



# MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto- Septiembre de 2024

Siéntese y relájese

• Índice

01• Editorial	P3
SIÉNTESE Y RELÁJESE	
02• Focus	P4
RESERVA FEDERAL: OBJETIVO, EL EMPLEO	
03• Macroeconomía	P6
MODERACIÓN ESTIVAL	
04• Renta fija	P8
REDESCUBRIR LOS FUNDAMENTALES PARA LIBERARSE DEL RUIDO	
05• Renta variable	P10
¿ES EL INICIO DE UNA ROTACIÓN?	
06• Divisas	P12
DESACELERACIÓN DORADA	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

A medida que nos adentramos en el verano y pasamos el ecuador de 2024, es un buen momento para reflexionar sobre cómo ha evolucionado el mercado en el primer semestre del año y qué oportunidades nos aguardan. La economía mundial sigue mostrando tendencias positivas, alentada por la ralentización de la inflación, los recortes de tipos en varios países y los avances tecnológicos. La economía estadounidense se mantiene sólida, lo que nos ha llevado a duplicar la previsión de crecimiento del PIB al 2,5% desde el inicio de año, gracias a la resistencia del consumo estadounidense. Aunque algunas variables se ralentizan, como la tasa de ahorro, los ingresos reales y la actividad manufacturera, creemos que se trata de una normalización natural y no de un signo de desaceleración económica importante. Los pesimistas podrían considerarlo una señal inminente de un deterioro significativo de la economía, pero los optimistas, como nosotros, lo vemos más como un proceso lógico.

#### SE AVECINAN RECORTES

Uno de los acontecimientos más notables ha sido la considerable caída de la inflación en EE. UU. Inicialmente, las tres cifras de la inflación decepcionantes de principios de año redujeron de siete a casi ninguna las expectativas de un recorte de tipos por parte de la Reserva Federal (Fed) en 2024. Sin embargo, su presidente, Jerome Powell, se mostró firme y, en junio, la inflación se ralentizó a su ritmo más reducido desde 2021, en gran parte debido a una desaceleración muy esperada del coste de la vivienda. La Fed ya tiene vía libre para recortar los tipos en septiembre, aunque nuestra previsión es de dos recortes este año. Esta noticia se produce en un momento crucial, ya que el desempleo ha aumentado durante tres meses consecutivos. Aunque la situación no es alarmante, mantener altos los tipos a corto durante demasiado tiempo no es lo ideal. La Fed necesitaba esta desinflación para seguir manteniendo su credibilidad, tema central de nuestra hipótesis macroeconómica y en la que nos hemos mantenido firmes.

#### ENTRE LA RENTA VARIABLE Y LA RENTA FIJA: HAGAN SUS APUESTAS

En cuanto al comportamiento de los mercados financieros, el semestre nos ha ofrecido dos trayectorias diferentes. En la renta fija, hemos asistido a algunos movimientos importantes: el rendimiento de la deuda pública estadounidense a 10 años ha subido hasta casi el 4,75%, desde el 3,8% del inicio del año, para después volver a caer hasta casi

el 4,2% tras la publicación del índice de precios al consumo (IPC) de junio. Las opiniones están divididas: el director general de uno de los mayores bancos estadounidenses prevé unos rendimientos a largo plazo del 7%, mientras que sus propios estrategas los sitúan en el 3%. Por una parte, un déficit récord (35 billones de dólares (fuente: [www.usdebtclock.org](http://www.usdebtclock.org))) y, por otra, la desaceleración de la economía: no es como unas elecciones, pero acertar al votar por una de las hipótesis será clave. Actualmente, estamos sobreponderados tácticamente en duración en la parte media de la curva, pero creemos que la situación debería normalizarse, con tipos a corto plazo más bajos y tipos a largo plazo más altos, un proceso de «desinversión». Por el contrario, la renta variable es el activo preferido por todos. Se mantiene la temática del dominio estadounidense de nuestro Global Outlook 2024, marcado por una volatilidad históricamente baja de la renta variable, sobre todo, en comparación con la renta fija. De hecho, la volatilidad del S&P 500 cayó por debajo del 6% en junio. Para ponerlo en perspectiva, esta cifra significa movimientos diarios inferiores al 0,35%.

#### ROTACIÓN

En cuanto al segundo semestre, mantenemos el optimismo y seguimos estando preparados. En la renta variable, tan solo cinco valores representaron el 60% del rendimiento del mercado estadounidense. ¿Concentración o posición dominante? Prevemos dos posibles situaciones en el futuro: 1) Los continuos avances tecnológicos e inteligencia artificial (IA) están propulsando a las megacapitalizaciones a nuevos máximos; 2) Un mayor diferencial de rentabilidad entre el resto de sectores del mercado, las pequeñas capitalizaciones o los mercados emergentes, que, en nuestra opinión, presentan un gran potencial de recuperación. A título ilustrativo, julio ha estado marcado por el gran rendimiento del índice Russell (pequeña capitalización) respecto al S&P 500 (gran capitalización), con uno de los cinco mayores diferenciales de los últimos 45 años.

En esta edición, Lucas Meric analiza en profundidad el mercado laboral estadounidense. Con el proceso de desinflación en marcha, la actual desaceleración del empleo nos parece más una normalización que un cambio repentino. Esta tendencia será a partir de ahora la mayor de las preocupaciones de la Fed si quiere mantener la hipótesis actual de un aterrizaje suave.

Esperamos que disfrute leyendo esta edición de verano.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Desde hace algunas semanas, la economía estadounidense sigue una trayectoria de desaceleración desinflationista. Esta dinámica ha llevado a la Fed y a los mercados a prestar especial atención al mercado laboral, que, tras reequilibrarse, parece alcanzar ahora un punto de inflexión y es más que nunca el factor clave en la búsqueda de un aterrizaje suave.

### EL ATERRIZAJE SUAVE TOMA FORMA

Durante varios trimestres hemos venido debatiendo nuestra hipótesis de un aterrizaje suave de la economía estadounidense. Desde entonces, la desinflación ha continuado y el crecimiento se ha ralentizado, sin dejar de ser resistente, y el mercado parece estar comprometido con la causa. Este optimismo refleja el marcado ajuste de las expectativas de crecimiento desde 2023, ya que el consenso ha revisado el crecimiento de EE. UU. para 2024 del 0,7% al 2,3% en el espacio de 12 meses. Este reajuste de las expectativas ha animado a los mercados financieros y el S&P 500 ha subido casi un 15% en el primer semestre de 2024, favorecido también por la temática estructural de la inteligencia artificial (IA).

En esta búsqueda de un aterrizaje suave, la desaceleración del mercado laboral, que describimos en nuestro número de marzo de 2024 (artículo [Hasta ahora, todo bien](#)), ha sido un componente esencial, en un momento en que la inflación de los servicios es el factor que más contribuye a la inflación. De hecho, un mercado laboral tensionado supone un freno para la desinflación, ya que favorece el poder de negociación de los trabajadores e implica presiones al alza sobre los salarios, que son una parte importante de la base de costes de las empresas de servicios.

### EL MERCADO LABORAL, LA PIEDRA ANGULAR

La relación entre el número de ofertas de empleo y el número de desempleados es un indicador de la tensión del mercado laboral. Cuanto mayor sea este ratio, más difícil les resultará a las empresas encontrar mano de obra, lo que favorece a los trabajadores, y viceversa. En 2022, había dos ofertas de empleo por cada desempleado, un desequilibrio récord entre oferta y demanda que disparó el crecimiento salarial hasta un máximo del 7%.

En esta configuración, el reequilibrio puede producirse de dos maneras: por un aumento del desempleo (oferta) o por una disminución de las ofertas de empleo (demanda).

La hipótesis del aterrizaje se basaba en que se produjera un reequilibrio por medio de la segunda opción, con una ralentización de la actividad económica, sin provocar un deterioro importante de la tasa de desempleo. Entre abril de 2022 y junio de 2024, el número de ofertas de empleo se redujo en casi 4,5 millones, mientras que el número de parados aumentó en 600.000 personas. Una dinámica saludable que ha permitido al mercado laboral se reequilibre sin problemas.

### EL EMPLEO, EN EL PUNTO DE MIRA DE LA FED

Aunque este reequilibrio es una buena noticia para la inflación, puede plantear también interrogantes sobre las perspectivas de crecimiento. De hecho, el mercado laboral se ha ralentizado: la creación de empleo a tres meses está en su mínimo desde principios de 2021, las solicitudes de subsidio de desempleo aumentaron en junio y la tasa de paro ha pasado del 3,4% al 4,1% desde principios de 2023. El mercado laboral ha vuelto a los niveles de equilibrio anteriores a la pandemia y ahora deja menos margen para una nueva desaceleración, lo que implicaría un mayor aumento de la tasa de desempleo, que hasta ahora se ha mantenido bastante contenida (gráfico 1, página 5).



Este equilibrio es crucial para comprender los dilemas a los que puede enfrentarse la Fed en un futuro próximo. Más de dos años después del inicio del endurecimiento monetario, la inflación subyacente ha retrocedido hasta situarse en torno al 2,5% y la economía estadounidense empieza a mostrar signos de desaceleración. Esta situación contrasta con la observada unos meses antes, cuando la economía estadounidense crecía más de un 3% (anualizado) por trimestre y el riesgo de una nueva aceleración de la inflación suscitaba dudas en los mercados.

En los últimos tiempos, el principal motivo de preocupación de la Fed se ha trasladado indudablemente al empleo, ya que un aumento del desempleo mayor de lo previsto podría poner en peligro el aterrizaje suave. Es probable que la Fed no esté dispuesta a asumir este riesgo, por lo que podría activar su famosa «Fed put»<sup>1</sup> y precipitar recortes de tipos si este riesgo sigue materializándose, a riesgo de que ello suponga tener que tolerar una inflación por encima del objetivo.

De hecho, el mercado laboral sigue gozando de buena salud, la creación de empleo se mantiene fuerte a pesar de haberse ralentizado, el aumento de las solicitudes de subsidio de desempleo refleja, sobre todo, efectos estacionales, mientras que la tasa de paro se mantiene baja y por debajo del nivel considerado de equilibrio por la Fed. Más aún cuando las recientes subidas del desempleo se deben en parte un aumento de la población activa, ya que no todos los recién llegados al mercado encuentran trabajo inmediatamente, y no indican por sí mismas un deterioro del mercado laboral.

El consumo debería seguir sustentando el vigor de la economía estadounidense, con un crecimiento trimestral entre el 1,5% y el 2% (anualizado), que permite que la tasa de desempleo se mantenga en torno al 4%. Esta desaceleración controlada, unida a la evolución positiva de la inflación observada en los últimos meses, debería permitir a la Fed efectuar dos recortes de tipos antes de que acabe 2024. Este sería el inicio de un ciclo de bajadas que debería llevar los tipos de la Fed al 4% a fin de 2025, lo que debería seguir favoreciendo el crecimiento económico: una combinación a priori positiva para los mercados financieros estadounidenses.

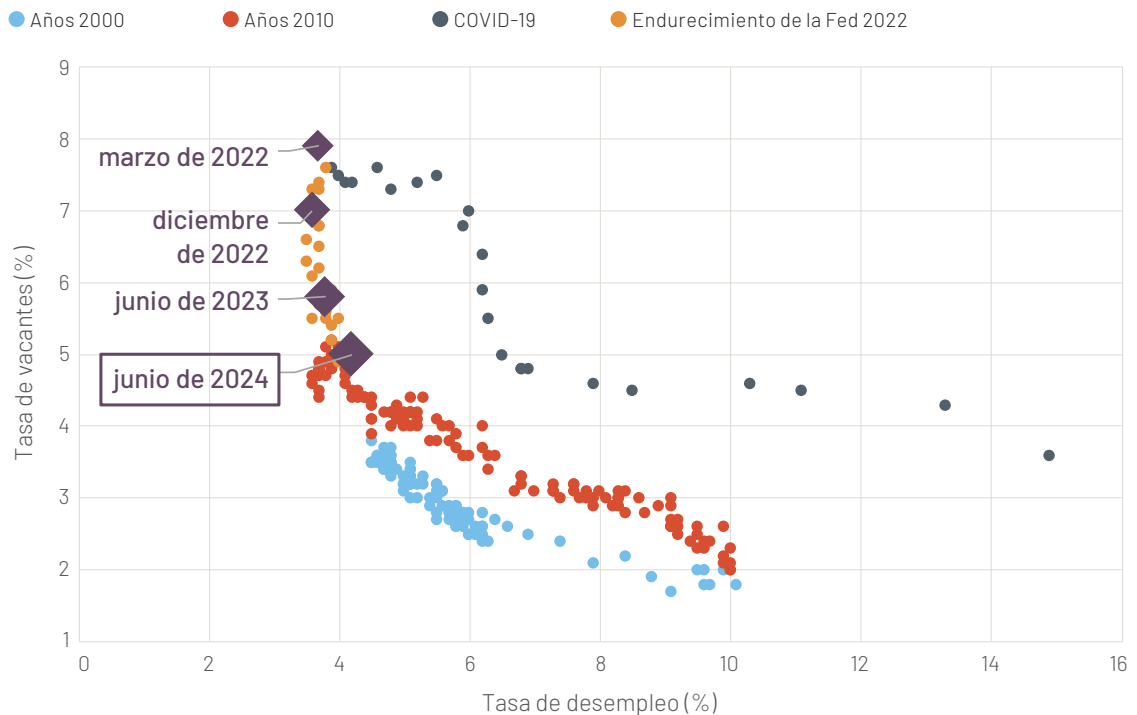


Prevedemos un  
**TIPO DE LA FED  
DEL 4%**  
para finales de 2025

### PERSPECTIVAS

Sin embargo, esta ralentización del empleo y de la actividad económica nos parece más una normalización de la economía tras los fuertes niveles de crecimiento registrados a finales del año pasado, que un deterioro real.

GRÁFICO 1: EL MERCADO LABORAL ESTADOUNIDENSE SIGUE EN UN PUNTO DE INFLEXIÓN



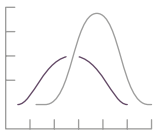
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

1 - Fed Put: intervención de la Fed para relajar la política monetaria en caso de desaceleración importante de la economía o de los mercados financieros.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

La actividad económica mostró signos de ralentización a escala mundial. La situación de normalización del crecimiento estadounidense sigue presente, con buenas noticias en el frente de la inflación que ahora justifican un reajuste de los riesgos macroeconómicos al otro lado del Atlántico, mientras que la inflación subyacente de la zona euro parece más resistente de lo esperado. También se multiplican las fuentes de incertidumbre, sobre todo, en Europa debido a los acontecimientos políticos en Francia y EE. UU.



US Core CPI:  
**+4,5%**  
(anualizado) en el  
1T 2024,  
**+2,1%**  
en el 2T 2024

#### UNA NORMALIZACIÓN CONTROLADA

El impulso macroeconómico mundial está ralentizándose, simbolizado por las sorpresas económicas unánimemente negativas en las principales economías en las últimas semanas. Estas reflejan, sobre todo en EE. UU., las elevadas expectativas de los economistas, después del reajuste al alza de las previsiones llevado a cabo en los últimos meses, lo que limita ahora el potencial de sorpresas positivas. Las encuestas apuntan a una dinámica de contracción no solo en el sector manufacturero, sino también en los servicios, mientras que el empleo, los salarios reales y las encuestas de confianza se moderan. Esta ralentización, esperada y bienvenida, implica ahora un nuevo equilibrio entre el riesgo de una reacceleración de la inflación, predominante desde principios de año, y el de un deterioro más marcado de la economía estadounidense (véase Focus, página 4). La ralentización también puede observarse en China, país en que la dinámica interna sigue siendo desigual, simbolizada por la debilidad del consumo y una inversión penalizada por un sector inmobiliario que no muestra signos significativos de mejora y que podría justificar un mayor apoyo de las autoridades. En la zona euro, creemos que la dinámica debería seguir mejorando en 2024, aunque el consumo siga siendo decepcionante por el momento, y el aparente repunte observado en el sector manufacturero y el comercio exterior a principios de año parece más apagado últimamente.

#### AL SERVICIO DE LA DESINFLACIÓN

El nuevo equilibrio entre los riesgos de crecimiento y de inflación en EE. UU. se debe, en particular, a la excelente dinámica de la inflación observada en el segundo trimestre de 2024. De hecho, la inflación subyacente se desaceleró del 4,5% del primer trimestre de 2024 (tasa intertrimestral anualizada) al 2,1% en el segundo trimestre de 2024. En particular, el componente de servicios está disminuyendo, aunque sigue siendo el principal motor de la inflación en el país, un dato muy alentador para la Fed. Creemos que esta mejora actual, acorde con nuestras expectativas, debería continuar con una ralentización del componente de servicios, lo que debería favorecer la desinflación en EE. UU. con un índice de precios al consumo (Core PCE) en torno al 2% para finales de 2025. El interrogante sobre la inflación parece ahora más evidente en la zona euro, donde el componente de servicios se mantiene rígido en el 4% desde principios de año. Esta dinámica suscita dudas en un momento en que el crecimiento salarial sigue siendo elevado, con un 5% interanual en el primer trimestre de 2024, y la productividad, modesta. Algunos de los indicadores adelantados relativos a los salarios se ralentizaron en los últimos meses, como el de la compañía Indeed, que registraba una media del 3,5% (interanual) desde principios de año para después repuntar hasta el 4,2% en junio.



Es probable que la resistencia de los salarios se mantenga en el punto de mira del Banco Central Europeo (BCE) en los próximos meses, aunque los componentes de precios y empleo de las encuestas de actividad apunten a una mayor moderación salarial. Al igual que en EE. UU., esta dinámica debería favorecer que la desinflación continúe en la zona euro, aun cuando la subida continuada de los fletes pudiera suponer un riesgo para la inflación subyacente, que prevemos se mantenga por encima del 2,5% a fin de 2024, para después seguir desacelerándose hasta el 2% en 2025.

### INCERTIDUMBRES (GEO)POLÍTICAS

Como suele ocurrir en un año electoral, las últimas semanas también han deparado su cuota de sorpresas políticas. Las elecciones francesas dieron lugar a la configuración de un Parlamento dividido en tres grandes grupos (Nuevo Frente Popular, la coalición presidencial y Agrupación Nacional). Por lo tanto, la situación de incertidumbre seguirá presente, aunque los principales riesgos parecen haberse evitado, y es probable que pese sobre las decisiones de consumo e inversión en Francia.

A medio plazo, la falta de reformas debería suponer un freno para el crecimiento francés. No obstante, el impacto negativo de la situación política debería ser limitado, especialmente en la zona euro, dado el contexto favorable de mejora de los salarios reales y de las condiciones monetarias. Al otro lado del Atlántico, las últimas semanas han reforzado la posición de Donald Trump como favorito para las elecciones presidenciales estadounidenses. Llegados a este punto, la posibilidad de que el candidato republicano aumente los aranceles un 10% a los países de la zona euro (y al resto del mundo) y un 60% a China supone además un factor de incertidumbre que podría pesar en las decisiones de inversión de las empresas y en el crecimiento mundial. Sin embargo, la posibilidad de tales medidas y su aplicación son aún inciertas y dependerán de una serie de factores electorales y jurídicos, en particular, el impuesto aduanero universal del 10% que podría afectar a las exportaciones de la zona euro.

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%
<b>Mundo</b>	2,9%	2,7%	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.



## REDESCUBRIR LOS FUNDAMENTALES PARA LIBERARSE DEL RUIDO



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

En colaboración con  
el equipo de Renta fija

El riesgo soberano vuelve a cobrar protagonismo en 2024, un año marcado por un número récord de elecciones. En el momento de escribir estas líneas, Francia parece carecer de rumbo presupuestario. Por el contrario, los mercados están posicionándose para una victoria de Donald Trump el 5 de noviembre. Por un lado, existe una prima de riesgo sobre la trayectoria de los déficits, mientras que, por otro, hay un «efecto acumulativo» de las peticiones de recortes de tipos de la Fed.



**+ 67.000  
MILLONES  
DE  
DÓLARES**  
en ETF de renta fija  
desde principios  
de año

### BANCOS CENTRALES Y TIPOS LARGOS

En la reunión de política monetaria de la Fed, Jerome Powell adoptó un tono bastante firme y reiteró que no había ninguna prisa por iniciar una flexibilización inmediatamente. Una sola cifra de inflación más baja permitió a los mercados descontar hasta más de dos recortes de tipos de aquí a diciembre. Esta hipótesis parece mucho más realista que los dos extremos observados en el primer semestre del año: entre 0 a principios de junio y 7 en enero. La economía estadounidense está experimentando una clara desaceleración (aumento del desempleo, contracción de la actividad manufacturera, etc.).

En Europa, el resultado de las elecciones parlamentarias del Reino Unido del 4 de julio ya se preveía con creces en los sondeos de opinión, incluso la prensa financiera británica pidió el voto para el Partido Laborista, ya que su programa electoral se consideraba muy centrista. Los rendimientos británicos a largo plazo aplaudieron esta victoria siguiendo el movimiento mundial a la baja de los rendimientos a largo plazo en julio.

El Banco de Inglaterra mantiene su política sin cambios por el momento. La evolución de la inflación no le permite embarcarse en un ciclo de bajada de tipos, aunque el resto de indicadores macroeconómicos (empleo, crecimiento, etc.) lo justifiquen.

El BCE se mantendrá en su senda actual durante todo el verano. La próxima bajada de tipos está prevista para septiembre. La institución con sede en Frankfurt considera que su política monetaria actual sigue siendo más restrictiva que cuando subió los tipos por última vez en septiembre de 2023. Según las últimas estadísticas publicadas, la demanda de crédito está repuntando ligeramente. El mercado espera dos bajadas de tipos antes de final del año.

Los rendimientos a largo plazo siguen cayendo gradualmente, sin una dirección clara a lo largo de las curvas. El episodio de volatilidad del mes de junio llevó el diferencial OAT<sup>2</sup>-Bund a sus máximos desde la crisis de deuda europea de 2011-2012. El gráfico 2 (página 9) muestra la difusión de este acontecimiento en los distintos países europeos. Una vez más, la deuda alemana desempeñó su papel de valor refugio. En las próximas semanas, parece difícil prever una prolongación del repunte de la renta fija. La información favorable al mercado ya se ha incorporado (ralentización del crecimiento y la inflación, recortes de tipos, etc.). Nosotros estamos reduciendo ligeramente la sensibilidad a los tipos de interés de nuestras carteras.

### DEUDA CORPORATIVA

El mercado de deuda corporativa generó un rendimiento anormal positivo durante el mes, gracias al ligero ajuste de las primas de riesgo tanto en el mercado estadounidense como en el europeo. A pesar de la incertidumbre generada por las elecciones francesas, el mercado de crédito europeo registró un comportamiento positivo, tanto en el segmento de *investment grade* como en el de *high yield* (alto rendimiento).

2 - OAT: Obligations assimilables du Trésor (obligaciones asimilables del Tesoro francés).

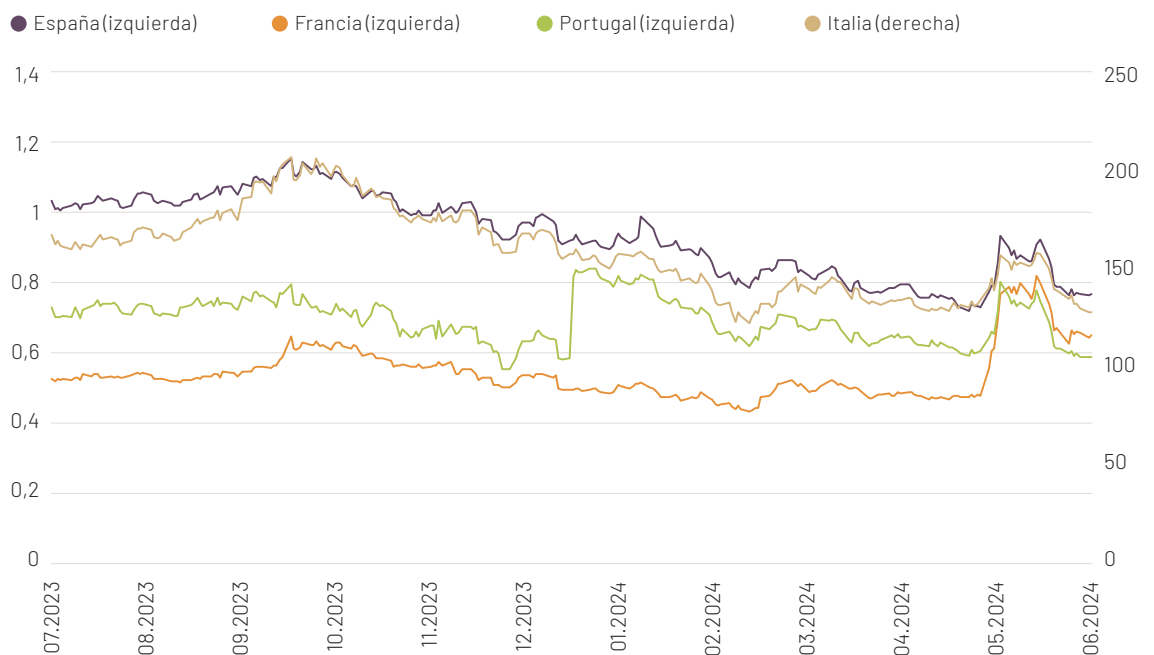




Los emisores de este último mantienen una postura activa y oportunista a la hora de refinanciar su deuda para ampliar los vencimientos. En el sector inmobiliario, las empresas aprovechan el descenso de los tipos de interés y de sus primas de riesgo para recomprar su deuda a corto plazo y prolongar su pasivo. En el mercado estadounidense, los inversores se fijan más en la tasa de rentabilidad absoluta y no tanto en los diferenciales. La débil dispersión de estos refuerza este enfoque holístico de la inversión en el *investment grade* estadounidense. Aunque la rentabilidad apenas supera el cero debido a la subida de los tipos de interés, el rendimiento anormal es muy positivo gracias al *carry* y al ajuste de los diferenciales. Tanto el sector aeronáutico como el de la construcción están obteniendo mejores resultados que el mercado. Las subidas de calificación observadas desde 2021 han borrado por completo la oleada de bajadas de 2020. Dado el desfase temporal existente entre el ciclo de las agencias y el de las empresas, es razonable suponer que se ha alcanzado el punto álgido de la subida de la calificación. En el mercado de *high yield*, sigue habiendo una gran diferencia entre las calificaciones, lo que llama a la prudencia.

Nuestras carteras están sobreponderadas en deuda emitida por empresas francesas y prácticamente no poseen deuda pública. En términos sectoriales, seguimos sobreponderando el sector inmobiliario, sin dejar de ser selectivos con los emisores. La deuda bancaria siempre ofrece una combinación favorable de rentabilidad, riesgo y volatilidad a largo plazo. Al preferir elegir cuándo invertir, participamos poco en el mercado primario, donde las concesiones de los emisores son modestas, algo comprensible si se tiene en cuenta que los inversores están invirtiendo cantidades entre tres y cinco veces superiores a los importes emitidos.

GRÁFICO 2: PRIMAS DE RIESGO DE LOS PAÍSES EUROPEOS FRENTE A ALEMANIA



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

En colaboración  
con el equipo de Renta variable

Los peores temores se disiparon en Francia tras las elecciones generales. Aunque los mercados europeos estén desinflándose, la incertidumbre política persiste y podría perjudicar las perspectivas de las empresas. Al otro lado del Atlántico, los mercados estadounidenses batieron nuevos récords, aunque gracias a otras partes del mercado más allá de las mega capitalizaciones.

## EUROPA

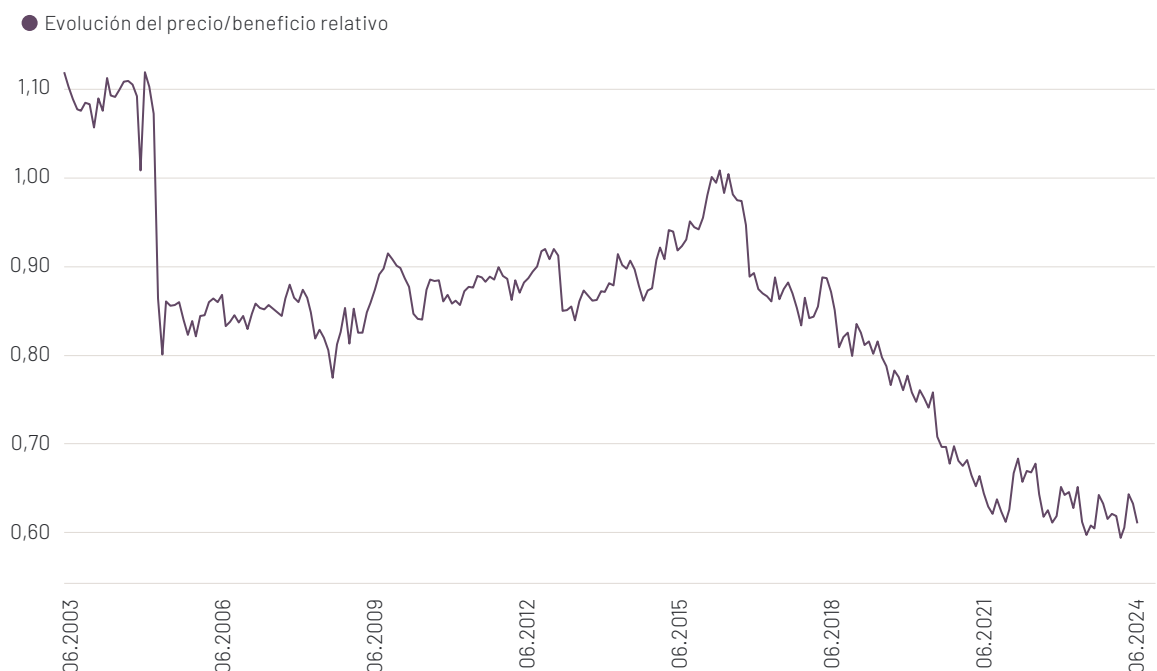
Los inversores recibieron con agrado que no se llegara a una mayoría absoluta en las elecciones legislativas francesas. Al reducirse considerablemente el riesgo de un aumento de la presión fiscal, las bolsas europeas han repuntado desde la publicación de los resultados de los comicios. Sin embargo, la falta de precedentes en el sistema institucional francés significa que los próximos meses traerán incertidumbre y una mayor prudencia, sobre todo, ante los retos y las dificultades (especialmente, la consolidación de la deuda) a los que se enfrenta un Parlamento dividido.

Por otra parte, la actual estabilidad del Reino Unido contrasta con la volatilidad política que reina en el resto de Europa, y ha generado nuevas oportunidades específicas tras las elecciones. Por ejemplo, se espera que el nuevo Gobierno relaje la normativa relativa a los permisos de construcción y acelere la electrificación, lo que debería favorecer a las empresas expuestas al mercado nacional. Es más, el mercado de renta variable británico ha alcanzado un descuento récord a 20 años con respecto a sus homólogos mundiales (gráfico 3). Es el mercado «base» para la inversión en la temática del *Value* y además ofrece una rentabilidad por dividendo mucho mayor que otras regiones.



DESCUENTO  
de valoración  
récord para el  
MERCADO DE  
RENTA VARIABLE  
británico

GRÁFICO 3: VALORACIÓN DEL MSCI UK A 12 MESES (PRECIO-BENEFICIOS) EN RELACIÓN CON EL MSCI WORLD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Por último, el mercado suizo ha ido recuperando gradualmente el interés de los inversores desde mayo, favorecido por su papel defensivo y su condición de valor refugio en caso de aumento de la volatilidad en la zona euro. Este mercado está formado por agentes importantes en los sectores sanitario y de consumo básico, consideradas de empresas calidad con un sesgo defensivo, pero que cotizan con descuento.

### ESTADOS UNIDOS

Al mismo tiempo, los mercados de renta variable estadounidenses volvieron a encadenar una serie de máximos históricos. Los últimos datos macroeconómicos han confirmado la ralentización de la actividad económica y la caída de la inflación, lo que ha llevado a los inversores a reconsiderar la primera bajada de tipos de la Fed a partir del próximo mes de septiembre. La reacción de los mercados de renta variable no hizo esperar y el segmento de la pequeña y mediana capitalización repuntó con fuerza (como el índice Russell 2000, con un alza del 10,3% en los cuatro días siguientes a la publicación de las cifras de inflación), sustentados por la caída de los rendimientos de la deuda, en detrimento de los valores tecnológicos, que sufrieron recogidas de beneficios. Otros sectores, como el inmobiliario, muy sensible al descenso de los tipos de interés, también se aceleraron tras la publicación. La temporada de publicación de resultados del segundo trimestre será crucial para confirmar el crecimiento de los beneficios empresariales en un ciclo de desaceleración económica. El ratio de preanuncios, que contabiliza el número de empresas del S&P 500 que prevén publicar beneficios por debajo de sus estimaciones frente a las que prevén superarlas, es favorable y apunta a una temporada de beneficios algo mejor a la media de los últimos 25 años.

### ASIA

En Asia, los mercados taiwanés, coreano e indio siguieron siendo el motor de los resultados en el segundo trimestre. Esta dinámica se debe principalmente al entusiasmo generado por los valores tecnológicos punteros relacionados con la IA en Corea y Taiwán. En la India, la reelección de Narendra Modi para un tercer mandato como primer ministro ha consolidado las entradas de capitales en la región.

Por otra parte, en China se produjeron algunas tomas de beneficios de cara al tercer pleno del Partido Comunista Chino, que se celebra a mediados de julio de 2024. El mercado espera nuevas reformas estructurales a largo plazo, que deberían figurar en el orden del día. Otras cuestiones clave que deberían abordarse son la soberanía tecnológica, los retos del declive demográfico y la mejora de la protección social. La publicación de resultados del segundo trimestre se seguirá de cerca, en un mercado en el que las valoraciones se mantienen en niveles muy bajos y podrían servir de apoyo si el crecimiento de los beneficios sorprende al alza.

### ESTILO DE INVERSIÓN

El reciente deterioro de los indicadores macroeconómicos ha llevado a los inversores a prever una política más proactiva por parte de los bancos centrales a la hora de recortar los tipos de interés, lo que ha provocado una importante rotación sectorial y de estilos en los últimos días. El mercado recogió beneficios en el sector tecnológico y los «Siete Magníficos», entre otros, en favor de las pequeñas capitalizaciones estadounidenses y algunos de los sectores de un perfil más Cíclico/*Value* que los inversores habían descuidado previamente. Aún es pronto para anunciar una rotación o una participación más amplia del mercado. La temporada de publicación de resultados brindará la oportunidad de confirmar si las mega capitalizaciones de crecimiento pueden seguir sustentando la dinámica de los beneficios en el mercado estadounidense.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

El euro se beneficia de la atenuación de los riesgos políticos en Francia y del debilitamiento del dólar en las últimas semanas, en un contexto de ralentización macroeconómica y mejora de las perspectivas de inflación en EE. UU. El oro sigue encadenando máximos a pesar de unos fundamentales desiguales.

#### EUR: RELAJACIÓN DEL RIESGO POLÍTICO

A pesar del episodio de volatilidad observado en los activos europeos en junio, el euro se mostró relativamente resistente. El nuevo panorama generado por las elecciones legislativas francesas ha alejado los mayores riesgos, aunque las principales inquietudes se referían más a la senda fiscal de Francia que a la posibilidad de salida de la zona euro. Un mes después del anuncio de la disolución, el euro volvió a sus niveles de principios de junio, gracias también a una divergencia a corto plazo entre las dinámicas transatlánticas de la inflación, ya que, en la zona euro, esta mostraba ciertos signos de rigidez. Sin embargo, la incertidumbre no se ha disipado por completo y los inversores podrían seguir centrándose en la senda fiscal de Francia y, más en general, en los riesgos soberanos de la zona euro. A pesar de las recientes sorpresas al alza de la inflación, creemos que la desinflación debería continuar durante 2024 y 2025, lo que permitiría al BCE proseguir su ciclo de recortes de tipos iniciado en junio. La postura acomodaticia del BCE debería lastrar al euro a medio plazo, que seguirá viéndose penalizado también por el diferencial de tipos de interés frente al dólar.

#### USD: MODERACIÓN DESINFLACIONISTA

Tras desempeñar su papel de moneda refugio con la aparición de tensiones políticas en Europa, el dólar perdió terreno frente al euro a medida que se atenuaban los riesgos. Los débiles datos macroeconómicos de las últimas semanas también han lastrado al billete verde, salpicados por la sorpresa positiva de una cifra de inflación por debajo de las expectativas en junio. Esta ralentización abre la puerta al inicio del próximo ciclo de bajadas de tipos de la Fed, lo que podría seguir frenando ligeramente el dólar a corto plazo.

No obstante, creemos que las expectativas del mercado sobre los recortes de tipos hasta finales de 2025 son algo agresivas y nos parece que la asimetría en los tipos estadounidenses está más orientada al alza, lo que debería apoyar al dólar. Al mismo tiempo, seguimos considerando que el dólar es una cobertura interesante frente a los diversos riesgos de nuestra hipótesis, que podrían incluir una ralentización económica más pronunciada, una inflación rígida que empuje a la Fed a seguir siendo restrictiva o el riesgo geopolítico, especialmente, en vísperas de las elecciones estadounidenses. De hecho, una victoria de Donald Trump podría conducir a la aplicación de políticas proteccionistas e inflacionistas, lo que abogaría por un dólar alcista, aunque este punto merece matizarse, ya que el candidato republicano es fundamentalmente partidario de un dólar más débil.

#### CHF: UN REFUGIO TEMPORAL

Al igual que el dólar, el franco suizo se benefició inicialmente de las tensiones en Europa, pero después perdió terreno a medida que se atenuaban los riesgos y se estabilizó en los niveles observados desde principios del segundo trimestre. El franco suizo siguió viéndose lastrado por unos fundamentales más heterogéneos y el Banco Nacional Suizo (BNS) sorprendió al mercado al recortar los tipos por segundo mes consecutivo, cuando no se esperaba ninguna medida. Al mismo tiempo, las cifras de ventas minoristas y de inflación se situaron en junio por debajo de las expectativas. A pesar de unos fundamentales macroeconómicos poco favorables, el franco suizo podría seguir siendo un activo preferente en un contexto de incertidumbres latentes tanto en Europa como a escala mundial, lo que, en nuestra opinión, debería permitir que la moneda se estabilizara cerca de los niveles actuales.



Las  
SORPRESAS  
ECONÓMICAS  
negativas en EE. UU.  
LASTRARON  
EL DÓLAR



### JPY: LA MIRADA PUESTA EN AMÉRICA

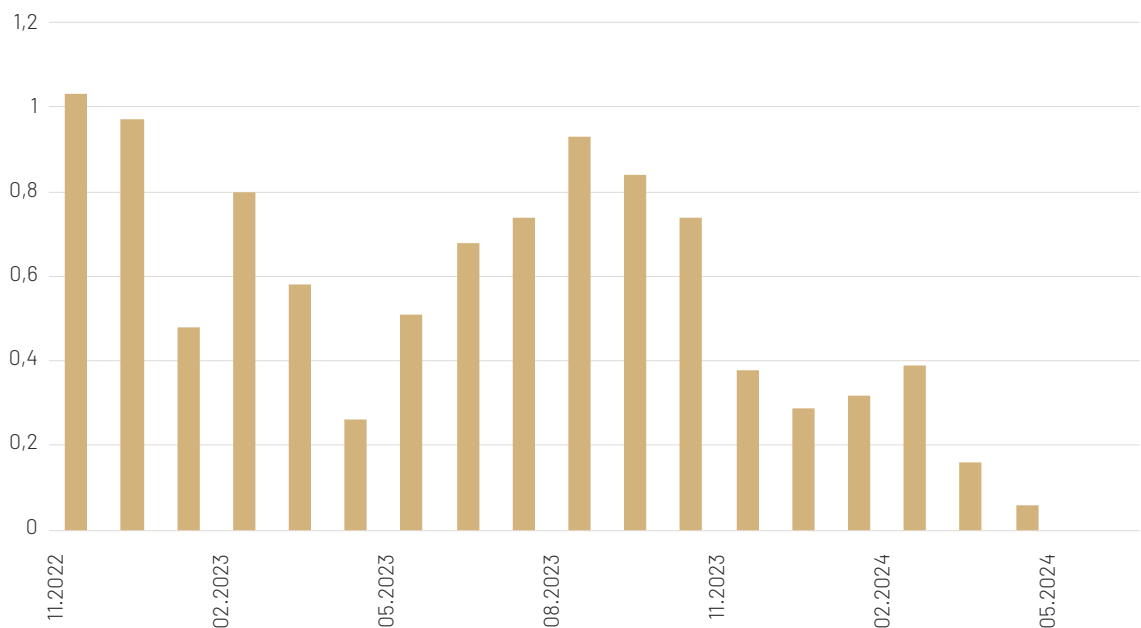
El yen siguió cayendo en junio, para después repuntar a sus niveles de mediados de junio como consecuencia del sorprendente descenso de la inflación estadounidense a principios de julio. De hecho, los inversores siguen muy atentos a la posibilidad de que la Fed recorte los tipos, lo que podría aliviar la presión sobre el USD/JPY, que se encuentra en máximos históricos. Esta marcada reacción del yen alimentó también las especulaciones sobre una posible intervención del Banco de Japón, que ya había actuado en abril y en mayo, pero no consiguió frenar la caída del yen, que sigue penalizado por las perspectivas de la inflación, aún modestas, y por su papel predominante en la financiación del *carry trade*.

### ORO: UN FUERTE REPUNTE A PESAR DE UNOS FUNDAMENTALES MODESTOS

El oro siguió registrando buenos resultados en julio, impulsado por las expectativas de una Fed más acomodaticia en un contexto de ralentización de los datos macroeconómicos y de la inflación en EE. UU. Sin embargo, seguimos adoptando una postura táctica negativa respecto al metal amarillo, que se sitúa en máximos históricos, en un contexto caracterizado, en nuestra opinión, por una presión a la baja algo excesiva sobre los tipos de interés estadounidenses y unos fundamentales menos favorables. La demanda del Banco Popular de China, que había sido un importante comprador de oro desde finales de 2022, se ralentizó o incluso se paralizó en junio por segundo mes consecutivo, como ocurrió con la acumulación de oro físico, que se desplomó, mientras las tensiones geopolíticas siguen bastante contenidas (gráfico 4).

GRÁFICO 4: COMPRAS MENSUALES DE ORO DEL BANCO POPULAR DE CHINA (MILLONES DE ONZAS)

● Evolución mensual de las compras de oro del Banco Popular de China



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

## ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** nuestras previsiones de crecimiento se mantienen sin cambios en el +2,5% para EE. UU. y el +0,7% para la zona euro en 2024, y siguen basándose en las hipótesis del consumo (de resistencia en EE. UU. y de mejora en la zona euro), vinculadas a las ganancias de poder adquisitivo observadas en estas dos economías. Las economías emergentes, en particular, las asiáticas, siguen siendo uno de los principales motores del crecimiento mundial.
- **Inflación:** el último informe sobre la inflación en EE. UU. fue alentador y nos ratifica nuestra hipótesis de desinflación gradual en los próximos trimestres. La atención se centra ahora más en la zona euro, donde los últimos datos salariales y la subida de los fletes suponen un riesgo al alza para nuestras previsiones de inflación. Así, aunque a corto plazo se impone una postura vigilante, seguimos creyendo que la inflación convergerá gradualmente hacia el objetivo del BCE en el horizonte a 2025.
- **Bancos centrales:** prevemos dos bajadas de tipos en lo que queda de año para la Fed y el BCE, y mantenemos las hipótesis de tipos finales en el 4% y el 2,5% (+/- 25 puntos básicos) para el fin de 2025 en EE. UU. y la zona euro, respectivamente.
- **Resultados empresariales:** continúa la dinámica positiva de las revisiones de beneficios en EE. UU. —en particular, en el sector tecnológico—, aunque ahora se extiende a todas las zonas geográficas.
- **Entorno de riesgo:** tal como se esperaba, prosigue la normalización de la economía mundial, lo que conduce a un bienvenido reajuste de los riesgos de crecimiento e inflación, especialmente en EE. UU. desde la publicación del último informe sobre precios. Por el contrario, el riesgo político se mantiene en niveles elevados y el mercado podría centrar progresivamente su atención en las elecciones estadounidenses del próximo noviembre.

Por último, los riesgos asociados a la trayectoria de la deuda pública siguen siendo una realidad y podrían volver al primer plano en el segundo semestre del año, a medida que se acerquen los comicios al otro lado del Atlántico y se definan las propuestas presupuestarias de la zona euro para 2025.

## CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

### Renta variable

- Aunque el impulso macroeconómico mundial está ralentizándose, creemos que el entorno sigue siendo favorable para los activos de riesgo. Todos esperaban esta normalización de la actividad económica, sin embargo, ha llegado acompañada de una desinflación, lo que abre la puerta a un ciclo de recortes de tipos por parte de los bancos centrales. Seguimos creyendo que, en combinación con unas perspectivas de resultados alentadoras para 2024 y 2025, los mercados de renta variable deberían seguir una tendencia alcista y, por lo tanto, mantenemos una posición sobreponderada en la renta variable dentro de nuestra gestión de activos diversificada.
- Mantenemos la preferencia por la renta variable estadounidense, aunque apuntamos a la posibilidad de una ampliación del rendimiento de los mercados por medio de una mejora de la participación de los sectores de actividad ajenos al tecnológico. Al mismo tiempo, creemos que los mercados emergentes podrían beneficiarse del inicio del ciclo de bajada de tipos y de un diferencial de crecimiento aún positivo respecto a las economías avanzadas. Por último, hemos decidido diversificar mejor nuestra exposición a la renta variable europea aumentando la ponderación de la Europa no perteneciente a la zona del euro, al tiempo que mantenemos una actitud de espera con respecto a la zona euro en su conjunto. En particular, el mercado británico podría aumentar su atractivo con la vuelta al poder del Partido Laborista, que ha prometido reforzar sus lazos con la Unión Europea.



Más  
DIVERSIFICACIÓN  
en las  
CESTAS DE  
RENDA VARIABLE



## Renta fija

- Mantenemos la sensibilidad a los tipos de interés prácticamente sin cambios y ligeramente superior a la de nuestros índices de referencia dentro de nuestra gestión diversificada. Preferimos la exposición a la deuda pública con vencimientos cortos (hasta 5 años), que ofrece los rendimientos más elevados y que debería beneficiarse directamente del descenso de los tipos de interés oficiales. En cambio, preferimos limitar la exposición a los segmentos más largos, que son vulnerables a un restablecimiento de la prima por plazo y a la posibilidad de que el mercado vuelva a centrar su atención en la sostenibilidad de la deuda pública.
- Dentro de la clase de activos de crédito, reiteramos nuestra preferencia por la deuda corporativa de calidad con vencimientos cortos, que continúan disfrutando de los rendimientos más elevados. De forma paralela, la deuda subordinada ofrece un potencial de diversificación interesante, dada la calidad de sus fundamentales y los atractivos niveles de *carry* asociados a ella.
- En el segmento de alto rendimiento, esperamos que el bajo nivel de los diferenciales se mantenga estable mientras la economía mundial siga en una senda de normalización gradual. En este contexto, creemos que el segmento de mayor calidad del *high yield* puede ofrecer a los inversores un *carry* atractivo en relación con la deuda pública.

## Mercado de divisas

- A pesar de su reciente infrarrendimiento, creemos que el billete verde sigue siendo la mejor cobertura frente a los principales riesgos de nuestra hipótesis. Por otro lado, el mercado parece estar incorporando ahora un gran número de recortes de tipos de aquí a fin de 2025, mientras que el diferencial de tipos de interés con todas las divisas del G10 sigue siendo muy positivo, lo que, en nuestra opinión, limita el potencial bajista del dólar a corto plazo.
- Seguimos adoptando una postura prudente en el oro a corto plazo, dada la desaparición de algunos grandes compradores en los últimos meses (especialmente, China) y un balance de riesgos más comedido.

## 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)	=/-	=
Suiza (CHF)	=/-	=
Japón (JPY)	=	=/+
China (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.



# 08 • Estado del mercado (moneda local)

## VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 22 JULIO 2024



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,25%	2,04	37,34
Francia 10A	3,15%	-3,70	59,00
Alemania 10A	2,49%	7,60	47,20
España 10A	3,26%	-1,70	27,70
Suiza 10A	0,60%	-6,50	-10,60
Japón 10A	1,05%	6,10	43,90

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	36,37	1,46%	-0,94%
Deuda pública EUR	203,92	0,55%	-0,11%
Deuda corporativa EUR (HY)	222,41	0,74%	2,81%
Deuda corporativa USD (HY)	348,19	1,53%	3,95%
Deuda pública EE, UU,	311,46	0,67%	1,11%
Deuda corporativa emergente	44,62	0,45%	1,11%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9689	1,08%	4,30%
GBP/USD	1,2933	1,95%	1,59%
USD/CHF	0,8896	-0,38%	5,73%
EUR/USD	1,0891	1,47%	-1,34%
USD/JPY	157,04	-1,62%	11,34%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	14,91	1,58	2,46

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.564,41	2,14%	16,66%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.198,78	-1,00%	6,02%
STOXX Europe 600	514,79	-0,79%	7,47%
Topix	2.827,53	3,19%	19,49%
MSCI World	3.584,66	2,16%	13,11%
Shanghai SE Composite	3.514,93	1,10%	2,44%
MSCI Emerging Markets	1.085,48	0,11%	6,03%
MSCI Latam (América Latina)	2.263,69	2,16%	-14,99%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	206,86	2,71%	3,03%
MSCI Asia Ex Japan	692,38	-0,37%	7,92%
CAC 40 (Francia)	7.622,02	-1,10%	1,05%
DAX (Alemania)	18.407,07	0,44%	9,88%
MIB (Italia)	34.615,05	2,31%	14,05%
IBEX (España)	11.143,80	-0,25%	10,31%
SMI (Suiza)	12.296,74	1,15%	10,41%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.242,00	-4,65%	-19,75%
Oro (USD/Onza)	2.396,59	2,65%	16,17%
Crudo WTI (USD/Barril)	79,78	-2,27%	11,35%
Plata (USD/Onza)	29,12	-1,36%	20,92%
Cobre (USD/Tonelada)	9.216,50	-4,60%	7,68%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,25	-19,92%	-10,46%

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

### RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

	ABRIL 2024	MAYO 2024	JUNIO 2024	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2024 A 22.07.2024
FTSE 100	10,98%	16,41%	15,18%	3,19%	19,49%
STOXX Europe 600	4,24%	10,44%	14,75%	2,71%	16,66%
S&P 500	4,14%	8,89%	11,06%	2,16%	13,11%
Shanghai SE Composite	3,22%	8,76%	9,93%	2,16%	7,92%
MSCI World	2,73%	8,75%	8,33%	2,14%	7,47%
MSCI EMEA	2,10%	7,84%	7,03%	1,10%	6,03%
MSCI Emerging Markets	-1,57%	6,61%	6,97%	0,11%	6,02%
MSCI Latam	-1,91%	6,14%	2,10%	-0,37%	3,03%
MSCI Asia Ex Japan	-1,95%	0,32%	-0,46%	-0,79%	2,44%
Topix	-9,89%	-9,12%	-17,97%	-1,00%	-14,99%

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 22.07.2024.



