



MONTHLY HOUSE VIEW

Mayo de 2025

Guerras comerciales: Episodio II

• Índice

01• Editorial	P3
GUERRAS COMERCIALES: EPISODIO II	
02• Focus	P4
¿TRUMP 1, CHINA 0? NO TAN SEGURO	
03• Macroeconomía	P6
LA ERA DE LA INCERTIDUMBRE	
04• Renta fija	P8
LA VOLATILIDAD DEVUELVE EL ATRACTIVO A LOS BONOS	
05• Renta variable	P10
TRUMP SUMERGE LOS MERCADOS EN LA INCERTIDUMBRE	
06• Divisas	P12
LA DESCONFIANZA ESTADOUNIDENSE	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

Nuestro editorial de marzo destacaba los máximos alcanzados por el mercado bursátil estadounidense y el aumento del oro. Menos de dos meses después, solo el oro continúa su ascenso mientras el mundo se enfrenta a un reajuste económico, caracterizado no solo por simples amenazas arancelarias, sino por una guerra comercial abierta entre Estados Unidos y el resto del mundo. Un desenlace muy alejado de las expectativas que los inversores, y nosotros mismos, teníamos para este año.

UNA VOLATILIDAD SIN PRECEDENTES EN LOS MERCADOS

Desde febrero, el mercado bursátil estadounidense ha experimentado una volatilidad significativa, cediendo cerca del 20% desde sus máximos. En tres sesiones, después del 2 de abril, apodado "Liberation Day"¹, se esfumaron 5,6 billones de dólares en capitalización bursátil, el equivalente a Apple y Nvidia combinados.

El anuncio de una tregua arancelaria de 90 días fue suficiente para revertir temporalmente la tendencia, llevando al S&P 500 a su mayor subida diaria desde octubre de 2008 - la tercera más destacada en tres décadas. En este clima de incertidumbre, alimentado por la imprevisibilidad de la administración Trump y una volatilidad posiblemente más estructural, se impone un enfoque más defensivo. Aunque no faltarán oportunidades de inversión, será necesario esperar a que los principales factores de incertidumbre, especialmente en torno al riesgo de recesión, se disipen antes de considerar tomar riesgos más significativos.

LA CONFIANZA, CLAVE DEL MUNDO DE LOS NEGOCIOS

Aumentan los riesgos de recesión en EE.UU. y en el mundo, aunque actualmente no prevemos una recesión en EE.UU. Los indicadores económicos siguen siendo robustos, a pesar de una confianza en declive que, sin embargo, se ha desconectado de las dinámicas económicas reales en los últimos años. El consumidor estadounidense, vital para la economía, se encuentra en una posición sólida gracias a unos balances saneados, el efecto riqueza positivo, un empleo resistente y unos salarios reales fuertes. Sin embargo, la incertidumbre política y los rápidos vaivenes no inspiran confianza. La próxima temporada de resultados será crucial para comprender cómo se adaptan las empresas o sienten la presión de retrasar la contratación y las inversiones.

Las voces del sector privado estadounidense resuenan con una intensidad creciente en el debate público. En su carta anual a los accionistas, Jamie Dimon, CEO de JP Morgan, ofrece un análisis matizado de la política arancelaria de Trump, declarando: "América primero está bien, siempre que no se convierta en América sola." El inversor multimillonario Stanley Druckenmiller también ha expresado su oposición a aranceles que superen el 10%, igualmente calificados por Ken Griffin, fundador de Citadel y importante donante republicano, como un "gran error político".

¿Ha influido esta declaración coordinada en el cambio de rumbo de la administración Trump, ocurrido solo una semana después del "Liberation Day"? La caída del S&P 500 por debajo de los 5.000 puntos y el repentino aumento de los tipos a 10 años al 4,5% probablemente no formaban parte del escenario inicial, suponiendo que hubiera uno. Donald Trump, a través de su secretario del Tesoro, Scott Bessent, parece plenamente consciente de la sensibilidad de los mercados a los costes de endeudamiento del gobierno. Con 29 billones de dólares de deuda en circulación y 9,6 billones de dólares que necesitan refinanciación este año, el aumento de los costes por intereses es insostenible.

Estados Unidos ha disfrutado durante mucho tiempo del "excepcionalismo estadounidense", un privilegio que se ha invertido en menos de dos meses. Mientras que Europa y China se consideraban fuera del alcance de los inversores, Estados Unidos seguía siendo el destino preferido del capital mundial. Pensar hoy que América se ha convertido en un mercado no invertible es una visión a corto plazo. Es crucial no confundir las empresas estadounidenses, símbolo de innovación tecnológica, espíritu emprendedor, inversiones sostenidas y creación de valor, con la administración en el poder. Ciertamente, serán inevitables algunos ajustes económicos, pero a largo plazo, la ingeniosidad humana sabrá adaptarse y encontrar soluciones. En esta edición, nuestro Chief Strategist Asia analiza cómo el continente podría absorber el choque arancelario estadounidense. China, comprometida desde hace más de una década en un desacoplamiento progresivo, ha visto la parte de sus intercambios con Estados Unidos caer del 6,2% de su PIB nominal en 2010 al 3,7% en 2024. Paralelamente, el país ha reforzado su autonomía tecnológica, otorgándole hoy una mejor resiliencia frente a los aranceles punitivos estadounidenses.

Nos quedan ahora 90 días para repensar el orden del comercio mundial.

Le deseo una agradable lectura.

1 - En español: Día de la Liberación.



Francis TAN
Chief Strategist Asia

Los mercados de inversión globales han sido sacudidos por la rápida implementación de los aranceles por parte de Estados Unidos en abril. Esta medida sugiere un nuevo orden económico/comercial mundial y tiene como objetivo principal reducir el déficit comercial estadounidense, así como proteger las industrias nacionales de la competencia global, especialmente la de China.



CHINA:
el principal objetivo
de los
ARANCELES
estadounidenses

El episodio 1 de los aranceles en 2017 se centró principalmente en China, la economía con la que Estados Unidos tenía el mayor déficit comercial. Los aranceles se introdujeron en varias fases a partir de 2018 y cubrieron una amplia gama de productos, incluyendo acero, aluminio y diversos productos de consumo. La razón argumentada para estos impuestos fue combatir lo que Estados Unidos consideraba prácticas comerciales desleales, como el robo de propiedad intelectual y las subvenciones estatales otorgadas a las empresas chinas.

Desde entonces, los bienes, el capital y la mano de obra procedentes de China se han ajustado y trasladado hacia economías más inmunes a los aranceles estadounidenses para las reexportaciones y/o la producción destinada a las exportaciones hacia Estados Unidos. Muchas de estas economías están ubicadas en el sudeste asiático, como Malasia, Tailandia, Vietnam e Indonesia.

Así, el episodio 2 ha cerrado la brecha e introducido aranceles sobre todas las economías en función del tamaño de los déficits comerciales de

Estados Unidos con cada economía individual. No es la primera vez que Estados Unidos despliega impuestos sobre las importaciones de bienes, y tampoco será la última.

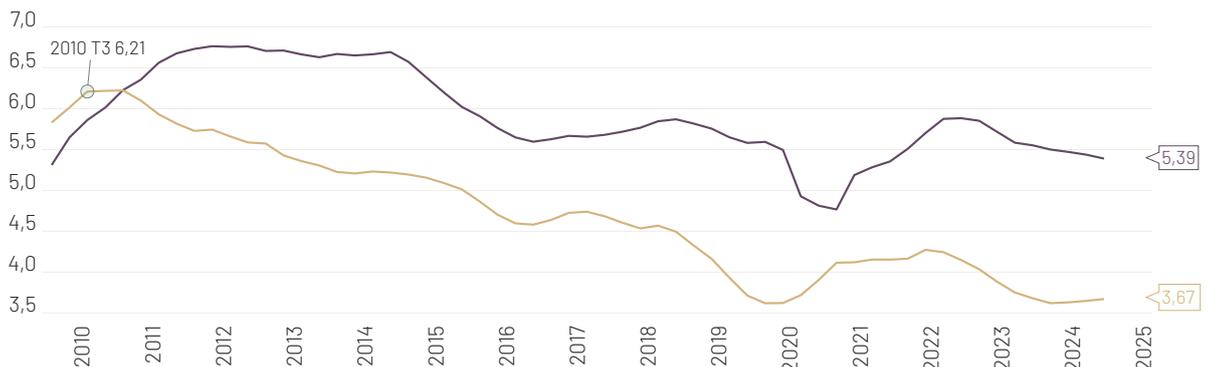
¿PUEDE ASIA RESISTIR A LOS ARANCELES ESTADOUNIDENSES?

La respuesta es sí. China fue (en 2017) y sigue siendo (hoy) el objetivo principal de los aranceles estadounidenses, perturbando sus cadenas de suministro domésticas, reduciendo las exportaciones chinas hacia Estados Unidos, disminuyendo los ingresos de las empresas globales basadas en China y provocando una desaceleración general del crecimiento económico.

Sin embargo, una explicación más amplia de la desaceleración del crecimiento económico chino se centra en una confianza ya debilitada de las empresas y los inversores domésticos debido a las políticas gubernamentales sobre el sector inmobiliario, las empresas tecnológicas y el sector educativo.

GRÁFICO 1: LOS ESTADOS UNIDOS COMERCIAN MÁS CON CANADÁ Y MÉXICO QUE CON CHINA, %

● Comercio de Estados Unidos con México y Canadá en % del PIB de Estados Unidos
● Comercio de China con Estados Unidos en % del PIB China



Fuentes: Macrobond, Oficina del Censo de los Estados Unidos, Administración General de Aduanas de China, Oficina Nacional de Estadísticas de China, Oficina de Análisis Económico de los Estados Unidos, Indosuez Wealth Management.



De hecho, China ya había comenzado su “desacomplamiento” de Estados Unidos hace más de una década, donde su comercio con Estados Unidos como porcentaje de su PIB nominal pasó del 6,2% en 2010 al 3,7% en 2024 (gráfico 1, página 4).

Creemos que, aunque el episodio de 2017 aceleró el plan de China para volverse autosuficiente en tecnología (convirtiéndose en el líder mundial en 5G/6G, inteligencia artificial (IA), vehículos eléctricos, drones, informática cuántica, semiconductores, biotecnología, etc.), el episodio 2 fortalecerá aún más el estatus de China como líder comercial y de inversión con el resto del mundo, excluyendo a Estados Unidos.

Los efectos de los aranceles han sido mixtos para las economías emergentes asiáticas como Vietnam, Malasia, Indonesia y Tailandia. Las industrias manufactureras se han beneficiado del hecho de que las empresas trasladan su producción de China a estos países para evitar las tasas, aumentando así la inversión extranjera directa (IED) y la creación de empleo. Sin embargo, el episodio 2, introducido para reprimir tales “escapatorias” en su comercio con Estados Unidos, podría provocar futuras interrupciones en las cadenas de suministro de estos países y modificar sus ventajas comparativas, con posibles repercusiones en otros sectores domésticos.

Las economías desarrolladas como Japón y Corea del Sur han sido, desde hace mucho tiempo, exportadores importantes hacia China y Estados Unidos. Ellas también han sido atrapadas en el fuego cruzado de las medidas anti-comercio.

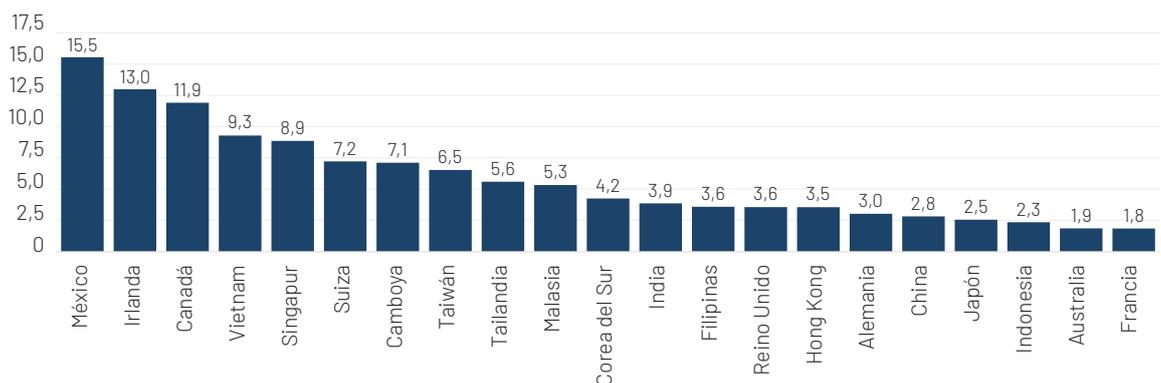
Los aranceles han provocado una disminución en sus exportaciones y han afectado sus industrias automotrices y electrónicas. Estos países también han enfrentado incertidumbres en sus políticas comerciales y han tenido que gestionar las complejidades de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Para proporcionar una imagen más precisa del comercio, teniendo en cuenta el lugar donde realmente se crea el valor, en lugar de simplemente interesarse por el lugar de donde se envían los bienes, utilizamos la base de datos TiVA (*Trade in Value Added*, en español Comercio en Valor Añadido) de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) para determinar eficazmente el impacto económico potencial de la demanda final estadounidense en sus socios exportadores. El enfoque de cálculo del valor añadido por cada país en el proceso de producción nos permite tener una mejor comprensión de las cadenas de valor globales y las interdependencias económicas entre los países.

Los datos revelan que las exportaciones de México destinadas a los consumidores estadounidenses representan el 15,5% de su PIB nominal. Para Asia, las economías más dependientes de la demanda final de Estados Unidos son Vietnam, Singapur, Camboya, Taiwán, Tailandia, Malasia, Corea del Sur, India, Filipinas, etc. China, en cambio, ha logrado diversificarse significativamente, reduciendo su dependencia de la demanda final de Estados Unidos (gráfico 2).

GRÁFICO 2: EL VALOR AÑADIDO DOMÉSTICO INTEGRADO EN LA DEMANDA FINAL DE ESTADOS UNIDOS (2020), % DEL PIB NOMINAL

● El valor añadido doméstico en % de su propio PIB nominal



Fuentes: Macrobond, OCDE, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Tensiones geopolíticas, compras anticipadas, desconexión entre encuestas de sentimiento y datos económicos — especialmente en Estados Unidos: nunca ha sido tan complejo leer el entorno macroeconómico. La incertidumbre ya no es una simple característica del ciclo; se convierte en la fuerza dominante. Es con prudencia — y cierta audacia — que intentamos anticipar lo que viene, conscientes de los numerosos riesgos bajistas, pero también de los motores alcistas que aún están activos.

La promesa de un “*Liberation Day*” por parte del presidente Trump ha dejado lugar a un clima de parálisis. En lugar de restaurar la visibilidad, este inicio de abril refuerza la confusión. Las empresas, los hogares y los responsables de políticas ahora operan en un mundo influenciado más por la política que por los fundamentos económicos.

LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE: PUNTO DE PARTIDA SÓLIDO, VISIBILIDAD NUBLADA

La situación estadounidense ilustra perfectamente esta opacidad. Aunque algunos acuerdos comerciales podrían amortiguar el impacto a largo plazo, los aumentos tarifarios ya están afectando la inversión y la confianza. Ahora anticipamos una tasa promedio de 15% en las importaciones, frente al 10% previsto hace un mes, pero aún por debajo de la tasa efectiva estimada actualmente (más del 25%²).

Esto nos lleva a revisar nuestras previsiones de crecimiento: 1,5% para 2025 (frente al 1,9% previsto en marzo) y 1,6% para 2026 (frente al 1,9%). Las causas son la persistente incertidumbre, condiciones financieras más restrictivas (caída de los mercados de acciones, crédito más costoso) y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares debido a los aranceles. Dicho esto, el consumo se mantiene sólido: los hogares siguen con buena salud financiera, con una riqueza neta en niveles récord. Como en los últimos años, el comportamiento de los consumidores diverge de los indicadores de sentimiento.

En cuanto a la inflación, ajustamos nuestras previsiones al alza: 3,4% en 2025 (frente al 2,9%) y 2,9% en 2026 (frente al 2,7%), debido a unas importaciones más caras. Las expectativas de inflación de los hogares alcanzan el 3,6% según la Reserva Federal (Fed) de Nueva York, su nivel más alto desde finales de 2023, aunque las expectativas a largo plazo permanecen relativamente estables. La Fed adopta una postura de espera, pero si la economía se desacelera como se prevé, dos recortes de tipos siguen siendo posibles para finales de 2025, lo que llevaría el tipo de referencia al 4%.

Los riesgos macroeconómicos son numerosos. La guerra comercial de Donald Trump no ha terminado, con un nuevo capítulo de acuerdos comerciales por venir. Además, el presidente aún no ha introducido recortes de impuestos ni medidas de desregulación. A corto plazo, los riesgos siguen estando orientados a la baja, con condiciones financieras más estrictas, mayores costos de insumos para las empresas y un posible desanclaje de las expectativas de inflación. Con fundamentos de consumo intactos y un mercado laboral que continúa mostrando signos de resiliencia, la economía estadounidense sigue siendo fuerte frente a esta nueva crisis, aunque lejos de ser inmune.



PROYECCION:
tasa promedio de
ARANCELES
de EE.UU. al
15%

2 - Como lo destacó recientemente Paul Krugman: China representó el 13% de las importaciones estadounidenses en 2024, y si se aplican las nuevas tasas anunciadas a las importaciones de 2024 (más del 100%), la tasa promedio se eleva al 24,95% — más alta que antes de la pausa de 90 días. Sin embargo, los aranceles increíblemente altos sobre China provocarán una disminución de las importaciones provenientes de China, haciendo que una estimación basada en el comercio de 2024 sea problemática.



LA ZONA EURO – ONDAS DE CHOQUE Y RECUPERACIÓN EUROPEA

En Europa, las repercusiones de la política comercial estadounidense ya se están sintiendo, especialmente en una economía aún convaleciente y altamente orientada hacia las exportaciones. La previsión de crecimiento para 2025 se revisa a la baja al 0,5% (frente al 0,8%), pero mantenemos el 1,6% para 2026, con prudencia.

El motor industrial del continente se encuentra en el epicentro de esta turbulencia. El aumento del 1,1% en la producción industrial en febrero queda eclipsado por la fuerte volatilidad del comercio exterior. Las importaciones se dispararon un 8% en enero, resultado de un efecto de anticipación ante las próximas subidas arancelarias, lo que podría pesar sobre el PIB en el primer semestre. Los sectores automotriz, químico y siderúrgico son particularmente vulnerables. La falta de visibilidad sobre la política estadounidense alimenta el pesimismo: el índice ZEW, tras un fuerte repunte en marzo gracias al plan de infraestructura alemán, cayó en abril a su nivel más bajo desde la invasión de Ucrania.

Sin embargo, existen motivos para el optimismo a medio plazo. El plan de inversión en infraestructuras de 500 mil millones de euros de Alemania sigue siendo relevante en un contexto de bajo crecimiento económico y años de subinversión crónica en infraestructuras, desde redes de fibra óptica (con una tasa de penetración estimada del 11% frente al 75% en Francia) hasta los ferrocarriles nacionales (con una tasa de puntualidad del 64% frente al 87% en Francia). Desafortunadamente, las nuevas políticas arancelarias, especialmente en el sector automotriz, actualmente en discusión, junto con la incertidumbre persistente, anularán parcialmente estos beneficios.

Francia, por su parte, se mantiene firme gracias a una menor dependencia de las exportaciones de bienes y a un consumo interno relativamente fuerte respaldado por el ahorro de los hogares y la reducción de los tipos de interés. Sin embargo, la inestabilidad política y el lento impulso de las reformas siguen frenando la recuperación.

En cuanto a la inflación, Europa se distingue de Estados Unidos: debería mantenerse estable en el 2% en 2025 y 2026. Esto se explica por la caída de los precios de la energía, un euro en alza y una política fiscal orientada hacia la oferta. Este contexto abre el camino para un alivio monetario: el Banco Central Europeo (BCE) debería reducir su tipo de depósito al 1,75% para finales de 2025. El principal riesgo a monitorear en nuestro escenario es si nuevos acuerdos comerciales estadounidenses desencadenarán contramedidas de la Unión Europea contra China, que proporciona aproximadamente el 20% de las importaciones de la zona euro.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2026, %

● Previsiones a la baja desde Abril

● Previsiones al alza desde Abril

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración con
el equipo de Renta fija

La incertidumbre política relacionada con los aranceles afecta el crecimiento y genera una mayor volatilidad en los tipos y mercados de crédito. Esto se traduce en una ampliación de los spreads, especialmente en el segmento high yield. Los mercados emergentes se ven particularmente afectados, requiriendo una reevaluación del riesgo.



El mercado de
BONOS ESTADOUNIDENSE
como
ÁRBITRO
de la guerra
comercial

Antes incluso del anuncio de los aranceles por parte de Donald Trump, los tipos de interés europeos ya habían absorbido gran parte del aumento relacionado con el masivo y sorprendente plan de estímulo del próximo gobierno alemán. El esperado anuncio de los aranceles de Donald Trump provocó una significativa caída de los activos de riesgo y de los tipos de interés. El comportamiento de los tipos estadounidenses se mostró luego caótico, como veremos más adelante.

El Banco Central Europeo (BCE) parece subestimar el impacto de la creciente incertidumbre macroeconómica y geopolítica en sus decisiones. Aunque su enfoque basado en los datos económicos es comprensible, no toma en cuenta la incertidumbre que tiende a frenar el crecimiento y reducir la inflación. Además, el sector manufacturero global sigue contrayéndose, afectado por una disminución de la demanda internacional. Las amenazas arancelarias pesan sobre las perspectivas de crecimiento en Europa, mientras que el mercado laboral en el sector manufacturero se deteriora. Si esta tendencia se extiende al sector servicios, podría provocar un ciclo de contracción de la demanda y aumento del desempleo.

La inflación IPCA³ en Europa ha disminuido. Aunque la inflación de los servicios sigue siendo alta, los datos sobre las compensaciones salariales indican una desaceleración futura.

Finalmente, los anuncios fiscales alemanes aún no han tenido efectos positivos en la confianza de los consumidores o empresas, como muestra la encuesta Ifo. Estas medidas podrían tener impactos indirectos limitados en la inflación a través del mercado laboral o las cadenas de suministro.

El aumento de los tipos estadounidenses junto con el pánico en los mercados de acciones plantea interrogantes. En condiciones normales de mercado, los tipos bajan (por lo tanto, el precio de los bonos sube) y amortiguan la caída de los precios de las acciones en una cartera diversificada. Durante la semana del 7 de abril, los tipos largos estadounidenses subieron incluso cuando las acciones bajaban.

Una posible explicación es macroeconómica: los inversores se preocupan por una inflación potencial debido a los aranceles. Otra hipótesis es que algunos fondos de inversión (usando el apalancamiento) están liquidando sus activos más fáciles de vender para cumplir con los márgenes. Sin embargo, una explicación más técnica podría estar relacionada con los fondos especulativos obligados a deshacer sus "basis trades", una estrategia que consiste en anticipar la convergencia entre los precios de los bonos y los de los contratos a futuro. Estas operaciones utilizan un apalancamiento muy significativo para generar rendimiento. El bono a 10 años estadounidense ha mostrado un rendimiento inferior histórico contra el Bund alemán.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), estas operaciones podrían representar 1 billón de dólares, mientras que un análisis de Bloomberg indica que los fondos especulativos ahora poseen el 7% de todos los bonos del Tesoro estadounidense, más que los bancos. La caída de los mercados de bonos podría obligar a algunos fondos a liquidar estas posiciones, provocando un efecto dominó comparable al observado en 2020.

3 - IPCA: El Índice de Precios de Consumo Armonizado.



El conflicto comercial entre Estados Unidos y China podría trasladarse al terreno financiero. Pekín, el segundo mayor poseedor mundial de bonos del Tesoro estadounidense, podría utilizar sus inversiones en activos denominados en dólares como represalia. Aunque no hay pruebas concretas que confirmen esta hipótesis por el momento, China ha permitido recientemente que el renminbi se debilite frente al dólar, lo que podría anunciar una guerra de divisas.

Los ETFs (Exchange-traded funds) contribuyen a la volatilidad de los mercados. Según Bloomberg, los volúmenes negociados el 7 de abril alcanzaron niveles récord (teniendo en cuenta todas las clases de activos).

UN MERCADO DE CRÉDITO DESACOPPLADO DE LOS FUNDAMENTALES

La desaceleración del crecimiento mundial aumentará la necesidad de tipos más bajos en muchos mercados emergentes. El equilibrio para estos mercados entre el crecimiento y la depreciación de las divisas será complejo. La ampliación de los *spreads* conduce a una mayor selectividad. Las ventas de ETF en los mercados ilíquidos impulsarán los *spreads* al alza.

Las bancas centrales asiáticas actuarán sobre los mecanismos monetarios clásicos (reducción de tipos) para estimular el crecimiento. América Latina está relativamente protegida de la guerra comercial debido a sus balanzas comerciales negativas frente a Estados Unidos. La exposición de México al mercado estadounidense le da un acceso privilegiado a la mesa de negociaciones, pero el país es vulnerable a una desaceleración estadounidense.

En Europa, el mercado de crédito *investment grade* ha superado a otras clases de activos: la ampliación de los *spreads* se mantiene moderado (gráfico 3). En cambio, la volatilidad de los mercados ha paralizado el mercado primario. Lo mismo ocurre en el mercado estadounidense.

El impacto es mucho más significativo en el mercado de *high yield*. La caída de las acciones afecta negativamente a las tasas de recuperación futuras. Además, una desaceleración económica pesa sobre el EBITDA, aumentando mecánicamente los ratios de apalancamiento. En términos de flujos de inversores, los primeros rescates o ventas de ETF se están materializando.

La caída de las acciones del sector bancario se refleja lógicamente en la deuda subordinada AT1. Sin cuestionar el ejercicio de las opciones de *call* para este año, este segmento necesita *spreads* más altos para atraer nuevamente a los inversores.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE TIPOS ENTRE UN BONO CON CALIFICACIÓN BBB Y BB EN LA ZONA EURO, CIENTOS DE PUNTOS BÁSICOS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

El entorno del mercado está dominado por una fuerte incertidumbre. La guerra comercial que se ha iniciado debería hacer oscilar los mercados entre intentos de negociación y riesgos de escalada, creando un panorama volátil a medio plazo. El paso del “excepcionalísimo estadounidense” a la “América sola” genera preocupaciones sobre riesgos de desaceleración económica e incluso de estancamiento, que ya están afectando la confianza global. La temporada de publicación de resultados será un indicador clave sobre la capacidad de las empresas para gestionar e integrar esta nueva política estadounidense.

EUROPA

Europa, en este contexto, aparece como un refugio relativo, beneficiándose de valoraciones atractivas, políticas fiscales en transformación y un renovado interés de los inversores. El programa económico de Friedrich Merz en Alemania, centrado en la protección industrial y la resiliencia frente a amenazas externas, ancla un apoyo doméstico significativo, aunque persiste la incertidumbre sobre su implementación.

La dinámica europea se ve reforzada por la esperanza de un estímulo fiscal ampliado a toda la zona. El BCE aún dispone de margen de acción, con una inflación que parece estar más controlada. Además, los fundamentales (valoración, dinámica de las revisiones de beneficios, mejora de la confianza) se están recuperando en comparación con Estados Unidos.

Los valores nacionales alemanes se benefician directamente de este nuevo escenario. Sin embargo, a corto plazo, las fricciones comerciales y la reciente apreciación del euro podrían afectar los beneficios, especialmente en los sectores exportadores. Las pequeñas y medianas capitalizaciones europeas, históricamente menos expuestas a las tensiones arancelarias, también ofrecen una fuente de diversificación, especialmente en un escenario de apoyo fiscal específico.

ESTADOS UNIDOS

La pausa de 90 días en algunas tarifas aduaneras es recibida con escepticismo. China sigue excluida de este moratorio, y la credibilidad de la administración estadounidense frente a los mercados está en entredicho. La probabilidad de una recesión aumenta, mientras que los márgenes de maniobra fiscales y monetarios parecen reducidos. La salvación podría venir del lado de la Fed, que sería susceptible de reactivar el apoyo monetario si la nerviosidad en el mercado de bonos se confirma.

Todas las miradas se dirigen hacia la temporada de publicación de resultados del primer trimestre, que debería proporcionar indicaciones sobre la capacidad de las empresas para integrar estos cambios.

Los preanuncios de las empresas del S&P 500 sugieren una temporada de publicaciones bastante mixta y sin grandes sorpresas en los resultados pasados (gráfico 4, página 11). Sin embargo, la tentación podría ser fuerte para los directivos de usar la baja visibilidad actual como pretexto para revisar a la baja sus perspectivas.

ASIA

La serie de anuncios de aranceles por parte de la administración Trump desencadenó una volatilidad extrema en los mercados bursátiles asiáticos en abril. La sesión del 7 de abril de 2025 registró la mayor pérdida en un solo día desde la crisis financiera mundial de 2008. El impacto real del anuncio de estos aranceles dependerá de los ajustes o exenciones potenciales que se implementen (como la prórroga temporal que se otorgó a los smartphones y la electrónica de consumo, entre otros).



PUBLICACIONES
bajo
ALTA TENSIÓN



Sin embargo, China parece mejor preparada que en 2018 para enfrentar esta nueva ola de tensiones comerciales. La participación de Estados Unidos en las exportaciones chinas ha pasado del 18% en 2018 a menos del 13% en 2024; ahora es menos que la ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático), que representa el 18% de las exportaciones chinas.

Además, las autoridades chinas están listas para implementar más medidas de estímulo frente al aumento de los aranceles estadounidenses, con el objetivo de alcanzar su meta de crecimiento del PIB en 2025, en torno al 5%. Además, el "equipo nacional" chino ha apoyado recientemente los mercados bursátiles locales de China continental. A pesar de las dificultades a corto plazo para los exportadores, esta guerra comercial podría acelerar la transición de China hacia motores más domésticos (consumo interno, manufactura de mayor valor agregado, tecnología, innovación).

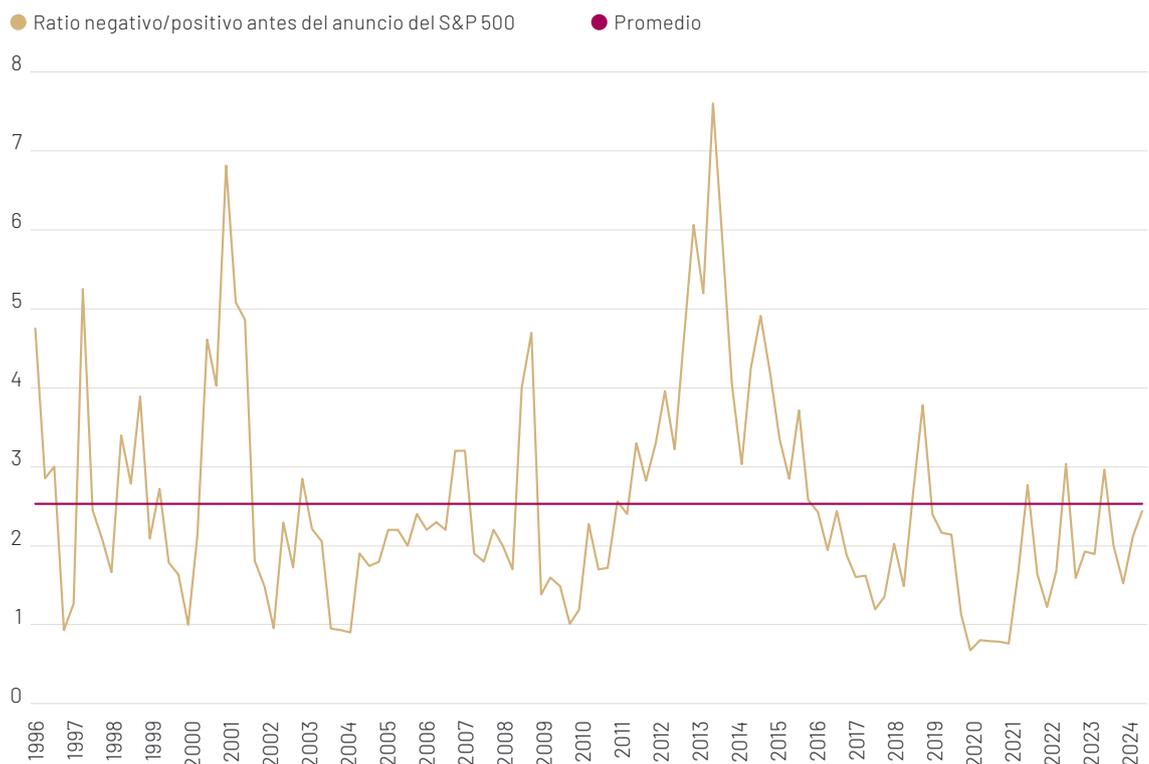
ESTILOS DE INVERSIÓN

En Europa, el estilo *Value*, respaldado por la dinámica de los beneficios y la rotación sectorial, sigue siendo el pilar del rendimiento. Los sectores industriales, materiales y bancos/seguros continúan beneficiándose de un reposicionamiento de los flujos, en espera de un apoyo fiscal confirmado.

En Estados Unidos, la prudencia es esencial. Privilegiamos la exposición a valores de calidad defensiva con baja volatilidad, que constituyen una cobertura natural en un contexto político inestable y de mayor volatilidad.

Los grandes valores de Crecimiento todavía se benefician de cierta resiliencia en sus beneficios, pero también son vulnerables a las represalias comerciales y presentan valoraciones aún elevadas. Esto justifica mantener una exposición al estilo *Growth*, pero con ponderaciones más limitadas.

GRÁFICO 4: RATIO DE PREANUNCIOS DE LA TEMPORADA DE PUBLICACIÓN DE RESULTADOS DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2025



Fuentes: Citi Group, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

La combinación de temores de desaceleración del crecimiento estadounidense y una naciente desconfianza de los inversores hacia los activos estadounidenses, ambos como consecuencia de la política arancelaria agresiva e impredecible de Trump, ha ejercido una fuerte presión sobre el dólar, para el cual los posibles obstáculos persisten e incluso podrían intensificarse. Por ello, hemos decidido cambiar de positivo a neutral sobre el billete verde, nuestra principal convicción se mantiene ahora en el oro.

USD: EL GRAN PERDEDOR DE LA POLÍTICA ARANCELARIA

El año 2025 ha estado marcado por un mal comportamiento del dólar, que ha vuelto a sus niveles más bajos desde septiembre de 2024, un momento en el que surgieron temores de recesión en Estados Unidos debido a preocupaciones sobre el empleo. Este declive del billete verde, especialmente desde la investidura de Donald Trump en enero, es el resultado de una combinación de factores desfavorables, tanto cíclicos como más estructurales.

En primer lugar, los anuncios de planes de gasto alemanes y europeos han apoyado fuertemente al EUR/USD, que, cuando los inversores anticipaban un retorno del par a la paridad en enero, ahora roza los 1,14, un máximo desde principios de 2022, antes de la invasión de Rusia en Ucrania. En segundo lugar, el enfoque agresivo, pero sobre todo extremadamente impredecible de Donald Trump en el marco de la política arancelaria, con anuncios de aumentos de aranceles que según los días son desmentidos, confirmados, implementados o anulados, obviamente pesa sobre las perspectivas de crecimiento mundial. Esta estrategia crea una incertidumbre considerable, especialmente para la economía estadounidense, afectando a los consumidores y perturbando las decisiones de inversión y contratación de las empresas.

Finalmente, el contexto geopolítico en el que Estados Unidos se enfrenta al resto del mundo, amenazando a cada país con aranceles frecuentemente exorbitantes y difíciles de justificar, también lleva a los inversores a cuestionar la confianza en las instituciones y el órgano de gobierno estadounidense, reduciendo el atractivo por los activos americanos.

Este desarrollo se refleja especialmente en los movimientos de los mercados a mediados de abril, que han destacado una especie de fuga de inversores extranjeros de los mercados estadounidenses con una caída simultánea del S&P 500, los bonos del Tesoro estadounidense y el dólar: dinámicas generalmente observadas en los mercados emergentes.

De hecho, históricamente, un aumento de tipos estadounidenses constituye un factor positivo para el dólar, debido al rendimiento superior que implica tal movimiento y la confianza de los inversores en el dólar, especialmente debido a su estatus de moneda de reserva mundial. Además, los inversores también tienen en mente la idea de un famoso acuerdo de "Mar-a-Lago", según el cual Donald Trump buscará en algún momento negociar una devaluación del dólar con los principales socios comerciales para apoyar la competitividad de las empresas domésticas estadounidenses. Sin embargo, este tema debería constituir un desarrollo a medio plazo, ya que un dólar fuerte también es visto por algunos miembros de la administración como un medio a corto plazo para compensar el efecto inflacionario del aumento de los aranceles.

RETORNO A LA NEUTRALIDAD SOBRE EL DÓLAR

En un contexto donde los obstáculos para el dólar se multiplican, hemos decidido cambiar de positivo a neutral sobre la divisa. Considerábamos el dólar como un activo de descorrelación pertinente en nuestras carteras especialmente ante la aparición de la política arancelaria de Donald Trump que veíamos a principios de año como un factor de apoyo significativo para el billete verde, ya que la imposición de aranceles representaría un freno a las importaciones y una mayor escasez del dólar en la economía mundial.



El
EUR/USD
roza los 1,14, su nivel
MÁS ALTO
DESDE
PRINCIPIOS DE
2022

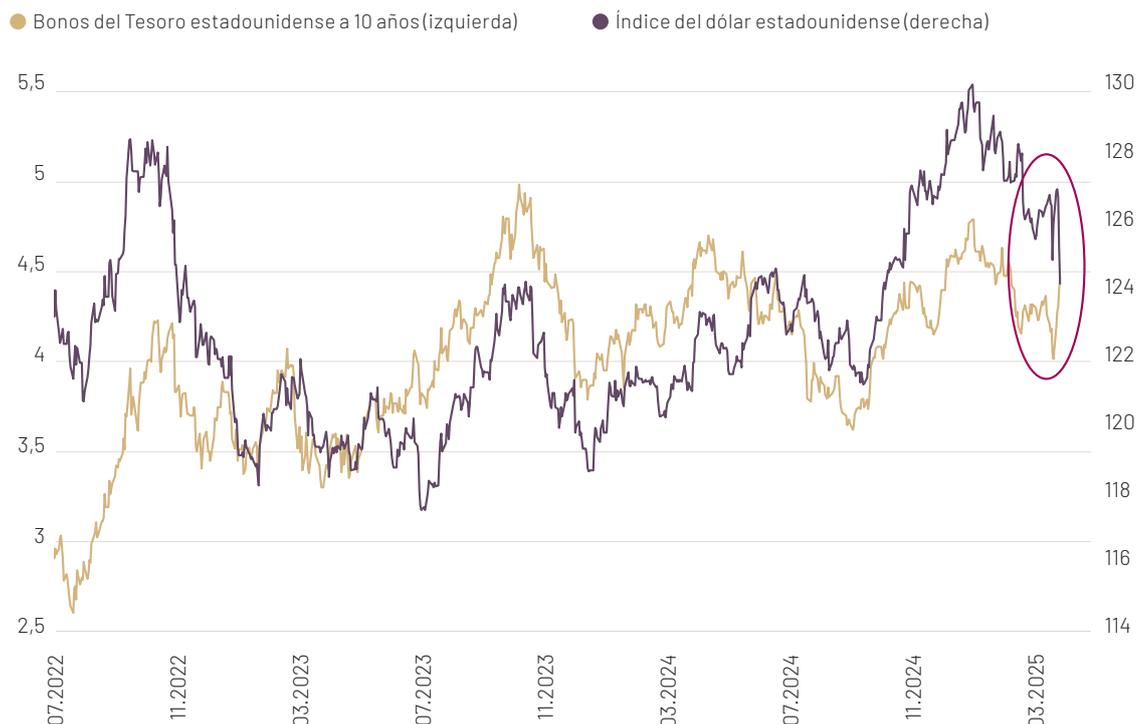


Sin embargo, el aumento de los temores de recesión, principalmente en Estados Unidos, y la naciente desconfianza en los activos en dólares han prevalecido en la mente de los inversores, y el aumento de la aversión al riesgo ha apoyado a los valores refugio como el yen y el franco suizo, así como al euro. A corto plazo, creemos que esta dinámica podría continuar mientras Donald Trump persista en su línea política de confrontación y anuncios impredecibles y retractables, lo que podría generar más preocupaciones sobre una posible erosión de la actividad económica estadounidense y del atractivo de los activos estadounidenses para los inversores.

Nos mantenemos muy atentos a la evolución del dólar y, en particular, al riesgo de una degradación más pronunciada del billete verde. Sin embargo, también creemos que, como se planteó en nuestro [Global Outlook 2025](#), las discusiones sobre la desdolarización parecen exageradas, ya que las alternativas como activo de reserva, el euro o el renminbi, parecen por ahora poco competitivas frente al billete verde, al menos en términos de proporción actual en las reservas de los bancos centrales (58% para el dólar), profundidad de los mercados financieros, así como potencial de crecimiento y productividad.

Al mismo tiempo, si la economía estadounidense entrara en recesión, es probable que las repercusiones se sientan en la economía mundial, y el aumento de la aversión al riesgo resultante haría que el dólar recupere cierto atractivo como valor refugio global. En este entorno de fuerte evolución en las divisas y donde los riesgos económicos y geopolíticos siguen siendo numerosos, nuestra única verdadera convicción sigue siendo el oro, que aparece como un beneficiario evidente, tanto de los temores de desaceleración económica como de la desconfianza hacia los mercados financieros estadounidenses.

GRÁFICO 5: LA CAÍDA DE LA CORRELACIÓN USD/UST REFLEJA LA EROSIÓN DE LA CONFIANZA EN EL USD



Fuentes: Reuters, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** Ajustamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento para Estados Unidos a 1,5% y 1,6% para 2025 y 2026 respectivamente. Estas revisiones reflejan el aumento de los aranceles anunciados por Donald Trump y la incertidumbre sobre la actividad económica estadounidense. Nuestra nueva hipótesis base prevé una tasa promedio de aranceles del 15%. Por razones similares, teniendo en cuenta el plan de gasto alemán, revisamos el crecimiento de la zona euro a 0,5% para 2025 (sin cambios en 1,6% para 2026). Finalmente, ahora apuntamos a un 4,5% de crecimiento para China en 2025, aunque estimamos que las autoridades chinas tienen la capacidad de reequilibrar el crecimiento a través de planes de apoyo.
- **Inflación:** La integración de un escenario más agresivo sobre los aranceles nos lleva a revisar al alza nuestras previsiones de inflación en Estados Unidos, con tasas de 3,4% y 2,9% esperadas para 2025 y 2026. Nuestras estimaciones para la zona euro permanecen estables en 2% para 2025 y 2026, influenciadas por la caída de los precios de la energía y la reciente revalorización del euro.
- **Bancos centrales:** La Fed debería mantener un enfoque de espera durante los próximos meses debido a los riesgos inflacionarios inducidos por los aranceles. Pero, dado el progresivo desaceleramiento del crecimiento, seguimos anticipando dos recortes de tasas a finales del año. En la zona euro, la trayectoria de desinflación y los riesgos sobre el crecimiento ofrecen más margen de maniobra al BCE para flexibilizar su política monetaria. Prevemos tres recortes adicionales de tasas en 2025, con una tasa de depósito del 1,75% para fin de año.
- **Resultados empresariales:** El elevado nivel de incertidumbres económicas está llevando a revisiones a la baja de los beneficios, que deberían continuar en las próximas semanas. Vigilaremos atentamente las previsiones de las empresas durante la publicación de los resultados del primer trimestre.

- **Entorno de riesgo:** Como se mencionó anteriormente, la volatilidad debería permanecer elevada en un contexto político altamente incierto. Los riesgos sobre el crecimiento dependen en gran medida de las futuras evoluciones en materia de política arancelaria. En los mercados, la dificultad también radica en la escasez de activos de cobertura para protegerlas carteras, ya que el dólar y la deuda soberana han perdido su estatus de valor refugio a corto plazo.

CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Después de haber revisado previamente a la baja nuestro grado de convicción sobre las acciones, ahora adoptamos una posición neutral en relación con nuestros índices de referencia, mientras mantenemos un alto nivel de diversificación.
- Aunque no anticipamos una recesión en Estados Unidos, el entorno macroeconómico ha seguido deteriorándose en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras. En el plano microeconómico, las valoraciones en Estados Unidos ciertamente han corregido, pero aún se mantienen alrededor de su promedio histórico, incluso cuando las perspectivas de beneficios podrían resultar menos alentadoras. En otras palabras, las proyecciones de crecimiento de beneficios ya no constituyen un motor de alza a corto plazo, con revisiones ahora esperadas a la baja en casi todas las zonas geográficas.
- En términos geográficos, aumentamos nuestra convicción sobre las acciones infravaloradas de la zona euro. Orientadas hacia el crecimiento doméstico, estas deberían ser menos sensibles a la implementación de aranceles y presentan valoraciones más atractivas. Los mercados asiáticos permanecen ligeramente sobreponderados en nuestras asignaciones. En particular, las perspectivas económicas chinas mejoran con una estabilización de las expectativas de crecimiento y la prioridad del gobierno a la consumo. La reducción del riesgo se realiza mediante la disminución de nuestra convicción sobre las acciones japonesas, que podrían ser vulnerables ante la subida del yen a corto plazo. Finalmente, mantenemos una visión neutral sobre las acciones estadounidenses en este momento.



REPOSICIONA-
MIENTO
en las zonas que se
benefician
DE PLANES DE
ESTÍMULO



Renta fija

- Mantenemos un enfoque prudente en términos de duración. A corto plazo, estimamos que la deuda soberana, en particular la deuda estadounidense, ya no es un activo de diversificación y cobertura eficaz. Esta perspectiva está alimentada por la incertidumbre que rodea la trayectoria fiscal de Estados Unidos, los riesgos inflacionarios y los efectos técnicos desfavorables en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense. Por lo tanto, privilegiamos los bonos del Estado de la zona euro para los portafolios denominados en euros, teniendo mayor confianza en la trayectoria de desinflación de esta región.
- Reducimos nuestra convicción sobre el crédito estadounidense, que podría sufrir debido a la deterioración de las condiciones financieras. Mantenemos nuestra preferencia por el crédito europeo cuyos fundamentales siguen siendo sólidos. Esta clase de activos también debería continuar beneficiándose de flujos adicionales debido a las necesidades de reinversión de los inversores y a una potencial reasignación de los fondos monetarios.
- Finalmente, aunque los rendimientos de las deudas emergentes en monedas locales siguen siendo atractivos, el empeoramiento del sentimiento del mercado, la caída de los precios de las materias primas y la volatilidad de las monedas emergentes nos llevan a adoptar una actitud más prudente.

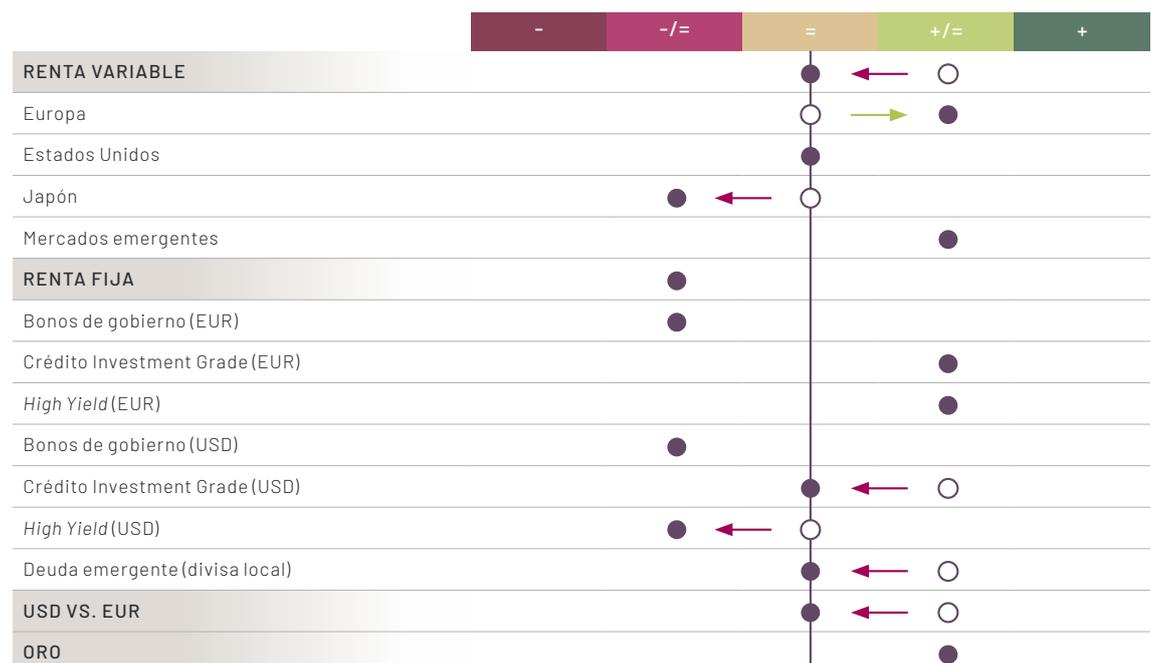
Mercado de divisas

- Revisamos a la baja nuestra convicción sobre el dólar estadounidense frente al euro. El billete verde ya no desempeña su papel de activo descorrelacionador debido al contexto actual de desconfianza hacia los activos estadounidenses. A medio plazo, adoptamos una actitud neutral respecto al dólar, que sigue siendo la principal moneda de intercambio para el comercio internacional y podría recuperar vigor si la economía mundial no llegara a deteriorarse significativamente.
- En este contexto de incertidumbres, permanecemos estratégicamente positivos sobre el oro, que sigue siendo uno de los mejores activos de cobertura frente a los riesgos políticos y geopolíticos y se beneficia del apetito de los bancos centrales.

TABLA DE CONVICCIONES

○ Marzo 2025

● Abril 2025



Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 17.04.2025



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU, 10A	4,32%	8,80	-24,41
Francia 10A	3,24%	-24,10	4,50
Alemania 10A	2,47%	-31,00	10,50
España 10A	3,17%	-25,50	11,20
Suiza 10A	0,40%	-32,70	7,60
Japón 10A	1,31%	-19,80	22,60

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	38,17	1,44%	5,77%
Deuda pública EUR	211,95	1,72%	1,31%
Deuda corporativa EUR (HY)	230,94	-1,14%	-0,12%
Deuda corporativa USD (HY)	362,25	-1,54%	0,19%
Deuda pública EE, UU,	324,02	0,51%	2,70%
Deuda corporativa emergente	44,31	-1,84%	-0,16%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,93	-2,57%	-0,80%
GBP/USD	1,33	2,28%	5,90%
USD/CHF	0,82	-6,92%	-9,55%
EUR/USD	1,14	4,67%	9,68%
USD/JPY	142,46	-4,24%	-9,47%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	29,65	9,85	12,30

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.282,70	-6,71%	-10,18%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.275,66	-4,90%	1,26%
STOXX Europe 600	506,42	-8,42%	-0,24%
Topix	2.530,23	-9,50%	-9,15%
MSCI World	3.474,06	-5,94%	-6,31%
Shanghai SE Composite	3.772,22	-5,10%	-4,13%
MSCI Emerging Markets	1.067,07	-6,45%	-0,78%
MSCI Latam (América Latina)	2.047,78	-3,82%	10,54%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	214,83	-2,01%	5,22%
MSCI Asia Ex Japan	687,83	-7,30%	-2,31%
CAC 40 (Francia)	7.285,86	-9,99%	-1,29%
DAX (Alemania)	21.205,86	-7,80%	6,51%
MIB (Italia)	35.980,43	-8,19%	5,25%
IBEX (España)	12.918,00	-2,92%	11,41%
SMI (Suiza)	11.660,96	-10,96%	0,52%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.028,00	-3,26%	-8,19%
Oro (USD/Onza)	3.316,18	9,02%	26,36%
Crudo WTI (USD/Barril)	64,68	-5,24%	-9,82%
Plata (USD/Onza)	32,47	-3,90%	11,04%
Cobre (USD/Tonelada)	9.188,50	-7,53%	4,80%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,25	-18,36%	-10,68%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

	ENERO 2025	FEBRERO 2025	MARZO 2025	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2025 A 17.04.2025
	5,92%	13,64%	14,92%	-2,01%	10,54%
	4,55%	8,76%	8,94%	-3,82%	5,22%
	4,02%	6,78%	7,38%	-4,90%	1,26%
	3,66%	6,60%	6,47%	-5,10%	-0,24%
	3,52%	5,71%	6,06%	-5,94%	-0,78%
	3,48%	5,37%	5,39%	-6,45%	-2,31%
	0,64%	4,92%	1,02%	-6,71%	-4,13%
	-0,27%	4,46%	0,40%	-7,30%	-6,31%
	-1,71%	0,13%	-0,39%	-8,42%	-9,15%
	-3,50%	-0,63%	-3,72%	-9,50%	-10,18%

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 Paris, Francia, registrada en el Registro de Comercio y Sociedades de Paris 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 17.04.2025.

