

MONTHLY HOUSE VIEW

Abril 2025

Cuando lo impensable se vuelve posible

01• Editorial	P3
CUANDO LO IMPENSABLE SE VUELVE POSIBLE	
02• Focus	P4
EL REGRESO DE ALEMANIA	
03• Macroeconomía	P6
TRUMP 2.0: LA VISIÓN A LARGO PLAZO Y EL PRECIO DE LA INCERTIDUMBRE	
04• Renta fija	P8
EL LLEGADA DE UN NUEVO CICLO EN EUROPA	
05• Renta variable	P10
¿UN NUEVO “WHATEVER IT TAKES” EUROPEO?	
06• Divisas	P12
DÓLAR: LLEVADO POR EL VIENTO DEL CAMBIO	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

Las elecciones a veces traen cambios y el año 2024, en el que los países que agrupan a la mitad de la población mundial acudieron a las urnas, probablemente será recordado. “Hay décadas en las que no pasa nada y semanas en las que pasan décadas”, esta cita resume bien el ambiente de principios de 2025, que vio a Alemania, con su nuevo canciller, romper el techo de la deuda. Algo no visto en 35 años desde la reunificación alemana que siguió a la caída del Muro de Berlín en 1989. La ortodoxia presupuestaria alemana se ha flexibilizado y los criterios de Maastricht han sido dejados de lado, algo que Europa llevaba tanto tiempo esperando y que finalmente la última elección estadounidense ha catalizado. ¡Lo impensable finalmente se ha vuelto posible!

Esto es claramente un cambio radical para Europa, el mega plan alemán sobre defensa e infraestructura sacará a Alemania de dos años consecutivos de recesión y debería acelerar significativamente su crecimiento en los próximos tres a cinco años.

En Estados Unidos, la política de aranceles instaurada por la administración Trump debería provocar un aumento de la inflación y frenar el crecimiento mundial. Más allá de estos efectos negativos, se está produciendo un cambio mayor. Desde este año, la dinámica de crecimiento entre Europa y Estados Unidos debería invertirse: el crecimiento estadounidense se ralentizará mientras que el de Europa se acelerará. Como resultado, las tasas de crecimiento de ambas regiones podrían converger el próximo año.

Durante el primer mandato de Donald Trump, los inversores habían relegado a un segundo plano su imprevisibilidad, ampliamente compensada por las reducciones de impuestos y la desregulación, que prometían efectos positivos en la economía. Hoy en día, la situación es radicalmente diferente. El “Trump Put”¹ parece haberse desvanecido, mientras la administración se centra en la implementación caótica de aranceles y recortes presupuestarios federales que hoy afectan a más de 100.000 empleos. Con la inflación y el poder adquisitivo en el centro de las preocupaciones de los estadounidenses, la mayoría de ellos cree que el presidente no está haciendo lo suficiente. Además, el anuncio de expulsiones masivas de migrantes ilegales, empleados principalmente en la agricultura, la restauración y la construcción, podría agravar la escasez de mano de obra y aumentar la inflación. El descontento crece: ahora, el 52%² de los estadounidenses desaprobaban la política de Donald Trump, un aumento del 11% en solo dos meses.

En esta edición, destacamos el regreso en fuerza de Alemania al examinar las repercusiones de la caída del techo de la deuda. El aumento de las tasas y las perspectivas sobre las acciones en la zona euro dan un nuevo aliento a los inversores, especialmente a aquellos que durante demasiado tiempo habían descuidado esta región. Estamos firmemente convencidos de que la diversificación sigue siendo la estrategia más eficaz para navegar en este entorno volátil e impredecible a corto plazo.

¡Todo el equipo se une a mí para desearles una lectura enriquecedora y agradable!

1 - Trump Put: Percepción de los inversores de que la política económica y las declaraciones del presidente Trump podrían influir en los mercados de acciones de manera que limitarían su caída.
2 - Encuesta Ipsos 10-11 de marzo de 2025.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Hay una gran esperanza en Alemania tras el voto favorable del Bundestag a la mayor reforma fiscal desde la reunificación. Estamos en los primeros días del año, 2025 traerá ajustes políticos y el riesgo de una guerra comercial con Estados Unidos se cierne, mientras que el gasto en infraestructura estimulará considerablemente el crecimiento en 2026 y más allá. Los mercados bursátiles se están reequilibrando a favor de Europa, mientras que se espera que los bonos europeos experimenten una mayor volatilidad.

DOS PLANES DE ESTÍMULO, DOS IMPACTOS



500 MIL
MILLONES
DE EUROS

dedicados al gasto
en infraestructuras

¡Finalmente! Después de años de bajo rendimiento económico y meses de incertidumbre política, el nuevo Canciller alemán ha comenzado su mandato con gran entusiasmo, anunciando un plan de estímulo que incluye: un fondo especial de 500 mil millones de euros (más del 10% del PIB) destinado a gastos de infraestructura durante un período de 12 años, una suspensión del freno al endeudamiento³ para los gastos de seguridad más allá del umbral del 1% del PIB (eliminando así efectivamente el techo de gastos de defensa) y permitiendo a los Estados federados (Länder) incurrir en (pequeños) déficits. En vísperas de este revolucionario plan alemán, la Comisión Europea introdujo su plan ReArm Europe⁴: 650 mil millones de euros de margen adicional durante cuatro años para permitir a los Estados miembros aumentar sus gastos de defensa sin desencadenar el procedimiento de déficit excesivo (PDE) y 150 mil millones de euros en préstamos de la Unión Europea (UE) a los Estados miembros para inversiones en defensa.

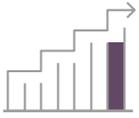
El plan ReArm Europe debería tener un impacto menos significativo en el PIB debido a la dependencia de los planes de gastos nacionales saturados y al contenido relativamente alto de importaciones de los equipos militares. Sin embargo, somos optimistas sobre el plan de infraestructura alemán, que abarca una amplia gama de sectores, incluidos el transporte, la energía, la educación y la digitalización. Dada la debilidad de las infraestructuras públicas y el crecimiento en Alemania, el impacto de los gastos debería ser particularmente eficaz en teoría. Los detalles sobre la asignación de fondos aún deben ser aclarados, con las compañías de ferrocarriles, servicios públicos y energía renovable ya reclamando su parte.

EL REGRESO DEL MOTOR DE CRECIMIENTO ALEMÁN

A corto plazo, el primer trimestre de 2025 aún no ha mostrado una mejora clara en los datos económicos de la zona euro, con un consumo de los hogares franceses en disminución en enero (-0,5%), pero una producción industrial alemana en aumento (+2% en el mes, pero aún en caída del 1,9% en el año). Las importaciones anticipadas en el marco de las tensiones comerciales con Estados Unidos y las importaciones de energía relacionadas con el clima más frío pesarán sobre las cifras de crecimiento del primer trimestre de 2025. Las importaciones aumentaron un 7,6% en enero, mientras que las exportaciones solo aumentaron un 3%, a pesar de un aumento del 16% en las exportaciones de la UE hacia Estados Unidos, con los estadounidenses acumulando existencias. Preveemos una clara mejora en las encuestas de confianza, especialmente en el sector industrial alemán. Es menos seguro que esto se traduzca en los consumidores, ya que la ansiedad sigue siendo alta debido a la presión geopolítica que motivó estos planes y al riesgo inminente de aumentos arancelarios. Nos mantenemos cautelosos en nuestras previsiones de crecimiento, especialmente para 2025. La CDU/CSU y el SPD tendrán una mayoría estrecha en el próximo Bundestag, lo que podría complicar la implementación de su programa económico. Hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2026 en 40 puntos básicos (pb), principalmente gracias al plan de infraestructura alemán, con riesgos inclinados al alza debido a los posibles efectos de contagio en el resto de Europa, particularmente en los Países Bajos y Francia, dada la cadena de valor europea integrada.

3 - Una ley de presupuesto equilibrado en la Constitución alemana diseñada para restringir los déficits presupuestarios estructurales a nivel federal y limitar la emisión de deuda gubernamental.

4 - Rearmar Europa.



La
**MORAL DE LOS
INVERSORES**
alemanes se
DUPLICA
en marzo:
pasando de
26 A 51,6

RIESGO DE INFLACIÓN LIMITADO

La moderación del crecimiento de los salarios y los precios de los servicios debería permitir que la inflación regrese al 2% en 2025 (2,4% en febrero). La utilización de la capacidad en Alemania está en niveles históricamente bajos (gráfico 1), por lo que no esperamos que este plan provoque un sobrecalentamiento de la economía en nuestro horizonte de previsión, a pesar de las tensiones demográficas. Ambos planes pueden considerarse como una forma de choque de oferta y, por lo tanto, son menos inflacionarios que un estímulo impulsado por la demanda. El mayor riesgo inflacionario para la zona euro sigue siendo las represalias comerciales con Estados Unidos, aunque la reciente apreciación del euro mitiga parcialmente este riesgo. El Banco Central Europeo (BCE) tendrá menos presión para reducir las tasas en este contexto y podría verse tentado a adoptar un enfoque más cauteloso; después de seis reducciones consecutivas de tasas, las condiciones de financiamiento son, según la BCE, "sensiblemente menos restrictivas".

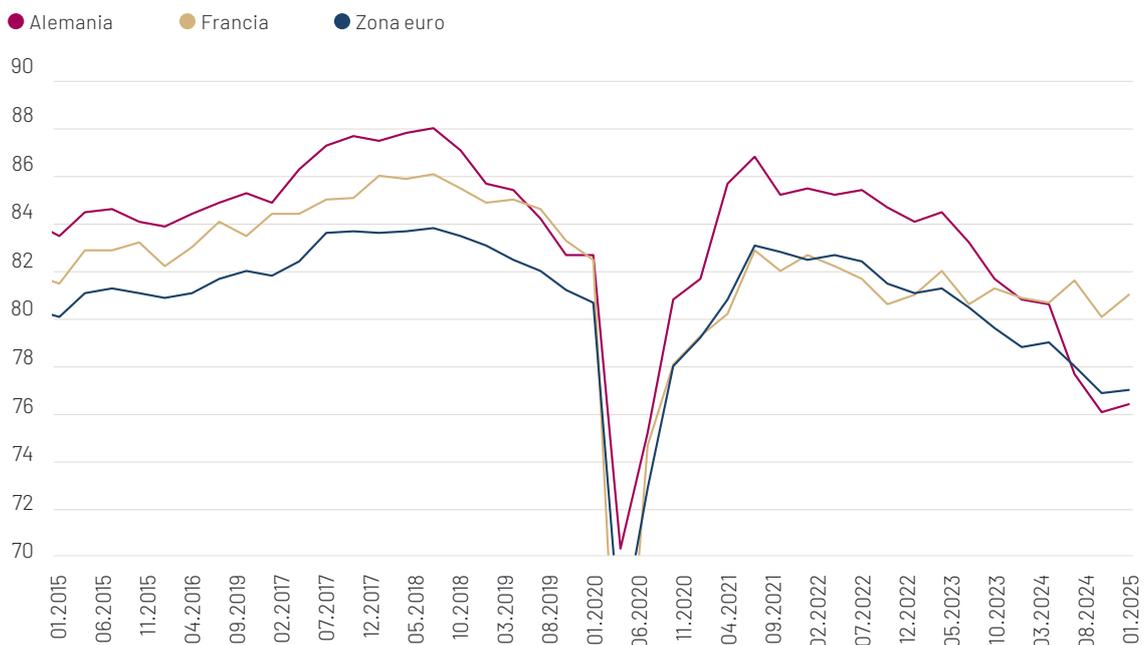
LOS MERCADOS VALORADOS PARA UNA IMPLEMENTACIÓN PERFECTA

Los mercados han continuado diversificándose más allá de las acciones tecnológicas estadounidenses, con un reequilibrio a favor de las acciones

europeas en este contexto actual favorable. Los fundamentales también deberían mejorar, con una dinámica de beneficios al alza desde niveles muy bajos en Europa. El riesgo de decepción sigue siendo alto en el contexto actual del mercado. El indicador ZEW de la moral de los inversores en Alemania subió a 51,6 en marzo, frente a 26 en febrero.

Esto también es cierto para el mercado de bonos europeo, que parece haber incorporado todo el plan de estímulo en los rendimientos de los Bunds alemanes a 10 años de la noche a la mañana, haciéndolos subir cerca de 50 pb a 2,8%, un nivel no visto desde 2011. Esto puede estar relacionado con mejores perspectivas de crecimiento del PIB. Además, el diferencial de rendimiento entre los bonos del Tesoro estadounidenses y los Bunds alemanes sigue siendo elevado, en 150 pb. La agencia Fitch estima que la deuda del sector público alemán podría alcanzar el 70% del PIB para 2027 (frente al 63% en 2024), lo cual sigue siendo bajo en comparación con las normas internacionales, pero el más alto entre los países con calificación AAA. La demanda de Bunds alemanes seguirá siendo elevada y debería cubrir el auge de la oferta. Sin embargo, prevemos un período de volatilidad en los mercados de bonos europeos mientras Alemania y Europa atraviesan esta fase masiva de ajuste de políticas.

GRÁFICO 1: UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD EN EL SECTOR MANUFACTURERO (ÍNDICE)



Fuentes: Encuestas de la Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.



TRUMP 2.0: LA VISIÓN A LARGO PLAZO Y EL PRECIO DE LA INCERTIDUMBRE



Lucas MERIC
Investment Strategist

La hipótesis de la "Trump Put" es cuestionada por la voluntad de la administración de priorizar objetivos a largo plazo en detrimento de las dinámicas a corto plazo. Estos desarrollos están pesando en los mercados estadounidenses y nos llevan a revisar a la baja nuestras expectativas de crecimiento. Sin embargo, a pesar de la desaceleración moderada del crecimiento que ahora esperamos en 2025, el regreso del discurso de recesión en los mercados nos parece exagerado.

LA EVAPORACIÓN DEL "TRUMP TRADE"

Mientras los ojos estaban puestos en el riesgo de un sobrecalentamiento de la economía estadounidense a principios de enero, ahora es el riesgo de recesión el que vuelve a estar en el centro de atención con un S&P 500 que corrigió un 10% en marzo. Aunque la "recesión" ha vuelto a las discusiones del mercado, probablemente sea demasiado pronto para atribuir tales movimientos del mercado a expectativas de recesión, ya que estos reflejan más precisamente un desmantelamiento del famoso "Trump Trade" que caracterizó el entusiasmo de los mercados después de la elección de noviembre, alimentado por las expectativas de medidas pro-crecimiento. Estas expectativas optimistas han dado paso en las últimas semanas a una creciente incertidumbre introducida por la política arancelaria de Donald Trump, llevando a los mercados a darse cuenta de que la administración Trump podría estar más abierta a las interrupciones económicas y financieras a corto plazo para servir objetivos a largo plazo: una especie de cuestionamiento de la preeminencia del famoso "Trump Put" que constituía una de las principales hipótesis de los inversores tras la elección estadounidense.

TRUMP 2.0: LA VISIÓN A LARGO PLAZO

Desde una perspectiva a largo plazo, dos prioridades emergen al inicio de este mandato: revivir el sector manufacturero estadounidense y reducir los tipos a largo plazo para manejar la dinámica de sostenibilidad de la deuda. Para el segundo, una de las medidas clave ha sido el DOGE⁵ liderado por Elon Musk, cuyo objetivo es reducir drásticamente los gastos del gobierno estadounidense, cuyo déficit ascendía a 1.800 mil millones de dólares en 2024 (6,4% del PIB).

Pero el eje principal de tensión para los mercados en las últimas semanas ha sido la política arancelaria. Nuestro escenario tras la elección de Donald Trump se basaba en dos hipótesis sobre los aranceles: que los aumentos se centrarían principalmente en China (debido a los importantes superávits comerciales chinos y algunas prácticas comerciales consideradas desleales por la administración Trump) y que los anuncios de aumentos arancelarios sobre otros socios comerciales representaban principalmente tácticas de negociación. Sin embargo, es evidente que, a los ojos de la administración Trump, la política arancelaria no se reduce solo a tácticas de negociación, sino que responde a varios objetivos: reequilibrar el déficit comercial, proteger a las empresas nacionales estadounidenses frente a la competencia internacional, generar ingresos para financiar ciertas medidas fiscales y crear palanca para negociaciones, ya sea en cuestiones a corto plazo (por ejemplo, Canadá y México en problemas de inmigración y flujos de drogas), así como en temas estratégicos como un posible "Acuerdo de Mar-a-Lago" que vería a medio plazo a Estados Unidos negociar con sus principales socios comerciales una devaluación del dólar. La implicación de tal hipótesis es doble: probablemente dispuesto a imponer más aranceles de lo previsto, Donald Trump también favorece una omnipresencia de la política arancelaria, lo que aumenta la incertidumbre para las empresas y los consumidores, afectando así la dinámica de crecimiento.

5 - DOGE (Department of Governmental Efficiency): Departamento de la Eficiencia Gubernamental.



1,9%:
CRECIMIENTO
DEL PIB
 esperado en 2025
 (frente al 2,3%
 previamente)

EL PRECIO DE LA INCERTIDUMBRE

En este contexto, esperamos que un enfoque significativamente más agresivo sobre los aranceles cree una especie de dinámica “estanflacionaria” a corto plazo. A principios de marzo, revisamos nuestras expectativas de crecimiento para 2025 del 2,3% al 1,9% y la inflación del 2,7% al 2,9%. La revisión a la baja del crecimiento refleja un primer trimestre frenado por el aumento significativo de las importaciones en anticipación de los aranceles, así como un aumento de la incertidumbre que, según nosotros, afectará las dinámicas de consumo de los hogares y los planes de inversión y contratación de las empresas en los próximos meses. Así, esperamos una desaceleración moderada en 2025 con un crecimiento trimestral anualizado evolucionando secuencialmente entre el 1% y el 2%.

Es evidente que el enfoque de Donald Trump en políticas negativas para el crecimiento (aranceles, recortes en el gasto gubernamental, reducción de la inmigración) implica que los riesgos a la baja en nuestro escenario de crecimiento persisten. Sin embargo, también nos parece importante tener en cuenta que, por el momento, aunque las encuestas se han deteriorado en las últimas semanas, reflejando la creciente incertidumbre, los datos económicos siguen siendo actualmente resilientes. Además, en los últimos años, las encuestas no siempre han sido un predictor eficaz de las dinámicas realmente observadas en la economía. Así, aunque el riesgo de recesión ha aumentado de facto en las últimas semanas, el discurso de recesión emergente en los mercados nos parece algo exagerado.

Además, aunque el comienzo del segundo mandato de Donald Trump se centra de manera exacerbada en políticas consideradas negativas para el crecimiento, la administración Trump debería en una segunda etapa centrarse en políticas más favorables para el crecimiento (desregulación, recortes de impuestos, atracción de inversiones extranjeras). A medio plazo, esto podría justificar una dinámica de crecimiento todavía sólida en Estados Unidos, reflejada en nuestras expectativas de un crecimiento del 1,9% en 2026, mientras que la inflación debería desacelerarse al 2,7%, considerando que el aumento de los aranceles representa un impacto alcista temporal en la inflación. Este carácter temporal alimenta nuestra hipótesis clave de que la Reserva Federal (Fed) debería proceder a dos recortes adicionales de tipos este año, centrándose más en los riesgos a la baja, el empleo y el crecimiento. En este sentido, las expectativas de inflación, que hasta ahora se han mantenido en gran medida ancladas, serán clave para juzgar la capacidad de la Fed para continuar su ciclo de normalización monetaria en los próximos meses.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2026, %

● Previsiones a la baja desde Marzo

● Previsiones al alza desde Marzo

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeEn colaboración con
el equipo de Renta fija

Las elecciones alemanas han traído su cuota de sorpresas en Europa en un entorno internacional agitado por las decisiones de política exterior de Estados Unidos. La Comisión Europea ha anunciado un vehículo de préstamo común de 150 mil millones de euros. Todos estos anuncios están impulsando al alza los tipos europeos, mientras que los tipos estadounidenses están disminuyendo, a raíz de la caída de los mercados de renta variable.

**500 MIL
MILLONES
DE EUROS**para poner a
Alemania en
marcha

El nuevo canciller alemán Friedrich Merz sorprendió a los mercados al anunciar el 4 de marzo un plan de inversión masiva en infraestructuras de 500 mil millones de euros (ver nuestro [CIO Perspectives](#) del 7 de marzo). Financiado mediante deuda, este plan hizo que los tipos de interés a largo plazo de Alemania se dispararan: más de 45 pb en menos de 48 horas. Para poner en perspectiva la magnitud de esta reacción, hay que remontarse a la reunificación del país a principios de la década de 1990 para encontrar un movimiento de mercado de tal magnitud. En ese momento, los tipos estaban en 7,5%, no en 2,5% como hoy en día. Los mercados incorporaron instantáneamente la realización completa de este plan de inversión. En realidad, se esperan los efectos completos para 2027. Las curvas de tipos se empinaron debido a una reevaluación al alza de las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Por lo tanto, estamos viendo una reconstrucción de la prima a plazo. Un fenómeno saludable para toda la zona euro, ya que el crecimiento alemán se difundirá a todos los países (estimación de Crédit Agricole CIB: Francia se beneficiará del 35% del efecto positivo sobre el crecimiento, Italia del 25%). Los diferenciales soberanos se han estrechado desde el anuncio, lo que indica que los inversores están centrando su atención únicamente en las necesidades de financiación, y no en el riesgo de sostenibilidad de la deuda.

De hecho, la trayectoria de la deuda de Alemania, al término de este plan, seguirá siendo favorablemente comparada con la de otros países. ¡Por una vez, se trata de un *shock* positivo para el Banco Central Europeo (BCE)! Las presiones inflacionarias se mantendrán contenidas mientras el crecimiento no supere sustancialmente su potencial.

El aumento de las expectativas de crecimiento e inflación lleva a revisar la tasa de equilibrio a medio plazo del BCE.

En Estados Unidos, toda la curva de tipos se ha desplazado hacia abajo en las últimas semanas debido a la marcada caída de los mercados de renta variable y a la publicación de una estimación del PIB en contracción por parte de la Reserva Federal (Fed) de Atlanta. Las expectativas de recortes de tipos de la Fed habían desaparecido, pero ahora el mercado vuelve al escenario central de los "dot plots": -25 pb en verano y otros -25 pb en otoño. El mejor comportamiento de los tipos estadounidenses ha llevado a una compresión del diferencial transatlántico: el diferencial de rendimiento entre el tipo a 10 años estadounidense y alemán se ha comprimido de 214 a 140 pb en solo cinco semanas (gráfico 2, página 9).

UN RESPIRO EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO

En los mercados de crédito, estamos viendo un contagio de los temores de los mercados de renta variable estadounidenses sobre el crecimiento y la política económica de la administración Trump hacia los mercados de crédito domésticos. Los diferenciales se han ampliado en el grado de inversión y el *high yield*, en todos los sectores. El sector relacionado con el transporte (ferrocarriles, mensajería, carga), por su naturaleza cíclica, ha tenido un rendimiento inferior en el mes. El sector bancario ha superado a todos los demás sectores. La volatilidad ralentiza los volúmenes de emisiones primarias: los emisores se financian con menos entusiasmo en los mercados.



En la zona euro, los diferenciales se han ampliado a principios de marzo, con un retraso de unas pocas semanas en comparación con el mercado estadounidense. Los segmentos de beta elevada (deuda subordinada, *high yield*) han tenido un rendimiento inferior de manera lógica. Aproximadamente 45 pb de ampliación en los AT1 entre los niveles más estrechos a mediados de febrero y mediados de marzo: la corrección tan esperada finalmente se materializó de manera ordenada. Paralelamente, las acciones de bancos continúan teniendo un mejor comportamiento: no se trata, por lo tanto, de un riesgo a nivel sector, sino de una corrección saludable después de un comienzo de año muy fuerte en emisiones. El mercado sigue anticipando el ejercicio de todas las opciones de recompra para todos los bonos con dicha opción en 2025.

Para las próximas semanas, será importante seguir los flujos de ETF y en fondos para conocer la reacción de los inversores al aumento de tipos. Las rentabilidades continúan en terreno positivo desde el comienzo del año para grado de inversión y *high yield*. El estrechamiento de los diferenciales en el período genera un rendimiento que compensa el efecto de la subida de los tipos. Este colchón para los inversores sigue siendo relevante. Siempre respaldado por fundamentales de buena calidad (al menos en la zona euro), los mercados de crédito permanecen a la merced de los caprichos de los mercados de renta variable.

GRÁFICO 2: DIFERENCIAL DE TIPO DE INTERÉS A 10 AÑOS DE ESTADOS UNIDOS - EUROPA, PB



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

La superación de los mercados europeos frente a los Estados Unidos continúa, ayudada en particular por el estímulo alemán y las inversiones en la defensa europea común, que son un punto de inflexión decisivo para la zona euro. Después de varios años, los flujos finalmente están regresando a Europa, donde el sentimiento mejora a medida que se diseñan nuevos equilibrios económicos internacionales. Esto sugiere una Europa más proactiva, que finalmente podría reactivar su motor de crecimiento interno y quizás provocar una reasignación estratégica de inversiones hacia la región.



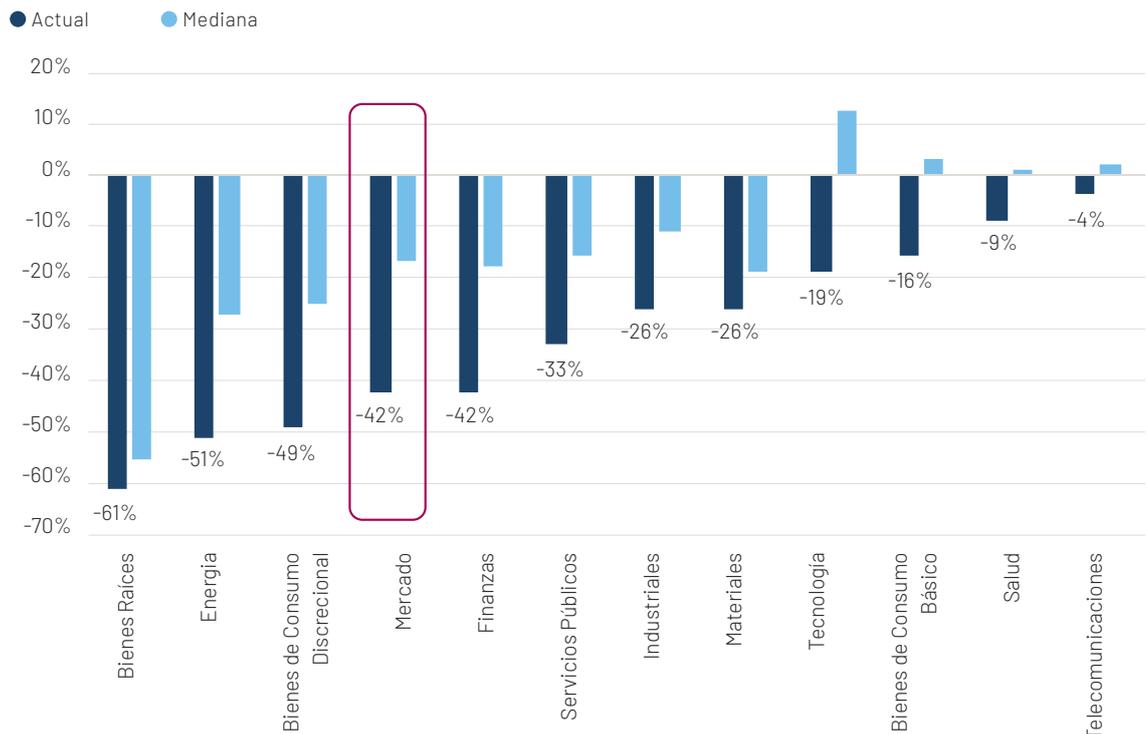
DESCUENTO
actual del
40%
del mercado
europeo frente al
estadounidense

EUROPA

¡El cambio de rumbo político en Europa está en marcha! Tras el anuncio de un plan de 800 mil millones de euros llamado ReArm Europe, destinado a reforzar la defensa europea; Alemania rompe completamente con su dogma presupuestario, con un paquete aprobado de 500 mil millones de euros dedicados a infraestructuras y seguridad, al tiempo que propone una mayor flexibilidad fiscal. Esta ruptura ideológica de la primera economía europea es un paso considerable para Europa. Además de los desafíos de soberanía, estos anuncios buscan estimular el crecimiento económico,

lo que podría acelerar la dinámica de beneficios de las empresas y contrarrestar una posible caída de las exportaciones debido al aumento de los aranceles en Estados Unidos. Además, este “renacimiento” europeo, muy bien recibido por los mercados, podría llevar a los inversores a reconsiderar Europa de manera más estructural. De hecho, la valoración de las acciones europeas sigue siendo muy atractiva en comparación con sus homólogas estadounidenses (aproximadamente un 40% más baratas, ver gráfico 3) y la región está generalmente infra ponderada por los inversores después de varios años de salidas de capital.

GRÁFICO 3: DESCUENTO HISTÓRICO DEL MERCADO EUROPEO FRENTE AL ESTADOUNIDENSE, %



Fuentes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

6 - En español: “Cueste lo que cueste”.



Finalmente, el potencial fin de la guerra en Ucrania, de producirse, tendría un impacto positivo en la economía europea: los precios de la energía deberían bajar, mientras que la confianza de los consumidores, inversores y emprendedores podría mejorar. Además, la reconstrucción de Ucrania beneficiaría directamente a los sectores industriales, de materiales y de construcción europeos.

ESTADOS UNIDOS

Cambio de tono al otro lado del Atlántico. Los mercados estadounidenses han seguido corrigiendo, aunque se ha observado cierta calma desde mediados de marzo. Las incertidumbres respecto a los impactos de la política de Trump (aumento de aranceles, disminución de la mano de obra migrante, recortes en el gasto federal) están aumentando los riesgos de desaceleración, e incluso de estancamiento de la economía estadounidense. En un escenario negativo, estas preocupaciones podrían llevar a una disminución de la confianza de las empresas y los consumidores en las inversiones y gastos; y reflejarse en las expectativas de crecimiento de los beneficios. Por el contrario, un cambio de rumbo de la administración o avances concretos en las medidas pro-crecimiento prometidas durante la campaña, como la reducción de impuestos corporativos o el anuncio de medidas de desregulación, podrían cambiar la dinámica y el sentimiento del mercado. Desde el punto de vista de las expectativas de crecimiento de los beneficios, Estados Unidos sigue claramente a la cabeza frente a otras regiones, con los "7 Magníficos" que continúan dominando el mercado.

ASIA

Contra todo pronóstico, las acciones chinas continúan su ascenso y muestran más del 24% de rentabilidad desde el comienzo del año. Los aranceles anunciados por Donald Trump fueron recibidos con medidas de represalia (muy moderadas) por parte de China. Sin embargo, el apoyo al consumo interno ha sido claramente y explícitamente anunciado por las autoridades chinas como su principal prioridad para 2025.

A tal efecto, el gobierno chino ha publicado un plan de acción de 30 puntos para estimular el consumo (centrado principalmente en el aumento de ingresos, la estabilización de los mercados inmobiliarios y bursátiles). Además, las buenas noticias del lado de la tecnología china también han contribuido a impulsar los flujos hacia las acciones expuestas a la Inteligencia Artificial (IA). La *start-up* china DeepSeek ha sido el desencadenante de esta carrera tecnológica lanzada entre Estados Unidos y China. Más aún, la brecha de valoración entre los dos mercados, especialmente en el segmento tecnológico, está cerca de un récord histórico. Esta mejora en el sentimiento de los inversores globales hacia las acciones chinas, que pueden considerarse una alternativa a sus pares estadounidenses, aporta un apoyo al mercado.

ESTILOS DE INVERSIÓN

Desde el evento DeepSeek, las acciones relacionadas con la IA y, más ampliamente, todo el tema de Crecimiento en Estados Unidos está experimentando tomas de beneficios. Los inversores se preguntan sobre los gastos de Capex (gastos de inversión) de los líderes tecnológicos estadounidenses, mientras que las acciones de crecimiento sufren las incertidumbres sobre el crecimiento económico y las valoraciones atractivas de los nuevos competidores asiáticos. En Europa, el estilo *Value* y, más particularmente, las acciones Cíclicas continúan siendo apoyadas por las expectativas de continuación de la normalización monetaria, los planes de rearme europeos y la perspectiva de un alto el fuego en Ucrania. Así, las acciones bancarias y de construcción, entre otras, han tomado el relevo de las grandes acciones de crecimiento. Finalmente, a pesar de un comienzo de año mixto, las pequeñas y medianas capitalizaciones estadounidenses siguen siendo una alternativa como fuente de diversificación; especialmente en un escenario de no recesión de la economía estadounidense y el anuncio del paquete de medidas pro-crecimiento prometido por Donald Trump.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Contrario a nuestras expectativas de principios de año de un dólar fuerte en un contexto de omnipresencia de la política arancelaria, el billete verde ha sufrido mucho debido al creciente temor de los inversores sobre el crecimiento estadounidense y el renovado optimismo sobre Europa. Aunque el dólar podría seguir siendo puesto a prueba a corto plazo, algunas preocupaciones sobre la economía estadounidense nos parecen exageradas, lo que debería apoyar al billete verde a mediano plazo, mientras que seguimos apreciando el oro a pesar de su fuerte aumento a principios de año.

USD: ECLIPSE TOTAL DEL "TRUMP TRADE"

A pesar de la continuación de las discusiones en torno a la política arancelaria de la administración Trump, el dólar ha sufrido mucho en las últimas semanas, volviendo niveles anteriores a las elecciones estadounidenses (gráfico 4, página 13), ya que la atención de los inversores se ha centrado más en los riesgos de una desaceleración del crecimiento estadounidense debido a la combinación de políticas implementadas por Donald Trump, consideradas negativas para la economía. Este resurgimiento de los temores de recesión en Estados Unidos ha ido acompañado de un renovado optimismo en los mercados no estadounidenses, lo que se ha traducido en movimientos de flujos, especialmente en acciones, que han perjudicado al dólar frente a otras monedas como el euro, por ejemplo. Los aranceles deberían seguir siendo un tema clave en las próximas semanas y, por lo tanto, continuar alimentando la volatilidad del dólar, que después de la fuerte caída de principios de marzo, ya ha integrado mucho de lo negativo. Aunque el mercado podría seguir cuestionando a corto plazo las perspectivas de crecimiento estadounidense, nuestro escenario, a pesar de una desaceleración ahora esperada en 2025, sigue siendo constructivo sobre la economía estadounidense, lo que, si nuestras hipótesis resultan ser correctas, debería apoyar al dólar. Además, los aranceles, una vez implementados, podrían perjudicar más a las monedas de los países objetivo que al dólar, que seguimos viendo como un activo de diversificación clave en nuestras carteras debido a su baja correlación con las principales clases de activos. A más corto plazo, creemos que el dólar podría seguir siendo vulnerable a la deterioración del sentimiento del mercado respecto al excepcionalísimo estadounidense, pero también a las discusiones sobre un proceso de paz en Ucrania.

EUR: "WHATEVER IT TAKES" 2.0

Por el contrario, el euro ha recuperado terreno en las últimas semanas, respaldado por los anuncios de los planes de gasto en infraestructuras y defensa alemanes y europeos, así como por las esperanzas de un alto el fuego en Ucrania. Además, los inversores comenzaron el año 2025 con una posición débil en los activos europeos y especialmente en el euro. El anuncio de los planes de gasto público de Alemania, un país históricamente reacio a endeudarse, representa un cambio de paradigma extremadamente positivo en Europa que podría seguir apoyando el sentimiento hacia la zona. Dicho esto, los movimientos del mercado, especialmente en las tasas y el euro, han sido muy fuertes tras los anuncios, reflejando el significativo renovado optimismo de los inversores sobre las perspectivas de crecimiento en la zona euro. Tales movimientos justificarían, según nosotros, cierta estabilización a corto plazo, especialmente porque persisten interrogantes sobre la magnitud del impacto económico de estas medidas y su implementación. Por lo tanto, seguimos siendo moderados sobre el euro con un rango de 1,07 – 1,10, que podría permanecer vulnerable a corto plazo a la implementación de medidas arancelarias de la administración Trump dirigidas a Europa, un riesgo que no ha preocupado mucho a los mercados financieros europeos hasta ahora.

CHF: DESTINOS CRUZADOS

Diversa fortuna para el franco suizo que ha sufrido frente al euro, alcanzando su nivel más bajo desde julio de 2024, y ha subido frente al dólar a su nivel más alto en cuatro meses. En este contexto, esperamos que el dólar se recupere a mediano plazo frente a la moneda helvética a medida que se disipen las preocupaciones sobre el crecimiento



El
DÓLAR HA
VUELTO
a sus niveles
anteriores a
la elección
estadounidense



estadounidense, mientras que el EUR/CHF debería estabilizarse en torno a los niveles actuales. En general, a menos que el riesgo de aversión se deteriore en los mercados financieros internacionales, creemos que el franco suizo debería mantenerse en un segundo plano, especialmente si la incertidumbre global se atenúa, ya que el franco suizo seguiría siendo una moneda de financiamiento de elección para los inversores internacionales, dado el bajo nivel de las tasas de interés helvéticas en comparación con otras divisas del G10.

JPY: SALIR DE LA DEFLACIÓN

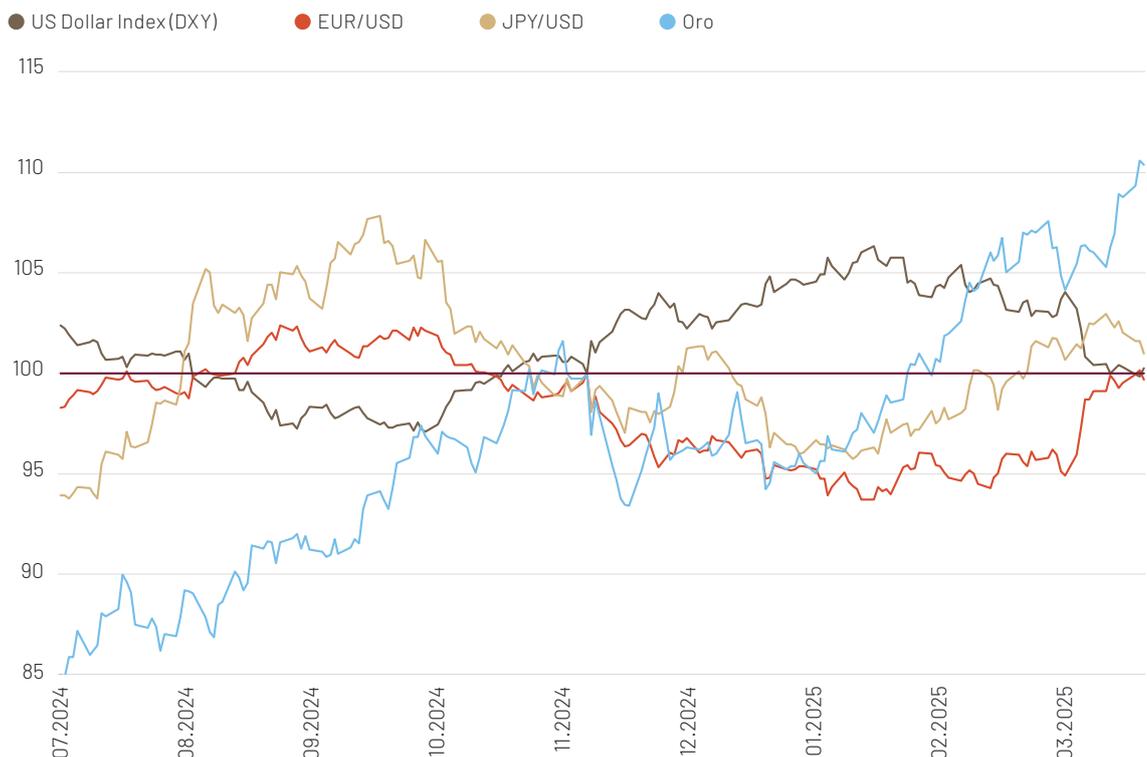
El yen también se ha beneficiado, por un lado, de los temores de desaceleración económica en Estados Unidos, y por otro, de las expectativas de los inversores de una continuación de la normalización monetaria del Banco de Japón, con una tasa de interés japonesa a 10 años que ha alcanzado, al 1,5%, su nivel más alto en casi 15 años. A mediano plazo, las expectativas del mercado de una desaceleración del crecimiento estadounidense nos parecen algo exageradas, lo que debería apoyar al dólar y pesar sobre el yen. Dicho esto, nuestra visión sobre el yen sigue bastante equilibrada y está condicionada a la capacidad del Banco de Japón para continuar su ciclo de alzas de tasas; en

este sentido, las dinámicas de crecimiento salarial en Japón siguen siendo un elemento clave a monitorear. Además, los riesgos a la baja para la moneda japonesa nos parecen en general bastante limitados, ya que las autoridades japonesas están dispuestas a apoyar al yen en caso de una caída pronunciada.

ORO: PRIMERO DE LA CLASE

A pesar del muy buen desempeño del oro desde principios de año (+15% al momento de escribir estas líneas), mantenemos una visión positiva sobre el oro, que sigue respaldado por la demanda estructural de los bancos centrales y los flujos positivos de ETF en los últimos tres meses. Además, un contexto que combina un riesgo geopolítico siempre latente, tensiones comerciales exacerbadas debido a la política arancelaria de la administración Trump y preocupaciones sobre las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, sigue siendo favorable para el metal amarillo. Aunque los señales parecen hoy positivos, nos parece importante recordar que una alta posición en oro y la continuación de las discusiones sobre una paz en Ucrania podrían representar frenos en los próximos meses.

GRÁFICO 4: EL DÓLAR CEDE TERRENO, VOLVIENDO A SUS NIVELES DE NOVIEMBRE DE 2024 (100 = 05.11.2024)



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



Las
INCERTIDUMBRES
políticas y
económicas
PESAN SOBRE
EL MERCADO
DE EE. UU.

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** La incertidumbre política en Estados Unidos y la integración de niveles más altos de aranceles en nuestro escenario nos llevan a revisar a la baja nuestras hipótesis de crecimiento para Estados Unidos al 1,9% para 2025 (-40 pb) y 2026 (-20 pb). En cambio, revisamos al alza nuestra previsión para la zona euro al 1,6% (+40 pb) para 2026, teniendo en cuenta la implementación parcial de los nuevos planes de infraestructura alemán y de defensa europea. Mantenemos nuestras hipótesis sin cambios para los países emergentes, en particular China, donde aparecen señales alentadoras de una política fiscal proactiva.
- **Inflación:** En febrero, habíamos estimado que el proceso de desinflación podría retrasarse debido a medidas arancelarias más agresivas. La postura especialmente severa de la administración Trump en este aspecto nos lleva a elevar nuestras previsiones de inflación para Estados Unidos al +2,9% (+20 pb) y +2,7% (+10 pb) para 2025 y 2026 respectivamente. Después de haberlas elevado el mes pasado, nuestras expectativas de inflación para la zona euro permanecen sin cambios en el 2% para 2025 y 2026.
- **Bancos centrales:** Seguimos anticipando dos recortes de tipos por parte de la Fed en 2025, llegando a un tipo terminal del 3,5%. Para el BCE, mantenemos nuestra previsión de tres recortes de tipos, llegando a un tipo terminal del 1,75%.
- **Resultados empresariales:** En el contexto actual, las perspectivas de beneficios se están normalizando, especialmente en Estados Unidos, a excepción de las pequeñas y medianas empresas cuyas expectativas de beneficios siguen siendo alentadoras. Prevemos así una convergencia de las tasas de crecimiento de beneficios entre zonas geográficas y también a nivel sectorial entre las empresas tecnológicas y el resto del mercado.
- **Entorno de riesgo:** La implementación efectiva de aranceles representa un riesgo de mercado significativo. La posibilidad de que la administración Trump opte por un enfoque de "sufrimiento a corto plazo para ganancias a largo plazo", fuente de grandes incertidumbres que pesan sobre el

crecimiento económico, podría alimentar episodios de alta volatilidad. La evolución de los conflictos geopolíticos y la percepción relacionada con la deuda pública también representan riesgos a tener en cuenta.

CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Si bien mantenemos un enfoque constructivo en los mercados de renta variable, el entorno macroeconómico a mediano plazo sigue siendo favorable (crecimiento económico positivo, fundamentos empresariales que permanecen sólidos), sin embargo, reducimos nuestro grado de convicción debido a una mayor incertidumbre política ya perceptible en las encuestas de sentimiento.
- En este contexto, rebajamos a neutral nuestra convicción sobre las acciones estadounidenses. No obstante, un pesimismo excesivo observado en los mercados estadounidenses podría apoyar un rebote a corto plazo, ofreciendo una oportunidad para ajustar las exposiciones de las carteras en mejores condiciones. Paralelamente, mantenemos nuestra convicción sobre las pequeñas capitalizaciones estadounidenses cuyas perspectivas de beneficios siguen bien orientadas y que podrían beneficiarse, en la segunda mitad del año, de medidas pro-empresariales favorables (reducción de impuestos, desregulación).
- Aumentamos nuestra convicción a neutral sobre las acciones europeas, en particular las de la zona euro, que deberían continuar beneficiándose de los planes de estímulo alemanes y de la zona euro, así como de desarrollos económicos positivos. En términos de estilo, las acciones *Value* europeas podrían seguir superando a otros estilos, siendo más sensibles al repunte económico en Europa.
- Finalmente, permanecemos modestamente sobreponderados en los mercados emergentes en nuestras asignaciones. En particular, las perspectivas económicas chinas mejoran con una estabilización de las expectativas de crecimiento y la prioridad dada por el gobierno al consumo y las inversiones. Anticipamos una ampliación de



los rendimientos más allá del sector tecnológico chino y un impacto positivo en otras regiones asiáticas en los próximos meses.

Renta fija

- Mantenemos un enfoque prudente en términos de duración. Sin embargo, la reacción excesiva de los bonos del Estado de la zona euro a los anuncios de los planes de apoyo fiscal nos lleva a reducir la sub-sensibilidad a los tipos dentro de las carteras. No obstante, la volatilidad a corto plazo y los problemas de sostenibilidad de la deuda aún exigen precaución. Los tipos estadounidenses son muy sensibles a la incertidumbre política con respecto a las medidas arancelarias y la política de la Fed. Creemos que la parte larga de la curva sigue siendo vulnerable al riesgo de inflación, especialmente después del significativo estrechamiento del diferencial transatlántico.
- Creemos que el crédito de calidad sigue siendo el segmento más atractivo en los mercados de bonos. De hecho, a pesar de los diferenciales de crédito estrechos, los rendimientos siguen siendo atractivos y no vemos un catalizador inmediato para un ensanchamiento significativo

en ausencia de choques externos. Esta clase de activos debería continuar beneficiándose de flujos adicionales relacionados con las necesidades de reinversión de los inversores y una potencial reasignación de fondos monetarios.

Mercado de divisas

- La dinámica alcista del euro/dólar podría continuar si el sentimiento hacia la economía estadounidense sigue deteriorándose en comparación con la zona euro. No obstante, a corto plazo, la implementación de los aranceles sigue siendo crucial y podría beneficiar al dólar. Si nuestro escenario macroeconómico constructivo para Estados Unidos se materializa, el dólar podría fortalecerse. En resumen, mantenemos un sesgo positivo hacia el dólar, considerándolo especialmente como un activo de cobertura dentro de nuestras carteras diversificadas.
- Seguimos estratégicamente positivos sobre el oro, ya que los bancos centrales de los países emergentes continúan acumulando reservas a un ritmo elevado. El contexto macroeconómico, marcado por grandes incertidumbres políticas y geopolíticas, también representa un factor de apoyo.

TABLA DE CONVICCIONES

○ Febrero 2025 ● Marzo 2025



Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 20.03.2025



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU, 10A	4,24%	-26,84	-33,21
Francia 10A	3,48%	21,40	28,60
Alemania 10A	2,78%	24,70	41,50
España 10A	3,42%	27,10	36,70
Suiza 10A	0,73%	13,90	40,30
Japón 10A	1,51%	7,00	42,40

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	37,63	0,99%	4,27%
Deuda pública EUR	208,37	-0,39%	-0,40%
Deuda corporativa EUR (HY)	233,59	-0,34%	1,03%
Deuda corporativa USD (HY)	367,93	0,01%	1,76%
Deuda pública EE, UU,	322,38	1,43%	2,18%
Deuda corporativa emergente	45,14	0,39%	1,71%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9570	1,49%	1,80%
GBP/USD	1,2967	2,35%	3,60%
USD/CHF	0,8819	-1,78%	-2,81%
EUR/USD	1,0851	3,33%	4,80%
USD/JPY	148,78	-0,57%	-5,36%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	19,80	4,14	2,45

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.662,89	-7,43%	-3,72%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.701,99	0,45%	6,47%
STOXX Europe 600	552,98	0,36%	8,94%
Topix	2.795,96	2,24%	0,40%
MSCI World	3.693,55	-5,14%	-0,39%
Shanghai SE Composite	3.974,99	1,17%	1,02%
MSCI Emerging Markets	1.140,69	0,73%	6,06%
MSCI Latam (América Latina)	2.129,04	0,73%	14,92%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	219,23	-0,31%	7,38%
MSCI Asia Ex Japan	742,03	1,10%	5,39%
CAC 40 (Francia)	8.094,20	-0,35%	9,67%
DAX (Alemania)	22.999,15	3,07%	15,52%
MIB (Italia)	39.188,17	2,46%	14,63%
IBEX (España)	13.306,30	2,62%	14,76%
SMI (Suiza)	13.097,05	2,26%	12,90%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.130,00	-4,43%	-5,09%
Oro (USD/Onza)	3.044,90	3,60%	16,02%
Crudo WTI (USD/Barril)	68,26	-5,94%	-4,82%
Plata (USD/Onza)	33,79	0,90%	15,54%
Cobre (USD/Tonelada)	9.936,50	3,90%	13,33%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,98	-4,26%	9,41%

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

DICIEMBRE 2024	ENERO 2025	FEBRERO 2025	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2025 A 20.03.2025
25,25%	5,92%	13,64%	2,24%	14,92%
18,17%	4,55%	8,76%	1,17%	8,94%
15,23%	4,02%	6,78%	1,10%	7,38%
14,64%	3,66%	6,60%	0,73%	6,47%
10,30%	3,52%	5,71%	0,73%	6,06%
5,69%	3,48%	5,37%	0,45%	5,39%
4,99%	0,64%	4,92%	0,36%	1,02%
4,78%	-0,27%	4,46%	-0,31%	0,40%
1,93%	-1,71%	0,13%	-5,14%	-0,39%
-29,36%	-3,50%	-0,63%	-7,43%	-3,72%

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 restarle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

Economías de escala: Disminución del coste unitario de un producto que una empresa obtiene al aumentar el volumen de producción.

Estancamiento secular: Se refiere a un período prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

Estañflación: Se refiere a una economía que experimenta simultáneamente un aumento de la inflación y un estancamiento de la producción económica.

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados frente a las expectativas de los pronosticadores.

IPC (índice de precios 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: Insitute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

ISR: Inversión sostenible y responsable.

Metaverso: Mundo virtual ficticio (del inglés "metaverse", contracción de "meta universe", es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

OMC: Organización Mundial del Comercio.

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

OPEP+: OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

PIB (producto interior bruto): El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

PMI: Índice de Gestores de Compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Punto básico (pb): Un punto básico equivale a 0,01%.

Punto de equilibrio de la inflación ("inflation breakeven" en inglés): Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

Pricing power: Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa: Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

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

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

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

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

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

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



EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

- **En Francia:** esta Guía informativa es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima de derecho francés con un capital social de 853.571.130 euros, empresa matriz del grupo Indosuez y un establecimiento bancario completo autorizado para proporcionar servicios de inversión y corretaje de seguros, cuya oficina central se encuentra en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, Francia, registrada en el Registro de Comercio y Sociedades de París bajo el número 572 171 635 (número de identificación individual del IVA: FR 075 72 17 16 35).
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por:
 - CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., con sede social en 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburgo, autorizada y sujeta al control prudencial de la Comisión de Supervisión del Sector Financiero ("CSSF"), 283 route d'Arlon, L-2991 Luxemburgo, sitio web www.cssf.lu, teléfono (+352) 26251-1, y del Banco Central Europeo en el marco de sus respectivas competencias.

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil de Sociedades de Madrid, con el número T.30.176, F.1, S.8, H.M-543170, CIF: W-0182904-C.

- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por:

- CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas, Bélgica, inscrita en el Registro de Empresas de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), una sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe).

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

- **En Italia:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.

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

- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.

- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.

- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Ouai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.

- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571)(SFO).

- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act 2001), de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.

- **En el DIFC:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubai ("DFSA"). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado y ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.

- **En los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street - Nayef & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede fotocopiar, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

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

Créditos fotográficos: Adobe Stock.

Editado a 21.03.2025.

