



MONTHLY HOUSE VIEW

Octubre de 2024

El comienzo de una nueva era de relajación
de la política monetaria

• Índice

01• Editorial	P3
EL COMIENZO DE UNA NUEVA ERA DE RELAJACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	
02• Macroeconomía	P4
UNA VUELTA AL COLE CON DEBERES	
03• Renta fija	P6
EUFORIA EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA	
04• Renta variable	P8
¿ESTAMOS ANTE EL INICIO DE UNA ROTACIÓN?	
05• Divisas	P10
LA DANZA DE LAS PALOMAS	
06• Mercados privados	P12
EL MERCADO SECUNDARIO, IMPRESCINDIBLE PARA LOS MERCADOS PRIVADOS	
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



EL COMIENZO DE UNA NUEVA ERA DE RELAJACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

La confianza de los mercados en la economía de Estados Unidos (EE.UU.) se volvió más cautelosa durante el verano. Un mal informe sobre el empleo, una subida inesperada de tipos de 15 puntos básicos (pb) por parte del Banco de Japón y unos volúmenes de mercado a la baja provocaron un «efecto mariposa» en los mercados financieros. Al volver de vacaciones, los inversores se encontraron con que los mercados bursátiles por fin se habían recuperado. Nosotros mantuvimos nuestra posición durante este periodo, siguiendo la hipótesis de un aterrizaje suave, aunque permaneciendo alerta.

LA ECONOMÍA SE HA RALENTIZADO, PERO NO SE HA ESTANCADO

A pesar de algunas inquietudes, los datos macroeconómicos no muestran signos de recesión inminente. Las ventas minoristas siguen siendo sólidas y confirman la resistencia del consumo estadounidense. El PIB creció un 3% en el segundo trimestre y las previsiones para el tercero son similares. Sin embargo, la atención se ha desplazado al mercado laboral. El informe sobre el empleo de julio fue preocupante y, aunque el de agosto mostró mejoras, estas no llegaron a cumplir las expectativas. El mercado laboral está volviendo a la normalidad: la contratación se ha ralentizado, a pesar de que los despidos siguen siendo limitados. Esta normalización es un factor tranquilizador. La regla Sahm, que ha logrado siempre identificar las recesiones anteriores, ha indicado recientemente la llegada de una recesión. Sin embargo, incluso Claudia Sahm destaca que no debemos basarnos únicamente en patrones históricos. El mercado laboral se debilita, pero la llegada de nuevos trabajadores es una señal positiva, aunque tarden en encontrar un empleo.

EL DOBLE MANDATO DE LA FED

Los temores sobre una interrupción del proceso de desinflación se han disipado y la inflación estadounidense se sitúa en el 2,5%. Este entorno ha permitido al presidente de la Reserva Federal (Fed), Jerome Powell, prever bajadas de tipos ya en agosto, que culminarían con un recorte de 50 pb en la reunión de septiembre. El mensaje es claro: la Fed se concentra ahora en proteger el empleo, después de haber estabilizado los precios. Dentro de su doble mandato de pleno empleo y estabilidad de precios, el empleo es prioritario.

La primera bajada de tipos en más de cuatro años tiene por objeto evitar una desaceleración económica. Como ha declarado Jerome Powell: «la economía estadounidense está en forma y nuestra decisión de hoy está pensada para que siga así.» Unos días antes de la reunión, revisamos nuestras previsiones sobre la Fed, anticipando un recorte del 3,5% de los tipos de los fondos federales para finales de 2025, es decir, dos reducciones más que nuestras previsiones anteriores. En cuanto al Banco Central Europeo (BCE), hemos ajustado nuestras perspectivas y ahora creemos que los tipos se situarán en el 2% antes del fin de 2025, frente al 2,5% anterior.

DE LA MACROECONOMÍA A LA POLÍTICA

De cara al futuro, los factores macroeconómicos seguirán acaparando la atención de los inversores. La estacionalidad suele ser desfavorable, al menos hasta las elecciones estadounidenses, que podrían ser más ajustadas de lo previsto. El resultado final dependerá de siete estados clave, más que del voto popular.

Los inversores mantienen la prudencia respecto a la renta variable. Los particulares aprovecharon la caída de agosto para volver a exponerse, pero los inversores institucionales se mantuvieron al margen. Mantenemos el optimismo respecto a la renta variable, basándonos en nuestra hipótesis de un aterrizaje suave y las expectativas de beneficios moderados en la temporada de resultados del tercer trimestre. No obstante, seguimos atentos a las incertidumbres que se avecinan.

En cuanto a la renta fija, nos desconcierta el fuerte descenso de los rendimientos estadounidenses. En cuatro meses, el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años ha caído del 4,7% al 3,6% por el temor a una recesión, mientras que la renta variable se mantiene cerca de sus máximos. ¿Qué mercado tiene razón? La preocupación por la viabilidad de la deuda estadounidense se ha atenuado, a pesar de la adición de un billón de dólares cada 100 días, que lleva a una deuda total superior a los 35 billones. Ante esta situación, hemos adoptado una postura más prudente en la duración y, por el momento, evitamos los vencimientos largos en el mercado de renta fija.

Les deseamos una buena lectura.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Habría sido fácil sumirse en el pesimismo reinante en los mercados este verano, en particular, respecto a la economía estadounidense, donde las cifras de empleo podrían habernos desestabilizado rápidamente. Sin embargo, al volver de las vacaciones, nos concentramos en los deberes y descubrimos que no hay recesión en EE.UU.; hemos descubierto que no hay recesión en EE. UU., que existen signos de recuperación en el Reino Unido y que algunas economías asiáticas van mejor a pesar del (excesivo) pesimismo que rodea a China.

EE. UU.: HACIA UN ATERRIZAJE SUAVE

Nuestra hipótesis para EE. UU., ligeramente por encima del consenso, se basa en la resistencia del consumo estadounidense. Por supuesto, el excedente del ahorro es cosa del pasado, al igual que los salarios elevados en un mercado laboral post-pandemia tensionado. La creación de empleo se ralentiza, aunque no se hunde, y algunos factores de la oferta, como la inmigración, contribuyen a un ligero aumento de la tasa de desempleo (4,2% en agosto). A pesar de ello, el mercado laboral sigue siendo robusto (con más de una oferta de trabajo por cada desempleado) y los salarios reales se mantienen altos. Los balances de los hogares también conservan su solidez, con unos niveles de endeudamiento relativamente bajos (70% del PIB frente al 100% de 2007), sustentados por el efecto riqueza vinculado a la evolución favorable de los mercados inmobiliario y bursátil.

Por otro lado, los despidos se mantienen en niveles históricamente bajos y las empresas continúan disfrutando de importantes márgenes. En conjunto, el consumo privado se desacelerará del 3% al 2% intertrimestral anualizado en los próximos meses, a medida que se normalice el mercado laboral. Aunque los recortes de tipos de la Fed están tardando en notarse en la economía, las condiciones financieras ya están empezando a mejorar y deberían facilitar la transición a un crecimiento más moderado. Las encuestas de los constructores de viviendas también apuntan a una mejora de las ventas futuras, ahora que los tipos hipotecarios empiezan a bajar (6,3% para un préstamo a 30 años frente al 7,4% de mayo de 2024). La Fed ha dejado claro que ahora su prioridad está en centrarse en el mercado laboral, dado que la inflación ha vuelto a niveles más aceptables (2,5% interanual en agosto).

Sin embargo, la inflación de los servicios aún podría suponer un riesgo para la relajación monetaria, al igual que las próximas elecciones presidenciales. Los dos principales candidatos se consideran desfavorables para la sostenibilidad fiscal, aunque una recuperación de la campaña de Donald Trump aumentaría la incertidumbre económica y social, mientras que su política exterior, basada en el aumento de los aranceles, reavivaría las preocupaciones inflacionistas.

EN BUSCA DEL CRECIMIENTO EN OTRAS REGIONES

Europa atraviesa actualmente un periodo de crecimiento moderado (el PIB creció un 0,2% intertrimestral en el 2T de 2024). El tercer trimestre debería ser más favorable gracias al auge del turismo en España (+12% anual) y al impacto temporal de los Juegos Olímpicos en Francia (contribución de +0,3 puntos del PIB en el 3T de 2024, según el INSEE¹). También se prevé que los consumidores alemanes aumenten su gasto gracias al aumento de los salarios (+4% en el primer semestre de 2024, según el Bundesbank), sustentado por las medidas para compensar la inflación y la persistente escasez de mano de obra.

Sin embargo, estas buenas noticias son limitadas, ya que el sector industrial alemán, estructuralmente penalizado por sus exportaciones, seguirá lastrando las perspectivas europeas. Alemania necesita inversiones masivas para su transición energética, aunque esta se ve frenada por un apoyo presupuestario y monetario limitado.



La inflación estadounidense
A LA BAJA
UN 2,5%
interanual en agosto

1 - Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos de Francia.



El reciente informe de 400 páginas de Mario Draghi sobre la competitividad de la Unión Europea (UE) subraya la urgencia de invertir y mutualizar la deuda dentro de la UE, una necesidad que ya no solo afecta a los países periféricos (el PIB griego creció un 1,1% en el 2T de 2024), sino también al centro de Europa. En este contexto, mantenemos una previsión de crecimiento de la zona euro hasta 2025 inferior al consenso (tabla 1) y hemos revisado a la baja nuestras expectativas de inflación, en parte debido a la reciente caída del petróleo (-15% durante el verano).

Los precios del petróleo caen en parte por la inquietud que suscita la demanda china. Aunque China sigue creciendo, sus datos mensuales van defraudando periódicamente las expectativas de los inversores (las ventas minoristas subieron un 2,1% interanual en agosto y la producción industrial se ralentizó hasta el 4,5%). Nuestras previsiones de crecimiento del PIB chino se mantienen sin cambios, pero los riesgos se orientan claramente a la baja. El clima interno sigue marcado por las dificultades del sector inmobiliario, y la contracción de los préstamos bancarios no sugiere nuevas medidas de estímulo, lo que lleva a que el objetivo oficial de crecimiento del PIB del 5% sea cada vez menos realista.

En cambio, otros mercados emergentes evolucionan relativamente bien. Los últimos índices PMI indican que estas economías (excluida China) crecieron en agosto ligeramente por encima de su media a largo plazo. India destacó por su todavía boyante demanda interna, mientras que Brasil volvió al crecimiento en agosto, aunque sigue luchando contra una inflación persistente (+4,2%), que obliga al BCB (Banco Central do Brasil) a seguir siendo la excepción entre los responsables de los bancos centrales.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2025, %

● Previsiones a la baja desde julio

● Previsiones al alza desde julio

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración con
el equipo de Renta fija

La ralentización del mercado laboral estadounidense está estimulando los mercados de renta fija. Se perfila un ciclo de bajadas de tipos en los países desarrollados, con la notable excepción de Japón. Tras los resultados de agosto, el mercado de renta fija debería respirar más tranquilo en las próximas semanas.

UN NUEVO CICLO DE RELAJACIÓN MONETARIA

Los mercados no descansan. Las cifras de empleo publicadas el 2 de agosto en EE. UU. auguran una ralentización de la economía. Con la escasa liquidez del verano, la publicación sorprendió a los inversores y agravó la volatilidad. También allanó el camino para la primera bajada de tipos de la Fed, confirmada en el simposio de Jackson Hole.

El miércoles 19 de septiembre, la Fed redujo su tipo en 50 pb. La institución deja entrever nuevos recortes más adelante, ya que las previsiones oficiales, conocidas con el nombre de *dot plots*, apuntan a un 4,25%-4,5% antes del fin de 2024. Al igual que Christine Lagarde en Europa, Jerome Powell ha declarado que los tipos no siguen una trayectoria predefinida.

Con ello, traslada la atención de la lucha contra la inflación a la salud del mercado laboral, el segundo pilar de su mandato (gráfico 1).

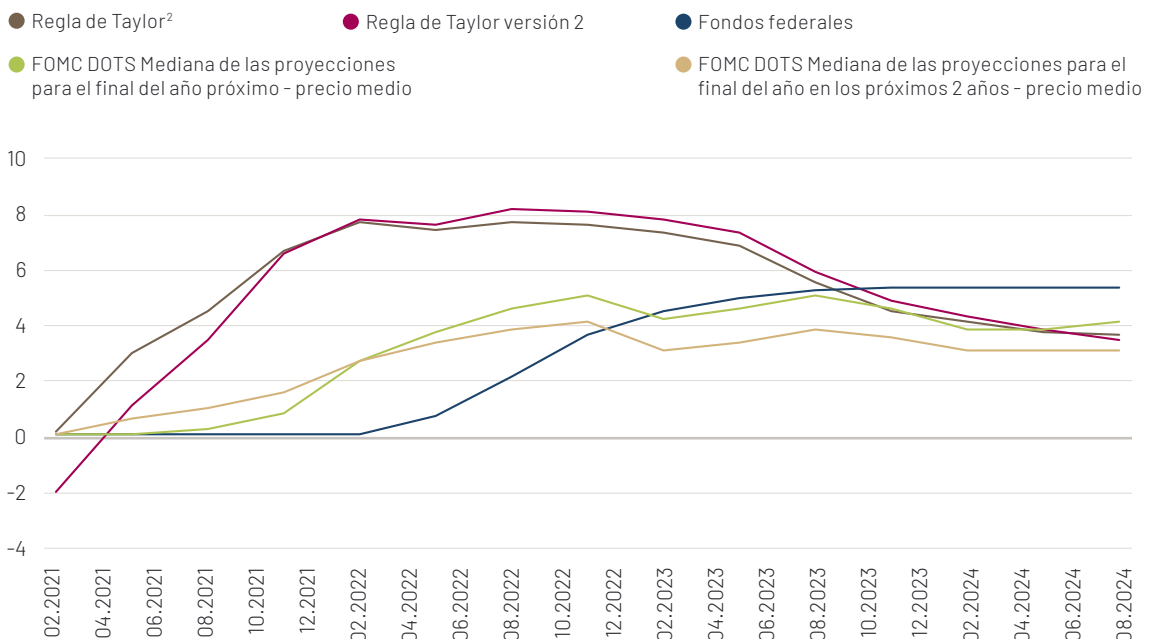
El fuerte repunte de los mercados de renta fija en un periodo tan corto sugiere que habrá una pausa en las próximas semanas. Técnicamente, el mercado está sobrecomprado. Demos un paso atrás y entremos en el detalle para presentar nuestras inflexiones en materia de inversión para el último trimestre.

Los rendimientos a largo plazo han llegado a mínimos históricos en China: en el momento de escribir este informe, los bonos del Estado a 10 años habían superado el 2,04%. El Banco Popular de China ha advertido en varias ocasiones de que la caída de los rendimientos podría desencadenar en una crisis de liquidez en el sistema bancario.



La
FED
ha reducido sus
tipos de interés en
50 PB

GRÁFICO 1: ¿LA REGLA DE TAYLOR COMO INDICADOR DE LA POLÍTICA DE LA FED?



Fuentes: Reserva Federal de Atlanta, Indosuez Wealth Management.

2 - La regla de Taylor es una ecuación que vincula la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal con los niveles de inflación y crecimiento económico. La fórmula vincula la diferencia entre las tasas de inflación real y objetivo y la diferencia entre el crecimiento potencial deseado del PIB y el PIB real (también conocido como brecha de producción).



También ha declarado que está dispuesta a comprar y vender directamente en el mercado para evitar un desplome de los rendimientos a largo plazo. Algunos lo califican de burbuja, pero los fundamentales económicos de la China continental parecen dispares: tres años después del estallido de la burbuja inmobiliaria, la demanda de los hogares sigue siendo débil y amenaza la deflación. Según Richard Koo³, el balance de China ha entrado en recesión.

Los mercados de materias primas envían señales contradictorias a los inversores. Los precios de la energía (petróleo, gas y electricidad en Europa) se negocian a sus mínimos de 2024. La guerra en Oriente Próximo representa un gran riesgo de interrupción del suministro de petróleo y las tensiones con Rusia siguen siendo elevadas. En cambio, el oro alcanzó un máximo histórico y ya ha subido un 25% desde el inicio del año. ¿Hasta qué punto prevén estos mercados una recesión y en qué región se espera?

Los rendimientos de los mercados desarrollados están enviando mensajes dispares a los inversores. Las curvas de rendimiento vuelven a ser positivas en EE. UU. y casi en Alemania, lo que refleja que las previsiones de recortes de los tipos de interés de los bancos centrales están incorporadas en el rendimiento a 2 años, y superan el rendimiento a 10 años y más allá. Durante meses, hemos favorecido y sobre ponderado este segmento en nuestras carteras, pero ha llegado el momento de recoger beneficios y volver a una posición neutra. Mientras que nos mantenemos infra expuestos del tramo largo de la curva de rendimientos, nuestras carteras también se mantienen infra expuestas a la sensibilidad del mercado.

En Europa, tras un verano difícil en el frente político francés, el diferencial a 10 años con Alemania se sitúa entre 70 y 75 pb. Italia fluctúa en torno a 140 pb. Siete países se enfrentan a un procedimiento por déficit público excesivo abierto por la Comisión de la Unión Europea (UE). Toda reducción del déficit lastrará las perspectivas de crecimiento en 2025, en un momento en que los fabricantes alemanes, por ejemplo, se enfrentan a diversos retos en el sector del automóvil.

DEUDA CORPORATIVA

Los mercados del crédito son decididamente optimistas. Los diferenciales se ajustaron en todos los segmentos.

El mercado primario está muy activo en todas las regiones y divisas. Las empresas se apresuran a refinanciar su deuda existente y asegurar lo que consideran rendimientos sostenibles en sus balances. Por el contrario, los inversores han fijado los rendimientos, que deberían seguir bajando.

Desde mediados de 2023, hemos estado favoreciendo la deuda subordinada, tanto financiera como híbrida corporativa, en nuestra cartera. Esta asignación se ha beneficiado de la baja volatilidad del mercado de renta variable, los sólidos fundamentales de los emisores de buena calificación y la búsqueda de rendimiento. Los mercados de renta variable han ido mostrando un aumento de la volatilidad desde el 5 de agosto. Los mínimos observados en junio o julio han quedado atrás. Esta tendencia alcista repercute negativamente en el rendimiento futuro de la deuda subordinada. Por ello, tomamos beneficios y revisamos a la baja nuestras previsiones para equilibrar la rentabilidad.

Además de esta convicción respecto a la deuda subordinada, hemos abandonado el mercado de alto rendimiento con el fin de diversificar el riesgo y evitar correlaciones. Los emisores del alto rendimiento europeo cuentan con balances sólidos, un EBITDA elevado y ya han refinanciado la mayor parte de sus necesidades en 2025. Los semáforos están en verde en este mercado, pero con la creciente volatilidad descrita anteriormente, la prudencia insta a los inversores a preferir las inversiones de 1 a 3 años para beneficiarse del *carry* y protegerse contra una posible ampliación de los diferenciales.

Una vez más, la liquidez fue escasa en agosto y las salidas de los ETF lastraron considerablemente el mercado. ¡Los inversores en busca de rentabilidad pueden que se retiren con los mercados turbulentos, como ya ocurrió en ocasiones anteriores!

3 - Richard Koo dirige el Nomura Research Institute (*The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*, 2014).



Michel BOURGON
Head of US Equity Portfolio Management

Agosto fue un mes volátil, agravado por la escasa liquidez general que le suele caracterizar. El desplome de la bolsa en Japón arrastró a su paso a los mercados mundiales antes de reanudar su tendencia alcista. La fuerte corrección de los mercados financieros japoneses se desencadenó principalmente por diversos factores económicos y financieros.



NIVEL DE 65
ALCANZADO

durante el verano:
máximo del VIX
desde 2020

La repentina subida del yen, debido al fin de un *carry trade* especulativo, creó una oleada de pánico en los mercados. Además, el VIX, denominado también «el índice del miedo», alcanzó incluso niveles que no se veían desde la COVID-19. Esta rápida corrección fue, cuando menos, efímera, ya que los mercados de renta variable reanudaron rápidamente su trayectoria alcista y volvieron a acercarse a sus máximos históricos.

EUROPA

El mercado europeo (MSCI Europe) fue muy volátil en agosto, con una corrección de casi el 6% en los cinco primeros días del mes, antes de volver a sus máximos a finales de mes y después anular casi la mitad del repunte en los primeros días de septiembre.

En la zona euro, los índices de gestores de compras mostraron signos alentadores, con una nueva subida del PMI de los servicios en agosto, hasta los 52,9 puntos, y un ligero aumento del PMI manufacturero, que, sin embargo, sigue débil en los 45,8 puntos. La inflación general de la zona euro, por su parte, se situó en agosto en su mínimo desde hace tres años (2,2%), lo que permitió al BCE recortar su tipo de interés oficial por segunda vez el 12 de septiembre. Al mismo tiempo, la incertidumbre que rodeaba la política francesa empezó a disiparse con el nombramiento del nuevo primer ministro (Michel Barnier) el 5 de septiembre.

Tras una temporada de publicaciones medias y escasa visibilidad del segundo semestre del año en muchas empresas, las previsiones de crecimiento del beneficio por acción (BPA) para 2024 se revisaron a la baja a lo largo del mes. Sin embargo, el mercado europeo sigue siendo relativamente atractivo en términos de valoración, en particular, el segmento de las pequeñas y medianas empresas, que también deberían beneficiarse del entorno de descenso de los tipos de interés.

ESTADOS UNIDOS

Tras una temporada de publicaciones en línea con las expectativas, las sorpresas al alza fueron más variadas. En general, las expectativas de beneficios en la región se mantienen firmes, impulsadas todavía por los «Siete Magníficos» y el sector tecnológico en su conjunto.

A pesar de la reciente volatilidad, los mercados estadounidenses han vuelto a alcanzar máximos históricos. El mercado sigue valorándose a un nivel elevado en términos históricos, aunque la reciente caída de los tipos de interés a largo plazo está proporcionando cierto apoyo.

Como esperaban los mercados, Jerome Powell recortó los tipos de interés y desencadenó el inicio de la relajación de la política monetaria, todo ello en un contexto económico caracterizado por una producción industrial sólida y una desaceleración gradual de la inflación, en consonancia con el mercado laboral. Históricamente, la primera bajada de tipos del banco central es un buen catalizador en términos de rentabilidad para los mercados de renta variable, pero también atrae flujos de capitales hacia la región. Es probable que los inversores mantengan cierta prudencia hasta las elecciones presidenciales de noviembre, ya que los sondeos muestran una carrera muy reñida entre los dos candidatos. Una vez resuelta esta incertidumbre, ¿veremos el tradicional repunte de fin de año?

ASIA

Los mercados bursátiles asiáticos también han experimentado un aumento de la volatilidad en las últimas semanas, como demuestra la oleada de ventas de acciones en dos fases (principios de agosto y principios de septiembre). Este movimiento se debió principalmente a los temores sobre la valoración de algunas grandes empresas tecnológicas estadounidenses y a las inquietudes relativas al calendario de los próximos recortes de los tipos de interés en EE. UU.



La mayoría de las empresas asiáticas integradas en la cadena de suministro tecnológico estadounidense se han visto penalizadas, en particular, las taiwanesas y las surcoreanas.

Sin embargo, las economías más orientadas al mercado interior y las empresas no estadounidenses centradas en la tecnología resistieron mejor (incluidas las asiáticas rezagadas de 2024), entre ellas, Tailandia, Indonesia y Filipinas.

A pesar de una reciente rotación sectorial en Asia, los sectores con mejores resultados hasta ahora en 2024 son los de servicios públicos, servicios de comunicaciones, tecnologías de la información y energía. En cuanto a China, los últimos datos económicos han sido desiguales: los indicadores del sector manufacturero son negativos en las empresas estatales, mientras que los indicadores de las CAIXIN (principalmente empresas del sector privado) y los servicios siguen siendo positivos.

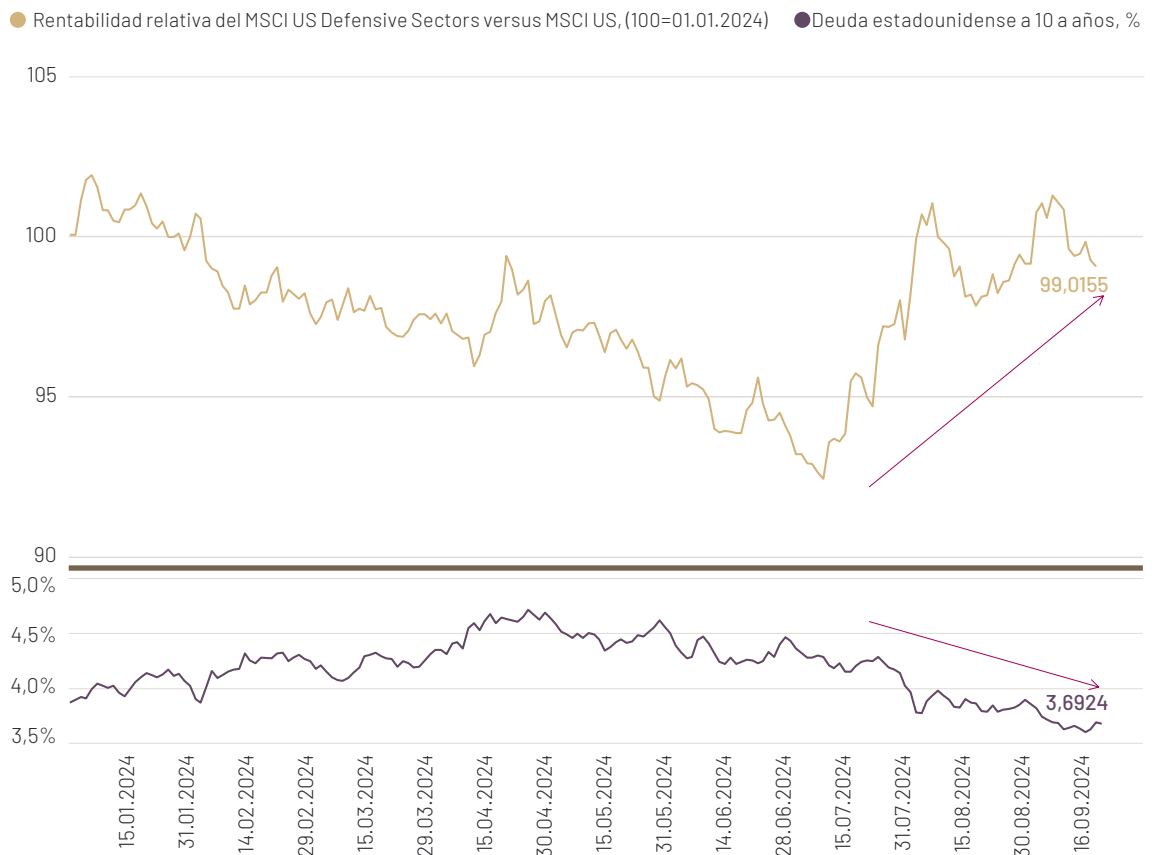
Además, las elevadísimas cifras de la exportación, aunque han sido positivas para el crecimiento global del PIB, reducen la probabilidad de grandes medidas de estímulo a corto plazo. Por el momento, el sector inmobiliario sigue siendo un freno.

ESTILOS DE INVERSIÓN

Tras esta reciente sacudida durante la tregua estival, la rotación iniciada en los meses anteriores entre el Crecimiento y el estilo Defensivo siguió adelante (gráfico 2).

Sectores como servicios públicos, telecomunicaciones y el sector inmobiliario disfrutaron de una excelente visibilidad sobre sus flujos de caja futuros, independientemente de la coyuntura económica. También se caracterizan por elevados niveles de endeudamiento, por lo que una caída de los tipos a largo plazo debería proporcionarles cierto alivio y podría respaldar el nivel de rotación observado recientemente.

GRÁFICO 2: MSCI USA DEFENSIVE SECTORS FRENTE AL RENDIMIENTO ESTADOUNIDENSE A 10 AÑOS



Nota: Rentabilidad relativa del MSCI USA Defensive Sectors (frente al MSCI USA Net Total Return) en comparación con el rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años desde principios de año.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Durante un verano nada tranquilo en los mercados financieros, la atención de los inversores pasó rápidamente del riesgo de inflación al de una posible recesión en EE. UU., lo que provocó un drástico aumento de las expectativas de bajada de tipos por parte de la Reserva Federal estadounidense (Fed) y penalizó considerablemente al dólar. Sin embargo, creemos que estos temores de recesión son exagerados, lo que debería justificar al final una recuperación táctica del dólar.

USD: PENALIZADO POR UNAS EXPECTATIVAS DE BAJADAS DE TIPOS EXCESIVAS

Aunque nuestra visión sobre el dólar era bastante positiva en nuestra hipótesis de aterrizaje suave, especialmente, por su condición de cobertura frente a múltiples riesgos (recesión, inflación, elecciones en EE. UU., etc.), la moneda registró una evolución peor a la esperada durante este verano. Este infrrendimiento se explica por el gran aumento de las expectativas de bajada de tipos de la Fed en el mercado, que durante el verano pasaron de 150 a 265 pb para finales de diciembre de 2025, a la luz de una serie de cifras tranquilizadoras sobre la inflación y de cifras de empleo que suscitaron una gran inquietud en los mercados, en particular, en el de renta fija.

Es probable que el descenso del candidato republicano Donald Trump en las encuestas de también haya pesado sobre el dólar, ya que la intención de este de aumentar los aranceles a las importaciones procedentes de China en un 60% y en un 10% para el resto del mundo representa un riesgo alcista para la inflación estadounidense y el dólar. En este contexto, las expectativas del mercado sobre las bajadas de tipos de la Fed nos parecen muy optimistas (tipo director en el 2,8% a fin de 2025, frente al 3,25%-3,5% de nuestra hipótesis), lo que debería justificar al final una recuperación parcial del dólar en su conjunto.

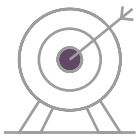
EUR: LOS FUNDAMENTALES MACROECONÓMICOS, RELEGADOS A UN SEGUNDO PLANO

El euro fue uno de los grandes vencedores del verano frente al dólar, ya que se acercó a 1,12, su máximo desde julio de 2023, al beneficiarse de una relajación del riesgo político en Francia y, sobre todo, de la prudencia notable de los mercados ante las expectativas de recortes de tipos por parte del BCE, en contraste con las agresivas expectativas sobre la Fed.

De hecho, a pesar de la moderada actividad de la zona euro, en la que la economía alemana muestra signos de debilidad, especialmente, en el sector manufacturero, y nuestra previsión de que la inflación seguirá normalizándose y se acercará al 2% en los próximos meses, el mercado prevé ahora menos recortes de tipos por parte del BCE que por parte de la Fed antes del fin de 2025. Estas expectativas se reflejan en el diferencial entre los rendimientos a 2 años de Estados Unidos y Alemania, que ha bajado casi 60 pb desde el verano (gráfico 3, página 11), una tendencia que nos parece difícilmente justificable dada nuestra hipótesis de que una economía y una inflación estadounidenses más resistentes que al otro lado del Atlántico. Esta hipótesis debería justificar que el EUR/USD cotice entre 1,085 y 1,125 durante los próximos meses.

CHF: UN REFUGIO EN LA CIMA DE LA MONTAÑA

Las inquietudes de los mercados financieros por una recesión estadounidense beneficiaron a los valores refugio, en particular, al franco suizo, que también se vio favorecido por la debilidad estival del dólar, que llevó al USD/CHF a 0,84, su mínimo del año. Un franco suizo que integra muchas noticias positivas y cuya valoración parece muy elevada. El Banco Nacional de Suiza vigila de cerca esta dinámica, ya que la fortaleza de la moneda suiza representa un riesgo a la baja para la inflación, que ya contrasta por su nivel reducido (1,1% interanual en agosto) en comparación con las trayectorias de inflación observadas en otros países desarrollados, lo que nos invita a mantener la prudencia con respecto al franco suizo.



EUR/USD:

un rango objetivo
de

1,085-1,125



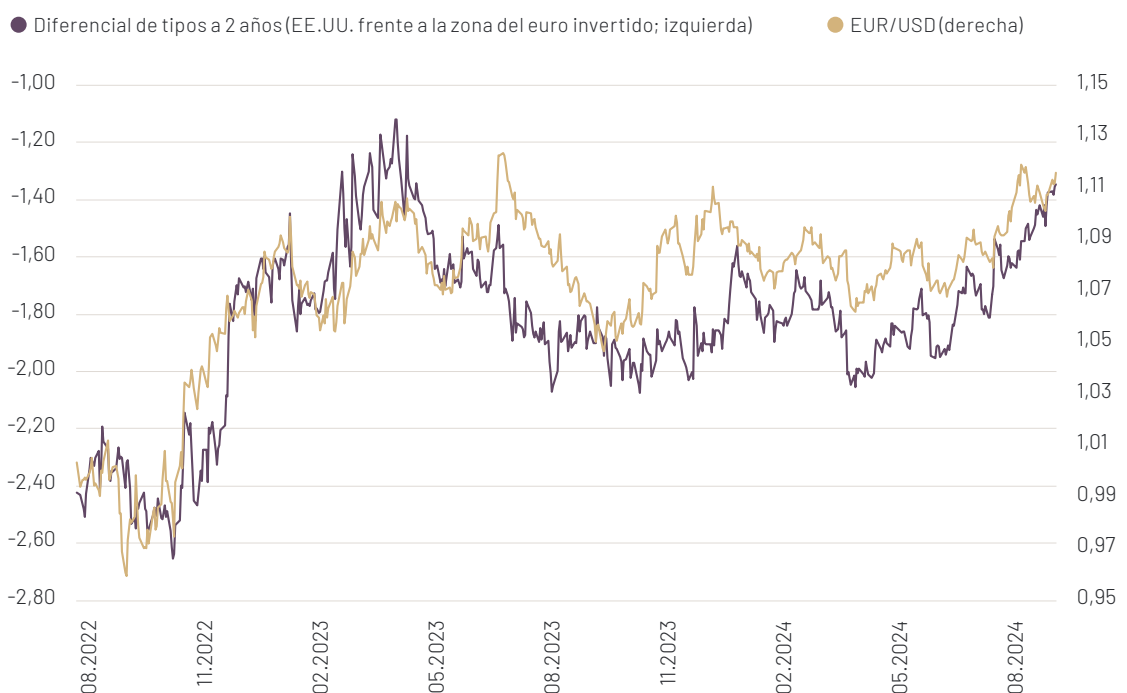
JPY: ESPECULADORES LLEVADOS POR EL VIENTO

Tras llegar al mínimo histórico de 160 a principios de verano, el yen se vio impulsado por la combinación de la entrada del Banco de Japón en la senda de la normalización de los tipos de interés y las agresivas expectativas del mercado sobre los tipos de la Fed. El repunte de la moneda japonesa desencadenó grandes movimientos de liquidación de las posiciones *carry* financiadas con yenes, lo que provocó importantes correcciones en los mercados financieros mundiales, especialmente, en la renta variable. Con este episodio y en el espacio de unos pocos días, el posicionamiento de los inversores en yenes (especialmente, los *hedge-funds*) ha pasado de extremadamente corto a ligeramente largo, y el USD/JPY parece ahora menos sobrevalorado y más en línea con los niveles que justificarían el diferencial de tipos transpacífico. En un contexto en el que el Banco de Japón parece más inclinado a observar los efectos de sus primeras subidas de tipos sobre la economía japonesa antes de tomar más medidas hacia la normalización de su política monetaria, y en el que las bajadas de tipos que se esperan de la Fed nos parecen exageradas, podríamos esperar un periodo de consolidación del USD/JPY en torno a 140.

ORO: LA PRUDENCIA ESTÁ A LA ORDEN DEL DÍA

El oro también se benefició de la caída de los tipos de interés reales, un reflejo de los temores sobre el crecimiento estadounidense en un entorno en el que el riesgo geopolítico sigue siendo elevado. Sin embargo, seguimos previendo un aterrizaje suave en la economía estadounidense, por lo que la amplitud de la relajación monetaria esperada por los mercados nos parece excesiva, lo que nos lleva a mantenernos tácticamente prudentes sobre el metal amarillo, en un contexto en el que el Banco Popular de China, gran comprador de oro desde finales de 2022, ha suspendido sus compras desde el mes de mayo y podría representar una disminución nada desdeñable del apoyo de cara al futuro.

GRÁFICO 3: EL EUR/USD SE BENEFICIÓ DEL AJUSTE DEL DIFERENCIAL DE CRÉDITO TRANSATLÁNTICO DURANTE EL VERANO



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



EL MERCADO SECUNDARIO, IMPRESCINDIBLE PARA LOS MERCADOS PRIVADOS



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets Investments



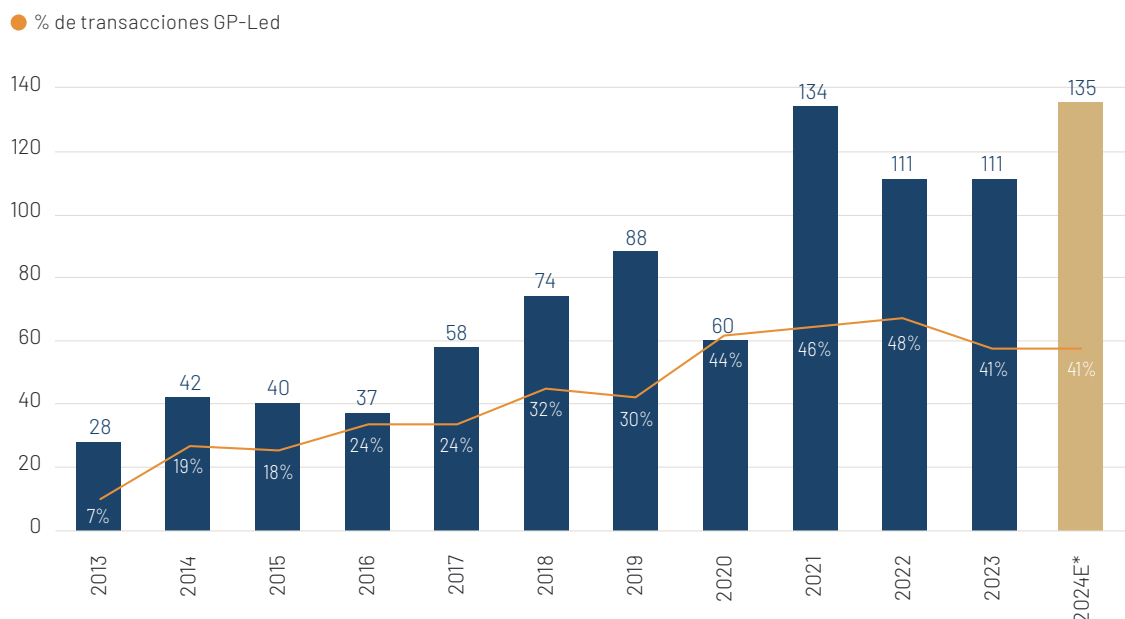
Daniel SUARDI
Senior Investment Manager

El mercado secundario permite a los inversores vender sus participaciones en los fondos de capital riesgo, infraestructuras, deuda privada y otros tipos de activos no cotizados antes del vencimiento previsto de estas inversiones. En otras palabras, es el mercado de segunda mano de participaciones en fondos que no cotizan en bolsa.

La venta de estas participaciones puede estar motivada por diversos factores, como las necesidades de liquidez, un cambio en la estrategia de inversión del vendedor o, simplemente, como parte de un ejercicio de gestión de la cartera. Al sustituir al inversor inicial, el comprador, que suele ser un inversor institucional o un gestor de fondos secundarios, asume no solo los derechos del primero, sino también sus obligaciones (por ejemplo, la responsabilidad de pagar futuras peticiones de capital). Estas transacciones, conocidas como «LP-Led» en referencia a los «Limited Partners» (es decir, los inversores del fondo) que inician estas ventas, representan el modelo histórico y más habitual de las transacciones secundarias.

El mercado secundario del capital riesgo ha evolucionado considerablemente en los últimos veinte años y ha pasado de ser antiguamente un sector nicho a transformarse en un mercado más amplio, líquido y sofisticado. Esta tendencia ha estado marcada por un aumento significativo del volumen de transacciones, como muestra el gráfico 4. En 2021, este alcanzó incluso niveles récord, con un total de 134.000 millones de dólares a lo largo del año. El mercado secundario también ha estado marcado por la aparición de nuevos agentes y de transacciones cada vez más complejas.

GRÁFICO 4: VOLUMEN ANUAL DE TRANSACCIONES SECUNDARIAS, EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES



E* : Estimaciones

Fuentes: Greenhill - Global Secondary Market Review H1-2024, Indosuez Wealth Management.



EL AUGE DE LAS TRANSACCIONES GP-LED

A medida que el mercado ha ido madurando, han ido surgiendo nuevos tipos de transacciones secundarias. Es el caso especialmente de las transacciones «GP-Led», que son aquellas en las que la iniciativa de vender activos procede directamente del gestor del fondo («General Partner» o «GP»).

Los «fondos de continuación» son un ejemplo clásico de una transacción «GP-Led» en la que un gestor de fondos desea generar liquidez para sus inversores actuales, manteniendo al mismo tiempo la exposición a sus mejores activos. A continuación, estos activos (en algunos casos un único activo) se transfieren a un nuevo vehículo, lo que permite ampliar el periodo de tenencia y, muy a menudo, una inyección de capital adicional. Los inversores actuales del fondo tienen entonces la opción de transferir su participación a este nuevo vehículo o venderla a compradores secundarios que capitalicen el fondo de continuación.

Estas transacciones GP-Led ya suponen una gran parte del volumen anual de transacciones secundarias y han pasado de representar el 7% del mercado en 2013 a casi la mitad en 2021. Reflejan una evolución del mercado que ofrece a los gestores la posibilidad de gestionar los activos con mayor flexibilidad, al tiempo que proporcionan a los inversores opciones para salir o bien seguir invirtiendo en función de sus objetivos financieros.

VENTAJAS DEL MERCADO SECUNDARIO PARA LOS INVERSORES

A diferencia de la inversión primaria, en la que el inversor compromete el capital en un fondo durante su periodo inicial de captación de fondos, una inversión secundaria permite adquirir fondos ya maduros y, por lo tanto, ya implantados. Esta distinción esencial proporciona a los inversores secundarios una exposición instantánea a una cartera diversificada de activos, además de visibilidad sobre la rentabilidad pasada y la calidad de la cartera. Asimismo, el vencimiento de los activos subyacentes permite mantenerlos durante un periodo más corto y, por lo tanto, distribuirlos más rápidamente.

Además, los inversores secundarios a menudo pueden aprovechar precios de entrada atractivos y beneficiarse, por lo general, de un descuento en las valoraciones de los activos. El descuento en una transacción secundaria depende, por supuesto, de la calidad de los activos adquiridos, pero también puede variar con el tiempo en función de las condiciones del mercado y del entorno macroeconómico.

Dado que la subida de los tipos de interés ha ralentizado considerablemente el mercado de fusiones y adquisiciones en 2022 y 2023, y en consecuencia el ritmo de las distribuciones en los mercados privados, un número creciente de inversores y gestores han recurrido al mercado secundario para generar liquidez. En consecuencia, los agentes secundarios han disfrutado de una ocasión muy buena en los últimos 24 meses, gracias a la salida al mercado de un gran número de oportunidades, lo que les ha permitido ser muy selectivos a la hora de invertir y comprar activos de calidad con mayores descuentos.

Dado que la recuperación del mercado de fusiones y adquisiciones que hemos observado desde principios de 2024 sigue siendo moderada, estamos convencidos de que el mercado secundario debería seguir ofreciendo muchas oportunidades interesantes en los próximos trimestres. Como resultado, esperamos ver niveles récord en términos de volúmenes de transacciones secundarias en 2024, entre 130.000 millones y 140.000 millones de dólares.

El mercado secundario ya es un componente esencial de los mercados privados. Debería seguir evolucionando y creciendo, impulsado por (i) el gran crecimiento de los activos gestionados en esta clase de activos en los últimos 10 años y (ii) la creciente necesidad de liquidez de los inversores en un universo de inversión tradicionalmente ilíquido.

La inversión secundaria en mercados privados representa, por lo tanto, una oportunidad única para los inversores que buscan optimizar su cartera accediendo a activos más maduros con una mejor visibilidad de los rendimientos potenciales. Para nosotros, se trata de un componente esencial en la construcción de una cartera de activos no cotizados.



¿Hacia un
**VOLUMEN
RÉCORD**
en 2024?



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



Se mantiene la hipótesis de un **ATERRIZAJE SUAVE** de la economía

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** mantenemos nuestra hipótesis de un aterrizaje suave de la economía estadounidense en un contexto de resistencia del consumo (aumento real del poder adquisitivo y efecto riqueza positivo). Las incertidumbres del mercado sobre la situación del empleo en EE. UU. nos parecen exageradas: seguimos confiando en la solidez de este y consideramos que la normalización observada se debe más al efecto de los factores de oferta propios del periodo pos-pandemia, que a una señal de deterioro que presagie una recesión. Seguimos siendo más prudentes respecto al crecimiento en la zona euro, a pesar de la marcada diferencia entre las economías del sur, que siguen beneficiándose del repunte del turismo, y las del norte —en particular, Alemania—, afectadas por la debilidad de la actividad manufacturera.
- **Inflación:** el proceso de desinflación continúa en las economías desarrolladas. Sin embargo, creemos que el mercado ha ido demasiado lejos en sus expectativas de desaceleración de la inflación para 2025 y estimamos que esta podría estabilizarse por encima del objetivo del 2%. En la zona euro, seguimos creyendo que la inflación convergerá gradualmente hacia el objetivo del BCE y, en nuestra opinión, es probable que el banco central se muestre demasiado prudente en cuanto a la evolución de los precios.
- **Bancos centrales:** dado el nuevo equilibrio de los riesgos de crecimiento e inflación, ajustamos nuestras previsiones de recorte de tipos para 2025 al 3,5% (frente al 4% anterior) y al 2% (frente al 2,5% +/- 25 pb) en EE. UU. y la zona euro, respectivamente.
- **Resultados empresariales:** la dinámica positiva de las revisiones de beneficios para 2025 continúa en EE. UU. —impulsada por el sector tecnológico— y sigue extendiéndose a todas las regiones (excluida China), así como a determinados segmentos del mercado, en particular, las empresas de pequeña y mediana capitalización.

- **Entorno de riesgo:** la normalización de la economía mundial está llevando a los inversores a prestar una atención especial a la situación del mercado laboral estadounidense, lo que podría traducirse en un mayor nerviosismo del mercado cuando se publiquen los próximos informes económicos estadounidenses. Al mismo tiempo, el riesgo político sigue siendo importante en vísperas de las citas electorales al otro lado del Atlántico, mientras que los riesgos asociados a la trayectoria de la deuda pública siguen siendo una realidad y podrían volver a cobrar protagonismo antes de que finalice el año.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Mantenemos la hipótesis de un aterrizaje suave de la economía mundial. Esta normalización, acompañada del inicio de los recortes de tipos por parte de los bancos centrales de la mayoría de los países desarrollados las alentadoras expectativas de crecimiento de los beneficios para 2025, nos lleva a mantener una visión optimista sobre los activos de riesgo dentro de nuestra cartera de gestión diversificada de activos.
- Mantenemos la preferencia por la renta variable estadounidense en sentido amplio, aunque seguimos apuntando 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.
- Como complemento a nuestras posiciones base de cartera, algunas fuentes de diversificación incluidas en nuestras carteras se mantienen orientadas a beneficiarse de un entorno monetario más acomodaticio. Por lo tanto, seguimos siendo positivos respecto a las pequeñas y medianas compañías de los países desarrollados, el sector inmobiliario europeo y, en menor medida, el sector de las energías renovables.



Mercados de renta fija y deuda corporativa

- Durante el verano redujimos tácticamente nuestra sensibilidad a los tipos de interés y ahora mantenemos una sensibilidad inferior a la de nuestros índices de referencia. En particular, creemos que las expectativas de recortes de tipos en EE. UU. son excesivas teniendo en cuenta nuestras expectativas de crecimiento e inflación. Mantenemos una exposición limitada a los segmentos más largos de la curva de rendimientos, en un momento en que parece haberse iniciado una dinámica de normalización de esta y que la trayectoria de la deuda pública invita a la prudencia.
- Nos inclinamos por el *carry* en renta fija por medio de la deuda corporativa de calidad con vencimientos cortos. A pesar de los elevados niveles de valoración del alto rendimiento, las necesidades de reinversión de los inversores en esta clase de activos y la calidad de los fundamentales observada en las áreas mejor calificadas representan argumentos sólidos para mantener la diversificación en este segmento de crédito y beneficiarse del atractivo *carry* que ofrece.

Mercado de divisas

- Durante el verano, el dólar estadounidense sufrió por la fuerte reevaluación a la baja de las expectativas de tipos de la Fed para 2025, que consideramos muy optimistas y podrían provocar una reevaluación puntual del dólar a corto plazo. Asimismo, creemos que el dólar sigue siendo el mejor activo de cobertura frente a los principales riesgos de nuestra hipótesis.
- Tras la fuerte subida de los últimos meses, moderamos nuestro optimismo sobre el precio del oro, ya que la amplitud de la relajación monetaria esperada por los mercados nos parece excesiva, a lo que hay que sumar que las compras de China ya no suponen un apoyo, al menos a corto plazo. A medio plazo, sin embargo, el metal amarillo sigue siendo muy atractivo en un contexto de bajada de los tipos de interés, temores sobre el crecimiento y persistencia de los elevados riesgos geopolíticos.

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 20 SEPTIEMBRE 2024



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,71%	-13,90	-16,60
Francia 10A	2,93%	-2,40	37,50
Alemania 10A	2,20%	-4,60	17,50
España 10A	2,99%	-6,00	1,10
Suiza 10A	0,49%	5,70	-20,90
Japón 10A	0,84%	-2,60	23,30

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	38,24	2,80%	4,14%
Deuda pública EUR	208,07	0,73%	1,92%
Deuda corporativa EUR (HY)	226,25	0,87%	4,58%
Deuda corporativa USD (HY)	361,06	2,15%	7,79%
Deuda pública EE, UU,	321,37	1,21%	4,33%
Deuda corporativa emergente	45,81	1,04%	3,81%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9463	-0,07%	1,87%
GBP/USD	1,3284	1,47%	4,34%
USD/CHF	0,8478	-0,52%	0,76%
EUR/USD	1,1162	0,45%	1,11%
USD/JPY	142,63	-2,50%	1,13%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	16,33	-1,22	3,88

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.713,64	2,57%	19,79%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.328,72	0,49%	7,70%
STOXX Europe 600	521,67	1,15%	8,91%
Topix	2.616,87	-2,04%	10,58%
MSCI World	3.689,52	2,27%	16,42%
Shanghai SE Composite	3.196,04	-3,53%	-6,85%
MSCI Emerging Markets	1.100,15	-0,08%	7,46%
MSCI Latam (América Latina)	2.274,24	0,52%	-14,59%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	210,36	0,79%	4,78%
MSCI Asia Ex Japan	705,41	0,22%	9,96%
CAC 40 (Francia)	7615,41	1,21%	0,96%
DAX (Alemania)	19.002,38	2,75%	13,44%
MIB (Italia)	34.044,86	2,20%	12,17%
IBEX (España)	11.778,10	5,57%	16,59%
SMI (Suiza)	12.058,30	-2,01%	8,26%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.108,00	2,14%	-23,07%
Oro (USD/Onza)	2.586,74	4,10%	25,39%
Crudo WTI (USD/Barril)	71,95	-1,45%	0,42%
Plata (USD/Onza)	31,09	7,05%	29,10%
Cobre (USD/Tonelada)	9.515,00	4,21%	11,17%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,35	14,37%	-6,60%

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

	JUNIO 2024	JULIO 2024	AGOSTO 2024	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2024 A 20.09.2024
FTSE 100	15,18%	3,39%	2,51%	2,57%	19,79%
Topix	14,75%	2,50%	2,28%	2,27%	16,42%
MSCI World	11,06%	1,70%	1,83%	1,15%	10,58%
MSCI EMEA	9,93%	1,32%	1,75%	0,79%	9,96%
MSCI Emerging Markets	8,33%	1,13%	1,40%	0,52%	8,91%
STOXX Europe 600	7,03%	0,90%	1,33%	0,49%	7,70%
S&P 500	6,97%	-0,14%	0,46%	0,22%	7,46%
Shanghai SE Composite	2,10%	-0,55%	0,10%	-0,08%	4,78%
MSCI Latam	-0,46%	-0,57%	-2,92%	-2,04%	-6,85%
MSCI Asia Ex Japan	-17,97%	-0,59%	-3,51%	-3,53%	-14,59%

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 inyectar liquidez en la economía.

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

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

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

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

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

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

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



EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

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

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (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^{er}, 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 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede 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 20.09.2024.

