



# MONTHLY HOUSE VIEW

Julio de 2024

Es hora de votar

• Índice

01• Editorial	P3
ES HORA DE VOTAR	
02• Focus	P4
¿QUÉ PERSPECTIVAS HAY PARA EL PETRÓLEO?	
03• Macroeconomía	P6
A CONTRACORRIENTE	
04• Renta fija	P8
CARRY TRADE: LA RENDICIÓN DE LA COMPLACENCIA	
05• Renta variable	P10
DICOTOMÍA ENTRE LOS MERCADOS	
06• Divisas	P12
LA POLÍTICA ENSOMBRECE	
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:

En la historia de la humanidad, se prevé que 2024 sea el año electoral récord del mundo, ya que va a movilizar a la mitad de la humanidad para que acuda a las urnas en 68 países.

La atención se centra en las elecciones estadounidenses de noviembre, que probablemente se celebrarán bajo una gran tensión. El 11 de julio se dará a conocer la condena que deberá cumplir Donald Trump tras ser declarado culpable de 34 cargos en el caso Stormy Daniels. En teoría, podría enfrentarse hasta a cuatro años de prisión. La polarización política del país es muy marcada y la sociedad estadounidense está dividida por las extremas disparidades sociales y económicas; en el primer trimestre de 2024, dos tercios de la riqueza estaba en manos del 10% de la población y solo el 2,5%, en el 50% de los menos ricos. Es interesante observar que sus vecinos canadienses prevén en sus escenarios de riesgo incluso una posible guerra civil en EE. UU. ante las divisiones ideológicas, la erosión de la democracia y la creciente violencia existentes<sup>1</sup>. Esta hipótesis tendría un impacto extremo, aunque la probabilidad de que ocurra sea prácticamente nula. El ejemplo de las acciones de los militantes independentistas en Quebec en los años sesenta, aunque lejos de ser una guerra civil, alteraron el orden local durante una década y culminaron en la crisis de octubre de 1970, y aún están muy frescas en la memoria de los canadienses.

Con todas las miradas puestas al otro lado del Atlántico, difícilmente podríamos haber imaginado un gran avance en las elecciones europeas. Se temía una posible fragmentación y polarización del Parlamento Europeo, con un aumento de los partidos extremos, pero al final los conservadores (PPE, Partido Popular Europeo) se aseguraron una buena estabilidad y mantuvieron la mayoría, incluso ganaron escaños. Cabe señalar que los ecologistas, los centristas y los liberales (*Renew Europe*) pierden terreno, mientras que la extrema derecha avanza (está a la cabeza en Francia y Austria). La extrema izquierda, en cambio, permanece estable.

La sorpresa en materia de polarización se produjo donde menos se esperaba, con la disolución de la Asamblea Nacional por Emmanuel Macron la misma noche de las elecciones europeas. El resultado de las nuevas elecciones legislativas se conocerá tras la segunda vuelta, el 7 de julio. Frente al partido del presidente, las rápidas alianzas acaban por destacar dos grandes fuerzas: la extrema derecha (*Rassemblement National*, RN) y la alianza de la izquierda con la extrema izquierda (*Nouveau Front Populaire*, NFP).

El mercado francés de renta variable y la deuda francesa se vieron inmediatamente penalizados por este clima de incertidumbre política, en el que ya existe una probabilidad real de cohabitación entre el presidente Emmanuel Macron y un primer ministro de otro partido. En este contexto de volatilidad, creemos que merece la pena detectar las asimetrías del mercado y aprovechar las oportunidades potenciales. Mientras tanto, el mercado estadounidense parece imperturbable y sigue registrando máximos históricos, impulsado por las acciones de NVIDIA, que han aportado más de un tercio del rendimiento del S&P 500 desde el inicio del año. La empresa ya es el emblema de la revolución de la inteligencia artificial (IA) y se ha convertido en la de mayor capitalización del mundo, con más de 3 billones de dólares. Nunca antes en la historia habíamos visto un progreso semejante. Su capitalización se ha multiplicado por 10 en cuatro años. La pregunta ahora es: ¿quién será el próximo vencedor? Como ya ocurrió con General Electric en 2000 y Exxon en 2007, el futuro pertenecerá probablemente a la empresa que reinvente y almacene la energía del mañana. Mientras tanto, les ofrecemos un análisis del petróleo en esta nueva edición.

Les deseamos una buena lectura.

1- [Disruptions\\_on\\_the\\_Horizon\\_2024\\_report.pdf\(canada.ca\)](#).



Nicolas MOUGEOT  
Head of Investment Strategy &  
Sustainability

En un momento de ralentización del crecimiento de la demanda de petróleo, la decisión de los miembros de la OPEP+ de aumentar su producción en los próximos 18 meses podría pesar sobre el precio del crudo. Son buenas noticias potenciales tanto para la inflación como para los países consumidores de petróleo.



2 MILLONES  
DE B/D:

el descenso previsto  
de la producción de  
la OPEP+

En 2022, la guerra de Ucrania provocó una subida del precio del petróleo y llevó a la reaparición del fantasma de una recesión mundial que podría reducir la demanda mundial de petróleo. Los miembros de la OPEP+ (Organización de Países Exportadores de Petróleo) acordaron en octubre de 2022 recortes en la producción de unos 2 millones de barriles diarios, es decir, alrededor del 2% de la demanda mundial, con el fin de estabilizar los precios. Desde entonces, estas reducciones han ido prolongándose, lo que ha permitido cierta estabilidad de los precios del petróleo.

#### UNA OFERTA ABUNDANTE

La decisión de los miembros de la OPEP+ pasó casi desapercibida en junio, entre los resultados de las elecciones europeas y los anuncios de los bancos centrales. La OPEP+, que agrupa más de veinte países productores de petróleo, se reunió el 2 de junio para debatir las cuotas establecidas para limitar la producción de sus miembros y mantener así el precio del petróleo. El nuevo acuerdo amplía los recortes en 2 millones de barriles diarios hasta el final del tercer trimestre, pero estas restricciones deberán eliminarse progresivamente en los 12 meses siguientes. Los Emiratos Árabes Unidos (EAU) también parecen salir ganando en las negociaciones, ya que su propia cuota se ha revisado al alza en 300.000 barriles diarios. Así, la producción diaria de petróleo de los miembros de la OPEP+ debería alcanzar algo más de 23 millones de barriles a finales de 2025, frente a los 21 millones actuales.

Los miembros de la OPEP+ no son los únicos que contemplan un incremento de la producción de petróleo para finales de 2025. Desde 2018, EE. UU. es el mayor productor mundial de petróleo, con una cuota de mercado del 22%, muy lejos del 11% de Arabia Saudí, que ocupa el segundo lugar.

En consecuencia, la vuelta al poder de Donald Trump podría aumentar la oferta de petróleo en el mercado, ya que no ha ocultado su deseo de revertir ciertas normativas medioambientales y permitir las perforaciones petrolíferas en el Ártico, en particular.

#### DEMANDA BAJO PRESIÓN

Por el lado de la demanda, las señales a corto plazo son bastante positivas y podrían ayudar a absorber parte de esta oferta adicional de petróleo. El crecimiento económico sigue siendo sólido en EE. UU. y está repuntando un poco en Europa y China. No obstante, prevemos un crecimiento mundial del 2,7% en 2025, un 0,2% menos que este año, lo que podría pesar sobre la demanda de petróleo. A medio plazo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) cita la creciente demanda de vehículos eléctricos y el menor uso del petróleo en la generación de electricidad como factores que probablemente lastrarán la demanda de petróleo en los próximos años. Por ello, la AIE prevé que la demanda siga disminuyendo en las economías avanzadas, desde los casi 46 millones de barriles diarios de 2023 a menos de 43 millones en 2030. Por lo tanto, los miembros de la OPEP+ tendrán que actuar con prudencia antes de reabrir las compuertas para no crear un excedente en el mercado.

A la vista de estos factores, los economistas y los mercados financieros coinciden en que el precio del petróleo debería bajar alrededor de un 10% en los próximos 18 meses, como muestra el gráfico 1 (página 5).



### ¿QUIÉNES SON LOS VENCEDORES Y LOS PERDEDORES?

Desde el punto de vista geográfico, los países productores de petróleo serían obviamente los grandes perdedores. Arabia Saudí es uno de los países más dependientes del petróleo debido a su política fiscal, que exige un precio del petróleo superior a 80 dólares para mantener el equilibrio presupuestario. Otros países de la región, como Qatar, los EAU y Omán, son capaces de lograr el equilibrio de sus cuentas con precios del petróleo inferiores a 60 dólares, por lo que podrían soportar mejor una caída de estos. Por otra parte, los grandes beneficiarios de un descenso de los precios del petróleo serían, evidentemente, los consumidores de petróleo, como la India, China y Europa.

### ¿QUÉ INFLUENCIA TIENE EN LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES?

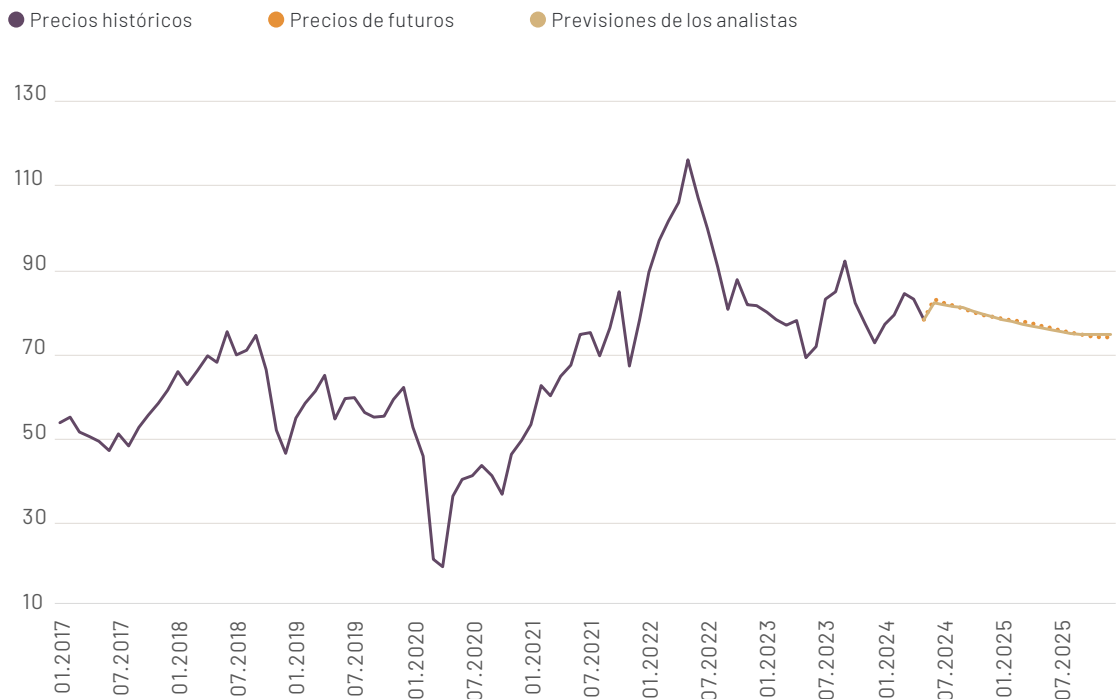
Los bancos centrales van por buen camino para ganar su batalla contra la inflación. Una caída continuada del precio del petróleo tendría un efecto deflacionista de facto, lo que acercaría la inflación total a los objetivos de los bancos centrales y les daría la oportunidad de recortar los tipos de interés. Sin embargo, los bancos centrales tienden a centrarse en la medida de la inflación subyacente, es decir, la que excluye las variaciones de los precios de la energía y los alimentos, debido a que su comportamiento es muy cíclico: el precio del petróleo fluctúa entre 50 y 100 dólares, aproximadamente, y va pasando de ser un factor inflacionista a ser deflacionista al ritmo de las subidas o bajadas.

Con una oferta abundante y una demanda que se prevé crezca más lentamente, el potencial alcista del precio del barril de petróleo podría ser, por lo tanto, relativamente limitado.



**60 DÓLARES:**  
¿el umbral para los países de Oriente Próximo?

GRÁFICO 1: PRECIO DEL CRUDO, REAL Y PREVISTO, EN DÓLARES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

La hipótesis de crecimiento resistente y desaceleración de la inflación está materializándose, aunque con algunos contratiempos, lo que permite (o debería permitir, en el caso de la Reserva Federal) a los bancos centrales iniciar su ciclo de relajación monetaria. Una configuración positiva para los mercados financieros, pero que conlleva riesgos y señales que hay que seguir de cerca en las próximas semanas.

#### EE. UU.: UN NUEVO IMPULSO

A principios de año, considerábamos que el mayor riesgo para la hipótesis macroeconómica era una inflación más rígida. Parte de este riesgo ya se materializó en el primer trimestre, con un aumento de la inflación del 4,5% (anualizado) durante el periodo. Sin embargo, la inflación subyacente de mayo, en su mínimo desde agosto de 2021, permitió aliviar algunos temores, ya que situó la cifra anualizada a tres meses en el 3,3%, más acorde con nuestras expectativas de desinflación. Sin embargo, un dato por sí solo no marca una tendencia y, en nuestra opinión, la inflación sigue siendo el principal riesgo que los mercados deben tener presente, en caso de que la Reserva Federal (Fed) se vea obligada a adoptar una postura más restrictiva. Aunque las últimas cifras han tranquilizado a los mercados, el componente de servicios sigue siendo un punto de atención. De hecho, esperamos que el componente inmobiliario impulse parte de la desinflación en los próximos meses, aunque actualmente se encuentre estancado. Además, las expectativas de inflación han repuntado desde principios de abril y, aunque esta subida pueda explicarse en parte por la rigidez de la inflación en el primer trimestre y la subida de los precios del gas natural, es una evolución que debe seguirse de cerca, ya que las expectativas de inflación constituyen un factor importante de la dinámica salarial.

En las últimas semanas, la publicación de datos macroeconómicos más dispares tras un decepcionante PIB del primer trimestre ha reavivado los temores de recesión. Aunque los datos macroeconómicos se han estabilizado desde entonces, sobre todo en el sector servicios y la creación de empleo, parece que empiezan a surgir algunos signos de debilidad en la economía estadounidense.

En primer lugar, las encuestas sobre la confianza de los consumidores se han deteriorado en las últimas semanas como consecuencia de la rigidez de la inflación de principios de año y el descenso de la seguridad en la solidez del empleo. Este debilitamiento del mercado laboral se refleja especialmente en la tasa de desempleo, que ha aumentado gradualmente hasta el 4%, su máximo desde febrero de 2022. Las solicitudes de empleo también están creciendo, aunque, al igual que la tasa de paro, se mantienen en niveles históricamente bajos, y los anuncios de despidos, que suelen adelantarse casi un trimestre a las solicitudes de empleo, están ralentizándose.

Por último, la morosidad en los pagos de las tarjetas de crédito también se intensifica, lo que refleja un cierto grado de estrés entre los prestatarios de bajos ingresos, a pesar de que, en general, las tarjetas de crédito no son actualmente un motor importante del consumo y representan una pequeña proporción de la renta disponible en términos históricos, en un contexto en el que la deuda de los hogares se ha reducido drásticamente desde la crisis financiera de 2008.

#### ZONA EURO: OPTIMISMO MODERADO

Nuestras expectativas de recuperación del crecimiento en la zona euro se basan en gran medida en la mejora del consumo a lo largo del año. La cifra tan positiva del PIB en el primer trimestre ha llevado a inversores y economistas a adoptar una visión decididamente más optimista de la economía del Viejo Continente. Sin embargo, la contribución de la economía nacional sigue siendo negativa, por lo que la sorpresa al alza se explica principalmente al efecto positivo del comercio exterior.



ESTADOS UNIDOS:  
la inflación subyacente  
MÁS BAJA desde 2021



De hecho, aunque la mejora del comercio internacional se deriva especialmente de la fortaleza de la economía estadounidense y de que el turismo podría seguir apoyando esta dinámica, no esperamos que el comercio exterior sustente el crecimiento de forma tan marcada en los próximos trimestres. De hecho, las tensiones geopolíticas latentes y el anuncio de las medidas proteccionistas, con China y Estados Unidos como protagonistas, siguen siendo riesgos reales.

El motor del crecimiento debe encontrarse, por lo tanto, en la economía doméstica y, en particular, en los hogares, que actualmente disfrutan de unos salarios reales al alza y de un ahorro sustancial. Sin embargo, la confianza de los consumidores sigue siendo desigual y la intención de ahorro se mantiene elevada, sobre todo, en Alemania. Más aún cuando la incertidumbre política existente en Francia, donde los partidos populistas se presentan como única alternativa al partido del antiguo gobierno centrista, podría lastrar aún más la confianza de los hogares y las empresas. Sin embargo, estos acontecimientos se limitan principalmente a Francia, donde el riesgo fiscal se deriva, sobre todo, de una trayectoria de la deuda que plantea interrogantes, en un momento en que planea el restablecimiento de las normas del déficit por parte de la Comisión Europea el año próximo.

Por último, la inflación de la zona euro sorprendió a las expectativas en mayo, impulsada por un componente de servicios más rígido de lo previsto, al repuntar del 3,7% interanual de abril al 4,1% de mayo. Al mismo tiempo, los salarios también se recuperaron en el primer trimestre, con un aumento de los costes laborales unitarios del 5,1% interanual durante el periodo. Esta rigidez podría persistir en los próximos meses, aunque debería atenuarse a partir de 2025, ya que algunos indicadores adelantados (*Indeed Wage Tracker*) apuntan a una mayor desaceleración de los salarios.

Al mismo tiempo, el componente de bienes de consumo, actualmente por debajo del 1%, ha supuesto un importante motor de desinflación en 2023. No obstante, persisten ciertas presiones sobre la cadena de suministro mundial, que se reflejan en la subida de los precios de los fletes desde diciembre de 2023. Esta situación perdurará y podría llegar a representar un riesgo de presión al alza sobre la inflación de los bienes, aunque estemos muy lejos de las presiones observadas en 2021, cuando la potente demanda de bienes, unida a la restricción de la capacidad de transporte y los elevados precios de la energía, disparó los precios de los bienes a escala mundial.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2025, %

● Revisado a la baja desde el mes pasado

● Revisado al alza

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.





Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

En colaboración con  
el equipo de Renta fija

La exposición a deuda de gobierno se redujo en pocos días como consecuencia de los resultados electorales. El año 2024 está marcado por un número histórico de elecciones, lo que aumentará el riesgo de volatilidad en los mercados. Después de México y la India, la inesperada disolución de la Cámara Baja francesa ha generado desconfianza hacia toda la zona euro.

### TIPOS DE INTERÉS: ¿VUELVE EL RIESGO SOBERANO?

El rendimiento alemán a 2 años se negocia al 2,85%, lo que refleja mejor que antes la postura monetaria restrictiva de la zona euro, cuya divergencia respecto a su homólogo estadounidense ha resultado efímera.

El Banco Central Europeo (BCE) ha iniciado un ciclo de relajación de las condiciones monetarias, teniendo en cuenta las previsiones económicas que indican una inflación en su objetivo para el próximo año, una ralentización de la inflación salarial en los próximos trimestres y unos precios del petróleo estables. ¿Y el resto del año? Se esperan de dos a tres nuevas bajadas adicionales de tipos en función de la evolución de la economía y de factores exógenos.

El BCE ha restablecido cierto grado de opcionalidad en el mercado de tipos y está intentando recuperar la incertidumbre para que las fuerzas del mercado puedan formar los precios a lo largo de la curva.

En los días siguientes a la bajada de tipos del BCE y al aumento de la incertidumbre política, los mercados reevaluaron el riesgo fiscal, lo que provocó un aumento de la pendiente de las curvas europeas. Este movimiento refuerza nuestra postura prudente a largo plazo, que también es vulnerable a factores externos, como la Fed o el fin de la política de compra de valores del Banco de Japón.

Desde hace varios meses, priorizamos los rendimientos a 2 años. Ha llegado el momento de avanzar en la curva y pasar a los rendimientos a 5 años. Desde principios de 2023, este tramo es más barato en comparación con el de 2 y 10 años, y debería obtener mejores resultados en el nuevo ciclo monetario.

En el momento de escribir estas líneas, el riesgo soberano francés recuerda a los inversores la crisis europea de los años 2011-2012. La disolución de la Asamblea Nacional está generando temores sobre la trayectoria fiscal y el nivel de endeudamiento del Estado.



La trayectoria del  
**DÉFICIT  
PÚBLICO,**  
BAJO LA MIRADA  
de los mercados

GRÁFICO 2: DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO FRANCIA-ALEMANIA A 10 AÑOS, PB



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.





Mientras que la rebaja de la calificación de S&P no tuvo ningún impacto sobre el diferencial de rendimiento Francia-Alemania, las nuevas elecciones han provocado un diferencial del 0,32% en tan solo unos días, es decir, ¡2/3 del diferencial inicial! (gráfico 2, página 8).

La mitad de la deuda pública francesa (obligaciones asimilables del Tesoro, OAT) está en manos de inversores extranjeros (bancos centrales, fondos de pensiones, etc.) (gráfico 3). El bajo nivel de exposición de los agentes nacionales (por ejemplo, representa menos del 10% de los activos de las aseguradoras, un mínimo histórico) proporciona capacidad de compra para financiar las necesidades ya identificadas.

Desde un punto de vista técnico, gracias a su estatus y liquidez, las OAT desempeñan un papel clave en el mercado europeo de repos<sup>2</sup>, ya que permiten a los agentes obtener financiación a corto plazo, así como gestionar su liquidez y riesgo. Un colapso en este segmento, indispensable para la fluidez del mercado de renta fija, desencadenaría una reacción inmediata del BCE para recuperar el control. Por extensión, un diferencial incontrolado del rendimiento de Francia con respecto al de Alemania pondría en marcha el mecanismo anti fragmentación del BCE, cuyas características y modalidades de actuación no han sido desveladas. Desde luego, llegaría tras un periodo de gran volatilidad.

En EE. UU., la publicación de la última serie de previsiones sobre los tipos de interés oficiales por parte de los gobernadores de la Fed de su reunión del 12 de junio confirmó las expectativas de un tipo final ligeramente superior al de marzo (2,8% frente a 2,6%).

Los recortes de tipos se han pospuesto y el nivel de aterrizaje se mantendrá sin cambios a finales de 2026.

### MERCADOS DE CRÉDITO

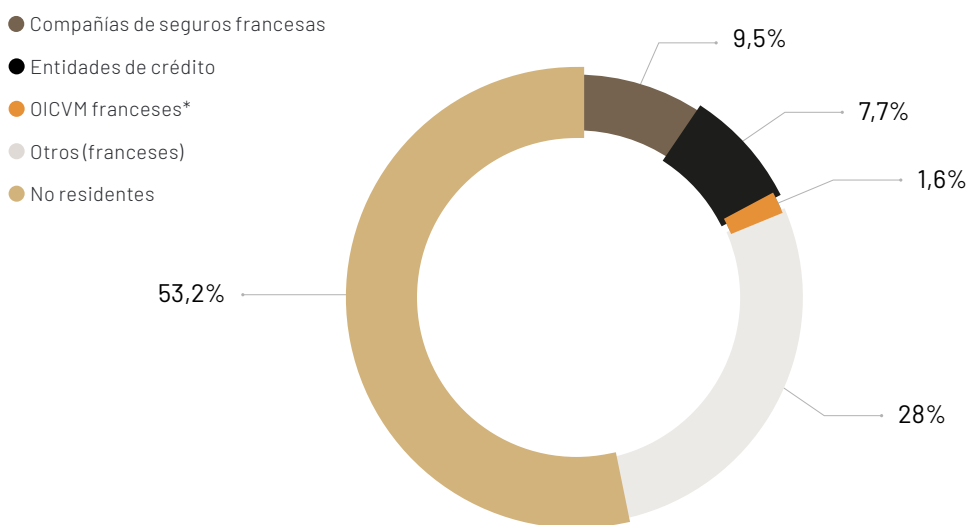
El final del *carry trade* que se describe en la introducción no influye de momento en el mercado estadounidense del *investment grade*, ya que este mantiene un rendimiento global suficientemente atractivo como para atraer a los inversores.

En la zona euro, la influencia del riesgo político está generando un brote de volatilidad. El sector bancario registró una evolución peor al mercado en su conjunto durante la semana del 10 de junio. Las empresas francesas sufren una crisis de desconfianza, a pesar de que Électricité de France (EDF) consiguió emitir 3.000 millones de euros a partir del 11 de junio, en tres vencimientos diferentes, hasta 2044.

De cara a las próximas semanas, el equilibrio en el mercado europeo dependerá de la capacidad de los inversores para soportar la volatilidad. Ya están apareciendo nichos de oportunidad en el segmento de la deuda bancaria muy subordinada. En el mercado de alto rendimiento, la caída de los rendimientos compensa el aumento de las primas de riesgo. Una desmesura del mercado será un buen punto de entrada.

En el mercado asiático, la demanda interna sigue siendo muy sólida, gracias a los atractivos rendimientos globales. Las asignaciones de nuestros gestores a la región se mantienen sin cambios.

GRÁFICO 3: TENENCIA DE LA DEUDA FRANCESA, %



\*OICVM: organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Fuentes: Banque de France, Indosuez Wealth Management.

2 - Repo: operación de venta de valores con un pacto de recompra en una fecha posterior.

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

El aumento de la volatilidad, sobre todo en Europa tras las elecciones, ha redirigido las corrientes de capitales de los inversores hacia EE. UU., el único mercado al alza en el último mes. Los índices NASDAQ 100 y S&P 500 volvieron a marcar máximos históricos, impulsados por estrellas tecnológicas como NVIDIA, que publicó unos resultados que Wall Street calificó de impresionantes.

### EUROPA

Los mercados financieros odian la incertidumbre. Con su anuncio de disolver la Asamblea Nacional —tras los resultados de las elecciones europeas—, el presidente francés, Emmanuel Macron, ha provocado una conmoción en toda Europa.

Sin embargo, la renta variable europea parecía tener todo a su favor, con la mejora de los principales indicadores adelantados de crecimiento, la primera bajada de tipos por parte del BCE y las revisiones de los beneficios por acción orientadas otra vez al alza, tanto para 2024 como para 2025. Sin embargo, el anuncio de nuevas elecciones legislativas en Francia provocó que el CAC 40 se desplomara más de un 7% en tan solo una semana y perdiera de facto todas las ganancias del año. Las pequeñas y medianas empresas francesas cayeron alrededor de un 9%, debido a la mayor exposición de sus ingresos al mercado nacional francés.

Como era de esperar, entre los sectores más afectados figuran los bancos, que por su propia naturaleza son más sensibles al riesgo político y se ven más afectados por una subida de la prima de riesgo de la deuda francesa.

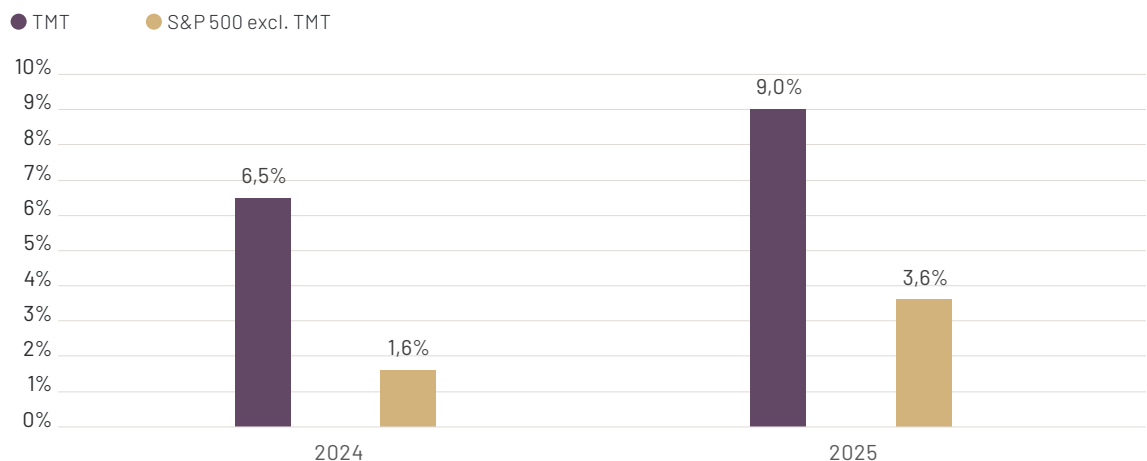
El sector de la construcción, el más expuesto a Francia entre los sectores del STOXX 600 (15%), también es muy dependiente de las decisiones políticas (nacionalizaciones, cambios en las políticas medioambientales, etc.). Se abre así un periodo de incertidumbre política en Francia, cuyo impacto en la construcción europea habrá que seguir de cerca en cuanto se conozcan los resultados definitivos el 7 de julio.

### ESTADOS UNIDOS

Los temas relacionados con la inteligencia artificial (IA) siguen alimentando las áreas económica y financiera. La última temporada de publicación de resultados del primer trimestre ha confirmado el auge de este nuevo paradigma: las empresas ven cómo se dispara su volumen de negocio y se amplían sus perspectivas. Está gestándose un nuevo súper ciclo de inversión, similar a la revolución de Internet de los años 2000.

Las empresas del S&P 500 no pertenecientes al sector TMT (tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones) prevén aumentar su gasto de capital en una media del 3,6% el año próximo.

GRÁFICO 4: ESTIMACIÓN DEL GASTO DE CAPITAL, %



Fuentes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



En el segmento TMT, las previsiones de gasto de capital se han incrementado un +9% en 2025 (gráfico 4, página 10). Es obvio que el segmento TMT está impulsado por las grandes empresas tecnológicas, pero este nuevo ecosistema está beneficiando a otros agentes de forma más general y está creando un efecto cascada en toda la economía.

Este impulso queda perfectamente ilustrado por los nuevos máximos alcanzados por los índices estadounidenses, aunque también por otro récord simbólico, el de la empresa de semiconductores NVIDIA, que por primera vez se ha convertido en la compañía más valiosa del mundo.

El diseñador de tarjetas gráficas ha superado a Microsoft y Apple en la clasificación mundial de las mayores empresas cotizadas en bolsa (gráfico 5). Desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022, la capitalización bursátil de NVIDIA se ha multiplicado por ocho y ahora asciende a 3,34 billones de dólares (a 19.06.2024), por lo que supera ya la capitalización del CAC 40 (el volumen agregado de las 40 mayores empresas francesas).

### ASIA

En China, el Gobierno ha anunciado nuevas medidas para apoyar al mercado inmobiliario, la ecología y, en general, la economía de plataformas. El tercer pleno que se celebrará en julio será un acontecimiento político clave que habrá que seguir de cerca. Las esperanzas de nuevas reformas económicas y medidas de apoyo al sector inmobiliario podrían aumentar el interés de los inversores en la región, sobre todo, si los datos macroeconómicos siguen mejorando.

En el resto de Asia, la renta variable india experimentó una gran volatilidad durante el periodo electoral, pero empezó a recuperarse una vez concluido. A corto plazo, los mercados podrían reevaluar algunas de las perspectivas políticas subyacentes, pero el crecimiento de los fundamentales del país y el programa de reformas a largo plazo deberían permanecer intactos.

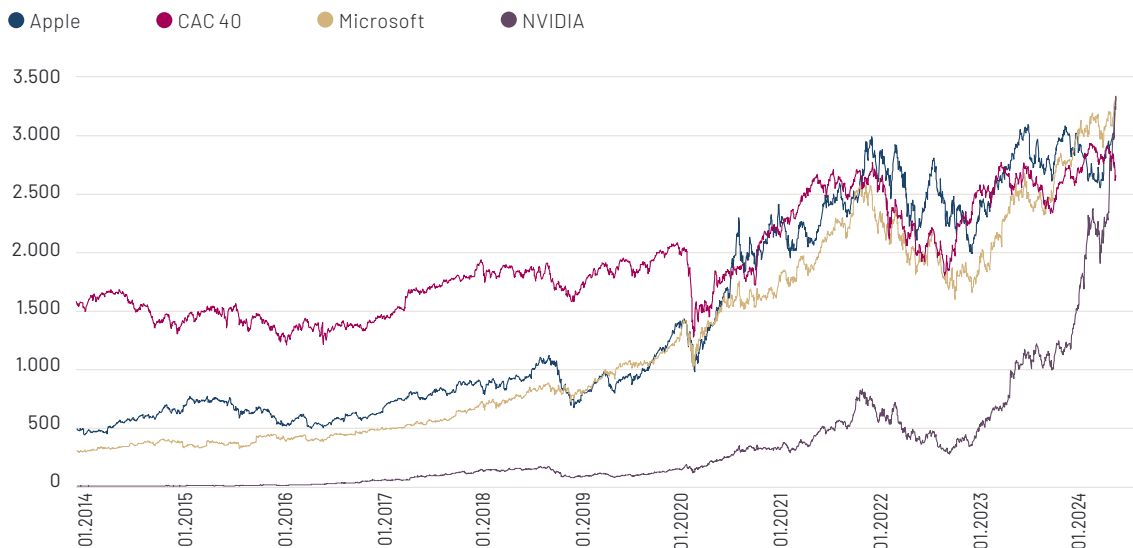
En general, son muchas las empresas asiáticas que mantienen unos fundamentales atractivos, sobre todo, dadas sus bajas valoraciones en relación con el MSCI World. Los segmentos tecnológicos de Taiwán (IA/nube/servidores) y Corea (*High Bandwidth Memory* (HBM) o memorias de gran ancho de banda), así como el sector de consumo discrecional de China, son propuestas de valor atractivas.

### ESTILOS DE INVERSIÓN

El rendimiento de los valores de crecimiento en Estados Unidos se aceleró aún más, favorecido por el creciente *momentum* de los beneficios, la caída de los tipos de interés y el aumento de la volatilidad en Europa. Los valores de calidad también aumentaron su popularidad ante la incertidumbre política aparecida en Francia, ya que ofrecen una cobertura defensiva en caso de escalada geopolítica y aumento de la volatilidad de los mercados. Por último, el reciente repunte del estilo *Value* no pudo sostenerse ante las recientes turbulencias de la zona euro, a pesar de la mejora de la dinámica de la economía europea y de un descuento histórico con respecto a EE. UU., factores favorables para que las rentabilidades del mercado europeo recuperaran terreno. La incertidumbre se impuso y benefició a los mercados estadounidenses.

  
NVIDIA, la mayor capitalización bursátil del mundo, SUPERA EL CAC 40

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN CAPITALIZACIONES BURSÁTILES, MILES DE MILLONES DE DÓLARES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

El riesgo político reapareció en Europa en junio y los activos refugio –y el franco suizo en particular– volvieron a ganar terreno en detrimento de un euro que sigue resistiendo a pesar de todo. El dólar continúa siendo el activo preferido en un entorno de mercado con múltiples riesgos.

#### EUR: NERVIOSISMO POLÍTICO

Las elecciones europeas de mediados de junio y la posterior disolución de la Asamblea Nacional por parte del presidente francés, Emmanuel Macron, marcaron el regreso de la incertidumbre política en Francia. Históricamente, los episodios de ascenso de los partidos populistas suelen lastrar el euro, como ocurrió en las elecciones italianas de 2018 y las francesas de 2022. El anuncio de las elecciones legislativas en Francia no ha sido la excepción, aunque el movimiento se mantuvo limitado dado el repunte observado en el diferencial OAT-Bund, que alcanzó su máximo desde las elecciones francesas de 2017 (gráfico 6, página 13). De hecho, el principal riesgo asociado a estas elecciones legislativas se centra ahora principalmente en la trayectoria fiscal, más que en la posible salida de Francia del euro, una idea que se ha ido evaporando poco a poco de los programas de los partidos más populistas del tablero político francés. Al mismo tiempo, a pesar de su sorprendente subida en mayo, la situación de la inflación parece bastante más cómoda que al otro lado del Atlántico, lo que ha permitido al BCE efectuar su primera bajada de tipos en junio, algo que también debería seguir pesando sobre el euro.

#### USD: LO MEJOR DE DOS MUNDOS

Por el contrario, el dólar se ha apreciado un 1,2% desde nuestra última publicación, impulsado por una Fed más *hawkish*, que parece cada vez más aislada en un momento que la carrera a la baja de tipos entre los bancos centrales desarrollados ya está en marcha, y por una cierta aversión al riesgo europeo en los mercados. El dólar también mantuvo su ventaja en términos de rendimientos atractivos. Seguimos considerando al dólar como un activo de cobertura adecuado dentro de nuestras carteras, ya que ofrece protección frente a los principales riesgos de nuestra hipótesis.

Entre estos riesgos, el de una mayor rigidez de la inflación estadounidense, que obligaría a la Fed a aplazar el inicio de su ciclo de recortes de tipos, nos parece el escenario alternativo más creíble, a pesar del dato muy tranquilizador de mayo. El dólar también podría beneficiarse de su condición de valor refugio en caso de desaceleración más pronunciada de la economía estadounidense, lo que implicaría una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores, aunque también en un contexto de riesgo (geo)político latente, en particular ante la proximidad de las elecciones estadounidenses, que podrían poner sobre de relieve el tema de los aranceles a la importación.

#### CHF: VUELVE A SER FAVORABLE

Tras caer bruscamente desde el inicio del año, en un contexto de fuerte desaceleración de la inflación y después de que el Banco Nacional Suizo (BNS) se convirtiera en marzo en el primer banco central del mundo en recortar los tipos de interés, el franco suizo se ha recuperado con fuerza. Este repunte se produce tras los comentarios realizados por el presidente del BNS a finales de mayo, en los que sugería la posibilidad de apoyar la moneda para combatir la inflación importada. La incertidumbre política en la zona euro y la liquidación de las posiciones de *carry trade* también dirigieron los flujos de inversión hacia el franco suizo y su condición de moneda refugio. En las próximas semanas el franco suizo podría seguir beneficiándose del deterioro del clima político en Europa, aunque el bajo nivel de la inflación, en comparación con otras economías importantes, y el ciclo de recortes de tipos en marcha también deberían suponer un lastre.



USD: protección  
frente a los  
**PRINCIPALES  
RIESGOS**  
de nuestra hipótesis



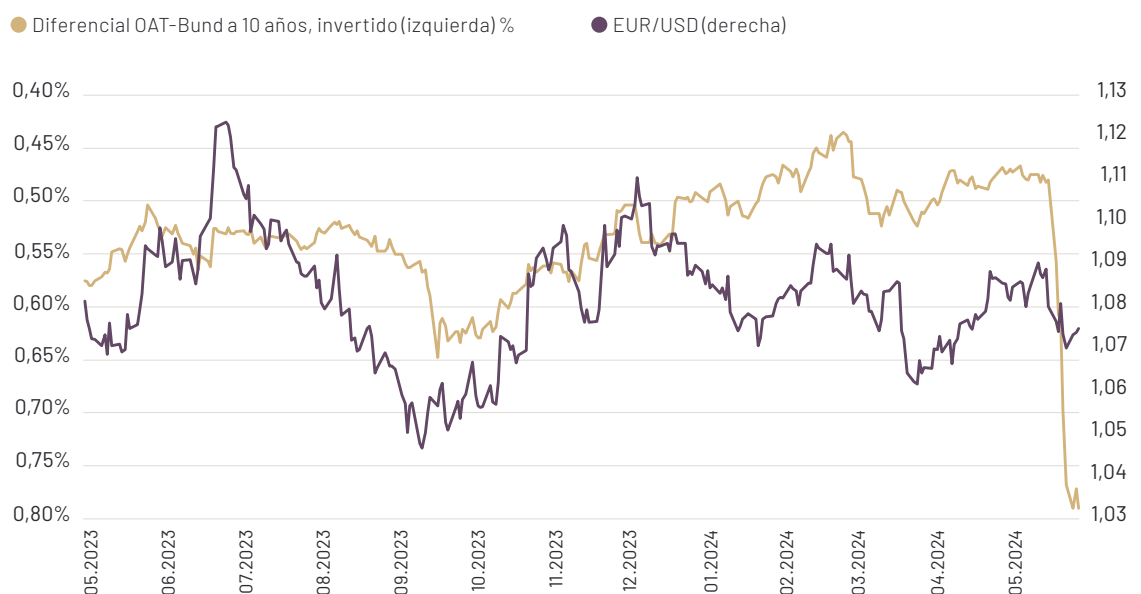
### JPY: AFERRADO A LOS FUNDAMENTALES

El yen sigue depreciándose frente al dólar, cerca del nivel de 158,24 alcanzado en abril en el momento de la intervención del Banco de Japón. En su última reunión de política monetaria, celebrada a mediados de junio, el Banco de Japón decepcionó a los inversores al aplazar hasta julio el inicio de su endurecimiento cuantitativo (QT) y no ofrecer ninguna orientación concreta sobre una posible subida de tipos en su próxima reunión. Sin embargo, su gobernador, Kazuo Ueda, no descartó subir los tipos e iniciar el QT de manera simultánea a partir de julio. Este proceso de normalización parece lento, pero se justifica en parte por unos fundamentales todavía desiguales, ya que las negociaciones salariales récord no se tradujeron en una mejora de la dinámica del consumo en el primer trimestre. A corto plazo, los tipos de interés estadounidenses, que continúan siendo elevados, deberían seguir pesando sobre el yen, moneda sobre la que mantenemos una opinión neutra.

### ORO: EN BUSCA DE COMPRADORES

El oro también ha retrocedido desde el nivel récord de 2.425 alcanzado a mediados de mayo, en un contexto que combina las recogidas de beneficios de algunos inversores, el alivio de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo y la mejora de los datos económicos en EE. UU., que ha llevado a los mercados a adoptar una visión más restrictiva sobre las expectativas de tipos de la Fed. Otro factor importante que podría ser significativo en los próximos meses es que el Banco Popular de China no aumentó sus reservas de oro en mayo por primera vez desde finales de 2022. Ya se ha observado una ralentización de las compras de oro desde mediados de marzo y, si continúa así, podría afectar a la confianza de los inversores hacia el metal amarillo. En este contexto, adoptamos una postura relativamente neutra respecto al oro, con un objetivo de entre 2.200 y 2.400.

GRÁFICO 6: REACCIÓN RELATIVAMENTE LIMITADA DEL EURO TRAS LAS ELECCIONES EUROPEAS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** nuestras hipótesis de crecimiento para las economías desarrolladas en 2024 se mantienen sin cambios, en el +2,5% para EE. UU. y el +0,7% para la zona euro. Al otro lado del Atlántico, algunos datos apuntan a una ralentización gradual del consumo, aunque este debería seguir respaldado por el hecho de que los hogares estadounidenses disfrutaron de ganancias reales de poder adquisitivo y de un efecto riqueza positivo. La dinámica macroeconómica en la zona euro parece seguir una trayectoria ascendente, lo que puede atribuirse, también en este caso, a una mejora del poder adquisitivo de los consumidores europeos y al actual repunte del ciclo manufacturero. A corto plazo, la incertidumbre política podría afectar a la moral de las empresas y a la confianza de los consumidores, además de frenar el repunte de la actividad económica, aunque creemos que este riesgo se limita geográficamente a la economía francesa. Por último, a escala mundial, mantenemos nuestra hipótesis de un crecimiento impulsado por los países emergentes, en particular, Asia.

- **Inflación:** seguimos creyendo que el proceso de desinflación ya está en marcha en las economías desarrolladas. Sin embargo, persisten los riesgos, tanto en el sector de los servicios, en el que continúan las presiones inflacionistas en los sectores intensivos en mano de obra, como en el sector manufacturero, en el que los indicios de nuevas tensiones en las cadenas de suministro exigen vigilancia.

- **Bancos centrales:** hemos ajustado ligeramente las previsiones de recortes de tipos para 2024 y ahora apuntamos a dos recortes durante el resto del año para la Fed y el BCE. En cambio, mantenemos las hipótesis de tipos finales en el 4% y el 2,5% (+/- 0,25%) para finales de 2025 en EE. UU. y la zona euro, respectivamente.

- **Resultados empresariales:** continúa la dinámica positiva de las revisiones de beneficios, sobre todo, en EE. UU. y en el conjunto del sector tecnológico. El cambio de sentimiento en la zona euro se ha confirmado, con revisiones al alza también en el segmento europeo de pequeña y mediana capitalización.

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

### CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

#### Renta variable

- Seguimos creyendo que el entorno macroeconómico continúa siendo estratégicamente favorable para los activos de riesgo, lo que parece confirmarse desde un punto de vista fundamental con los elevados niveles de crecimiento de los beneficios previstos para 2024 y 2025. No obstante, parece que los mercados ya valoran correctamente la fortaleza de la economía estadounidense. Unido a la existencia de numerosos factores de riesgo, tanto políticos como geopolíticos, y una temporada estival generalmente desfavorable, preferimos mantener una sobreponderación limitada y esperar a que haya un posible retroceso puntual del mercado antes de reposicionarnos.

- Nuestras preferencias geográficas no han cambiado: seguimos priorizando los grandes valores del mercado cotizado estadounidense y la renta variable emergente, en detrimento de la europea. Dentro de la zona euro, la incertidumbre política sobre el futuro del poder legislativo francés constituye una amenaza para una serie de sectores específicos y unos valores correctamente identificados. Así, si este episodio generara una reanudación del nerviosismo en el mercado y retrasara el retorno de los flujos de inversores extranjeros, podría ofrecer oportunidades interesantes a corto plazo para redistribuir nuestro efectivo, en particular, en las pequeñas y medianas capitalización europea.



### LA INCERTIDUMBRE POLÍTICA,

¿obstáculo para la recuperación de la zona euro?





### Renta fija

- Tras aumentar tácticamente la sensibilidad a los tipos de interés de nuestros fondos diversificados el mes pasado, las asignaciones se mantienen prácticamente sin cambios. Seguimos opinando que los segmentos más cortos de la curva de rendimientos de la deuda pública ofrecen la mejor valoración. Además de presentar un rendimiento adicional, estos vencimientos son menos volátiles, mientras que los vencimientos más largos son vulnerables a un retorno de la prima por plazo. Este riesgo es aún más marcado en la zona euro, donde el riesgo de desviación fiscal parece extenderse por el mercado a raíz de la incertidumbre política de Francia, como refleja la reciente ampliación del diferencial de rendimientos entre Francia y Alemania.
- Mantenemos nuestra opinión positiva sobre la deuda corporativa de mayor calidad con vencimiento corto, así como sobre la deuda subordinada, ya que son segmentos que ofrecen un rendimiento adicional interesante en relación con el riesgo implícito. El segmento de mayor calidad dentro del *high yield* puede contribuir a mejorar significativamente el rendimiento de las cestas de bonos, aunque hay que ser selectivo. Sin embargo, nos mantenemos al margen del segmento que implica más riesgo.

### Mercado de divisas

- Mantenemos nuestra opinión positiva a corto plazo sobre el dólar. Además de beneficiarse de un diferencial de tipos de interés positivo con el conjunto de las monedas del G10, seguimos considerando que el esta divisa es una de las mejores coberturas frente a los principales riesgos de nuestra hipótesis (rigidez en la inflación de EE. UU., reanudación de las tensiones geopolíticas y aumento de la incertidumbre política en la zona euro).
- En la última edición de [Monthly House View](#), mencionamos que estábamos adoptando una postura más prudente con respecto al oro a corto plazo, en relación con la ralentización de las compras por parte de los bancos centrales de los países emergentes (especialmente, China) y el posicionamiento agresivo de algunos *hedge funds*. En un entorno mayoritariamente sin cambios, reiteramos nuestra advertencia de permanecer atentos.

### TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.





DATOS A 20 JUNIO 2024



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,26%	-21,73	38,03
Francia 10A	3,20%	13,40	64,10
Alemania 10A	2,43%	-16,40	41,00
España 10A	3,30%	-5,60	31,40
Suiza 10A	0,68%	-15,50	-2,30
Japón 10A	0,95%	-4,90	34,00

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,67	-1,73%	-2,86%
Deuda pública EUR	202,55	0,55%	-0,78%
Deuda corporativa EUR (HY)	220,64	0,29%	1,99%
Deuda corporativa USD (HY)	342,08	0,87%	2,13%
Deuda pública EE, UU,	309,21	1,20%	0,38%
Deuda corporativa emergente	44,45	0,75%	0,73%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9540	-3,53%	2,70%
GBP/USD	1,2657	-0,33%	-0,58%
USD/CHF	0,8914	-2,50%	5,94%
EUR/USD	1,0702	-1,04%	-3,05%
USD/JPY	158,93	1,27%	12,68%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	13,28	0,51	0,83

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.473,17	3,90%	14,75%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.272,46	-0,80%	6,97%
STOXX Europe 600	518,91	-0,51%	8,33%
Topix	2.725,54	-1,06%	15,18%
MSCI World	3.519,68	2,13%	11,06%
Shanghai SE Composite	3.503,28	-3,80%	2,10%
MSCI Emerging Markets	1.095,76	0,40%	7,03%
MSCI Latam (América Latina)	2.184,22	-9,74%	-17,97%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	199,84	-0,78%	-0,46%
MSCI Asia Ex Japan	705,24	1,07%	9,93%
CAC 40 (Francia)	7.671,34	-5,32%	1,70%
DAX (Alemania)	18.254,18	-2,34%	8,97%
MIB (Italia)	33.675,15	-2,30%	10,95%
IBEX (España)	11.160,5	-1,33%	10,48%
SMI (Suiza)	12.128,16	1,35%	8,89%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.475,00	-3,42%	-13,99%
Oro (USD/Onza)	2.360,09	1,32%	14,40%
Crudo WTI (USD/Barril)	82,17	6,89%	14,68%
Plata (USD/Onza)	30,82	1,77%	27,96%
Cobre (USD/Tonelada)	9.858,00	-5,37%	15,18%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,74	3,16%	9,03%

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

MARZO DE 2024	ABRIL 2024	MAYO 2024	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2024 A 20.06.2024
4,23%	10,98%	16,41%	3,90%	15,18%
3,65%	4,24%	10,44%	2,13%	14,75%
3,47%	4,14%	8,89%	1,07%	11,06%
3,10%	3,22%	8,76%	0,40%	9,93%
3,01%	2,73%	8,75%	-0,51%	8,33%
2,32%	2,10%	7,84%	-0,78%	7,03%
2,18%	-1,57%	6,61%	-0,80%	6,97%
0,61%	-1,91%	6,14%	-1,06%	2,10%
0,56%	-1,95%	0,32%	-3,80%	-0,46%
-0,55%	-9,89%	-9,12%	-9,74%	-17,97%

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 supeeditación 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](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), 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 (Europe), 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<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.
- **En Portugal:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), 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.
- **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. 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 Dubái ("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 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> 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, supeeditada 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.

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

Créditos fotográficos: Adobe Stock.

Editado a 20.06.2024.



