

# GLOBAL OUTLOOK 2024



EN BUSCA  
DE UN NUEVO RÉGIMEN  
DE INFLACIÓN

- En busca de un nuevo régimen de inflación

Global Outlook 2024

• Índice

01• Editorial	4
EN BUSCA DE UN NUEVO RÉGIMEN DE INFLACIÓN	
02• Mensajes clave	6
03• Focus	10
LA INFLACIÓN Y EL INVERSOR A LARGO PLAZO	11
Renta fija	14
2024: EL AÑO DE LOS BONOS, ESTA VEZ, DE VERDAD	
Renta variable	17
UN NUEVO CICLO DE OPORTUNIDADES	
Divisas	20
SE ESPERA A LOS CONTRINCANTES DEL DÓLAR EN LA CANCHA	
Finanzas sostenibles	22
INFLACIÓN VERDE Y OPORTUNIDADES	
Mercados privados	25
¿ESTÁN ENTRANDO LOS MERCADOS PRIVADOS EN UN NUEVO CICLO?	
04• Macroeconomía	28
DE CAMINO AL EQUILIBRIO	
05• Asignación de activos	32
ASIGNACIÓN 2024: NAVEGAR POR AGUAS MÁS TRANQUILAS	
06• Presencia internacional	36
07• Glosario	38
Exención de responsabilidad	40



# 01 | Editorial



Alexandre DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

## EN BUSCA DE UN NUEVO RÉGIMEN DE INFLACIÓN

Estimado/a lector/a:

Si 2022 fue un año de perturbaciones en la inflación y los tipos de interés de los bancos centrales, 2023 será el de la vuelta de las turbulencias a los bonos, a pesar de la resistencia inesperada de la economía estadounidense. La recesión estadounidense parecía inevitable cuando la Reserva Federal (Fed) diseñó el ciclo de endurecimiento más rápido de los últimos cuarenta años. En enero, la previsión del PIB de EE. UU. para 2023 se situaba en el 0,3% y ahora es probable que termine con un 2,3% en el año. Nosotros no caímos en el pesimismo en ningún momento, ya que pasamos de una leve contracción a una estabilización del crecimiento en el 1,2% para 2024. El consumo estadounidense ha mantenido su gran resistencia durante todo el año gracias al excedente de ahorro, un crecimiento salarial superior a la inflación y un mercado laboral muy favorable.

## HACIA UN NUEVO EQUILIBRIO

Después de la Gran Crisis Financiera de 2008, se inició una era de inflación reducida, tipos de interés bajos o negativos, y políticas predecibles de los bancos centrales, y que parecía que iba durar para siempre. Citando al economista alemán Rüdiger Dornbusch: "En economía, las cosas tardan más tiempo de lo que crees y luego suceden más rápido de lo que creías". El brutal ajuste que tuvo lugar después de la crisis de la COVID-19 provocó el retorno de la inflación a gran escala y los bancos centrales se lanzaron a una lucha desesperada, ya que no lo vieron venir o no quisieron verlo. Esto ha llevado a la asombrosa cifra de 520 subidas de tipos en todo el mundo en los últimos 24 meses.



Dentro de los mercados financieros, la víctima, por tercer año consecutivo, es el mercado de bonos. Los bonos del Tesoro estadounidense, especialmente los bonos a largo plazo, se han convertido en activos de riesgo cuyas características de rentabilidad/precio de repente se asemejan a las de la renta variable. Por ejemplo, el instrumento financiero TLT, que replica los bonos del Tesoro a 20 años, ha perdido más de la mitad de su valor desde 2020. Un bono público emitido en 2020 por Austria con vencimiento a 100 años y un cupón del 0,75% perdió hasta un 70% en 2023.

Sin embargo, esta situación representa una gran oportunidad de inversión. La renta fija ofrece ahora unos rendimientos atractivos muy necesarios. Los inversores han invertido una gran cantidad de capital para aprovechar la situación: el TLT mencionado anteriormente han visto cómo sus activos se duplicaban en el mismo periodo de tiempo. Sin embargo, la parte media de la curva en torno a los 5 años sigue siendo el punto óptimo, por su rendimiento atractivo y menor volatilidad de precios.

## EL COSTE DE UN BILLÓN

De cara a 2024, el enorme volumen de deuda pública será uno de los principales puntos de interés. En el momento de redactar estas líneas, EE. UU. tiene una deuda cercana a 34 billones de dólares, lo que le cuesta 1 billón de dólares al año o el 14% del presupuesto federal<sup>1</sup>: evidentemente, no es una cifra sostenible. Los tipos de interés tendrán que encontrar un techo o probablemente ya lo hayan encontrado. Al igual que la idea de una forma de protección para los inversores de renta variable mediante la denominada "opción de venta de la Fed" (*Fed put*), esta vez podría surgir una nueva forma de *Fed put* para los bonos. Llámese flexibilización cuantitativa (QE), control de la curva de rendimientos (YCC), como en Japón, o intervención de urgencia, como la del Banco de Inglaterra en 2022, a los bancos centrales nunca les ha faltado imaginación, especialmente cuando se trata de estabilizar los mercados financieros.

El proceso de desinflación ya está en marcha, pero no será lineal. Volver a una inflación reducida está descartado y ya no es una opción aceptable. Por el contrario, es preferible una buena dosis de inflación.

Esta es la verdad incómoda que los bancos centrales nunca declararán oficialmente. Según Russell Nappier, estratega de mercado, "lograr un mayor crecimiento del PIB nominal por medio de un mayor nivel estructural de inflación es una forma demostrada de deshacerse de niveles elevados de deuda". Los Gobiernos tendrán que lograr un nivel de crecimiento nominal y de inflación que sea sistemáticamente algo superior a los tipos de interés para reducir el ratio deuda/PIB. Desde mediados de 2020, el crecimiento del PIB nominal estadounidense ha aumentado un 40%. Esto también explica por qué la renta variable de los mercados desarrollados, especialmente en EE. UU., ha seguido rindiendo bien, ya que los márgenes continúan resistiendo y las ventas de las empresas siguen la evolución de la inflación y, por lo tanto, crecen en términos nominales, lo que les proporciona cierto aislamiento frente a la inflación. Básicamente, tenemos que alejarnos de una inflación elevada, evitar la estanflación y llegar a un régimen de reflación.

Este es el tema que abordaremos en esta edición de Global Outlook con nuestros expertos. Entender las implicaciones de un nuevo régimen de inflación (y crecimiento) va a reconfigurar la asignación estratégica de activos, en la que tanto la renta fija como la renta variable están encontrando un mejor equilibrio tras años de tipos de interés a cero.

Un último comentario sobre los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG o ASG en español). La necesidad de una transición energética nunca ha sido tan relevante, ya que "2023 será, con casi total seguridad, el año más cálido de la historia"<sup>2</sup>. Sin embargo, las finanzas sostenibles están recibiendo críticas, debido a que el rendimiento de muchas soluciones sostenibles ha sido decepcionante. Los ataques al ESG o "ESG bashing" están en todas partes, pero no caigamos en el bando pesimista. El coste de la inacción climática será dos veces superior a las inversiones necesarias para llevar a cabo la transición a la neutralidad de carbono de aquí a 2050. Las oportunidades de inversión son aún más atractivas en su estado actual.

Espero que disfruten de la lectura de esta edición especial.

1 - Understanding the National Debt | US Treasury Fiscal Data: <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

2 - Copernicus: October 2023 - Exceptional temperature anomalies; 2023 virtually certain to be warmest year on record: <https://climate.copernicus.eu/copernicus-october-2023-exceptional-temperature-anomalies-2023-virtually-certain-be-warmest-year>



# 02 | Mensajes clave



Delphine DI PIZIO TIGER  
Global Head of Asset Management

## FOCUS

### En busca de un nuevo régimen de inflación

- Un régimen de inflación más elevada. Se confirma el descenso de la inflación, pero los factores de la oferta y la demanda sugieren niveles estructurales superiores a los históricos, en los que la inflación seguirá por encima de los objetivos de los bancos centrales. La inflación verde o *greenflation* está ejerciendo una presión alcista sobre la inflación, contrarrestada por el aumento del uso de la inteligencia artificial (IA), lo que podría contribuir a mejorar la productividad y, por lo tanto, a bajar los precios.
- Vuelven los bonos. Una vez más, los bonos están convirtiéndose en una clase de activos con una rentabilidad no solo positiva, sino también potencialmente superior a la inflación. Los mercados de crédito ofrecen valor, especialmente en la categoría del *investment grade*. Con un rendimiento real del 2%, los bonos ligados a la inflación proporcionan un buen *carry* y una cobertura frente a un incremento de la inflación o un crecimiento inferior al esperado.
- En el caso de la renta variable, los beneficios pueden seguir creciendo, ya que se ven favorecidos por todo un mundo de crecimientos nominales mayores, gracias a la resistencia de los márgenes.

## RENTA FIJA

### Esta vez, de verdad

- La Reserva Federal (Fed) mantendrá los tipos reales positivos. A medida que la inflación subyacente continúe cayendo, seguirán bajando los tipos a corto plazo. Es poco probable que la Fed mantenga su tipo real por encima del 2%, lo que significa que habrá tres o cuatro recortes en 2024.
- El dilema del Banco Central Europeo (BCE): por un lado, la inflación se desacelera, pero todavía está por encima del objetivo del 2% y, por otro, el crecimiento es débil y algunos países están cerca de la recesión. El ciclo de tipos ha tocado techo y la normalización puede comenzar más avanzado 2024, pero a un ritmo más lento que la Fed.

- La sostenibilidad de la deuda se convertirá en un tema candente en 2024, pero, en lo que respecta a los gastos de intereses, dos tercios de las necesidades de refinanciación de 2024 ya están en forma de letras del Tesoro, el cual paga un tipo de interés cercano al 5,4%.
- El *investment grade* está en su "punto óptimo". Somos optimistas con respecto a los emisores de gran calidad, ya que los inversores aumentan la asignación a la renta fija por la subida de los tipos.

## RENTA VARIABLE

### Un nuevo ciclo de oportunidades para la renta variable

- Seguimos siendo optimistas con respecto a la renta variable en 2024.
- Tres temáticas clave: IA, transición energética y desglobalización. La IA seguirá siendo una megatendencia liderada por los "Siete Magníficos", debido a la inmunidad de estos ante la subida de tipos, sus sustanciales reservas de efectivo y su enorme inversión en investigación y desarrollo (I+D). Un descenso de los tipos de interés supondría una oportunidad para aumentar la exposición a la temática de la transición ecológica. Los ámbitos industrial y manufacturero podrían beneficiarse de la desglobalización.
- El dominio de EE. UU. seguirá patente. Los agentes clave de la IA y, en términos más generales, de las empresas del estilo Crecimiento se encuentran principalmente en EE. UU., lo que debería seguir impulsando el crecimiento de los beneficios en los próximos años. El euro supone una apuesta en las empresas del Crecimiento cíclico mundial, que podría resultar interesante en caso de repunte de la actividad internacional. La preferencia por un enfoque más amplio en los mercados emergentes (EM), especialmente en Asia, excluida China, parece interesante para 2024.





## MERCADO DE DIVISAS

### El rey dólar podría ceder terreno, pero no se vendrá abajo

- Una depreciación escasa. Esperamos que el dólar se deprecie ligeramente hasta 2024, ya que el descenso de los tipos de interés federales y la debilidad de la economía mundial podrían favorecer a las divisas de beta elevado.
- El euro podría recuperar algo de color. Evitar una recesión en Europa alimentará la propensión al riesgo respecto al euro.
- Oro, comprar en las caídas. El entorno inflacionista y la subida de los tipos reales son los principales obstáculos a los que se enfrenta el oro, aunque sigue contando con un firme apoyo liderado por la normalización de la Fed y la demanda de los bancos centrales.
- No se espera ningún cambio importante en el yen japonés, ya que el Banco de Japón irá ajustando gradualmente su política monetaria.

## FINANZAS SOSTENIBLES

### La inacción no es una alternativa válida

- Inflación verde. La transición energética requiere una inversión masiva en nuevas tecnologías e infraestructuras, y podría llevar a una inflación verde a corto plazo.
- La inacción no es una alternativa válida. En 2070, el coste de la inacción climática será dos veces superior a las inversiones necesarias para llevar a cabo la transición a la neutralidad de carbono de aquí a 2050.

- Los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) ofrecen oportunidades de cara a 2024. Tras un año difícil para el sector de la transición energética mundial, los factores adversos están empezando a desvanecerse. Los inversores han empezado a descontar el impacto de la subida de los tipos de interés. Las valoraciones vuelven a ser atractivas y aparecen oportunidades de inversión en áreas como el transporte limpio, las energías renovables y las tecnologías medioambientales.

## MERCADOS PRIVADOS

### Entramos en un nuevo ciclo

- No todos los gestores son iguales. Un nuevo entorno de mayor inflación y tipos debería poner de relieve la diferenciación entre gestores de inversiones en función de su capacidad para generar valor por medio de mejoras operativas, y no mediante ingeniería financiera.
- 2024: un nuevo conjunto de oportunidades. Los fondos de capital riesgo se beneficiarán de precios de entrada atractivos en lo que creemos que será un mercado liderado por los compradores. Los grandes grupos de pequeñas y medianas empresas seguirán siendo un segmento muy atractivo. Las estrategias de crédito en dificultades y de capital estructurado serán formas interesantes de apostar por el mercado de crédito privado, que debería salir beneficiado del entorno actual.
- Aprovechando su visión a largo plazo, alejada de la volatilidad de los mercados cotizados, creemos firmemente que esta clase de activos cuenta con las herramientas necesarias para seguir ofreciendo sobrerrendimiento.





## MACROECONOMÍA

### De camino al equilibrio

- Aterrizaje suave en 2024. Prevemos que EE. UU. y la zona euro crecerán por debajo del nivel de crecimiento potencial y evitarán la recesión. El proceso de desinflación debería continuar y la inflación acabará el año justo por encima de los objetivos de los bancos centrales. Las economías desarrolladas se beneficiarán de una mejora continua de los ingresos reales de los hogares.
- Asia, motor del crecimiento mundial. La desaceleración del mercado inmobiliario sigue lastrando las perspectivas económicas chinas y su crecimiento que se mantendrá por debajo de sus niveles históricos. La India debería verse impulsada por una demografía positiva, el ímpetu de las reformas y la menor sensibilidad a las perturbaciones exteriores. Las economías asiáticas de menor tamaño podrían repuntar en 2024 al beneficiarse de la recuperación del ciclo manufacturero mundial y de la continua normalización del turismo.
- Riesgos que hay que tener en cuenta. Un mundo cada vez más polarizado y con una proliferación de tensiones geopolíticas presenta riesgos, especialmente en el ámbito energético. Las elecciones presidenciales en EE. UU. y el posible regreso de Donald Trump podrían agravar estos riesgos. La sostenibilidad de la deuda pública también será un tema de interés, especialmente, en Europa.

## ASIGNACIÓN EN 2024

### Navegar por aguas más tranquilas

- Mayor optimismo con respecto a la renta variable. Un perfil de crecimiento/inflación superior al de los últimos diez años será más favorable para los beneficios empresariales. Mantenemos la preferencia por la renta variable estadounidense. A pesar de su atractiva valoración, seguimos siendo prudentes con respecto a la renta variable de la zona euro. A finales de 2023, reducimos nuestra convicción en China y la reasignamos a una exposición mayor a los mercados emergentes.
- Oportunidades en los mercados emergentes. Dado el diferencial de crecimiento positivo en comparación con las economías desarrolladas, los mercados emergentes presentan cierto atractivo, tanto en deuda como en renta variable, pero es importante que prevalezca un enfoque diversificado, ya que cada vez resulta más difícil evaluar la prima de riesgo específica de un país.
- Aprovecha el rendimiento. La subida de los tipos a largo plazo en los dos últimos años ofrece puntos de entrada interesantes. Nosotros preferimos exponernos a la deuda soberana a corto plazo, que debe complementarse con bonos corporativos de buena calidad.
- El rendimiento vuelve a ser un factor positivo en la rentabilidad. El efectivo no sirve como alternativa, ya que, a largo plazo, su rendimiento es inferior al de los bonos a corto plazo.



# 03 | Focus



**Nicolas MOUGEOT**  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability



**Yasser TALBI**  
Fixed Income  
Portfolio Manager

La inflación ha remodelado no solo la economía, sino también el panorama inversor. Nicolas Mougeot y Yasser Talbi debaten si la inflación ya es algo permanente, cuáles podrían ser las medidas adicionales de los bancos centrales y cómo podría afectar a las decisiones de inversión a largo plazo.

### LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS HAN ESTADO MARCADOS POR UNA INFLACIÓN SUPERIOR A LA HABITUAL. ¿ES UNA SITUACIÓN TRANSITORIA?

**Yasser Talbi:** Desde la pandemia, los problemas de la cadena de suministro, el gasto fiscal, unido primero a una política monetaria expansiva y después a una postura no tan restrictiva, a pesar de la subida de los tipos oficiales, contribuyeron a alimentar la dinámica de la inflación. Incluso después de la normalización de la cadena de suministro, el apoyo fiscal impulsó el gasto nominal y, por lo tanto, el crecimiento nominal. Una economía menos sensible a los tipos de interés frenó algunas de las iniciativas de los bancos centrales para enfriar la demanda. Esta configuración tan especial generó un impacto patrimonial positivo que sigue favoreciendo al consumidor estadounidense (gráfico 1).

El crecimiento salarial también ha influido en esta dinámica. Según el sistema de seguimiento del crecimiento salarial de la Reserva Federal (Fed) de Atlanta, sigue rondando el 5%.

Aunque observamos signos de normalización del mercado laboral estadounidense, los trabajadores de algunos sectores, gracias a las huelgas, están consiguiendo obtener nuevos aumentos salariales.

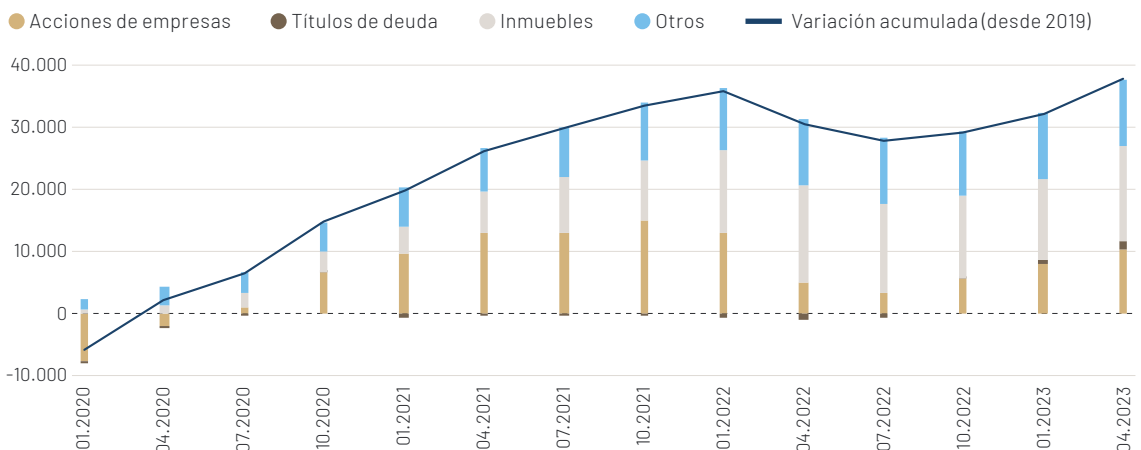
A largo plazo, los factores de la oferta y la demanda parecen apuntar a que la inflación se mantendrá por encima de los objetivos de los bancos centrales y será más volátil que antes. La actual dinámica de desinflación nos acercará al objetivo en 2024. ¿Hay posibilidades de que se quede ahí?

**Nicolas Mougeot:** También debemos tener en cuenta las fuerzas a largo plazo que afectan a los precios, como la desglobalización, la inflación verde<sup>3</sup> y la innovación. En primer lugar, la globalización del comercio ha ido creciendo desde la Ronda Uruguay, que condujo a la creación de la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 1994. De hecho, ayudó a las empresas de los países desarrollados a bajar los precios deslocalizando la fabricación de bienes a los países en vías de desarrollo.



**EL CRECIMIENTO SALARIAL, EN EL 5%, se mantiene elevado en EE. UU.**

**GRÁFICO 1: VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO DE LOS HOGARES POR TRIMESTRE, USD, MILES DE MILLONES**



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

3 - Se refiere a la subida de los precios de las materias primas y la energía como consecuencia de la transición ecológica.



El tema de la “relocalización” surgió en 2020, cuando la crisis de la COVID-19 puso de relieve las limitaciones de una economía globalizada. Sin embargo, aún no está claro si realmente estamos dentro de una tendencia de desglobalización: los intercambios comerciales entre EE. UU. y China están estancados, pero las exportaciones de la India a EE. UU. experimentaron un auge después de la COVID. Si nos enfrentamos a la multipolarización del mundo en lugar de a una relocalización significativa, podría limitarse la presión inflacionista a largo plazo que generaría un descenso de los intercambios comerciales internacionales.

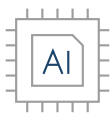
En segundo lugar, como se comenta en la sección “[Inflación verde y oportunidades](#)” (página 22), la transición energética podría llevar a una subida temporal de los precios de la energía mientras el mundo se adapta al cambio de las energías fósiles a las renovables. Sin embargo, esta llamada inflación verde o *greenflation* podría verse atenuada por un tercer factor deflacionista importante, la innovación. Las principales innovaciones siempre han traído consigo un incremento de la productividad y, por lo tanto, un descenso de los precios. 2023 estuvo marcado indudablemente por el auge de la inteligencia artificial (IA), ya que ChatGPT mostró a todos lo potente que podría ser la IA y las posibilidades que conlleva para mejorar la productividad a muchos niveles. Sin embargo, históricamente, el impacto de la innovación siempre ha tardado años en hacerse realidad, ya sea en el caso del automóvil, del teléfono o de los ordenadores en el siglo XX. ¿Tendrá la IA un impacto más rápido? Es posible, dado que su adopción también es mucho más rápida que cualquier otra tecnología nueva anterior y algunos expertos predicen que podría añadir 15 billones de dólares al PIB mundial de aquí a 2030.

### ¿QUÉ IMPLICACIONES PUEDE TENER PARA LOS INVERSORES?

**NM:** A pesar de su mediocre rendimiento en 2022, hasta ahora la renta variable ha aguantado relativamente bien frente a la inflación. De hecho, uno de los motivos es que los beneficios son nominales y, por lo tanto, las empresas pueden ajustar al alza la remuneración de los accionistas (dividendos y recompras) a medida que aumenta la inflación. Esto es válido mientras la inflación no se dispare: los directores generales y los inversores por igual prefieren los flujos de caja predecibles y la previsibilidad se complica si la inflación aumenta mucho y es más volátil.

**YT:** En cuanto al mercado de renta fija, la reciente revisión de precios del segundo semestre de 2023, especialmente en el extremo largo, ayudó a reconstruir un colchón de prima de riesgo en la clase de activos, lo que suele denominarse “primas a plazo”. Esta vez, el motivo no ha sido la inflación. Es probable que la emisión continuada de deuda a largo plazo por parte del Tesoro estadounidense contribuya a mantener esta prima por encima del nivel de los últimos diez años y siga ejerciendo presión también sobre otras primas de riesgo del mercado.

Un mayor crecimiento nominal, déficits más amplios y una dinámica de desinflación positiva contribuyeron a la subida de los tipos reales en EE. UU. Los rendimientos reales son el rendimiento de los bonos ligados a la inflación. Su rentabilidad se basa en la inflación acumulada, el pago de cupones y la variación del rendimiento real si el valor no se mantiene hasta su vencimiento. Estos bonos han sufrido debido a su componente de duración, aunque creemos que un rendimiento real superior al 2% es atractivo para los inversores a medio plazo, y les proporciona un buen *carry*, además de protección en caso de un crecimiento inferior a lo previsto o una inflación superior.



¿Podría ser  
la IA  
el **FACTOR X**  
de la inflación?



## EL AUMENTO DEL RENDIMIENTO DE LOS BONOS

### implica un INCREMENTO DE LAS RENTABILIDADES PREVISTAS

para las carteras equilibradas

Otro segmento del mercado de renta fija que aporta valor es la deuda corporativa. Aunque los diferenciales crediticios no están en su nivel máximo, en el mercado *investment grade* proporcionan un colchón frente a la deuda pública, una menor correlación con la renta variable y una volatilidad inferior.

**NM:** Sin embargo, el aumento de la inflación bien podría reconfigurar la asignación estratégica de activos. Durante años, muchos inversores realizaban una asignación excesiva a los activos de riesgo, ya que era la única opción para obtener una rentabilidad positiva en un entorno caracterizado por un tipo de interés cero. El hecho de que el efectivo y los bonos estén convirtiéndose, una vez más, en una clase de activos que paga una rentabilidad no solo positiva, sino también potencialmente superior a la inflación, podría remodelar de forma duradera la asignación a largo plazo de los inversores. Como muestra el gráfico 2, el aumento de los rendimientos de los bonos ha incrementado la rentabilidad prevista de una cartera con el 60% de renta variable y el 40% de renta fija estadounidense en casi un 2% *anual*. Por lo tanto, deberíamos ser testigos de la vuelta de los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, a la asignación a la renta fija.

Otro factor a favor de los bonos es que deberían recuperar las características de cobertura macroeconómica que han perdido en los últimos años.

En primer lugar, al aumentar la inflación, los precios cayeron, tanto en los bonos como en las acciones. Sin embargo, en los niveles actuales de rendimientos, los bonos podrían ofrecer una sólida cobertura frente a una desaceleración económica o una recesión que obligaría a los bancos centrales a bajar los tipos de interés.

## ¿LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS SEGUIRÁN PRESENTES EN LA ASIGNACIÓN GLOBAL DE ACTIVOS?

**NM:** La respuesta corta es sí. Las inversiones alternativas, del capital riesgo a las infraestructuras o el sector inmobiliario, seguirán aportando una diversificación conveniente, aunque con diversos efectos derivados de la subida de los tipos y la inflación. Aunque el aumento de los tipos de interés está afectando negativamente a la valoración de los bienes inmuebles, las infraestructuras pueden ofrecer una solución atractiva para los inversores que busquen una cobertura contra la inflación, ya que los flujos de efectivo de las infraestructuras suelen estar ligados a esta. Además, la prima de liquidez que pueden ofrecer estas inversiones alternativas también podría aumentar, ya que algunos inversores están volviendo a las soluciones más líquidas, en particular, en vista del incremento de los rendimientos de los bonos. Hay que tener paciencia: deberían aparecer, por lo tanto, oportunidades de inversión interesantes en todo el espectro alternativo para aquellos inversores que puedan esperar.

GRÁFICO 2: RENTABILIDADES PREVISTAS A LARGO PLAZO 60-40 EN USD, %



Nota: Rentabilidad prevista para el próximo periodo de 10 años en dólares estadounidenses de una cartera con el 60% de renta variable y el 40% de renta fija. Las rentabilidades de la renta variable están representadas por el rendimiento del S&P 500 + 2% (como indicador de la inflación a largo plazo) y las rentabilidades de los bonos, por el rendimiento del índice Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.





**Thomas GIQUEL**  
Head of Fixed Income



**Yasser TALBI**  
Fixed Income  
Portfolio Manager



**Alexander BELL**  
Fixed Income  
Portfolio Manager

El mercado de la renta fija ha sido volátil en 2023 y se ha caracterizado por mayores rendimientos y diferenciales más ajustados. En marzo se desató una crisis bancaria y reaparecieron los temores a la crisis de 2008. La recesión estadounidense se consideraba ya un hecho. Sin embargo, ninguno de estos resultados negativos llegó a materializarse. De cara a 2024, el aumento de los rendimientos amortigua el horizonte de inversión del inversor en renta fija. La caída de los tipos y los diferenciales moderados predicen rendimientos aceptables en 2024.

### BANCOS CENTRALES

¿El endurecimiento cuantitativo (QT: Quantitative Tightening en inglés) ya será algo permanente en EE. UU.? ¿Puede el Banco Central Europeo (BCE) permitirse reducir su balance?

La Reserva Federal (Fed) gestiona tanto el coste del dinero como una parte de la liquidez del sistema financiero. El ritmo de reducción o QT de su balance tiene en cuenta el importe de la reverse repo (pacto de recompra inversa).

Según un informe de análisis<sup>4</sup> publicado por la Fed de Richmond, la normalización del balance de la Fed llevará dos años. Por lo tanto, el QT se quedará con nosotros, aunque tiene en su mano muchas opciones para suavizar las condiciones financieras si fuera necesario.

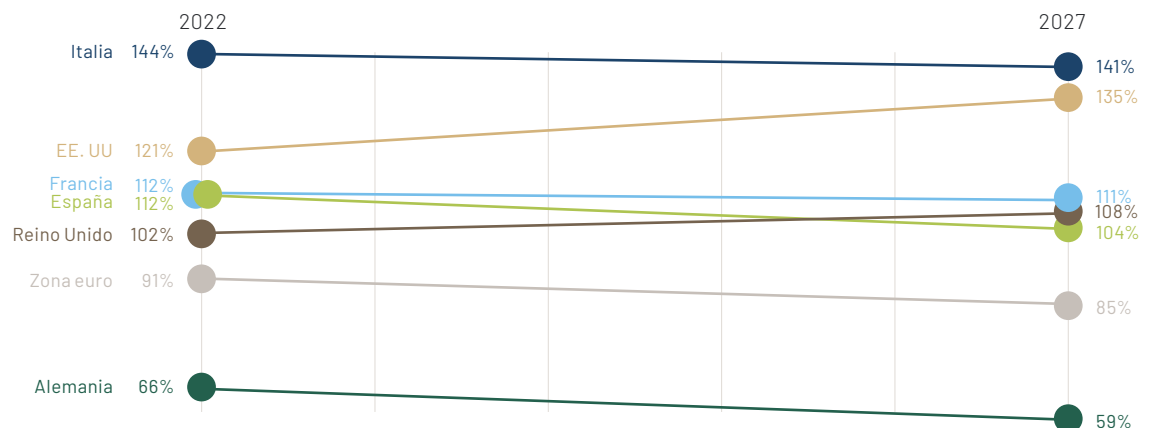
En cuanto a los fondos federales, la Fed pretende mantener unos tipos de interés oficiales reales positivos a lo largo de la curva de rendimientos. Si la inflación subyacente sigue cayendo, automáticamente le seguirán los tipos a corto plazo a la baja, ya que es poco probable que la Fed mantenga

el tipo de interés oficial real por encima del 2%, lo que supone tres o cuatro recortes en 2024. Sin embargo, todo ciclo de recortes duradero dependerá de que se produzca una recesión.

En Europa, el BCE se enfrenta a un dilema: por un lado, una inflación en desaceleración, pero todavía por encima del objetivo del 2% y, por otro, un crecimiento débil, con algunos países cerca de la recesión. El nivel de deuda pública (gráfico 3) de varios países también desempeña un papel importante. La mayoría pensábamos en la crisis de la deuda soberana de principios de la década de 2010 mientras los ratios deuda/PIB terminaban por debajo de los niveles reales, excepto en el caso de Grecia.

Sin duda, el BCE quiere evitar el discurso del "riesgo de redenominación"<sup>5</sup>. La única herramienta a su disposición es su balance o el Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI) sobre el que aún no se ha divulgado información. El momento oportuno para reducir las tenencias a un ritmo rápido está llegando a su fin.

GRÁFICO 3: DEUDA PÚBLICA, % DEL PIB



Fuentes: Amundi, Indosuez Wealth Management.

4 - Fed Balance Sheet Normalization and the Minimum Level of Ample Reserves: [https://www.richmondfed.org/publications/research/economic\\_brief/2023/eb\\_23-07](https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2023/eb_23-07)

5 - La redenominación es la recalibración de la moneda de un país, normalmente debido a la hiperinflación y la devaluación de la moneda, mediante la cual una moneda antigua se cambia por otra nueva a un tipo de cambio fijo.





Previsión de déficit federal en EE. UU. de  
**1,8 BILLONES DE DÓLARES**  
en 2024

El ciclo de tipos ha tocado techo y ha lastrado la actividad económica, ya que, en Europa, la mayor parte de la financiación se realiza a través del canal bancario. La fuerte desinflación abre cierto margen para que el BCE recorte los tipos en 2024, pero las divergencias en la inflación por países, junto con la incertidumbre de la función de reacción del BCE, nos llevan a prever el primer recorte llegará ya avanzado 2024, con la hipótesis adversa de que ocurra antes, algo mucho más acorde con el comportamiento histórico de los bancos centrales.

### TIPOS REALES: POR FIN MÁS ALTOS

Una vez más, tenemos que diferenciar entre Europa y EE. UU.

En Europa, las perspectivas de crecimiento están muy por debajo de su potencial. La elevada deuda total (pública y privada) y el deterioro del panorama demográfico agravan la situación, y los tipos reales deben permanecer cerca del 0%.

En EE. UU., sin embargo, los tipos reales se ciñen al potencial de crecimiento a largo plazo (gráfico 4). Desde la pandemia, muchos han argumentado que el tipo neutral<sup>6</sup> es superior al de los últimos 15 años debido al impulso fiscal. ¿Es sostenible la trayectoria fiscal? En pocas palabras, no. Sin embargo, a pesar de no ser expertos políticos, difícilmente prevemos que ningún gobierno frene el gasto real, especialmente, en un año de elecciones presidenciales.

¿Qué hay de la sostenibilidad de la deuda? Indudablemente, se convertirá en una cuestión candente, aunque el aumento del gasto por intereses no afectará drásticamente al presupuesto, ya que dos tercios de las necesidades de refinanciación del próximo año ya están en letras del Tesoro, y el Tesoro pagará intereses en torno al 5,4%.

### IMPLICACIONES PARA LA INVERSIÓN

La curva de rendimientos de EE. UU. está invertida desde mediados de 2022 debido tanto al endurecimiento agresivo de la Fed como a un mercado hambriento de duración, ya que el Tesoro estadounidense ha refinanciado su déficit con letras. Una de las hipótesis principales para 2024 es la normalización, ya que los tipos a corto plazo se beneficiarán de la relajación gradual de la política de la Fed y los tipos a largo plazo se encuentran ya a su valor razonable a largo plazo, como se ha descrito anteriormente.

En este contexto, la inversión de la curva sin recesión es el único argumento para no invertir plenamente en el mercado de renta fija, especialmente, en la parte larga de la curva. En la otra cara de la moneda, los tipos reales, en gran medida positivos y con potencial de ganancias de capital en una economía que se debilita, favorecen la tenencia o el aumento de las inversiones en esta clase de activos. Los bonos indexados a la inflación estadounidense también ofrecen argumentos convincentes para los inversores a medio plazo.

GRÁFICO 4: RENDIMIENTO REAL ESTADOUNIDENSE A 5 AÑOS, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

6- El tipo neutral es el tipo de interés a corto plazo que prevalecería cuando la economía estuviera en pleno empleo y con inflación estable: es el tipo al que la política monetaria no es ni contractiva ni expansiva.



## DEUDA CORPORATIVA

2023 ha sido un buen año para los mercados de deuda corporativa, con rendimientos anormalmente positivos generalizados. Su rendimiento fue incluso superior al de la renta variable sobre una base ajustada al riesgo.

Miramos a 2024 con una postura similar a la de 2023: optimista respecto a los emisores de buena calidad, ya que los inversores aumentan su asignación a la renta fija gracias a la subida de los tipos. A pesar del ligero deterioro de los fundamentales y las calificaciones, seguimos previendo cierta compresión de los diferenciales en la deuda corporativa de buena calidad, aunque no tanto en el mercado de alto rendimiento (HY), a pesar de que los impagos seguirán siendo limitados.

La deuda corporativa del *investment grade* (IG) se encuentra en su punto óptimo, ya que la oleada gradual de refinanciación de la deuda pesará sobre los segmentos más débiles y cíclicos del mercado de alto rendimiento. Es posible que los diferenciales se amplíen un poco por los riesgos de recesión, aunque se verán compensados con creces por un buen *carry*, la caída de la volatilidad de la deuda pública y el descenso de los rendimientos. La oferta neta será muy reducida (11.000 millones de euros según las previsiones de J.P. Morgan), ya que las necesidades de financiación de los emisores son limitadas. El mercado de alto rendimiento fue el valor estrella sorpresa de 2023 y se espera que en 2024 las rentabilidades sigan siendo saludables gracias a un *carry* elevado, mientras que los impagos se mantendrán dentro de su rango histórico. Los diferenciales descontarán un mayor riesgo de recesión, pero los precios reducidos limitan el riesgo bajista de los balances bien gestionados de este segmento de mayor riesgo.

Esta clase de activos proporciona a las carteras diversificadas un *carry* elevado, rentabilidades muy esperadas e inversiones no correlacionadas gracias al aumento de los rendimientos. Por lo tanto, es imprescindible dentro de una cartera global bien equilibrada.

## MERCADOS EMERGENTES: ¿NO ES SOLO CHINA?

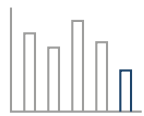
Tras una década de pésimas rentabilidades, podría sorprendernos oír que uno de los mercados de renta fija con mejor comportamiento desde el inicio del ciclo de subidas de tipos de la Fed ha sido la deuda de los mercados emergentes (EM) en moneda local (+8,6% desde el 17.03.2022<sup>7</sup>). Cabe elogiar especialmente a los bonos locales denominados en reales brasileños y en pesos mexica-

nos, que han arrojado rentabilidades del +28% y el +27%, respectivamente. Este sobrerrendimiento relativo aún impresiona más si tenemos en cuenta que el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años ha subido del 2,2% al 4,6% y la deuda corporativa estadounidense *investment grade* ha perdido casi un 10% en el mismo periodo.

¿Qué ha cambiado? En pocas palabras: la credibilidad y el *carry* son factores importantes. En esta ocasión, la explicación está en que la mayoría de los bancos centrales EM empezaron a subir los tipos de interés mucho antes que sus homólogos de los mercados desarrollados (DM) para combatir la inflación. Por ejemplo, el banco central de Brasil subió del 2% en 2020 al 13,75% a principios de 2023 y el de México, del 4% al 11,25%. Si a esto añadimos ciertas mejoras en la balanza de pagos y un auge de la inversión en algunas regiones de América Latina debido a la deslocalización cercana o *nearshoring* de las cadenas de suministro estadounidenses, tenemos la combinación perfecta para un fuerte repunte de esta clase de activos.

La pregunta clave es: ¿este ímpetu puede continuar? A este respecto, queremos dibujar un panorama más equilibrado. Por un lado, muchas economías EM ya han iniciado ciclos de recorte de tipos de interés y el diferencial de tipos de interés frente al dólar estadounidense se ha comprimido desde sus máximos. En particular, los bonos asiáticos locales ofrecen una prima reducida con respecto a los mercados desarrollados e, indudablemente, están más expuestos a la desaceleración de la economía china. Por otra parte, si acabamos en un mundo con un mayor crecimiento nominal de EE. UU., merece la pena prestar más atención a ciertos mercados en moneda local de América Latina, especialmente aquellos con bancos centrales ortodoxos que siguen ofreciendo rendimientos reales<sup>8</sup> superiores al 5%, como Brasil, México y Colombia. Además, las exageradas valoraciones del dólar estadounidense, unidas a unos déficits fiscales históricamente elevados sin recesión, también podrían generar cierto optimismo para los inversores en los EM.

También encontramos oportunidades selectas entre los bonos corporativos EM en divisa fuerte de países EM más grandes, como Brasil, México, Colombia, Chile, Indonesia y la India. En particular, buscamos “tesoros ocultos”: empresas que dominan sus mercados respectivos con estructuras de capital sólidas. Son compañías que tendrían una calificación varios escalones más alta si estuvieran domiciliadas en un mercado desarrollado y pagaran una elevada prima de rendimiento por su código postal.



Se espera un descenso de las nuevas emisiones en 2024

7 - Índice J.P. Morgan GBI-EM Diversified Unhedged - JGENDVUL.

8 - Rendimiento real = tipo del banco central menos la inflación prevista.



**Nicolas GAZIN**  
Global Head of Equity Solutions



**Laura Corrieras**  
Equity Portfolio Manager

La evolución de la economía ha sido inesperada e inusual en 2023. A pesar de una subida significativa de 525 puntos básicos (pb)<sup>9</sup> de los tipos por parte de la Reserva Federal (Fed) desde marzo de 2022 como respuesta al aumento de la inflación, el producto interior bruto (PIB) de EE. UU. demostró una gran resistencia y los mercados de renta variable registraron una rentabilidad positiva en términos generales. Sin embargo, históricamente, una inflación superior al 3% con tipos de interés en alza no es favorable para la renta variable.

¿Por qué y cómo los mercados de renta variable pueden beneficiarse de un nuevo régimen de mayor crecimiento/inflación?

### MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Podemos afirmar sin temor a equivocarnos que los elevados niveles actuales de inflación y crecimiento se atribuyen en parte a las anteriores medidas de estímulo y a la recuperación de la pandemia. Sin embargo, también reflejan los cambios estructurales de la economía. Existen dos fuerzas contrapuestas: las presiones inflacionistas, apoyadas por la transición energética y las tendencias a la desglobalización, frente a las presiones deflacionistas del auge del gasto de capital (CapEx) y el desarrollo de la IA a largo plazo.

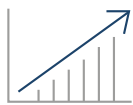
Este choque podría favorecer el crecimiento económico cíclicamente y sugiere también un posible punto de inflexión hacia un entorno más reflacionista del que hemos visto desde la crisis financiera. Este entorno es positivo para la renta variable mientras la inflación permanezca controlada (el mejor panorama para la renta variable es una inflación de entre el 2% y el 3%).

Sin embargo, esta hipótesis también implica que el tipo de interés neutral podría ser más alto que en épocas anteriores. El resultado es que los inversores serán más selectivos a la hora de elegir valores y deberán priorizar a los futuros líderes de estas tendencias seculares a largo plazo que darán forma a la próxima década.

### ¿QUIÉNES SERÁN LOS FUTUROS BENEFICIADOS DE ESTAS MEGATENDENCIAS?

#### TRANSICIÓN A LA ENERGÍA VERDE

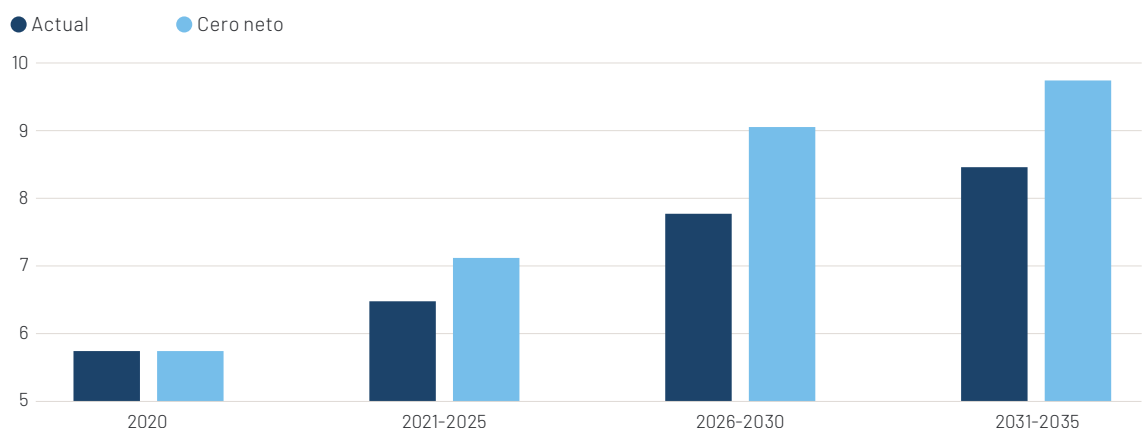
La transición energética requiere 17 billones de dólares adicionales de inversiones internacionales hasta 2035 (gráfico 5) para cumplir los requisitos de cero emisiones netas para 2050 del Acuerdo de París, lo que podría impulsar el PIB y, probablemente, aumentar la inflación, antes de que se observen ganancias en la productividad.



**17 BILLONES DE DÓLARES**

adicionales  
de inversión mundial  
hasta **2035**

**GRÁFICO 5: ESTIMACIÓN DE INVERSIÓN GLOBAL NECESARIA PARA ALCANZAR LOS OBJETIVOS, BILLONES DE USD**



Fuentes: McKinsey, Indosuez Wealth Management.

9 - Los tipos de los fondos federales subieron del 0,25% de marzo de 2022 al 5,5% en noviembre de 2023.



Aunque la tendencia a largo plazo de este sector es innegable, el panorama a corto plazo presenta desafíos debido al nivel de los tipos de interés. Todo el sector afronta con temor las necesidades de financiación y los rendimientos de los proyectos parecen menos atractivos, lo que se traduce en recogidas de beneficios en los agentes del sector de las renovables.

Sin embargo, es probable que estemos cerca de un fondo del mercado, con un exceso de salidas de capitales, las valoraciones son ahora más racionales y muchos planes gubernamentales, como la Ley de Reducción de la Inflación (IRA) de EE. UU., sustentan el crecimiento a largo plazo de las empresas de energías renovables. A pesar de los obstáculos a corto plazo, seguimos siendo optimistas sobre la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono. En caso de que los tipos de interés cayeran en 2024, aparecería una buena oportunidad para aumentar la exposición a subsegmentos clave como las energías renovables y alternativas, la eficiencia de los recursos, los vehículos eléctricos o las tecnologías limpias.

7

## LOS "SIETE MAGNÍFICOS",

inmunes a las subidas de tipos de interés

### SEGURIDAD Y DESGLOBALIZACIÓN

Un mundo multipolar defiende el gasto para reducir el riesgo del acceso a recursos críticos y asegurar la cadena de suministro.

Las secuelas de la crisis de la COVID-19 y las incertidumbres geopolíticas han impulsado iniciativas de relocalización, deslocalización cercana y desglobalización. A medida que aumenta la tensión en el contexto geopolítico (Ucrania/Rusia, EE. UU./China, y Oriente Próximo), es probable que los Estados incrementen el gasto militar.

Estas iniciativas, unidas a importantes inversiones y planes de reducción de impuestos, pueden tener efectos inflacionistas a corto plazo. En EE. UU., por ejemplo, se ha aprobado la Ley CHIPS<sup>10</sup> para favorecer la producción de semiconductores mediante una dotación de 52.700 millones de dólares para empresas que reubiquen la producción en el país o realicen pedidos a fabricantes estadounidenses.

Esta tendencia a la desglobalización puede observarse en todos los sectores, desde el sanitario (repatriación de la producción de determinados medicamentos) hasta el aeroespacial y la defensa (está en juego la soberanía industrial). Por lo tanto, numerosos sectores pueden beneficiarse significativamente de estas inversiones estratégicas,

especialmente en los ámbitos industrial y manufacturero, que abarcan áreas como servicios de investigación y consultoría, equipos electrónicos o ciberseguridad, entre otras.

### INTELIGENCIA ARTIFICIAL (IA)

La confluencia de factores, como una oferta de mano de obra limitada y diez años de inversiones insuficientes, obliga a las empresas a aumentar su capex, especialmente, en tecnología.

¡Comienza la carrera de la IA!

Según algunos estudios, aproximadamente dos tercios de los empleos actuales están expuestos a algún grado de automatización por la IA, y la IA generativa podría sustituir hasta una cuarta parte del trabajo actual. El aumento potencial de la productividad y las repercusiones en el mercado laboral son enormes.

PricewaterhouseCoopers estima que la IA aumentará el PIB en un 26,1% en China y un 14,5% en Norteamérica de aquí a 2030, lo que representa casi el 70% del impacto mundial.

Todos conocemos a los principales agentes de la IA, los "Siete Magníficos"<sup>11</sup>: Microsoft, Alphabet y Amazon, como líderes en computación en la nube, Nvidia en unidades de procesamiento gráfico (GPU) o Meta por su base de datos.

Esta situación resulta especialmente beneficiosa para las empresas de crecimiento en general, dotadas de importantes reservas de efectivo (gráfico 6, página 19), que generan más ingresos por intereses con el aumento de los rendimientos. Por lo tanto, pueden invertir en investigación y desarrollo (I+D) para mantenerse por delante de la competencia sin necesidad de financiación.

Son inmunes a la subida de los tipos de interés y triunfan en todos los sentidos.

También existen muchos otros agentes esenciales para la cadena de la IA o que verán alteradas sus áreas de negocio. De forma intuitiva, la IA generativa beneficiará al sector informático y, en especial, a las empresas de *software* y semiconductores, aunque existen muchas oportunidades de transformación para la tecnología financiera, las ciencias de la vida y la robotización, y dará lugar a la próxima generación en comunicaciones y transporte (en particular, los coches autónomos con el superordenador Dojo de Tesla, por ejemplo).

10 - La Ley CHIPS es una ley federal estadounidense que proporciona financiación e incentivos para aumentar la producción y la investigación de semiconductores a escala nacional.

11 - Los "Siete Magníficos": Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla y Nvidia.



## IMPLICACIONES PARA LA RENTA VARIABLE

Es probable que en este momento estemos entrando en un nuevo ciclo. Algunas mega tendencias estructurales y la cambiante combinación de políticas requieren grandes inversiones, lo que eleva el crecimiento estructuralmente y sustenta, asimismo, los niveles de inflación.

Es probable que este panorama beneficie a las empresas estadounidenses. En primer lugar, los agentes clave de la IA se encuentran principalmente en EE. UU., lo que debería seguir impulsando el crecimiento de los beneficios en los próximos años (en 2024, se prevé que el beneficio por acción (BPA) de los "Siete Magníficos" crezca un +21%, el doble que el del S&P 500). Además, la mayoría de las empresas del estilo Crecimiento disponen de mucho efectivo, por lo que, cuanto más tiempo permanezcan más altos los tipos de refinanciación, mayor será su capacidad de generación de efectivo. Asimismo, en contra del sentido común, un entorno de tipos de interés elevados favorece a los valores de Crecimiento, que disfrutan de mejores calificaciones crediticias y niveles de deuda inferiores a los valores cíclicos.

En Europa, la renta variable es muy interesante en términos de valoración y sigue cotizando con un descuento récord respecto a la estadounidense. La zona euro es una apuesta por el *Value* de ciclo global, con un sesgo cíclico y que podría arrojar un sobre rendimiento en 2024 si observamos un punto de inflexión en los indicadores adelantados del crecimiento, como el índice de gestores de compras (PMI). Dentro del *Value*, el segmento energético es una cobertura tanto en caso de deterioro del entorno geopolítico como de repunte de la inflación.

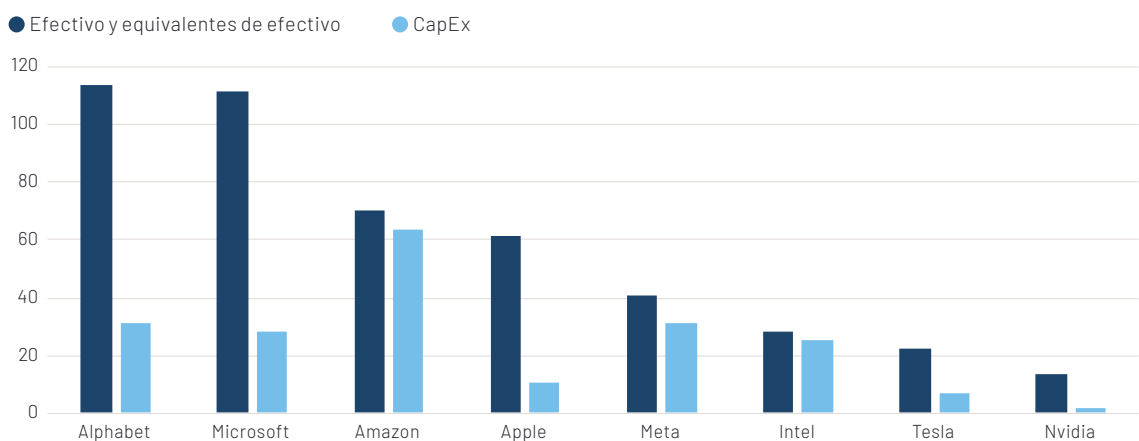
En cuanto a China, las perspectivas a medio plazo son más equilibradas. Las inquietudes siguen siendo importantes, debido a la falta de confianza del sector privado, la insuficiente demanda interna y la tensión existente en el sector inmobiliario. Sin embargo, las autoridades chinas han acelerado recientemente las medidas de estímulo (expansión monetaria y apoyo al sector inmobiliario), lo que podría aumentar la confianza de los consumidores y sustentar la economía. Por lo tanto, seguimos siendo optimistas en los sectores de la economía de plataformas digitales y los vehículos eléctricos en China, que, en este momento, parecen interesantes.

Preferimos adoptar un enfoque más amplio en los mercados emergentes en lugar de centrarnos en China.

Asia, excluida China, parece atractiva de cara a 2024, dada la disminución de los riesgos en EE. UU. (descenso de la inflación) y la debilidad del dólar, lo que debería ser positivo para los mercados asiáticos. Los líderes tecnológicos de Taiwán y Corea del Sur son esenciales para la cadena mundial de suministro de la IA. Las posiciones en la demanda interna y las infraestructuras en la India parecen temas interesantes, así como una creciente clase media y población joven de la ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático). Asia sigue siendo un área de gran crecimiento económico con valoraciones descontadas.

Por último, un panorama de crecimiento sostenido con una inflación contenida es positivo para la renta variable. El auge de la inversión y las tendencias seculares deberían respaldar el crecimiento de los beneficios durante los próximos diez años, y nuestros expertos podrían identificar a los futuros vencedores de este periodo de transformación.

GRÁFICO 6: EFECTIVO Y CAPEX DE LA MEGACAPITALIZACIÓN EN EE. UU., MILES DE MILLONES USD



Nota: Alphabet tiene más de 110.000 millones de dólares en efectivo neto (más que la capitalización bursátil de SANOFI), que el año pasado generó más de 3.400 millones de dólares en intereses, y esta cifra podría aumentar en 2023 y en adelante.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## SE ESPERA A LOS CONTRINCANTES DEL DÓLAR EN LA CANCHA



**Muriel ABOUD SCHIRMANN**  
Head of Active Advisory



**Maxime GARCIA**  
Investment Strategist

2023 estuvo marcado por la resistencia del dólar y el rendimiento superior del franco suizo, la moneda refugio por excelencia, mientras que el euro prosiguió su tímida recuperación. En 2024, un aterrizaje suave unido a un régimen de inflación estructuralmente más elevado bien podría redibujar los contornos del mercado de divisas.

### USD

#### **El rey dólar podría ceder terreno, pero no se vendrá abajo**

Por lo que respecta al dólar, la historia nos ha enseñado que las primeras fases de un entorno reflacionista, si van acompañadas de una recuperación económica fuerte y robusta, conducen a una apreciación del dólar. Así ocurrió en 2022. En 2023, la economía estadounidense siguió sorprendiendo con su resistencia, lo que llevó a los inversores a rebajar sus expectativas sobre el final del ciclo de endurecimiento de la Reserva Federal (Fed) y favoreció al dólar. También cabe observar que, a largo plazo, cuando la Fed lleva a cabo una buena gestión de la inflación en los periodos de reflación (creemos que es lo habitual), el impacto sobre el dólar es relativamente neutro. De hecho, somos menos bajistas con respecto a la moneda de reserva mundial y no prevemos ninguna depreciación marcada en el primer semestre del año, ya que un aterrizaje suave volvería a incitar a los inversores a posponer sus expectativas optimistas de recortes de tipos, lo que volvería a apoyar a la moneda. Sin embargo, seguimos esperando que la Fed recorte los tipos en el segundo semestre de 2024 y, a medida que la economía mundial se acerque a un aterrizaje suave, el apetito por el dólar como moneda refugio de alto rendimiento podría menguar en favor de las monedas de mayor beta y mayor riesgo en el segundo semestre. En consecuencia, no nos sorprendería ver una ligera depreciación a lo largo del año.

### EUR

#### **¿Queda más impulso por venir?**

Este mejor comportamiento relativo de la economía estadounidense hasta 2023 y el mantra de “más elevados durante más tiempo” han lastrado el euro. Sin embargo, creemos que la economía europea se recuperará de la crisis energética y recuperará un equilibrio mejor con el resto del mundo —nuestra hipótesis de crecimiento es similar al consenso del mercado—, lo que debería favorecer lentamente la recuperación de la moneda. Tampoco estamos de acuerdo con la hipótesis del mercado de recortes de 100 pb en 2024, lo que debería ser un factor positivo para el euro hasta 2024. Aun así, no negamos que persisten ciertos riesgos, en particular, si la dinámica macroeconómica no logra alcanzar el consenso, el apetito de los inversores por la moneda única seguiría siendo escaso.

### ORO

#### **Comprar en las caídas**

Un entorno de mayor inflación puede ser positivo para el oro, ya que los inversores buscan preservar su patrimonio y proteger su poder adquisitivo. No obstante, el coste de oportunidad de mantener el metal amarillo, que es un activo sin rendimiento, se ve afectado por la subida de los tipos de interés reales. En consecuencia, el potencial alcista del oro es limitado, al menos hasta que los principales bancos centrales empiecen a normalizar el ritmo de su política monetaria y los tipos de interés reales comiencen a caer.

Sin embargo, el conflicto de Oriente Próximo nos recuerda el atractivo de la condición de activo refugio del oro.





Además, la demanda de los bancos centrales para diversificar sus reservas de divisas debería seguir siendo un factor favorable: en los primeros 9 meses de 2023, ya han comprado 800 toneladas de oro (gráfico 7), es decir, un 14% interanual (fuente: Informe del Consejo Mundial del Oro).

## CHF

### Entre el suelo y el techo

El franco suizo sigue siendo una cobertura interesante, ya que podría arrojar un rendimiento superior si se materializan los riesgos macroeconómicos y geopolíticos. También se beneficia de la predisposición del Banco Nacional Suizo (BNS) a intervenir en el mercado de divisas, el cual además está reduciendo sus reservas de divisas en dólares estadounidenses y euros, lo que representa un techo para el precio del EUR/CHF. Sin embargo, su valoración está cerca de los máximos históricos frente al euro y al dólar, lo que limita en cierto modo su potencial alcista. También cabe observar que la moneda tiene actualmente un *carry* negativo, que actúa como suelo frente al euro y al dólar estadounidense, al menos hasta que el Banco Central Europeo (BCE) y la Fed recorten los tipos. Por último, el apetito por el franco suizo como moneda refugio bien podría disminuir si al final evitamos la recesión en la zona euro, en consonancia con nuestra hipótesis. Este argumento también se ve reforzado por nuestro análisis de episodios reflacionistas anteriores, en los que el yen y el franco suizo tienden a obtener peores resultados, hasta el punto de que los flujos de inversión se dirigen hacia regiones con mejores perspectivas de crecimiento y tipos de interés más elevados.

## JPY

### No se esperan grandes cambios

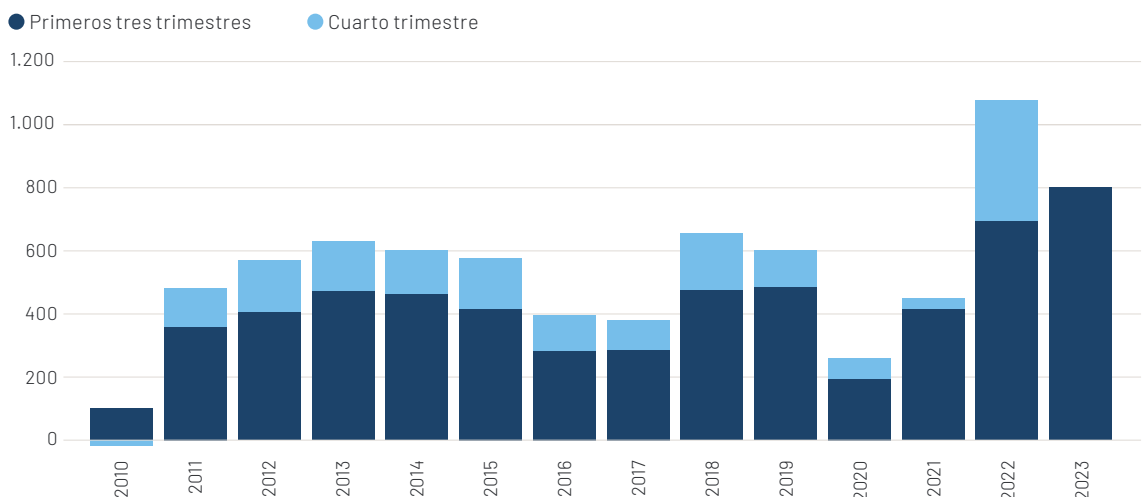
El yen sigue viéndose penalizado por su diferencial de tipos de interés con el resto de grandes economías. Por un lado, podría estar sobre la mesa una intervención del Banco de Japón, ya que seguimos acercándonos a mínimos históricos. Por otro lado, dado que la rebaja fiscal del Gobierno destinada a sacar a Japón completamente de la deflación entrará en vigor en junio de 2024, es probable que el Banco de Japón no cambie sus políticas con la premisa de que la economía ya ha salido de la deflación. Por lo tanto, no esperamos más que cambios menores e incrementales en la política monetaria del Banco de Japón. Aunque los episodios reflacionistas suelen ser desfavorables para el yen, un nivel cercano a los mínimos históricos y un diferencial de tipos de interés que se reducirá gradualmente a medida que la Fed normalice su política podrían respaldar al yen, especialmente, durante el segundo semestre de 2024.

## AUD

### El ciclo económico de China no es tan relevante

Por último, el entorno reflacionista tiende a beneficiar a los principales exportadores de materias primas, como el dólar australiano, debido a que el aumento de los precios de las materias primas refuerza las balanzas comerciales y los resultados económicos. También observamos que Australia será un país clave en la transición energética mundial debido a sus grandes reservas de metales. En consecuencia, la inflación verde debería ser un factor positivo para el dólar australiano.

## GRÁFICO 7: LOS BANCOS CENTRALES TIENEN OTRO AÑO COLOSAL DE COMPRA DE ORO, TONELADAS



Fuentes: Metals Focus, Refinitiv GFMS, Consejo Mundial del Oro, Indosuez Wealth Management.



Fabrice DE SOUSA  
Portfolio Manager

En los últimos años, la inflación ha sido un motivo de preocupación importante para inversores, economistas y consumidores. Todos sabemos que las políticas monetarias, o las perturbaciones de la oferta y la demanda, tienen incidencia sobre ella. La transición climática y energética, como respuesta crucial al cambio climático, está remodelando la economía mundial y creando un nuevo fenómeno: la inflación verde o *greenflation*.

¿La transición de los combustibles fósiles a una energía más sostenible está alimentando la inflación? ¿Qué hay del coste de la inacción? ¿El impacto de la subida de los tipos de interés cuestiona las oportunidades de inversión asociadas a esta transición energética?



LAS NUEVAS  
NORMAS  
medioambientales  
requieren  
INVERSIONES  
INGENTES

### INFLACIÓN Y TRANSICIÓN ENERGÉTICA

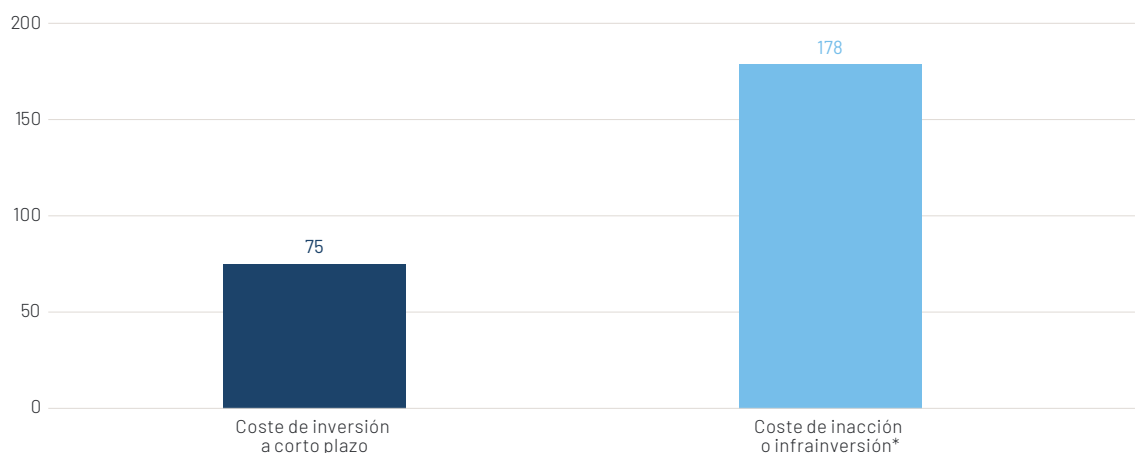
La transición energética implica el paso de los combustibles fósiles a fuentes de energía más limpias y renovables, así como prácticas de producción más sostenibles. Este cambio requiere una inversión ingente en nuevas tecnologías e infraestructuras para modernizar y adaptarlas a las nuevas normas medioambientales. Los avances relacionados con la transición energética, por ejemplo, mediante la construcción de parques eólicos, centrales solares o redes inteligentes, requieren importantes inversiones, lo que incrementa los costes de producción en estos sectores, y aumentará automáticamente los costes de las energías renovables a corto plazo.

La cantidad de capital necesario para desarrollar energías renovables aumenta su sensibilidad a la

volatilidad de los tipos de interés (factor clave en el cálculo de la rentabilidad de los proyectos), lo que retrasa la adopción de tecnologías limpias y ralentiza la inversión en descarbonización. Además, a las centrales eléctricas de combustibles fósiles existentes aún les quedan años de vida por delante. El desmantelamiento anticipado de estas centrales eléctricas debido a la transición energética podría dar lugar a una pérdida global estimada en 1.400.000 millones de dólares, lo que afectaría directamente a las facturas de la energía de los consumidores.

Además, la creciente demanda de tecnologías verdes está ejerciendo presión sobre las materias primas, como los metales raros utilizados en las baterías o los paneles solares, lo que causa una gran volatilidad en los precios.

GRÁFICO 8: COSTE ESTIMADO DEL CAMBIO CLIMÁTICO NO MITIGADO ENTRE 2023 Y 2070, BILLONES DE USD



\* Valor estimado del coste mundial de los efectos del cambio climático, como el calor extremo, las catástrofes meteorológicas y el aumento del nivel del mar en todos los sectores.

Fuentes: BofA Global Research, Deloitte: Wood Mackenzie, Indosuez Wealth Management.



Un **47%  
MÁS**  
de proyectos  
solares y eólicos  
en 2023

### ¿ES LA INACCIÓN UNA ALTERNATIVA VÁLIDA?

Ante estos requisitos colosales de financiación para garantizar la transición energética y sus efectos en los precios y, por lo tanto, en la inflación, la pregunta que se plantea de inmediato es: ¿y si no hacemos nada? Según diversos estudios, para 2070, el coste de la inacción climática, especialmente por el aumento de las catástrofes naturales, será dos veces superior a las inversiones necesarias para llevar a cabo la transición a la neutralidad de carbono de aquí a 2050 (gráfico 8, página 22).

### LA TRANSICIÓN ENERGÉTICA OFRECE OPORTUNIDADES

A pesar del anuncio de planes de inversión muy ambiciosos, como el Pacto Verde Europeo<sup>12</sup> y la Ley de reducción de la inflación (IRA) en EE. UU., las empresas vinculadas a las energías renovables han registrado rentabilidades bursátiles caóticas en el segundo semestre de 2023, afectadas especialmente por la subida de los tipos de interés. ¿Significa esto que esta temática de inversión ya no ofrece oportunidades?

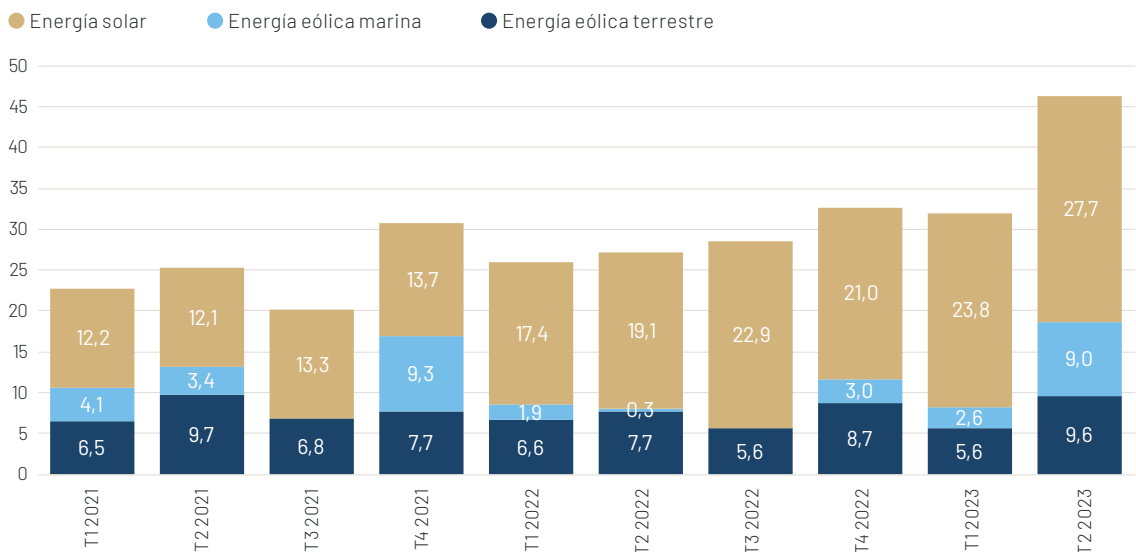
Indudablemente, la respuesta es no.

A pesar de estos desafíos, la transición climática y energética no es optativa. Es crucial reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y promover la sostenibilidad. Además, en un mundo acuciado por las tensiones geopolíticas, la independencia energética está convirtiéndose en un problema de seguridad nacional.

Las inversiones en nuevos proyectos solares y eólicos en Europa, Oriente Próximo y África (gráfico 9) alcanzaron los 78.000 millones de dólares en el primer semestre de 2023, un 47% más que en el mismo periodo del año anterior. Los principales motores de este impresionante crecimiento son el continuo desarrollo de proyectos solares en la región, especialmente en España, y las centrales eólicas terrestres.

Si los tipos de crecimiento de las energías renovables son impresionantes en Europa, lo son aún más en China. Si comparamos los primeros seis meses de 2023 con la primera mitad de 2022, el ritmo de instalaciones en China se ha más que duplicado. Según estimaciones de BloombergNEF, se deberían instalar 413 GW de nueva capacidad de energía solar en todo el mundo en 2023, en gran parte gracias a China, que por sí sola representa más que el resto del mundo (58% de la nueva capacidad).

GRÁFICO 9: INVERSIONES ESTIMADAS EN NUEVOS PROYECTOS SOLARES Y EÓLICOS EN EMEA, MILES DE MILLONES USD



Nota: El gráfico incluye valores publicados y no publicados. Los coeficientes se utilizan para estimar el valor de una operación que se recoge en nuestra base de datos de financiación con activos, pero en la que no se informa de su valor monetario. Se calcula utilizando medias recientes o cifras de capex dentro de la herramienta de cálculo del Coste Nivelado de la Energía. EMEA se refiere a Europa, Oriente Próximo y África.

Fuentes: BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

12 - El principal objetivo del Pacto Verde Europeo es la neutralidad climática para el año 2050 (descarbonizar su sistema energético con el objetivo de lograr cero emisiones netas de gases de efecto invernadero para 2050).



Como ya se ha mencionado, los aumentos de costes, los problemas de la cadena de suministro, el endurecimiento monetario y las subidas de tipos de interés han tenido un impacto significativo en el sector de las energías renovables. A modo de ejemplo, a cierre de octubre, el índice S&P Global Clean Energy había perdido un -34% desde el inicio de 2023 (en dólares estadounidenses, rentabilidad total). Actualmente, las valoraciones de las empresas vinculadas a esta temática han vuelto a niveles interesantes, especialmente en los albores de los enormes planes de inversión que se están implantando para financiar esta transición.

Además, el principal factor adverso de esta temática está desvaneciéndose. Los inversores han descontado ya en gran medida el impacto de la subida de tipos en las valoraciones de las empresas de energías renovables. Además, en 2024, prevemos una inflexión de la política monetaria estadounidense.

Unas valoraciones que han recuperado su atractivo, los recortes de tipos que se avecinan y las ingentes inversiones necesarias para financiar la transición energética proporcionarán un apoyo real a la temática e, indudablemente, ofrecerán oportunidades de inversión a los inversores. A continuación, se enumeran algunas áreas de interés (lista no exhaustiva):

#### **Energías renovables**

Las energías solar, eólica e hidroeléctrica están creciendo rápidamente y son el centro de la transición energética.

#### **Almacenamiento de energía**

Los sistemas de almacenamiento de energía, como las baterías, son un eslabón esencial para optimizar las ventajas de las energías renovables, que son intermitentes por naturaleza.

#### **Transporte limpio**

Los vehículos eléctricos (VE) y las soluciones de movilidad sostenible están en plena expansión. Los fabricantes de automóviles centrados en los VE y la infraestructura de recarga están beneficiándose de la electrificación.

#### **Eficiencia energética**

Reducir el consumo de energía es prioritario. Esta transición hacia una mayor sobriedad implica necesariamente que las empresas ofrezcan soluciones para mejorar la eficiencia energética en edificios e industrias.

#### **Tecnologías medioambientales**

Las empresas que desarrollan tecnologías para la descarbonización, el reciclaje y la gestión del agua también son posibles candidatos a la inversión.

### **CONCLUSIÓN**

La transición climática y energética puede llevar a una inflación verde a corto plazo debido a sus elevados costes iniciales. Sin embargo, el coste de la inacción sería, a largo plazo, mucho más elevado que las inversiones necesarias a corto plazo para alcanzar los objetivos de cero emisiones netas. Además, la transición energética representa una gran oportunidad para los inversores conscientes de los retos y los beneficios a largo plazo. Al invertir en empresas y sectores relacionados con la transición climática, los inversores no solo pueden contribuir al esfuerzo mundial de lucha contra el cambio climático, sino que también pueden beneficiarse de posibles rentabilidades financieras a medida que el mundo avanza hacia un futuro más limpio y sostenible.



## ¿ESTÁN ENTRANDO LOS MERCADOS PRIVADOS EN UN NUEVO CICLO?

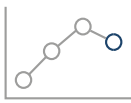


**Remy POMATHIOS**  
Head of Private Markets Investments



**Matthieu ROUMAGNAC**  
Head of Real Assets Investments

Los mercados privados se han convertido en una clase de activos por sí sola que cubre las inversiones en capital riesgo, crédito privado, inmuebles privados e infraestructuras privadas. La democratización de la clase de activos y la subida de los tipos de interés están reconfigurando el sector, al tiempo que confirman que no todos los gestores son iguales.



Se espera que  
**LA CAPTACIÓN DE FONDOS DE 2023**  
caiga cerca de un  
**20%**  
**CON RESPECTO A 2022**

### LA REDUCCIÓN DE LOS VOLÚMENES FAVORECE EL DESPLAZAMIENTO HACIA LAS EMISIONES DE MAYOR CALIDAD

En 2023, la captación de fondos de los mercados privados se vio gravemente afectada, después de varios años de récord (gráfico 10), por la reducción de las rentas distribuidas inherente a un discreto mercado de fusiones y adquisiciones (F&A), y a una actitud algo prudente de los inversores respecto a esta clase de activos.

Las rentas distribuidas a los inversores por parte de los fondos de los mercados privados experimentaron una marcada caída a partir del 3T de 2022, debido al desplome del volumen de operaciones de F&A. De hecho, compradores y vendedores han tenido dificultades para llegar a acuerdos sobre precios, dado el continuo incremento del coste del capital y la falta de visibilidad en el entorno macroeconómico. Al igual que en el periodo de la COVID-19 de 2020, asistimos a un importante desplazamiento hacia las emisiones de mayor calidad, ya que solo los mejores activos cambiaron de manos.

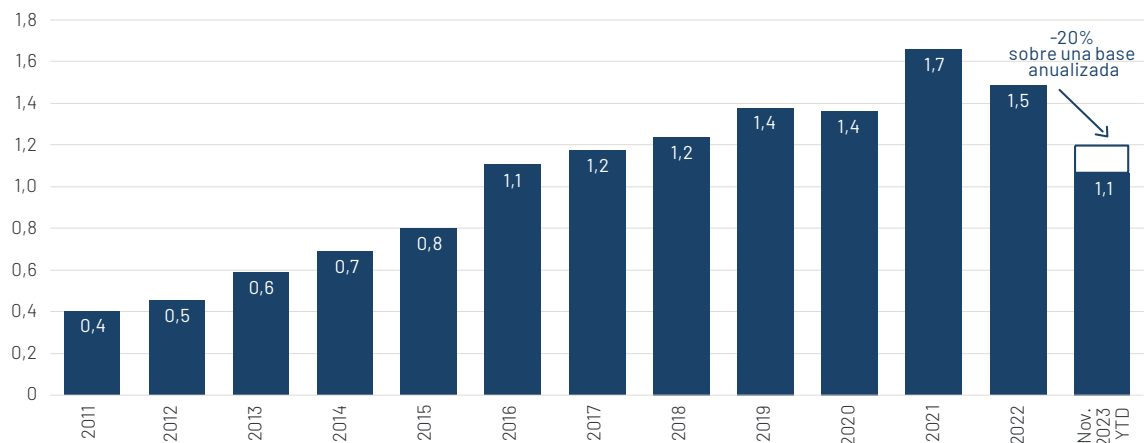
### LA TRANSFORMACIÓN OPERATIVA VUELVE A SER UN ASPECTO CENTRAL

2023 también ha sido un punto de inflexión para los mercados privados, ya que la persistente inflación y los tipos de interés más elevados durante más tiempo sientan las bases de lo que parece la "nueva normalidad" en el entorno macroeconómico.

A largo plazo, creemos que este nuevo entorno podría beneficiar a los inversores de los mercados privados, ya que diferenciará los gestores de inversiones en función de su capacidad para generar valor por medio de mejoras operativas, y no mediante ingeniería financiera.

En este sentido, la selectividad es más importante que nunca en el sector de los mercados privados. Dado que los activos privados se enfrentan a un número cada vez mayor de retos de transformación, especialmente, en los ámbitos digital y medioambiental, estamos firmemente convencidos de que solo los gestores con una profunda implicación operativa seguirán ofreciendo rentabilidades superiores.

**GRÁFICO 10: CAPITAL CAPTADO EN LOS MERCADOS PRIVADOS MUNDIALES, BILLONES USD**



Fuentes: Base de datos Prequin noviembre 2023, Indosuez Wealth Management.





## LOS MERCADOS PRIVADOS, UN SECTOR QUE LLEGA A LA MADUREZ

Confiamos en que los gestores de mercados privados más sofisticados y con mayor experiencia, con pericia operativa demostrada, saldrán desproporcionadamente beneficiados del nuevo paradigma, y concentrarán el poder de captación de fondos y el acceso privilegiado a las transacciones. En nuestra opinión, para impulsar la creación de valor ya no es suficiente contar con un equipo de inversión sólido, sino que ahora este debe complementarse con recursos dedicados a apoyar a las empresas en cartera en la puesta en práctica de iniciativas operativas.

Por lo tanto, en lo que podría convertirse en una hipótesis en la que el vencedor se lo lleva todo, prevemos una aceleración continuada de la consolidación de las sociedades gestoras de los mercados privados. La adquisición de sociedades gestoras por parte de sus homólogos de mayor tamaño ya ha comenzado, en 2023 ya se han producido varias operaciones importantes. La tendencia de consolidación se encuentra en su fase inicial, ya que la clase de activos seguirá creciendo, alimentada por nuevos tipos de inversores, entre ellos, las personas consideradas de alto patrimonio.

## 2024: ¿UN NUEVO CONJUNTO DE OPORTUNIDADES?

En cuanto al capital riesgo, vemos indicios alentadores en el mercado de F&A, con una reactivación del ímpetu de la actividad de operaciones en el 3T de 2023. Prevemos el regreso gradual de las transacciones en 2024, lo que sustentará una recuperación del volumen de las rentas distribuidas a los inversores.

Creemos que el ajuste general a la baja de las valoraciones de entrada podría acelerarse a lo largo de 2024, ya que las salidas, excesivamente retrasadas, tendrán que materializarse con la presión ejercida sobre los gestores de fondos para devolver capital a sus socios comanditarios<sup>13</sup>.

En este sentido, estamos convencidos de que los fondos de capital riesgo se beneficiarán en 2024 con unos precios de entrada interesantes siendo un mercado liderado por los compradores.

En nuestra opinión, la gran reserva de pequeñas y medianas empresas seguirá siendo un segmento muy atractivo, ya que en este sector suelen ser más ágiles y con una gran diversificación para la creación de valor, al tiempo que dependen menos de los mercados financieros para generar una salida.

En cuanto a la deuda privada, observamos una gran aceleración del capital obtenido en los últimos 18 meses debido a la subida de los tipos de interés.

13 - Una *limited partnership* (sociedad comanditaria) es una forma de sociedad en la que algunos de los socios contribuyen únicamente financieramente y son responsables únicamente en la medida de la cantidad de capital que han invertido.





Sin embargo, los inversores deberían seguir siendo prudentes y selectivos, ya que creemos que las tasas de impagos podrían aumentar significativamente en los próximos dos años debido al aumento de la presión para cumplir los ratios de cobertura de intereses.

Como complemento a las estrategias de préstamo directo, creemos que las estrategias de crédito en dificultades y de capital estructurado serán formas interesantes de apostar por el mercado de crédito privado, que debería salir beneficiado del entorno actual.

Por último, en el caso de los activos de infraestructuras, se espera que las inversiones se beneficien aún más de la brecha mundial de financiación para financiar la transición energética y la digitalización de la sociedad. Percibimos que la inflación sostenida será un claro motor de la rentabilidad en los próximos años, especialmente, en el ámbito de los activos reales.

Después de más de quince años de tipos reducidos e inflación insignificante, los mercados privados están iniciando un nuevo capítulo. A medida que se lleva a cabo una transformación generalizada de la economía, en la que los retos que nos esperan van mucho más allá del impacto del mayor coste de la deuda o la inflación a largo plazo, el sector de los mercados privados también evoluciona. Con una visión a largo plazo, alejada de la volatilidad de los mercados cotizados, creemos firmemente que esta clase de activos cuenta con las herramientas necesarias para seguir ofreciendo un gran rendimiento.

## ASPECTOS INMOBILIARIOS RELEVANTES

Desde hace más de 12 meses se están produciendo caídas de valoración de entre el 10% y el 20% en promedio, lo que ha impactado los volúmenes de inversión en cerca del 40% en 2023. Se espera que el crecimiento de los alquileres vinculado a la inflación en 2023 se estabilice en 2024. Las condiciones crediticias más estrictas y el aumento del costo de la deuda está acelerando la tendencia bajista que puede continuar hasta mediados de 2024, abriendo oportunidades atractivas para compradores oportunistas.

Sin embargo, algunos sectores se han mantenido resistentes y, en particular:

- Los hoteles y los “activos operativos” se han recuperado completamente en comparación con los años anteriores a la pandemia y están siendo impulsados por un fuerte desequilibrio entre oferta y demanda en Europa.
- El comercio minorista ha mostrado una relativa resiliencia y ha continuado para proporcionar retornos sólidos.
- El sector inmobiliario de lujo apenas se vio afectado por el movimiento de los tipos de interés.

A medida que los tipos de interés parecen acercarse a su máximo prevemos una recuperación progresiva de los siguientes submercados y, en particular, la logística y las oficinas prime en zonas CBD (Central Business District). Los activos residenciales siguen siendo una inversión a largo plazo con sólidos fundamentos.



# 04 | Macroeconomía



Lucas MERIC  
Investment Strategist

A pesar de los temores de recesión que rondaron por un tiempo, el año 2023 ha demostrado ser resistente para las economías desarrolladas, enfrentando el drástico endurecimiento impulsado por los bancos centrales desde 2022. Una señal positiva es la marcada desinflación, sugiriendo un probable aterrizaje suave a nivel mundial en 2024.

#### LA ECONOMÍA MUNDIAL VA CAMINO DE LOGRAR UN ATERRIZAJE SUAVE EN 2024

Este aterrizaje suave puede explicarse por la normalización de los principales desequilibrios posteriores a la pandemia que han alimentado la dinámica de la desinflación. En particular, este reequilibrio se ha producido en gran medida en el mercado de bienes, con una notable mejora de los plazos de entrega de los proveedores, un ajuste del mercado laboral sin una destrucción masiva de puestos de trabajo y una normalización del componente de la vivienda en EE. UU. Aunque gran parte del movimiento desinflacionista ya se ha producido, esperamos que continúe en 2024. Nuestra hipótesis se ve ilustrada, en particular, por las economías desarrolladas, en las que la previsión de crecimiento está por debajo de su potencial, pero sin caer en la recesión, y la inflación en EE. UU. y la zona euro, que terminará el año justo por encima de los objetivos de los bancos centrales.

En EE. UU., anticipamos que el crecimiento se desacelerará al inicio del año para luego aumentar de manera moderada hacia su nivel potencial en 2025. La economía ha evitado la recesión, en gran parte gracias a la robustez del consumo estadounidense, impulsado por ganancias continuas de poder adquisitivo y balances financieros más sólidos que antes de la pandemia. Los hogares y las empresas aseguraron tipos de interés atractivos antes de las primeras subidas de 2022, justificando tipos efectivos relativamente bajos en la actualidad (con un tipo de interés hipotecario medio del 3,7%, mientras que el nuevo se sitúa en el 7,9%). Además, nuestras expectativas de reducción de tasas por parte de la Reserva Federal (Fed) a partir del segundo semestre de 2024 deberían ayudar a mitigar los riesgos de refinanciación.



#### LA INFLACIÓN TERMINARÁ 2024

justo por encima de los objetivos de los bancos centrales





## LOS PRINCIPALES FACTORES ADVERSOS

de la zona euro deberían disminuir en 2024

En cuanto a la zona euro, después de un año de crecimiento débil pero resistente en 2023, se espera que no se quede rezagada en términos de crecimiento respecto a EE. UU. en 2024 como el año anterior (tabla 1). Los hogares se beneficiarán de mayores ganancias de ingresos reales, y a diferencia de sus homólogos estadounidenses, mantendrán importantes ahorros preventivos, lo que podría favorecer la dinámica del consumo (gráfico 11). También se prevé que en 2024 disminuyan dos importantes factores adversos: el lastre del endurecimiento monetario se aligerará a partir del primer semestre ya que el Banco Central Europeo (BCE) empezó a subir los tipos varios meses después de la Fed, mientras que la actividad manufacturera debería repuntar gracias al efecto menos adverso de los precios de la energía y la recuperación del ciclo manufacturero mundial.

## ASIA: TIERRA DE CRECIMIENTO Y DIVERGENCIAS

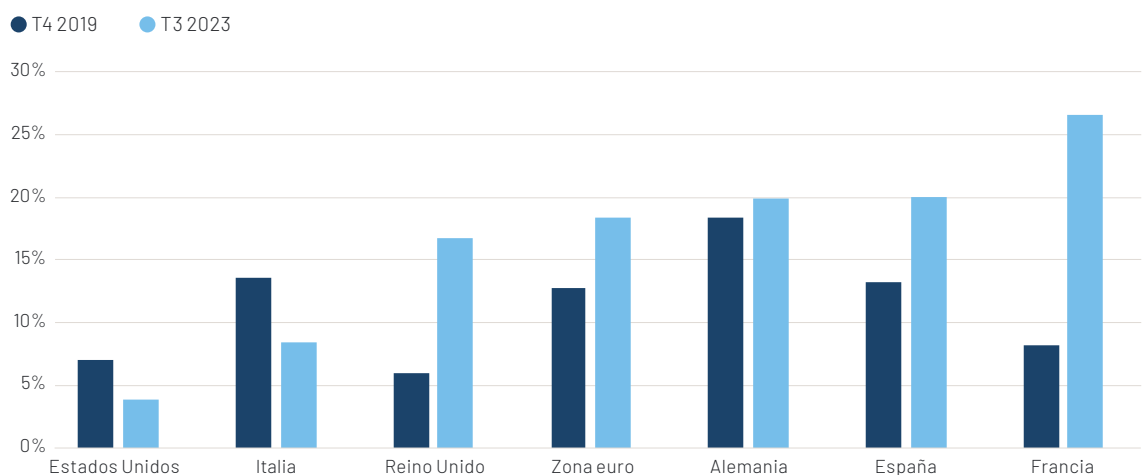
En cuanto a China, 2023 resultó decepcionante, a pesar de las promesas de reapertura a finales de 2022, con una economía muy penalizada por la desaceleración del mercado inmobiliario. En nuestra opinión, los principales riesgos de 2023 a los que se enfrentaba el sector inmobiliario y los vehículos de financiación de los gobiernos locales siguen siendo muy reales, y deberían justificar la continuación de las políticas económicas expansivas para sustentar el crecimiento. Las autoridades disponen de suficiente margen de maniobra, dada la inflación reducida y el nivel de deuda del Gobierno central, muy inferior al de los países desarrollados. En cualquier caso, la economía china seguirá creciendo muy por debajo de sus estándares históricos, un símbolo de crecimiento que ya no vendrá determinado por la propiedad y la construcción, y que deberá hacer frente al desafío de una demografía en declive.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2023-2024, %

	PIB		INFLACIÓN	
	2023	2024	2023	2024
EE. UU.	2,3%	1,2%	4,2%	2,7%
Zona euro	0,5%	0,7%	5,6%	2,9%
China	5,1%	4,5%	0,5%	1,8%
Japón	1,9%	1,1%	3,2%	2,0%
India	6,5%	6,0%	6,2%	5,9%
Brasil	2,6%	1,3%	4,8%	4,0%
<b>Mundo</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,7%</b>	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 11: EL AHORRO ACUMULADO DESDE 2019 PODRÍA PROTEGER A LOS CONSUMIDORES DE LA ZONA EURO, TASA DE AHORRO %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Por el contrario, se prevé que los datos demográficos positivos aviven las perspectivas de crecimiento a largo plazo en la India, además del ímpetu de las reformas, la menor sensibilidad a las perturbaciones externas y las posibles entradas de inversión directa, a lo que hay que sumar las importantes reservas de divisas con las que cuenta el país. Sin embargo, en 2024 podrían aparecer algunos desafíos debido a las restricciones de la oferta y la incertidumbre política por las elecciones generales previstas en el primer semestre del año. También se espera que 2024 sea más favorable para otras economías asiáticas más pequeñas, como Corea del Sur, Taiwán o Vietnam, que deberían beneficiarse de la recuperación del ciclo manufacturero mundial, la continua normalización del turismo internacional y la diversificación de las inversiones fuera de China.

Japón también podría distinguirse ampliando su ajuste gradual de la política monetaria como respuesta a la aparición de un entorno deflacionista. En particular, en 2024, la economía japonesa podría empezar a avanzar más hacia un crecimiento impulsado por el consumo, en particular, gracias a una mejora de la dinámica salarial y favorecida por una política fiscal expansiva. Sin embargo, el camino hacia la reflación es largo en el país del sol naciente y es poco probable que se materialice ya en 2024.

Los principales riesgos para nuestra hipótesis de un aterrizaje suave en 2024 incluyen:

- Un mundo cada vez más polarizado, con la proliferación de riesgos geopolíticos, como las guerras entre Rusia y Ucrania, e Israel y Hamás, que podrían tener efectos adversos significativos sobre los precios de la energía, presentando riesgos notables, especialmente para Europa. La situación de las tensiones entre China, por un lado, y EE. UU./Taiwán, por otro, también podría ser un tema de interés. Estos riesgos geopolíticos se verían agravados por las elecciones presidenciales de EE. UU. y la posible vuelta de Donald Trump.
- También es probable que la deuda pública sea un tema importante, especialmente en Europa, donde persistiría un riesgo latente, particularmente en la sostenibilidad de la deuda italiana en un entorno de tipos de interés elevados y menor crecimiento nominal. Simultáneamente, el drástico aumento de la deuda estadounidense podría resultar más problemático más allá de 2024, un año de elecciones presidenciales, y por lo tanto, es poco probable que se produzca una consolidación presupuestaria significativa.



# 05 | Asignación de activos





Grégory STEINER, CFA  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

El año 2023 se caracterizó, según el consenso, por una marcada desaceleración económica en las economías avanzadas, lo que justificaba el posicionamiento prudente de los inversores a principios de año, y la recuperación del protagonismo de la economía china (en actitud de reapertura), pero al final deparó algunas sorpresas para los estrategas.

Desde una perspectiva macroeconómica, la consecuencia fue una sorprendente resistencia de la economía mundial —especialmente en EE. UU.— que obligó a los bancos centrales a mantener un sesgo restrictivo. Mientras tanto, en los mercados financieros primó una concentración sumamente elevada del rendimiento de los índices bursátiles en algunos valores específicos (acciones de bienes de lujo en Europa en el primer semestre del año y los “Siete Magníficos” en EE. UU.). Por último, en 2023 se produjeron nuevas perturbaciones exógenas, que fueron tan marcadas como siempre. En particular, la continua subida de los tipos de interés a largo plazo sirvió de recordatorio de que “nada es gratis”, como demuestran las vulnerabilidades de los bancos regionales estadounidenses, el impacto tanto en la rentabilidad de algunas empresas medioambientales como en el atractivo de los bienes inmuebles físicos en un entorno de refinanciación más complicado y de cambios sociales más estructurales.

En nuestra opinión, los últimos trimestres han sido más bien un periodo de transición económica en el que el papel de la política fiscal no solo ha aumentado, sino que es probable que cobre impulso en un mundo de normalización de los tipos de interés y retirada de liquidez mundial dirigida por los bancos centrales. Este cambio de perspectiva forma parte de una fase de transición más amplia que comenzó a finales de la década de 2010, que comprende una transición climática que incorpora la necesidad de autosuficiencia energética de los países, una transición tecnológica con la progresiva generalización y difusión de la inteligencia artificial, acompañada de aumentos de productividad a largo plazo para las empresas, y una transición geopolítica con un cambio en el equilibrio de poderes y tentaciones de autosuficiencia (tema ya mencionado en nuestro Global Outlook 2023, véase [“Vuelven las fronteras”](#)).

Los inversores, por su parte, deben adaptarse a esta “nueva normalidad” y replantearse la construcción de carteras diversificadas, lo cual requiere una mejora del equilibrio en el uso de las clases de activos disponibles. De hecho, tras las subidas de los tipos de interés mundiales, los mercados de deuda recuperan un atractivo especial (tanto la deuda pública como la corporativa) y sirven de complemento a la gama de activos del gestor de carteras, junto con los mercados de renta variable, los productos estructurados y los activos reales, para ofrecer riesgos de pérdida de capital más limitados que antes.

#### MERCADOS DE RENTA VARIABLE

- Estratégicamente, mantenemos el optimismo con respecto a la renta variable en 2024. A pesar del fin del periodo de liquidez abundante, aún existen diversas fuentes de crecimiento que deberían seguir sustentando los activos de riesgo: un perfil de crecimiento/inflación estructuralmente más elevado que en los últimos diez años, por lo general, favorable para los beneficios empresariales, el regreso del progreso tecnológico que permitirá a las empresas mejorar su productividad por medio de una reducción de los costes y garantizará la estabilidad de los márgenes en niveles elevados, y el fin gradual de las políticas de endurecimiento monetario.
- Teniendo todo esto en cuenta, creemos que la renta variable estadounidense está bien posicionada, especialmente aquella con sólidos fundamentales económicos y flujos de efectivo abundantes. A corto plazo, los grandes valores de crecimiento mantendrán su popularidad entre los inversores. En segundo lugar, si el ciclo económico se recupera y las condiciones monetarias pasan a ser mucho más expansivas, los inversores tendrán que empezar a reposicionarse hacia las compañías de pequeña y mediana capitalización, un segmento que llevaban mucho tiempo ignorando.



#### OPTIMISTAS

respecto a la renta variable en 2024



---

EL  
RENDIMIENTO  
DE LA DEUDA  
será una fuente  
importante de  
RENTABILIDAD  
POSITIVA

---

- Creemos que Europa podría tener más dificultades para hacer frente a las transiciones descritas anteriormente. Es cierto que el crecimiento debería aumentar ligeramente en 2024, pero esta mejora esconde divergencias en el crecimiento y la inflación entre países, así como distintas sensibilidades al ciclo comercial mundial. Por lo tanto, a pesar de que los niveles de valoración parecen atractivos, preferimos empezar el año con una posición más prudente en la renta variable de la zona euro. Más allá, creemos que el Reino Unido podría beneficiarse de su naturaleza defensiva y de su condición de cobertura ante el aumento de las presiones sobre los precios de la energía.
  - El equilibrio de mercado que prevaleció después de la Gran Crisis Financiera de 2008 ha cambiado con la desaparición de los bancos centrales como comprador marginal en el lado de la demanda y la creciente necesidad de financiación por parte de los gobiernos en el lado de la oferta, en un contexto marcado por la búsqueda de la autonomía estratégica de los países y el desarrollo de la infraestructura necesaria para la transición energética. En este entorno de tipos de interés elevados, habrá que prestar una mayor atención a la calidad de los emisores y a la gestión de su política fiscal.
  - Aunque el potencial de rentabilidad del capital en los bonos puede parecer parcialmente limitado, creemos que el componente del rendimiento será una fuente importante de rentabilidad positiva. Por el contrario, en nuestra opinión, el mercado monetario, que puede parecer atractivo a corto plazo, no es una alternativa satisfactoria a largo plazo. Nosotros preferimos exponernos a la deuda soberana a corto plazo, que debe complementarse con bonos corporativos de buena calidad (que ofrecen rendimientos generosos con un riesgo limitado). Sin embargo, somos más prudentes con respecto a los bonos de alto rendimiento, ya que muchas empresas tendrán que refinanciar su deuda y podrían sufrir cierta volatilidad.
  - Además, mantenemos una postura todavía optimista sobre la deuda emergente en moneda local en 2024, cuyo rendimiento, cercano al 7%, sigue siendo interesante, y una posible depreciación del dólar en 2024 favorecería a la clase de activos. Por último, los bancos centrales de los países emergentes parecen haber aprendido la lección de las crisis anteriores y han gestionado mejor el ciclo de subidas de tipos, lo que limita el riesgo de errores en la política monetaria.
- Por último, mantenemos nuestra postura optimista sobre los activos de los mercados emergentes. De hecho, en 2024 estas economías deberían ofrecer un diferencial de crecimiento positivo con respecto a las economías desarrolladas. Es importante que prevalezca una visión diversificada tanto de los países como de las clases de activos (renta variable y deuda), ya que, en este mundo en transición, evaluar la prima de riesgo específica de cada país es una tarea cada vez más difícil.
  - A finales de 2023, redujimos estratégicamente nuestra convicción en China debido a factores estructurales (caída demográfica y desapalancamiento persistente del sector inmobiliario) que han lastrado las perspectivas a largo plazo del país. Sin embargo, creemos que la segunda mayor economía del mundo ofrecerá oportunidades de inversión más específicas en 2024 que, probablemente, se limitarán a determinados sectores o empresas promovidos por las autoridades locales.

#### MERCADOS DE RENTA FIJA

- La subida de los tipos a largo plazo en los dos últimos años ofrece ahora puntos de entrada interesantes para los inversores que busquen exponerse a los mercados de renta fija. Por otro lado, a pesar de la esperada relajación de las condiciones financieras en 2024 (a medida que se materialice el proceso de desinflación) y a falta de accidentes económicos, esta transición hacia un régimen de crecimiento nominal más elevado implica la estabilización de los tipos de interés en niveles superiores a los observados hasta el momento.



## MERCADOS DE DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

- El entorno macroeconómico, que sigue sorprendiendo al alza en EE. UU. en comparación con la zona euro, podría beneficiar al dólar a corto plazo, mientras que su condición de moneda refugio ante el aumento del riesgo geopolítico podría actuar como un factor de apoyo adicional. Sin embargo, estratégicamente, varios factores nos llevan a mantener una visión prudente sobre el dólar: la previsión del fin del endurecimiento monetario al otro lado del Atlántico, la inquietud por la sostenibilidad de la deuda pública y, además, en un ámbito más estructural, el fenómeno de diversificación de las reservas de divisas y la creación de canales bilaterales entre los países emergentes mediante el uso de otras monedas de liquidación.
- En un mundo en plena transición, en el que las incertidumbres geopolíticas y financieras relacionadas con el clima son elevadas y las crisis de volatilidad se han hecho más frecuentes con el tiempo, creemos que cada vez es más importante añadir una selección de activos de cobertura a las asignaciones. Por ejemplo, creemos que ciertas divisas, como el franco suizo o el yen japonés, añaden valor a una cartera diversificada. El oro también merece ser tenido en cuenta; más allá de mantenerlo por motivos de gestión patrimonial, el metal amarillo podría beneficiarse de una caída de los rendimientos reales y la compra continuada por parte de los bancos centrales, y ofrecer al mismo tiempo una cobertura interesante ante una hipótesis de estanflación y/o nuevas tensiones geopolíticas.



06

Presencia  
internacional



## NUESTRA HISTORIA

Durante más de 145 años hemos asesorado a empresarios y familias de todo el mundo, ofreciéndoles nuestro apoyo con un asesoramiento financiero experto y un servicio personal excepcional.

A día de hoy, atendemos a todos y cada uno de nuestros clientes con un enfoque individualizado, ayudándoles a construir, proteger y transmitir su riqueza.

Nuestros clientes son el reflejo de un servicio verdaderamente personalizado que, al unirse a la solidez financiera y la experiencia adicional del Grupo Crédit Agricole, uno de los diez bancos más importantes a nivel global, se traduce en un enfoque único para crear valor para los empresarios y las familias de todo el mundo.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

En Indosuez Wealth Management unimos una tradición de un valor excepcional, basada en las relaciones a largo plazo, con la experiencia financiera y nuestra red internacional:

### ASIA PACIFICO

#### HONG KONG RAE

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway  
Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

#### NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,  
Anse Vata  
98800 Numea - Nueva Caledonia  
T. +687 27 88 38

#### SINGAPUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
068912 Singapur  
T. +65 64 23 03 25

## EUROPA

### BRUSELAS

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg  
1000 Bruselas - Bélgica  
T. +32 2 566 92 00

### GINEBRA

Quai Général-Guisan 4  
1204 Ginebra - Suiza  
T. +41 58 321 90 00

### LUXEMBURGO

39, Allée Scheffer  
L-2520 Luxemburgo  
T. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - España  
T. +34 91 310 99 10

### MILÁN

Piazza Cavour 2  
20121 Milán - Italia  
T. +39 02 722 061

### MÓNACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Mónaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARÍS

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 París - Francia  
T. +33 1 40 75 62 62

## ORIENTE MEDIO

### ABU DABI

Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower,  
5<sup>th</sup> Floor office 504  
PO Box 44836 Abu Dabi  
T. +971 2 631 24 00

### DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2  
Level 23 Unit 4 DIFC  
PO Box 507232 Dubái  
T. +971 4 350 60 00





# 07 | Glosario



**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.

**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.

**CBO (Congressional Budget Office):** Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos.

**CHIPS act:** La Ley CHIPS es una ley federal estadounidense que proporciona financiación e incentivos para aumentar la producción y la investigación de semiconductores a escala nacional.

**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.

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

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

**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.

**Greenflation o inflación verde:** Se refiere a la subida de los precios de las materias primas y la energía como consecuencia de la transición ecológica.

**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.

**ISR:** Inversión sostenible y responsable.

**Nearshoring (regionalización):** Descrito por la OCDE como la decisión de relocalizar actividades previamente deslocalizadas.

**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.

**Pacto Verde Europeo:** El principal objetivo del Pacto Verde Europeo es la neutralidad climática para el año 2050 (descarbonizar su sistema energético con el objetivo de lograr cero emisiones netas de gases de efecto invernadero para 2050).

**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 directores de compras, 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.

**Quantitative Tightening (QT) o ajuste cuantitativo:** Término anglosajón que designa una herramienta de política monetaria contractiva aplicada por los bancos centrales para disminuir la cantidad de liquidez o oferta monetaria en la economía.

**Redenominación:** La redenominación es la recalibración de la moneda de un país, normalmente debido a la hiperinflación y la devaluación de la moneda, mediante la cual una moneda antigua se cambia por otra nueva a un tipo de cambio fijo.

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

**Soft power:** Puede traducirse como una "forma sutil" o el "poder de convencer" es un concepto utilizado en las relaciones internacionales.

**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 "Global Outlook" (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 supección a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

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

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (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 y de Sociedades de Madrid, con el número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.

- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (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.

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

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

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

- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2818, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO).

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

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

- **En los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supección 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.

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 04.12.2023.



