,65%	-0,44%	4,24%
1,39%	5,17%	3,47%	-1,78%	4,14%
1,14%	4,89%	3,10%	-2,03%	3,22%
-1,02%	4,63%	3,01%	-3,38%	2,73%
-1,33%	4,11%	2,32%	-3,69%	2,10%
-4,68%	1,84%	2,18%	-4,42%	-1,57%
-4,85%	1,58%	0,61%	-5,03%	-1,91%
-5,49%	-0,01%	0,56%	-5,10%	-1,95%
-6,29%	-0,52%	-0,55%	-6,64%	-9,89%

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, 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 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. Pellì 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 Dubái ("DFSA"). 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: Getty Images.

Editado a 19.04.2024.



