



MONTHLY HOUSE VIEW

Julio de 2025

Cumbre de Jackson Hole: tomar altura

• Índice

01• Editorial	P3
CUMBRE DE JACKSON HOLE: TOMAR ALTURA	
02• Focus	P4
EL ESTADO DE LAS "NEGOCIACIONES" A NIVEL GLOBAL	
03• Macroeconomía	P6
RESILIENCIA	
04• Renta fija	P8
¿ES SOSTENIBLE LA DEUDA PÚBLICA DE ESTADOS UNIDOS?	
05• Renta variable	P10
UN REPUNTE ESPECTACULAR ANTES DE UN VERANO INCIERTO	
06• Divisas	P12
Y POR UNOS CUANTOS DÓLARES MENOS	
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

Estimada lectora, Estimado lector,

A medida que se acerca el verano, muchos de nosotros esperamos tomarnos un respiro tras un primer semestre agitado. Mientras tanto, los banqueros centrales seguirán trabajando sin descanso. Cada año, la Reserva Federal (Fed) de Kansas City organiza en Jackson Hole, Wyoming, un simposio que se ha convertido en uno de los más emblemáticos del mundo para los actores de la política monetaria. En un contexto global incierto, este evento adquiere una relevancia aún mayor. Como garantes de la estabilidad, los bancos centrales ofrecen una perspectiva macroeconómica esencial, al tiempo que preservan su independencia.

Durante una visita personal a Jackson Hole, quedé impresionado por la belleza del lugar. La elección de este sitio tiene una explicación sencilla: permite llevar a cabo debates profundos, lejos de cualquier distracción. La primera edición, celebrada en 1982, se inspiró en la pasión de Paul Volcker por la pesca con mosca. Este año, 120 participantes cuidadosamente seleccionados —académicos, banqueros centrales y algunos periodistas— estarán presentes.

EL DILEMA DE LOS BANCOS CENTRALES

El simposio de este año llega en un momento en el que los bancos centrales enfrentan desafíos específicos, pero comparten preocupaciones similares:

Fed: “¿Bajar o no bajar los tipos de interés?” La inflación sigue siendo un riesgo, pero los efectos de los aranceles aún no se han materializado de manera significativa. En este contexto, la cifra de mayo fue la cuarta consecutiva por debajo de las expectativas. Además, los déficits presupuestarios y su impacto en los mercados de bonos serán temas centrales en las discusiones.

Banco de Japón: “¿Subir o no subir los tipos de interés?” La inflación en Japón supera con creces su objetivo, pero las expectativas de alza de tipos se han debilitado. La política monetaria de endurecimiento cuantitativo, iniciada el verano pasado, está siendo puesta a prueba mientras el Banco de Japón enfrenta la curva de rentabilidades más pronunciada entre los países desarrollados. Podría necesitar recurrir nuevamente a un alivio cuantitativo, aunque selectivo en el tramo largo, para estabilizar su mercado de bonos.

BCE: “¿Reducir, pero hasta dónde?” Christine Lagarde llega a este simposio en una posición más favorable. El Banco Central Europeo (BCE), que fue el primero en reducir los tipos de interés en junio de 2024, las ha recortado a la mitad en un año. La infla-

ción está controlada, los diferenciales de rendimiento de los bonos periféricos se han estrechado y los mercados de deuda permanecen estables. Una última reducción podría ser posible después del verano, seguida de un prolongado periodo de estabilidad.

EL DILEMA DE LOS INVERSORES

La economía estadounidense sigue mostrando una resiliencia notable, a pesar de un panorama político agitado y de las tensiones relacionadas con los aranceles. La inflación se mantiene estable, el consumo de los hogares sigue firme y el mercado laboral no presenta signos significativos de debilidad. ¿Estamos a las puertas de un verano “Goldilocks”, ni demasiado caliente ni demasiado frío?

Si nuestro escenario económico de abril se mantenía prudente, ahora parece evidente que lo peor ha sido evitado. Sin prever una reactivación contundente, recomendamos mantenernos abiertos a las oportunidades. Varias fechas clave este verano podrían reavivar la volatilidad en los mercados, por lo que seguimos atentos para reposicionar nuestras carteras cuando sea necesario.

A escala mundial, la prudencia sigue predominando, como lo demuestra la baja exposición a activos de riesgo. Sin embargo, los inversores particulares, las empresas a través de recompras de acciones y los *hedge funds* están aumentando gradualmente su apetito por el riesgo, especialmente tras el repunte de abril. Los inversores institucionales, más lentos en reaccionar, podrían redirigir sus carteras hacia las acciones en los próximos meses.

Por último, merece una atención especial la evolución del dólar estadounidense. Mientras las acciones americanas coquetean con máximos históricos, el dólar sigue debilitándose. Este movimiento, cada vez más evidente, está llevando a los inversores internacionales —incluidos nosotros— a cubrir su exposición al dólar. Los datos recientes muestran un aumento notable en las estrategias de cobertura sobre activos estadounidenses, lo que refleja un cambio en la percepción. No se trata de un desinterés masivo, sino más bien de un reajuste prudente. Nuestra posición respecto al dólar, por lo tanto, sigue siendo cautelosa.

Como siempre, permanecemos atentos a la complejidad del entorno actual para mantener nuestras estrategias alineadas con las dinámicas del mercado.

Les deseamos una buena lectura de esta edición y un excelente verano.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Después de la guerra comercial arancelaria iniciada por Estados Unidos, la administración Trump se centró en más de 200 acuerdos comerciales bilaterales. Sin embargo, el comercio estadounidense representa solo alrededor del 10% del comercio mundial. Entonces, ¿qué sucede con el resto del mundo? Mientras Washington prioriza las negociaciones bilaterales, la economía global se está adaptando: surgen nuevas alianzas regionales, se desarrollan cadenas de suministro alternativas y se implementan políticas de compensación.



EE.UU.
representa solo
alrededor del
10%
DEL COMERCIO
MUNDIAL

EL COSTE DE UN “RENACIMIENTO INDUSTRIAL” ESTADOUNIDENSE

Como recuerda la Organización Mundial del Comercio (OMC), los aranceles no solo sirven para generar ingresos: a menudo generan efectos secundarios inesperados. La estrategia estadounidense para revitalizar la industria nacional mediante aranceles ha ralentizado el crecimiento y aumentado los costes de producción, además de correr el riesgo de desviar el empleo hacia sectores de menor productividad. Si bien un dólar más débil respalda las exportaciones, los avances comerciales siguen siendo mínimos: más de 200 acuerdos permanecen pendientes, con un único logro destacable, un acuerdo simbólico con el Reino Unido.

China, aprovechando su posición dominante en tierras raras (70% de la producción mundial), utiliza este recurso como una herramienta de negociación. Trump afirma que los aranceles sobre productos chinos pasarán del 145% al 55%. Por su parte, India, cada vez más abierta, avanza hacia un acuerdo provisional en julio tras varios progresos conjuntos. Europa, en cambio, ha sido relegada “al final” de las prioridades comerciales de Estados Unidos, por detrás de Japón. Sufre un arancel temporal del 10% y sigue insistiendo en un acuerdo global, negándose a aceptar una solución parcial. Finalmente, la renovación del Tratado entre Canadá, Estados Unidos y México (T-MEC) está programada para julio de 2026, aunque México exige una revisión anticipada para septiembre de 2025.

¿DEVOLVERLE A EUROPA SU GRANDEZA?

La Unión Europea (UE) enfrenta aranceles punitivos por parte de Estados Unidos (particularmente en los sectores de automóviles y acero) y los efectos del desacoplamiento entre China y Estados Unidos. Sin embargo, la UE se mantiene firme.

Las autoridades europeas apuestan por la reactivación fiscal, el fortalecimiento de la demanda interna y la consolidación del mercado único (gráfico 1, página 5). Según el informe de Mario Draghi sobre la competitividad de la UE, los principales obstáculos para el comercio europeo son internos. Las barreras no arancelarias (como la burocracia excesiva y las divergencias regulatorias) generan un sobre coste equivalente a un 45% en aranceles sobre bienes manufacturados —y hasta un 110% sobre servicios—, cifras significativamente superiores a los aranceles recientemente aplicados por Estados Unidos.

En 2025, la UE ha firmado varios acuerdos importantes, comenzando con el “Reset” con el Reino Unido en mayo. Los puntos clave incluyen proyectos de defensa conjuntos, acceso mutuo a la electricidad, armonización de normas sanitarias y, especialmente, acceso recíproco completo a las aguas post-Brexit, una concesión política de gran magnitud.

Otros acuerdos están en proceso: un tratado de libre comercio con India, previsto para finales de 2025 (después de que Nueva Delhi concluyera uno con Londres en mayo), y el acuerdo UE-Mercosur (Brasil, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia), finalizado a finales de 2024 pero pendiente de ratificación. Este último crearía uno de los mayores espacios de libre comercio del mundo (alrededor del 20% del PIB global) y eliminaría más del 90% de los aranceles en la región, contrarrestando las tendencias proteccionistas. En resumen: el acuerdo con el Reino Unido tiene el mayor valor económico; el pacto con India ofrece un apalancamiento estratégico (especialmente en servicios digitales); mientras que el acuerdo Mercosur genera tensiones debido a preocupaciones ambientales.



ASIA: LA UNIDAD COMO ESCUDO

Frente a los aranceles estadounidenses, Asia se mantiene unida. Aunque los niveles de tarifas varían (49% para Camboya, 10% para Singapur), la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) abogó por un diálogo directo con Trump durante su cumbre en Kuala Lumpur. Dos pilares estructuran esta resiliencia regional: el RCEP (Acuerdo de Asociación Económica Integral Regional, sin India), firmado en 2020, y el CPTPP (Acuerdo Integral y Progresista de Asociación Transpacífico, sin Estados Unidos) de 2018. Juntos, estos acuerdos protegen parcialmente a la región de los choques externos.

China también está reforzando su posición, tanto en Asia como más allá. Ahora es el principal socio comercial de la mayoría de los países de América Latina y un prestamista clave. El comercio entre China y América Latina ha crecido alrededor de un 10% desde 2021, representando el 8% del comercio exterior chino. Esta estrategia amplía la influencia económica de Pekín y ofrece una alternativa creíble al orden comercial centrado en Estados Unidos. En África, la presencia de China también se consolida: en junio, anunció la elimina-

ción total de los aranceles sobre las exportaciones de 53 países africanos.

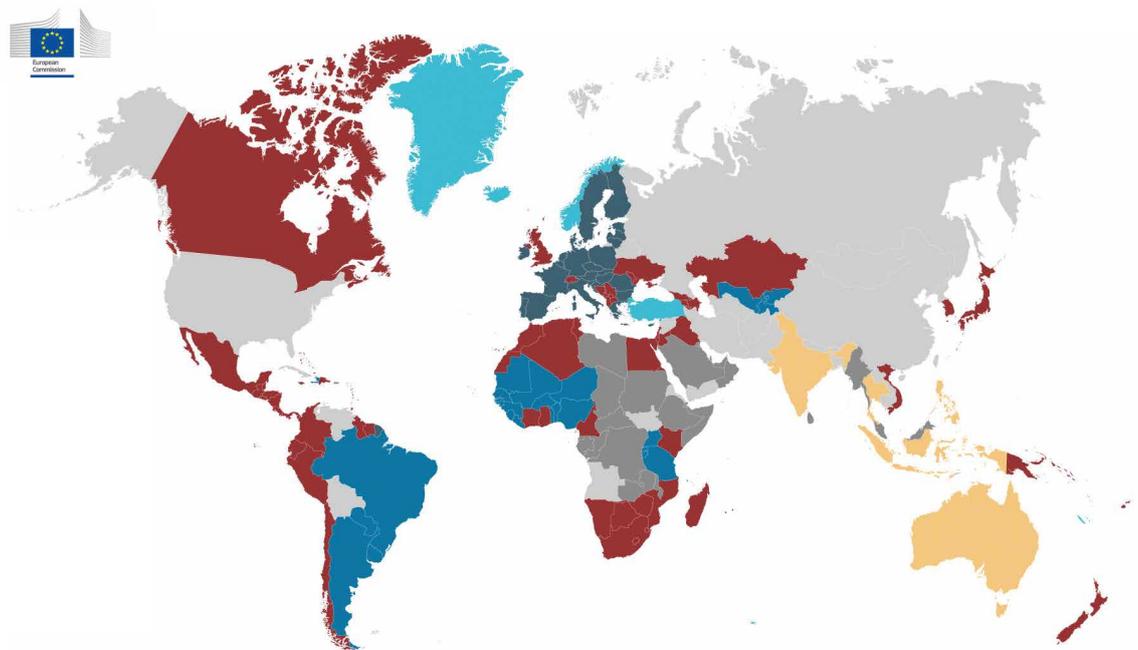
AMÉRICA LATINA: EL CAMINO HACIA LA DIVERSIFICACIÓN

Atrapada entre potencias rivales, América Latina ha optado por una estrategia de no alineamiento. Brasil es un ejemplo claro de este enfoque: aunque China es su principal socio comercial —y considerado más confiable tras el giro proteccionista de Estados Unidos—, el gobierno de Lula sigue comprometido tanto con Washington como con Bruselas. Esta estrategia se asemeja a la de la India, que participa en los grandes foros internacionales sin alinearse completamente (de hecho, rechazó unirse al RCEP en 2019).

Al diversificar sus alianzas y evitar la dependencia excesiva, América Latina busca preservar su margen de maniobra. Sin embargo, esta estrategia no la exime de todas las repercusiones de la política de Trump: la economía mexicana, por ejemplo, se enfrenta a una posible recesión en 2025, luego de que el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisara su previsión de crecimiento de +1,4% a -0,3%.

GRÁFICO 1: ACUERDOS COMERCIALES DE LA UE EN 2025

- Unión Europea(UE)
- Unión Aduanera, EEE y PTOM*
- En vigor**+
- Adopción / Ratificación en curso**
- En negociación**
- En suspenso**
- Sin acuerdo**



* Espacio Económico Europeo(EEE)/ Países y territorios de ultramar (PTOM).
 ** Acuerdo de Libre Comercio (ALE), Acuerdo de Libre Comercio Amplio y Profundo (ALEAC), Acuerdo de Asociación y Cooperación Reforzado (APCR), Acuerdo de Asociación y Cooperación con Elemento Preferencial (APC).
 + Los acuerdos actualizados con Túnez y África Oriental y Austral están actualmente en proceso de actualización; el acuerdo actualizado con Chile está en proceso de ratificación. El ALEAC con Georgia no se aplica en Osetia del Sur ni en Abjasia.

Fuentes: Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Nuestras previsiones de crecimiento, superiores al consenso, reflejan nuestra convicción de que los aranceles no son los únicos motores de la actividad económica: las economías occidentales se enfrentan a las turbulencias comerciales desde bases relativamente sólidas. Sin embargo, es probable que se produzca una desaceleración hacia finales de año.

EE:UU.: CRECIMIENTO SÓLIDO A PESAR DE LOS OBSTÁCULOS

Tras un primer trimestre complicado, marcado por una contracción en el comercio neto, el segundo trimestre muestra signos de mayor dinamismo. El crecimiento del PIB fue revisado al alza, alcanzando un 3% en tasa anualizada (frente al -0,2% del primer trimestre), y nuestra previsión anual se sitúa ahora en el 1,7%, por encima del consenso. Esta revisión refleja una perspectiva de crecimiento más equilibrada, impulsada por una tregua comercial entre Estados Unidos y China, acciones legales contra la política arancelaria de Trump y una posible anticipación de estímulos fiscales.

El mercado laboral sigue siendo robusto, aunque comienzan a aparecer señales de desaceleración. La tasa de desempleo se mantuvo estable en un 4,2% en mayo, mientras que el crecimiento salarial continuó fuerte, con un 3,9%, que respalda el consumo. Las ventas minoristas bajaron un 0,9% en mayo, pero, excluyendo automóviles y combustibles —afectados por el cambio en los patrones de compra anticipados debido a los aranceles en meses anteriores—, las ventas minoristas aumentaron un 0,4%, frente al -0,1% registrado en abril.

Los aranceles siguen siendo un factor relevante en nuestras proyecciones. Su impacto en la inflación oficial ha sido moderado (2,4% interanual en mayo), pero una encuesta de la Reserva Federal (Fed) de Nueva York revela que muchas compañías han incrementado sus precios, incluso en productos no afectados directamente por los aranceles. El impacto inflacionario se ha visto retrasado por la acumulación anticipada de inventarios y la compresión de márgenes, pero se espera que se materialice para julio de 2025. Si bien las expectativas de inflación a un año han aumentado significativamente, las de largo plazo permanecen estables.

La Fed probablemente reducirá tipos de interés al 4% para finales de 2025 y al 3,5% en 2026. Además, la estrategia arancelaria de Trump se enfrentó a un desafío legal: un tribunal federal declaró ilegales algunas medidas. Aunque los aranceles permanecerán vigentes mientras se resuelve el caso judicial, esta incertidumbre destaca las limitaciones del poder ejecutivo. Se espera que la guerra comercial se suavice gradualmente, con un arancel promedio sobre las importaciones estadounidenses estabilizándose en torno al 15%.

ZONA EURO: OPTIMISMO PRUDENTE

La economía de la zona euro creció un 0,6% en el primer trimestre de 2025, el doble de las estimaciones iniciales. Irlanda lideró el crecimiento con un impresionante aumento del 9,7%, seguida por España (+0,6%) y Alemania (+0,4%). La inversión experimentó un salto del 1,8%, impulsada por compras anticipadas de equipos antes de la entrada en vigor de nuevos aranceles, la reducción de los tipos de interés por parte del BCE y una recuperación en la inversión inmobiliaria.

Aunque el sector servicios muestra signos de desaceleración, la confianza en la industria mejora, respaldada por un mejor uso de la capacidad instalada y un acceso más fluido al crédito. Sin embargo, las incertidumbres comerciales podrían afectar la inversión y la producción. La resiliencia del PIB podría desvanecerse en el segundo trimestre, aunque ya no anticipamos una recesión en la segunda mitad del año.



1,8%

crecimiento de la
inversión en la
ZONA EURO EN
EL T1



Las presiones inflacionarias están disminuyendo, gracias a un euro más fuerte, la moderación de los precios de producción y una reducción en los riesgos de represalias arancelarias. Según el índice del BCE, se espera que el crecimiento salarial caiga al 1,7% para finales de 2025, frente al 5,4% registrado un año antes. En este contexto, el BCE redujo sus tipos al 2% en junio, y los mercados prevén un nuevo recorte al 1,75% para diciembre, una trayectoria que también compartimos.

MERCADOS EMERGENTES: DINÁMICAS DIVERGENTES

En China, el crecimiento económico se desaceleró al 1,2% en el primer trimestre de 2025, tras registrar un 1,6% en el cuarto trimestre de 2024. Las autoridades han intensificado las medidas de apoyo a la demanda interna. En mayo, las ventas minoristas sorprendieron al alza (+6,4% interanual), al igual que la producción industrial (+5,8%). La desinflación continúa, con una ligera caída del 0,1% en los precios al consumo y una disminución del 3,3% en los precios de producción.

Por otro lado, India se consolida como la locomotora de los mercados emergentes. El PIB creció un impresionante 7,4% interanual en el primer trimestre de 2025, superando ampliamente las expectativas. Este crecimiento coloca al país en camino de superar a Japón y convertirse en la cuarta economía más grande del mundo.

Mientras tanto, las tensiones en el Medio Oriente han elevado los precios del petróleo por encima de los 70 dólares por barril. Si los precios alcanzan entre 90 y 100 dólares, podrían ejercer presión sobre la inflación en Estados Unidos. En Europa, el impacto sería más moderado debido a una mayor carga fiscal sobre los combustibles, lo que eleva el umbral crítico a alrededor de 100 dólares por barril. Sin embargo, los aumentos de producción previstos por la OPEP+ probablemente limitarán esta escalada.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2024-2026, %

● Previsiones a la baja desde la última edición

● Previsiones al alza desde la última edición

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



¿ES SOSTENIBLE LA DEUDA PÚBLICA DE ESTADOS UNIDOS?



Sam VEREECKE
CIO Fixed Income, DPAM

El gobierno de Estados Unidos, al igual que muchos otros países, tiene una deuda pública significativa. Esta deuda se financia principalmente mediante la emisión de valores del Tesoro, que incluyen bonos del Tesoro (a corto plazo), notas del Tesoro (a medio plazo) y obligaciones del Tesoro (a largo plazo). Los inversores abarcan una amplia gama, incluyendo particulares, empresas, fondos de pensiones, la Reserva Federal y otros gobiernos. Esto se conoce generalmente como deuda pública.



La
DEUDA PÚBLICA
DE EE.UU.
equivale al
98,1%
del PIB

El monto total actual de la deuda pública es de aproximadamente 28,9 billones de dólares, lo que equivale al 98,1% del producto interno bruto (PIB) de los Estados Unidos.

Por otro lado, el gobierno estadounidense también tiene otras obligaciones intragubernamentales relacionadas con la Seguridad Social y Medicare. Estas obligaciones ascienden a aproximadamente 7,3 billones de dólares, lo que representa el 24,6% del PIB. Como inversores, nos enfocamos más en la deuda pública, ya que estos títulos deben ser refinanciados constantemente. La deuda total, que incluye tanto la deuda pública como la deuda intragubernamental, asciende a 36,2 billones de dólares, es decir, el 122,7% del PIB.

A modo de comparación, la deuda pública de Alemania equivale al 63% del PIB, la de Francia al 113% y la de Japón a aproximadamente el 250% del PIB.

Desde un punto de vista económico, un nivel moderado de deuda pública permite implementar políticas fiscales "contracíclicas": cuando la economía se debilita, el gobierno puede endeudarse para apoyar la actividad económica. Los inversores suelen comprar estos bonos voluntariamente, considerándolos seguros, especialmente en períodos de desaceleración.

Sin embargo, niveles constantemente altos de deuda pública (ratios elevados deuda/PIB) generan preocupaciones sobre su sostenibilidad, ya que estas obligaciones pueden percibirse como menos seguras. Esto puede dificultar el acceso al financiamiento o aumentar los costes de interés a medida que los inversores se vuelven más cautelosos. Esto podría desencadenar una espiral de deuda, en la cual el aumento de los pagos de intereses requiere más endeudamiento, lo que lleva a tasas aún más altas.

Finalmente, esto podría limitar la capacidad del gobierno y su flexibilidad política, como se observó durante la crisis de la zona euro.

¿Tiene el gobierno estadounidense niveles altos de deuda pública? Este debate se reavivó con la aprobación de la ley "One Big Beautiful Bill Act" (en español: Ley del Gran Hermoso Proyecto) de Trump, adoptada por la Cámara de Representantes el 22 de mayo de 2025. Según las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), esta ley aumentaría los déficits estadounidenses en 3 billones de dólares durante la próxima década. Algunos analistas independientes prevén un impacto aún mayor.

Actualmente, la deuda pública equivale al 98,1% del PIB y, bajo las políticas existentes, se espera que alcance el 117,1% en la próxima década. Sin embargo, con la nueva ley y utilizando las proyecciones de déficit mencionadas, la CBO estima que esta deuda podría llegar al 123,8% para 2034. Suponiendo que la deuda intergubernamental no aumente sustancialmente para entonces, la deuda total podría superar el 150% del PIB en 2034.

La pregunta clave es si Estados Unidos está entrando en una espiral de deuda. Actualmente, no es el caso —todo lo contrario. Las tasas de interés no muestran una tendencia al alza. El gráfico 2, página 9, muestra que los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años han fluctuado en los últimos dos años, sin una tendencia clara de aumento. De hecho, actualmente son incluso más bajos que a principios de 2025. Estas fluctuaciones en los tipos de interés reflejan principalmente cambios en las expectativas de crecimiento e inflación, y no un deterioro en la sostenibilidad de la deuda.



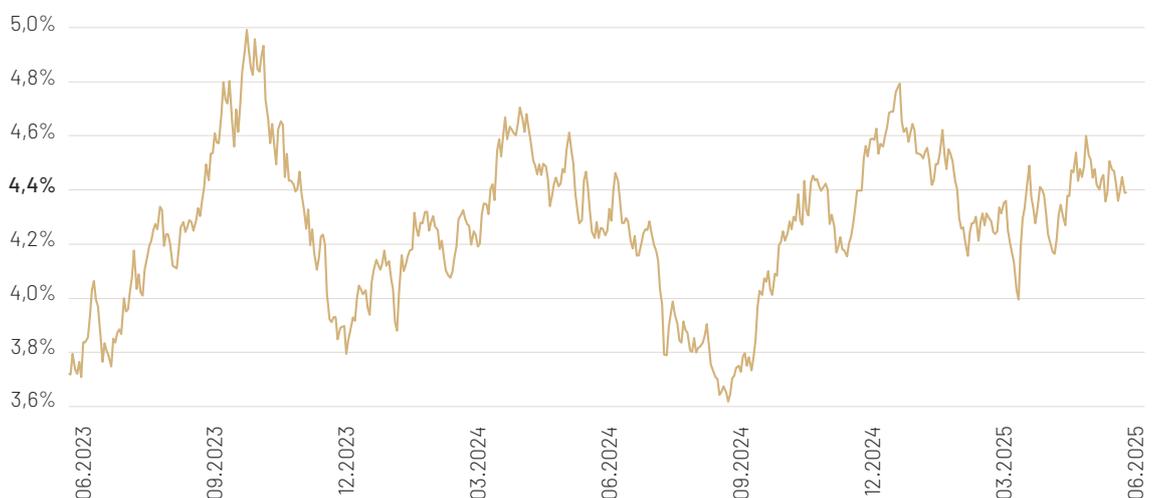
Un inversor puede obtener actualmente un rendimiento del 4,4% (al 18 de junio de 2025) en lo que probablemente sea uno de los activos más seguros y líquidos disponibles. En 2020, estos rendimientos eran inferiores al 1%, lo que hace que los bonos actuales sean mucho más atractivos. Los niveles actuales de los tipos de interés están atrayendo a más inversores. El riesgo de una espiral de deuda se reduce, ya que más inversores ingresan al mercado cuando los rendimientos son más altos. Además, como una de las mayores clases de activos del mundo, la deuda estadounidense sigue siendo el activo de referencia para muchos inversores institucionales, incluidas las bancas centrales extranjeras. Sin embargo, la incertidumbre reciente en torno a las políticas estadounidenses ha erosionado su estatus como "activo de reserva".

Hay otros puntos a considerar. Recientemente, la sostenibilidad de la deuda estadounidense ha sido ampliamente cubierta por los medios, y muchos inversores permanecen subvertidos. Este tipo de subinversión estructural a menudo desencadena aumentos en los precios cuando los inversores regresan al mercado tras un periodo de retiro. Por otro lado, el Tesoro estadounidense podría emitir menos bonos a largo plazo, ya que estos son más difíciles de colocar en el mercado. Sin embargo, una deuda a más corto plazo requiere ser refinanciada con mayor frecuencia.

A medio plazo, podrían surgir otras dinámicas. Si el deterioro fiscal persiste, los "vigilantes de los bonos" podrían ejercer presión sobre el gobierno al aumentar los rendimientos de los bonos del Tesoro, obligando a Washington a reducir los déficits. Esta sería una vía más dolorosa para restaurar la sostenibilidad de la deuda. Existen otras herramientas, aunque preferiríamos que no se utilicen. La Fed podría reanudar la compra de bonos del Tesoro, como lo hizo en la década anterior. Alternativamente, el gobierno podría obligar a entidades como bancos, aseguradoras o fondos de pensiones a comprar más bonos. Estas opciones no son deseables, ya que equivalen a una represión financiera y conducen a una mala asignación de capital.

En conclusión, la sostenibilidad de la deuda es una preocupación importante y merece un debate serio —en Estados Unidos y en otros lugares. La disciplina fiscal sigue siendo el camino más prudente. Los rendimientos actuales hacen que los bonos sean atractivos, aunque muchos inversores permanecen cautelosos. Si fuera necesario, existen herramientas menos deseables para estabilizar los mercados, pero por ahora estamos lejos de ese escenario. La pregunta clave para muchos inversores sigue siendo: ¿cuál es el rendimiento objetivo para comprar más?

GRÁFICO 2: RENDIMIENTO DE UN BONO DEL TESORO A 10 AÑOS, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



UN REPUNTE ESPECTACULAR ANTES DE UN VERANO INCIERTO



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Los mercados de acciones han recuperado las pérdidas de su corrección primaveral, impulsados por una estabilización en los datos macroeconómicos y un sentimiento de mercado que ha vuelto a ser más optimista, gracias, en parte, a una tregua temporal en el frente comercial. Sin embargo, con la llegada de la temporada estival, la falta de visibilidad política y el resurgimiento de las tensiones en Medio Oriente podrían provocar un repunte de la volatilidad en un mercado a menudo caracterizado por volúmenes más bajos.

EUROPA

La región se beneficia de un entorno estructural en mejora, con una política monetaria más acomodaticia (se espera un alivio por parte del BCE), importantes planes de estímulo fiscal y una prima de valoración que sigue siendo atractiva, especialmente en relación con el mercado estadounidense.

Unas condiciones financieras más favorables, junto con una voluntad política clara y decidida hacia una soberanía europea, deberían beneficiar a las empresas locales.

Mientras que las pequeñas y medianas capitalizaciones han experimentado su período más prolongado de bajo rendimiento relativo en 25 años, afectadas por la inflación, la guerra en Ucrania, la desorganización de las cadenas logísticas y la debilidad del motor alemán. Ahora, la combinación

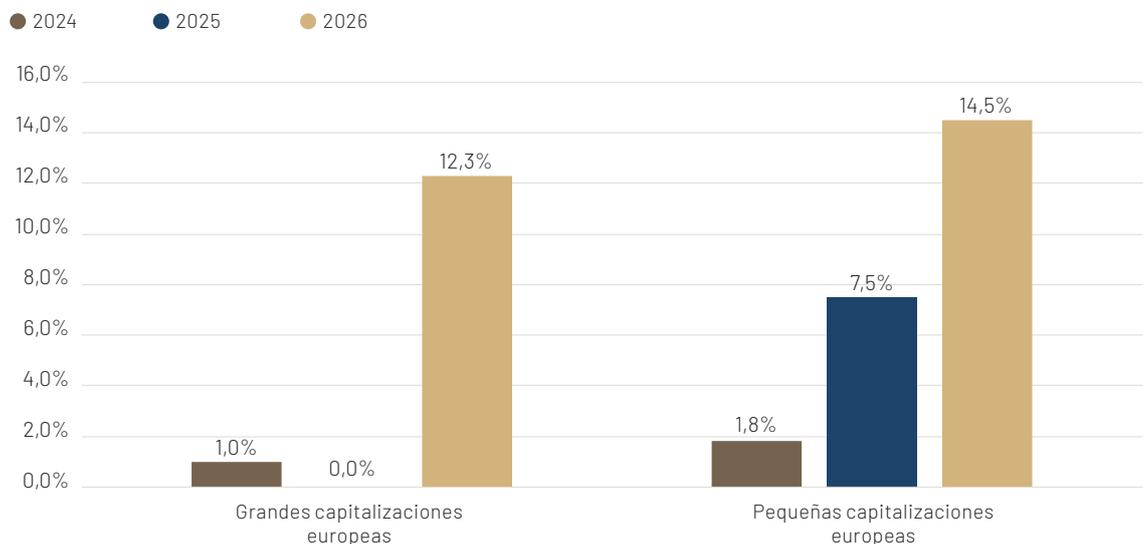
de un apoyo fiscal equivalente al Plan Marshall (cerca de 1 billón de euros en 10 años) y las reducciones de impuestos previstas a partir de 2028 se presentan como catalizadores significativos para este segmento.

Además, el posicionamiento en acciones europeas, especialmente en compañías de pequeña capitalización, sigue siendo bajo, incluso cuando el riesgo de recesión se aleja y la actividad de fusiones y adquisiciones vuelve a repuntar. También se espera un aumento en el crecimiento de los beneficios de las pequeñas empresas para 2026 (+14,5%), casi el doble del crecimiento anticipado para las grandes capitalizaciones (gráfico 3). En un contexto geopolítico incierto, este segmento ahora se beneficia de impulsores más estructurales a medio plazo, con un potencial de revalorización atractivo.



Pequeñas capitalizaciones europeas: **+14,5%** de crecimiento de beneficios en 2026

GRÁFICO 3: CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS POR ACCIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EUROPEAS, %



Fuentes: DPAM, Bloomberg datos al 03.06.2025, Indosuez Wealth Management.



ESTADOS UNIDOS

Desde mediados de abril, los mercados estadounidenses han experimentado un repunte impresionante, impulsados principalmente por lo que los analistas llaman "TACO¹ Trade": la idea de que Donald Trump suele dar marcha atrás en sus amenazas. Este fenómeno ha revivido el optimismo de los inversores, a pesar de las persistentes incertidumbres geopolíticas y comerciales.

El aumento del mercado también ha sido respaldado por sólidos resultados empresariales, especialmente en el sector tecnológico, y por el apoyo implícito al proyecto de ley "One Big Beautiful Bill Act" (en español: "Ley del Gran Hermoso Proyecto"), aunque este aún debe ser aprobado por el congreso. Este proyecto propone una reducción de impuestos para las empresas y un aumento sustancial en el gasto militar y de infraestructura, lo que debería beneficiar al sector industrial y a las empresas nacionales estadounidenses.

Sin embargo, en el trasfondo, las tensiones políticas siguen siendo elevadas. Trump suspendió recientemente algunos aranceles, pero el nivel general sigue siendo históricamente alto, lo que plantea un riesgo de estancamiento para los Estados Unidos.

Por último, las publicaciones de resultados empresariales del primer trimestre superaron las expectativas (+12% interanual), pero las perspectivas siguen siendo cautelosas y las revisiones a la baja de los beneficios por acción continúan. Con un múltiplo de 22 veces los beneficios futuros para el índice S&P 500, las valoraciones siguen siendo altas en comparación con su media histórica.

ASIA

La caída del dólar y la revisión al alza de las expectativas sobre la política monetaria de la Fed han beneficiado a los mercados emergentes. Asia, excluyendo a China, sigue siendo atractiva en términos de perspectivas económicas y valoración, especialmente en India, donde los fundamentales son más sólidos y el crecimiento es más predecible.

En China, a pesar de un reciente repunte en las acciones, las incertidumbres arancelarias persisten y las medidas de estímulo siguen sin materializarse, lo que limita a corto plazo la sostenibilidad de la recuperación.

Por su parte, Japón sigue siendo muy sensible al entorno comercial global. La apreciación del yen, vinculada a un discurso más cauteloso por parte del Banco de Japón, pesa sobre los exportadores. Sin embargo, las valoraciones han vuelto a ser atractivas, particularmente en el sector bancario, que podría revitalizar el mercado.

ESTILOS DE INVERSIÓN

El regreso de la cautela estival suele llevar a un aumento de la volatilidad durante el verano, lo que podría devolver el atractivo al estilo de inversión en Calidad y a los valores defensivos, especialmente tras el considerable repunte de las acciones de crecimiento estadounidenses. A pesar de que las revisiones de beneficios han sido más resilientes en las acciones de Crecimiento, el estilo *Value* sigue beneficiándose del ciclo de normalización de las políticas monetarias y de un mayor apoyo fiscal en Europa.

Los valores defensivos, que han tenido un rendimiento inferior durante el reciente repunte, podrían volver a ser atractivos si los tipos de interés a largo plazo suben por razones negativas (como un deterioro fiscal) o si la actividad económica vuelve a desacelerarse.

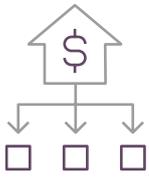
En definitiva, el verano podría ofrecer oportunidades interesantes para los inversores en renta variable.

1 - TACO: *Trump Always Chickens Out*, en español: Trump siempre se desinfla.



Lucas MERIC
Investment Strategist

La caída del dólar estadounidense ha continuado en las últimas semanas, mientras los inversores mantienen una perspectiva decididamente pesimista sobre el billete verde. Algunos catalizadores macroeconómicos, geopolíticos o relacionados con el posicionamiento podrían justificar una visión más matizada a corto plazo, pero seguimos manteniendo una perspectiva estratégicamente negativa sobre el dólar, considerando posibles repuntes como una oportunidad para diversificar nuestras exposiciones en divisas. En particular, seguimos adoptando una visión positiva sobre el euro y el oro.



73%
de los bancos
centrales esperan
una
DISMINUCIÓN
de las
**RESERVAS EN
DÓLARES**

BILLETE VERDE: COMO UNA PIEDRA QUE RUEDA

Los meses pasan y se parecen para el billete verde, que ha seguido retrocediendo desde mediados de mayo, lastrado por una dinámica de inflación que ha sorprendido a la baja a los inversores por cuarto mes consecutivo. El aumento de los aranceles, por ahora, solo ha generado una presión al alza muy limitada sobre los precios al consumo, gracias a las estrategias de las empresas (importaciones anticipadas y compresión de márgenes) que han resultado ser bastante eficaces hasta ahora para contener el alza de precios.

En línea con el movimiento de desconfianza de los inversores internacionales hacia el dólar, del cual hablamos en nuestras ediciones anteriores, los

últimos desarrollos políticos y económicos no han mejorado el sentimiento hacia el billete verde, que continúa debilitándose a pesar del aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos (gráfico 4).

Las negociaciones en torno al presupuesto estadounidense han reavivado las preocupaciones de los inversores sobre la sostenibilidad de la deuda estadounidense. Esto se ve agravado por el proyecto de ley que propone gravar las inversiones internacionales, particularmente provenientes de países con sistemas de impuestos que Estados Unidos considera injustos, sobre ciertos activos estadounidenses, lo que solo se suma a la ya larga lista de narrativas del mercado perjudiciales para el dólar.

GRÁFICO 4: DESACOPLAMIENTO ENTRE EL DÓLAR Y LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS



Fuentes: Reuters, Indosuez Wealth Management.



Una cosa es clara: el pesimismo en torno al dólar es muy elevado, y los comentaristas del mercado que presentan una visión positiva sobre el billete verde son escasos. Esto se refleja en un posicionamiento que se ha reducido significativamente en las últimas semanas. Tal configuración podría proporcionar soportes temporales al dólar, especialmente si la combinación de crecimiento e inflación en Estados Unidos resulta ser más resiliente de lo esperado, lo que podría llevar a la Fed a ralentizar su ciclo de normalización monetaria.

El aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente también podría actuar como un catalizador positivo a corto plazo, ya que el dólar sigue siendo un activo refugio preferido en tiempos de incertidumbre global en los mercados financieros. Además, un aumento en los precios del petróleo representaría un impacto positivo en los términos de intercambio para Estados Unidos, que sigue siendo uno de los principales exportadores de petróleo del mundo.

EL GRAN REEQUILIBRIO

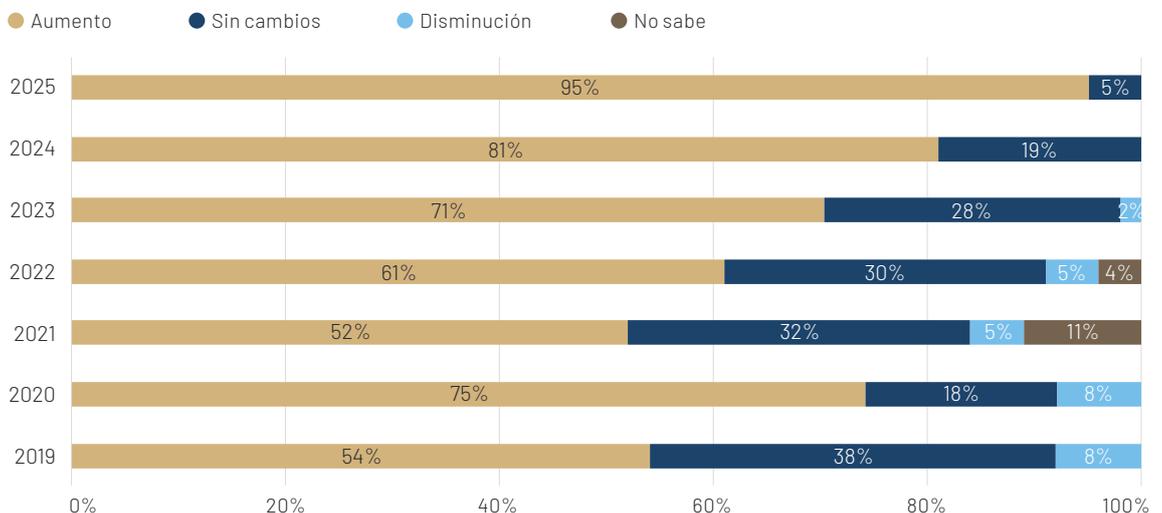
Dicho esto, tomando perspectiva, no perdemos de vista que el dólar, en términos de paridad de poder adquisitivo, sigue estando históricamente sobrevalorado, y que el contexto actual debería favorecer un ajuste continuo en las carteras de los inversores. Esto incluye diversificarse fuera de los mercados financieros estadounidenses, particularmente en favor de Europa, así como aumentar los niveles de cobertura frente al dólar. Este movimiento, ya observado en las últimas semanas, especialmente entre algunos fondos de pensiones y aseguradoras internacionales, podría seguir ejerciendo presión sobre el dólar.

Al mismo tiempo, la encuesta anual del World Gold Council (Consejo Mundial del Oro) 2025², publicada a mediados de junio, revela que casi tres cuartas partes de los bancos centrales esperan una reducción en la exposición al dólar en las reservas globales en los próximos cinco años, frente al 42% en 2022. Por lo tanto, aunque el panorama a corto plazo puede parecer más matizado de lo que podrían sugerir las recientes tendencias del dólar, mantenemos una visión negativa sobre el billete verde, con la idea de aprovechar posibles repuntes para reforzar nuestra exposición al euro.

En el juego de la diversificación, el gran ganador de los últimos años ha sido, sin duda, el oro. Una reciente publicación del BCE³ sobre el papel internacional del euro destacó el creciente peso del oro (20%) en las reservas de los bancos centrales, que incluso ha superado al euro (16%) en la jerarquía de activos. Esto se debe tanto a la acumulación de oro por parte de bancos centrales de mercados emergentes en los últimos años como al espectacular aumento del precio del metal amarillo desde 2024. Sin embargo, el oro sigue estando lejos del rey dólar, que aún representa poco menos de la mitad de las reservas (46%).

El mismo informe del World Gold Council también revela que el 95% de los bancos centrales (gráfico 5) espera que la proporción de oro en las reservas globales continúe aumentando en los próximos 12 meses. Esto debería respaldar aún más el precio del metal amarillo, que además sigue beneficiándose de un entorno económico y geopolítico marcadamente incierto. En este contexto, a pesar de un posicionamiento ya elevado en oro, seguimos considerándolo un activo de cobertura atractivo en nuestras carteras, con los retrocesos del mercado como posibles oportunidades interesantes para aumentar nuestra exposición.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN ESPERADA EN LAS RESERVAS DE ORO DE LOS BANCOS CENTRALES EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES, %



Fuentes: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.

2 - Central Bank Gold Reserves Survey 2025 | World Gold Council: <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>.

3 - The international role of the euro: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



ZONA EURO:
crecimiento del
1,1%
EN 2025
y del
1,4%
EN 2026

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** Revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento para Estados Unidos al 1,7% en 2025 y mantenemos el 1,6% para 2026. Los datos económicos recientes reflejan una notable resiliencia, mientras que se espera que la contribución neta del comercio exterior al PIB repunte en el segundo trimestre. En la zona euro, ahora anticipamos un crecimiento del 1,1% en 2025 y del 1,4% en 2026. Por último, los mercados emergentes deberían seguir registrando niveles de crecimiento sostenidos.
- **Inflación:** Revisamos a la baja nuestra previsión de inflación en Estados Unidos al 3,1% para 2025, a la luz de las últimas publicaciones sobre la evolución de los precios en el país. La desaceleración de los alquileres debería apoyar la desinflación, mientras que el impacto de los aranceles podría retrasarse respecto a nuestras estimaciones iniciales. Sin embargo, nos mantenemos atentos para la segunda mitad del año, ya que varias encuestas indican que algunas empresas consideran aumentar sus precios debido a los aranceles. En la zona euro, la trayectoria de desinflación parece más clara: la apreciación del euro y la desaceleración esperada de la inflación salarial deberían llevar a una estabilización de la inflación en torno al 2%.
- **Bancos centrales:** En ausencia de un deterioro significativo en el mercado laboral, la Fed debería mantener una política monetaria restrictiva en los próximos meses para evaluar con mayor precisión los impactos inflacionarios relacionados con los aranceles. Sin embargo, ante la desaceleración progresiva de la actividad económica, mantenemos nuestra previsión de dos recortes de tipos antes de fin de año. En la zona euro, el BCE, con mayor flexibilidad, ya ha realizado varias reducciones de sus tipos de interés. Prevemos un último recorte en el segundo semestre, con una tasa de depósito terminal del 1,75 %.
- **Resultados empresariales:** El periodo de revisiones a la baja en las previsiones de beneficios en un contexto de alta incertidumbre económica parece estar llegando a su fin. La temporada de resultados del primer trimestre ha resultado, en general, tranquilizadora, aunque persisten disparidades sectoriales.

- **Entorno de riesgo:** Si bien el paroxismo de las tensiones comerciales parece haberse alcanzado a principios de abril, los riesgos económicos y financieros siguen siendo significativos. Numerosos eventos políticos y geopolíticos podrían reavivar la volatilidad en los mercados este verano. Seguimos considerando que añadir asimetría a las carteras es relevante, especialmente porque los activos refugio tradicionales, con la excepción del oro, han perdido su estatus como activos de cobertura a corto plazo.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Tras un período de notable recuperación en los mercados de renta variable, habíamos adoptado una postura de prudencia táctica expresada a través de una ligera infra ponderación en las acciones estadounidenses. Las incertidumbres en torno a la política estadounidense siguen siendo elevadas y, aunque algunas tensiones comerciales parecen haberse calmado, podrían resurgir rápidamente. Paralelamente, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente vuelven a ocupar un lugar destacado. Por último, las valoraciones de las acciones estadounidenses vuelven a parecer exigentes. Con importantes eventos políticos y geopolíticos en el horizonte, anticipamos un verano volátil.
- No obstante, estamos preparados para redistribuir nuestra liquidez en caso de una corrección en el mercado. La actividad económica estadounidense muestra cierta resiliencia, incluso cuando se esperan medidas de estímulo fiscal. El posicionamiento de los inversores en la renta variable se ha reducido, las revisiones a la baja del crecimiento de los beneficios se están estabilizando y las recompras de acciones continúan. Estos elementos respaldan un despliegue progresivo de liquidez hacia la renta variable a medio plazo.
- En esta etapa, seguimos favoreciendo las acciones europeas, a pesar de que las negociaciones comerciales con Estados Unidos se prolongan. Los flujos siguen siendo favorables, ya que los inversores buscan diversificarse fuera de los activos estadounidenses, atraídos por valoraciones más atractivas y una mejor visibilidad



económica. En particular, las pequeñas capitalizaciones deberían beneficiarse de los planes de estímulo, las reducciones de tipos por parte del BCE y una menor exposición a las políticas comerciales estadounidenses o a la apreciación del euro. Paralelamente, en los mercados emergentes, especialmente los asiáticos, seguimos con una visión positiva.

Renta fija

- Mantenemos una menor sensibilidad a los tipos de interés en comparación con nuestros índices de referencia. En Estados Unidos, las incertidumbres relacionadas con la política fiscal y las discusiones presupuestarias están alimentando una creciente desconfianza de los inversores hacia la deuda estadounidense. En este contexto, favorecemos los bonos soberanos de la zona euro, con preferencia por los vencimientos cortos, que ofrecen un rendimiento ajustado al riesgo más atractivo.
- En el segmento de crédito, seguimos siendo cautelosos con los activos estadounidenses, ya que el incierto contexto macroeconómico y político justifica un enfoque más medido. Sin embargo, mantenemos una fuerte convicción en el crédito europeo. Los rendimientos siguen siendo atractivos, con una baja volatilidad realizada. Esta clase de activos también debería seguir beneficiándose de flujos adicionales a medida que se amplía la diferencia de rendimiento con los fondos monetarios.

- Dentro de nuestras asignaciones denominadas en dólares, reforzamos nuestra convicción en la deuda de países emergentes en monedas locales. Además de ofrecer rendimientos atractivos, la depreciación del dólar frente a las monedas emergentes, combinada con políticas monetarias más acomodaticias en estos países, constituye un apoyo al desempeño.

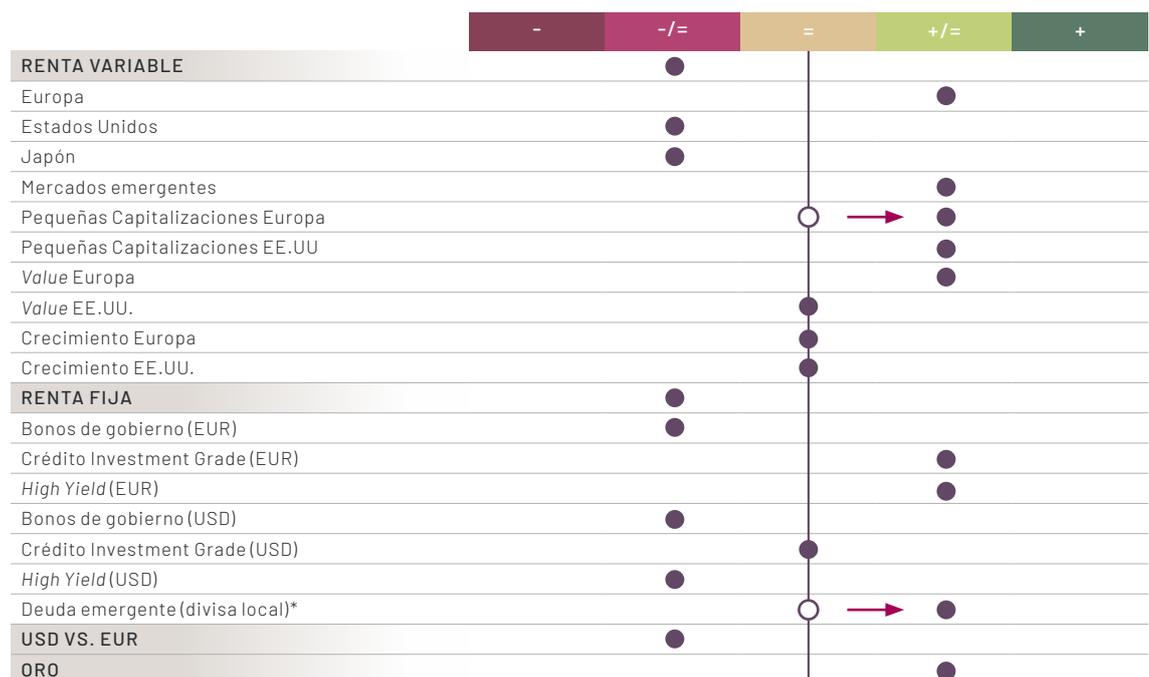
Mercado de divisas

- Los debates presupuestarios en Estados Unidos, las negociaciones sobre los aranceles y la situación en Medio Oriente deberían seguir influyendo en el sentimiento hacia el dólar estadounidense. Aunque la perspectiva de una depreciación de la moneda estadounidense es ampliamente compartida por los inversores, mantenemos una infra ponderación significativa en relación con nuestros índices de referencia. La pérdida temporal del estatus de activo refugio, el aumento de los ratios de cobertura por parte de los inversores institucionales y la diversificación progresiva de las reservas de divisas deberían, en nuestra opinión, seguir ejerciendo presión a la baja sobre el dólar a medio plazo.
- En este contexto, seguimos favoreciendo el oro, que ofrece la mejor fuente de diversificación en periodos de aversión al riesgo y se beneficia de una demanda sostenida por parte de los bancos centrales.

CONVICIONES CLAVE - POSICIÓN TÁCTICA

○ Mayo 2025

● Junio 2025



* Sobreponderado solo en la cuadrícula en USD.

Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 18.06.2025



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU. 10A	4,39%	-20,76	-17,81
Francia 10A	3,21%	-9,80	1,80
Alemania 10A	2,50%	-14,80	13,20
España 10A	3,13%	-13,50	6,90
Suiza 10A	0,29%	-12,40	-3,50
Japón 10A	1,45%	-6,60	36,50

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	39,57	1,36%	9,65%
Deuda pública EUR	212,67	0,53%	1,65%
Deuda corporativa EUR (HY)	236,78	0,67%	2,41%
Deuda corporativa USD (HY)	374,63	1,19%	3,61%
Deuda pública EE.UU.	325,44	0,87%	3,15%
Deuda corporativa emergente	44,91	0,81%	1,19%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9400	0,52%	-0,01%
GBP/USD	1,3422	0,01%	7,24%
USD/CHF	0,8187	-0,82%	-9,78%
EUR/USD	1,1480	1,31%	10,88%
USD/JPY	145,13	1,01%	-7,68%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	20,14	-0,73	2,79

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.980,87	2,33%	1,69%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.843,47	0,65%	8,20%
STOXX Europe 600	540,33	-2,44%	6,44%
Topix	2.808,35	2,76%	0,84%
MSCI World	3.899,46	1,82%	5,17%
Shanghai SE Composite	3.874,97	-1,06%	-1,52%
MSCI Emerging Markets	1.193,45	1,61%	10,97%
MSCI Latam (América Latina)	2.291,51	1,56%	23,69%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	219,85	-2,29%	7,68%
MSCI Asia Ex Japan	780,56	2,15%	10,86%
CAC 40 (Francia)	7.656,12	-3,22%	3,73%
DAX (Alemania)	2.3317,81	-3,34%	17,12%
MIB (Italia)	3.9418,61	-2,79%	15,31%
IBEX (España)	13.923,20	-2,69%	20,08%
SMI (Suiza)	11.959,47	-3,40%	3,09%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.022,00	-1,05%	-8,37%
Oro (USD/Onza)	3.369,38	1,64%	28,38%
Crudo WTI (USD/Barril)	75,14	22,04%	4,77%
Plata (USD/Onza)	36,91	10,31%	26,23%
Cobre (USD/Tonelada)	9.655,50	1,28%	10,12%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,99	18,44%	9,80%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

MARZO 2025	ABRIL 2025	MAYO 2025	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2025 A 18.06.2025
4,27%	6,26%	6,15%	2,76%	23,69%
2,12%	1,04%	5,69%	2,33%	10,97%
0,38%	0,86%	5,03%	2,15%	10,86%
-0,07%	0,74%	5,00%	1,82%	8,20%
-0,16%	0,53%	4,02%	1,61%	7,68%
-0,87%	0,32%	4,00%	1,56%	6,44%
-2,58%	-0,76%	3,27%	0,65%	5,17%
-4,18%	-1,02%	1,85%	-1,06%	1,69%
-4,64%	-1,21%	0,91%	-2,29%	0,84%
-5,75%	-3,00%	0,80%	-2,44%	-1,52%

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

MÁS RENTABLE (+)

MENOS RENTABLE (-)



AIE: Agencia Internacional de la Energía.

ASG (ESG, en inglés): Sistema de calificación extrafinanciera de las compañías en los ámbitos del medio ambiente, social y de la gobernanza que permite evaluar la sostenibilidad y el impacto ético de la inversión en una empresa.

BCE: Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

Blockchain: Tecnología de almacenamiento y transmisión de información que adopta la forma de una base de datos que posee la particularidad de ser compartida simultáneamente con todos sus usuarios y que, por lo general, no depende de ningún organismo central.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

BPA: Beneficio Por Acción.

Brent: Tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

Calidad: Las acciones de Calidad se refieren a las empresas con beneficios más elevados y fiables, bajo endeudamiento, y otros indicadores de beneficios estables y gobernanza sólida. Las características comunes de las acciones de Calidad son un alto rendimiento del capital propio, un elevado ratio de deuda sobre capital propio y una gran variabilidad de los beneficios.

Cíclicas: Las acciones cíclicas se refieren a las empresas que dependen de los cambios de la economía general. Estas acciones representan a las empresas cuyos beneficios aumentan cuando la economía prospera.

Combinación de políticas (policy-mix): Estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

Crecimiento: El estilo Crecimiento se refiere a las empresas con una previsión de ritmo de crecimiento de ventas y beneficios superior al de la media del mercado. Por ello, las acciones de Crecimiento suelen caracterizarse por una valoración superior a la del mercado en su conjunto.

Defensivas: Las acciones defensivas se refieren a las empresas que son más o menos inmunes a los cambios en las condiciones económicas.

Deflación: Lo contrario de la inflación; a diferencia de esta, se caracteriza por una caída duradera y sostenida del nivel general de precios.

Diferencial crediticio (spread): Diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

Duración: Mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): Término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): El EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de traerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

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

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

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 al consumidor): 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: Alexandre Drabowicz.

Editado a 20.06.2025.

