

GLOBAL OUTLOOK 2025

UN MUNDO EN TRANSFORMACIÓN

Un mundo en transformación

Global Outlook 2025

• Índice

01• Editorial	4
UN MUNDO EN TRANSFORMACIÓN	
02• Mensajes Clave	6
CINCO MENSAJES CLAVE DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN	
03• Macroeconomía	10
EL EFECTO MARIPOSA	
04• Asignación de activos	14
MULTIACTIVOS EN 2025: LO MEJOR DE AMBOS MUNDOS	
05• Focus	18
Renta variable	19
¿LA IA COMO EL NUEVO MOTOR DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD?	
Renta fija	22
UNA HISTORIA MACROECONÓMICA A LARGO PLAZO: ESCRITA EN R-STAR	
Divisas	25
UNA HISTORIA DE MONEDA: LOS MITOS DEL DÓLAR Y LOS BUSCADORES DE ORO	
Mercados emergentes	29
LA ASEAN EMERGE EN MEDIO DE LAS REFORMAS DE CHINA	
Finanzas sostenibles	32
¿ELECTRIFICACIÓN: EL NUEVO ELDORADO?	
Mercados privados	35
MERCADOS PRIVADOS EN 2025: ¡GANANDO IMPULSO!	
06• Presencia internacional	38
07• Glosario	40
08• Exención de responsabilidad	42



01 | Editorial



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

UN MUNDO EN TRANSFORMACIÓN

Estimado lector,

En nuestra edición anterior de Global Outlook, titulada “En busca de un nuevo régimen de inflación”, enfatizamos “la necesidad de alejarnos de la alta inflación, evitar la estanflación y alcanzar un régimen de reflación”. ¿Hemos logrado esto? La inflación general en los EE. UU. ha disminuido del 3,4% al 2,4%, y en la zona euro, ha caído del 2,9% al objetivo del 2,0% del Banco Central Europeo (BCE). Este progreso ha permitido que siete de los diez principales bancos centrales en los mercados desarrollados comiencen a reducir los tipos de interés, con el BCE iniciando los recortes tres meses antes que la Reserva Federal (Fed) en junio. Ambos consejos de gobierno están ahora embarcados en la normalización de la política monetaria. ¿Se cumplirá el objetivo en 2025?

ALTITUD DE CRUCERO

A lo largo de 2024, mantuvimos un escenario de aterrizaje suave para la economía de EE. UU., a pesar de enfrentar un periodo inflacionista en el primer trimestre de 2024 y un susto de recesión durante el verano. Nos mantuvimos firmes en nuestra opinión, y creemos que esta situación probablemente persistirá hasta 2025. Esperamos que

la economía de EE. UU. crezca un 2%, ligeramente por encima del potencial, mientras que la inflación debería promediar alrededor del 2,2%. De hecho, la narrativa del aterrizaje suave es algo obsoleta: la economía de EE. UU. nunca realmente aterrizó y continúa operando a altitud de crucero. La pregunta clave para 2025 será si la nueva administración de Trump será reflacionaria o estanflacionaria.

HACIA INCERTIDUMBRES DE POLÍTICA ECONÓMICA

En 2024, se esperaba que el 40% de la población mundial votara. Las elecciones en India y la Unión Europea (UE) trajeron sorpresas, mientras que el resultado de las elecciones en EE. UU. fue claro e indiscutible, pero abrió la puerta a muchas preguntas. Aparentemente estamos pasando de una era de incertidumbres políticas en 2024 a continuar con esta tendencia en 2025.

La nueva administración de Trump es vista ampliamente como pro-crecimiento, pro-empresas y pro-desregulación, y es probable que prorrogue los recortes fiscales y reduzca los impuestos corporativos.



Con la economía estadounidense ya en una trayectoria positiva, estas políticas reflacionistas podrían llevar la economía al sobrecalentamiento. En este escenario sin aterrizaje, la Fed podría verse obligada a detener su ciclo de recorte de tipos prematuramente, lo que supondría un riesgo para las acciones y sus altas valoraciones. Será un equilibrio delicado de mantener.

BATALLA DE GIGANTES

Otra incertidumbre política radica en la política arancelaria de EE. UU. No está claro si la administración de Trump seguirá adelante con el arancel general propuesto del 10%-20% y el arancel del 60% sobre China. Es probable que se impongan aranceles más modestos, similares a los vistos en 2018/2019, ya que Donald Trump busca traer de vuelta a casa "acuerdos trofeo". Aunque el mercado pueda preocuparse por los anuncios y las órdenes ejecutivas, nuestra suposición es que Donald Trump evitará crear un nuevo pico de inflación, enfocándose en cambio en hacer acuerdos comerciales. Donald Trump fue elegido porque el aumento de precios bajo la administración Biden resultó fatal, y su objetivo será evitar repetir ese error.

La otra batalla podría ser con la Fed. Anticipamos que la Fed recortará los tipos para alcanzar el 3,5% en 2025, aunque existe el riesgo de que hagan menos si perciben amenazas inflacionistas derivadas de los aranceles. Sin embargo, si los aranceles siguen siendo un efecto único y las expectativas de inflación se mantienen ancladas, la Fed podría mirar más allá de los efectos a corto plazo y continuar sus ajustes de política. Jerome Powell ha dejado claro: "no adivinamos, no especulamos y no asumimos" en referencia a las futuras políticas económicas de Donald Trump.

En última instancia, creemos que el mercado de bonos será el árbitro de qué políticas son aceptables. Mientras que el S&P 500 será el barómetro del logro económico de Donald Trump, la tasa de endeudamiento a 10 años del Tesoro evaluará su viabilidad financiera. Con la deuda de EE. UU. potencialmente alcanzando el 160% del PIB para 2035 en el peor de los casos, el tendrá mucho interés en evitar una factura de intereses descontrolada, lo que requerirá unas finanzas gubernamentales más cuidadosas.

CUESTE LO QUE CUESTE

¿Qué pasa con Europa, atrapada entre estos dos gigantes, EE. UU. y China? Esperamos que la economía de la zona euro registre un crecimiento por debajo de su potencial, del 0,8% en 2025, con riesgos a la baja. El BCE, plenamente consciente de las debilidades de la economía, está listo para actuar. Pronosticamos recortes adicionales para alcanzar el 2% en 2025, aunque este pronóstico está inclinado a la baja para contrarrestar cualquier debilidad adicional derivada de los aranceles y su impacto económico.

Una segunda administración de Trump podría ser un momento decisivo y transformador para Europa, particularmente en lo que respecta a su propia defensa. Como afirmó el presidente francés tras la victoria de Donald Trump, "¿Queremos leer la historia escrita por otros?" En otras palabras, Europa necesita escribir su propia historia y proteger sus propios intereses. La ruptura repentina de la coalición alemana reabre el debate sobre el freno constitucional de la deuda¹. Con el déficit alemán en el 63% del PIB, hay un considerable margen para que Alemania estimule inversiones, tanto por su propio bien como para unirse a los esfuerzos conjuntos de deuda para la defensa europea. Esto podría convertirse en el momento de "Cueste lo que cueste" para proteger a Europa, aunque probablemente tomará tiempo y puede que no sea un catalizador a corto plazo para cambiar la percepción de los inversores sobre Europa.

Esta nueva edición, "Un mundo en transformación", explora el panorama macroeconómico en evolución, incluyendo el impacto de la inteligencia artificial (IA) en el crecimiento, el establecimiento de tipos de interés de equilibrio, los cambios en los mercados de divisas alejándose del dólar estadounidense, el reequilibrio económico de China y la transición energética hacia la electrificación. Examinamos estos temas fascinantes para proporcionar valiosas perspectivas.

En una nota final, también es un mundo en transformación para Indosuez Wealth Management, tras la adquisición de Degroof Petercam. Damos la bienvenida a dos nuevos colaboradores en esta edición: Jérôme van der Bruggen, quien comparte nuestros mensajes clave, y Hans Bevers, quien ofrece un fascinante artículo sobre el establecimiento de la tasa de política neutral del banco central, "Una historia macroeconómica a largo plazo: escrita en R-star²".

Espero que disfruten leyendo esta nueva edición de Global Outlook.

1 - En Alemania, el gobierno federal y los 16 estados están obligados a equilibrar sus cuentas y están prácticamente prohibidos de contraer préstamos adicionales.
2 - R-star: la tasa de interés natural a la cual la economía está en pleno empleo y la inflación es estable, sin estimular ni desacelerar el crecimiento económico.



02 | Mensajes clave



CINCO MENSAJES CLAVE DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN



Jérôme VAN DER BRUGGEN
Chief Investment Officer Private Banking,
Degroof Petercam

Las dificultades que enfrentan los responsables de la toma de decisiones globales para formular una política económica unificada para el mundo son proporcionales a lo que está en juego. El marcado desaceleramiento (y en algunos lugares incluso el descenso) del crecimiento poblacional y el cambio climático requieren respuestas políticas audaces y coordinadas.

El mundo ciertamente parece dividido en muchos temas, pero, si ampliamos la perspectiva, los tres grandes bloques monetarios representados por los Estados Unidos, China y la zona euro están apuntando, en términos generales, a la misma respuesta, aunque con diferentes intensidades. Grandes inversiones públicas y privadas para impulsar el crecimiento de la productividad, con el apoyo de una política monetaria acomodaticia. El mundo es un lugar arriesgado, pero las recompensas para el inversor a largo plazo son atractivas.

Resumimos nuestra estrategia de inversión en cinco mensajes clave y nos referimos a los artículos dedicados dentro de esta edición de Global Outlook.

LOS RECORTES DE TIPOS PODRÍAN RETRASARSE, PERO ES POCO PROBABLE QUE SE DETENGAN

El panorama para los mercados de renta variable sigue siendo positivo

Aflojar o no aflojar... Hablando en el podcast Odd Lots desde Jackson Hole a finales de agosto de 2024, Adam Posen, actual presidente del Peterson Institute y ex miembro votante del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, expresó la opinión de que la postura de la Reserva Federal (Fed) debería ser más matizada. Calificó la muy esperada intervención de Jerome Powell en la convención de banqueros centrales como un discurso de "disparo de rifle". Lo que quiso decir es que el presidente de la Fed, que había apuntado su rifle a la inflación en 2022, ahora estaba redirigiendo su rifle demasiado estrechamente al mercado laboral, para derribar los riesgos de recesión.

La agenda de recortes fiscales y aranceles de Donald Trump podría, de hecho, ralentizar el ritmo de los recortes de tipos. Sin embargo, como explica **Bénédicte Kukla**, si los recortes de tipos se retrasan, probablemente no se detendrán. El ciclo de flexibilización aún tiene margen. Si es así, ¿dónde - en qué tasa terminal - se detendrán los recortes de la Fed para este ciclo?

Hans Bevers argumenta a favor de un tipo de interés neutral de alrededor del 1,5%. Dado que la Fed sigue apuntando a una tasa de inflación del 2%, esto significa que una tasa terminal del 3,5% no sería ni acomodaticia ni restrictiva. Mientras tanto, se proyecta que EE. UU. logre un aterrizaje suave, con un crecimiento que se normaliza alrededor del 2%. Con un crecimiento que sigue siendo robusto y una mayor flexibilización a la vista, el panorama para las acciones sigue siendo positivo. En cuanto al mercado de bonos, que nuevamente se vio afectado por la inflación y la revalorización del crecimiento global en 2024, podría recuperar interés en 2025 beneficiando más a los bonos a corto y mediano plazo en lugar de los bonos a largo plazo, que siguen siendo vulnerables a las preocupaciones sobre las primas por plazo y la sostenibilidad de la deuda pública. Finalmente, en Mercados Privados, **Nicolas Renault**, **Remy Pomathios** y **Matthieu Roumagnac** ven que la mejora de las condiciones del mercado financiero es el primer signo de optimismo para los inversores en lo que podría ser un año de cambio de tendencia.



PREVALECE EL EXCEPCIONALISMO ESTADOUNIDENSE

El peso de la renta variable estadounidense en las carteras globales sigue aumentando

La mayoría de los observadores atribuyen la resistencia del mercado de valores de EE. UU. durante la última década a un conjunto de condiciones excepcionales que sustentan el excepcional crecimiento económico experimentado en EE. UU. En primer lugar, está el tamaño de su economía y sus vastos recursos naturales, ambos proporcionando bases sólidas. Luego, está su cultura corporativa de innovación y la capacidad de ejecución, respaldada por mercados financieros en los que se puede confiar para ofrecer amplias fuentes de financiamiento. La robustez de los mercados financieros de EE. UU. se debe en parte al estatus de su moneda. El dólar es la moneda del comercio global y representa más del 58% de las reservas de divisas globales.

Como afirma **Lucas Meric**, mientras que el dominio del dólar está siendo desafiado por el deseo de los países emergentes de reducir su dependencia de la moneda, los temores de una “desdolarización” parecen exagerados. Un elemento final que ayuda a explicar el excepcionalismo estadounidense es la formulación estratégica de políticas de las instituciones de EE. UU., que han implementado medidas audaces como la Ley de Recortes de Impuestos y Empleos de 2017 (TCJA siglas en inglés) o la Ley de CHIPS y Ciencia de 2022. Todo esto ha ayudado a las empresas estadounidenses a mostrar un crecimiento superior en comparación con sus homólogas globales y ha sustentado el rendimiento del mercado de valores de EE. UU. y el creciente peso de las acciones estadounidenses en las carteras globales.

IA Y ELECTRIFICACIÓN: DOS TEMAS DURADEROS

Ambos probablemente seguirán atrayendo inversiones masivas

Dos áreas probablemente participarán en el tan necesario impulso del crecimiento de la productividad en los próximos años. La inteligencia artificial (IA) está impulsando actualmente un mercado alcista en las acciones tecnológicas de EE. UU. **Nicolas Mougeot** explica por qué la IA, a pesar de los altos costes de desarrollo y la creciente demanda de energía, está destinada a impulsar el crecimiento de la productividad de la misma manera que lo hicieron las revoluciones tecnológicas pasadas.

Áreas como la IA generativa, que crea nuevo contenido a partir de datos existentes, tienen un vasto potencial económico. Identifica varias otras áreas, como la automatización, la complementariedad de tareas, la creación de nuevas tareas y los avances en robótica, donde (principalmente) las empresas tecnológicas de EE. UU. están liderando en la adopción de IA.

El segundo tema - la Electrificación - impacta a más de un sector. **Fabrice de Sousa** y **Laura Corrieras** la etiquetan como como “El Nuevo Eldorado” y escriben sobre cómo moldea la transición energética que depende de la producción de electricidad renovable. Para 2050, se espera que la producción de electricidad más que se duplique y se vuelva más verde, con un 70% proveniente de fuentes no fósiles, frente al 11% actual. Los sectores que probablemente se beneficiarán de las inversiones incluyen la energía renovable, el almacenamiento de energía, la transformación de la red y los vehículos eléctricos.



MIENTRAS CHINA SE REFORMA, EMERGE LA ASEAN

Seguimos positivos sobre una selección de acciones de mercados emergentes, especialmente en Asia

El crecimiento del PIB real de China se mantuvo alrededor del 5% en 2024, a pesar de los problemas inmobiliarios en curso que afectan la inversión y el consumo. Las incertidumbres políticas llevaron a aranceles globales contra China, reduciendo las exportaciones chinas en un 4,7% a nivel mundial y en un 13% a EE. UU. en 2023. En respuesta, China inició fuertes medidas políticas a finales de 2024, enfocándose en la reestructuración industrial y el apoyo fiscal.

Los optimistas, como **Francis Tan**, ven estos esfuerzos como estabilizadores, con implicaciones positivas para los mercados emergentes y ASEAN. El cambio en las cadenas de suministro, impulsado por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, beneficia a la región ASEAN, que también está experimentando un robusto crecimiento demográfico, un aumento de la inversión extranjera directa (IED) y reformas favorables al mercado. Las dinámicas económicas de ASEAN están preparadas para seguir impulsando el crecimiento global. Seguimos positivos sobre una selección de acciones de mercados emergentes, especialmente en Asia, donde el potencial de crecimiento está respaldado por un ciclo continuo de flexibilización monetaria y la perspectiva de un estímulo chino que podría actuar como un catalizador regional.

CARTERAS MULTIACTIVOS: LO MEJOR DE AMBOS MUNDOS

Tales carteras son equilibradas, diversificadas y gestionadas con convicción

Los inversores a menudo se sienten perplejos sobre cómo expresar sus convicciones en carteras de acciones o bonos. **Grégory Steiner** y **Adrien Roure** explican por qué creen que un enfoque de multi-activos proporciona lo mejor de ambos mundos. El objetivo de dicho enfoque es proporcionar apreciación del capital invirtiendo en una amplia gama de instrumentos financieros, basándose en la prima de riesgo inherente a todas las clases de activos. Haciendo esto, tales carteras están construidas para proporcionar varias características atractivas que permiten a los inversores ver a través de la volatilidad de los mercados financieros. Son equilibradas y están diseñadas para optimizar los rendimientos en relación con el riesgo asumido. Están altamente diversificadas tanto geográficamente como sectorialmente, e incluyen divisas extranjeras y materias primas, como el oro. Finalmente, son gestionadas activamente y, en Indosuez Wealth Management, reflejan las convicciones fundamentales expresadas en la estrategia de inversión resumida anteriormente.



03 | Macroeconomía



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

El año 2024 fue crucial para la democracia, con elecciones clave que tuvieron consecuencias significativas y de largo alcance. En 2025, la incertidumbre política dará paso a la incertidumbre de políticas bajo Trump 2.0, lo que potencialmente creará ondas expansivas en todo el mundo. La demanda interna será la principal fuente de crecimiento tanto en Europa como en China, a medida que continúa el reajuste de la globalización, lo que pone de relieve el riesgo de dependencia del comercio exterior. Aunque los aranceles representan un riesgo para las expectativas de inflación, se espera que los bancos centrales continúen recortando tipos en 2025.



Rumbo a un
escenario de
**ATERRIZAJE
SUAVE**
en EE. UU.

UN CAMBIO UNIDO

En las elecciones de 2024, no fue finalmente un cambio de estado o sector para Donald Trump, sino un cambio nacional hacia la derecha, dando a Donald Trump un mandato claro para la economía de EE. UU. y la "Americanización". El impacto en el crecimiento dependerá del grado en que Donald Trump cumpla con sus intensas promesas electorales. EE. UU. está en camino hacia un escenario de aterrizaje suave, en el que el crecimiento debería normalizarse a alrededor del 2% para 2025, ligeramente por encima del crecimiento potencial a largo plazo (estimado en 1,8%), a medida que el consumo se enfría en línea con los salarios en un mercado laboral menos ajustado (volviendo a la tasa de desempleo de 2019 del 4%).

La probable extensión de los recortes de impuestos anteriores de Trump (TCJA) a finales de 2025 está incluida en nuestro escenario y debería ayudar a mantener el ritmo de crecimiento. La implementación de un arancel del 60% sobre los productos chinos también parece probable, justificable por los aclamados subsidios de producción injustos. Ambas medidas populares podrían obstaculizar la actual caída de la inflación de bienes. Un pico a corto plazo en la inflación llevaría a la Reserva Federal (Fed) a pecar de cautelosa. Sin embargo, esto no debería impedir que la Fed mantenga una política menos restrictiva, incluso si el tipo de interés natural es posiblemente más alta (ver el artículo "Una historia macroeconómica a largo plazo: escrita en R-star" en la página 22).

La Fed dejó claro en un documento del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de 2018 (tras las restricciones comerciales iniciales de Trump) que una política de "lookthrough" —en la que la respuesta monetaria es pasar por alto un aumento de inflación de corta duración y bajar la tasa de política— sería apropiada en respuesta a los aumentos arancelarios, siempre que las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas y no afecten a los salarios. Estos últimos serán, por lo tanto, los elementos a observar. Los elementos que no se han incluido en nuestro escenario debido a la incertidumbre en torno a su implementación, incluyen la disminución de impuestos corporativos al 15%, lo que representa un riesgo al alza para nuestro escenario. Por el contrario, los efectos del arancel global propuesto del 10% y las medidas para reducir drásticamente la inmigración son estanflacionarios.

¿UN FRENO FISCAL O UNA RUPTURA?

El crecimiento del PIB debería mejorar a medida que aumenta el poder adquisitivo y la inversión se beneficia de tipos más bajas, pero la divergencia en el crecimiento de la zona euro persistirá en 2025. Alemania es la principal incertidumbre en nuestro escenario. Alemania se encuentra con un exceso de ahorros de los hogares (al 20% de los ingresos en el segundo trimestre), que podrían desbloquearse con la bajada de tipos, pero las incertidumbres políticas siguen socavando la confianza empresarial. La ruptura repentina de la coalición de gobierno en Alemania reabrirá el debate en torno al freno constitucional de la deuda y la creciente necesidad de estimular la inversión en Alemania. Formar un nuevo gobierno lleva tiempo, pero tal vez sea un rayo de esperanza para una Europa desanimada. Desafortunadamente, las buenas noticias terminan aquí.



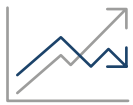
Alemania sigue encontrándose a la defensiva en la competencia fiscal con EE. UU. (Alemania tiene la sexta tasa de impuesto sobre la renta corporativa más alta de la OCDE, con un 29,9%) y la competencia de precios con China. En Francia, donde la relación deuda pública/PIB alcanzará el 115% en 2025, los esfuerzos estructurales para frenar el gasto son significativos, con un ajuste de más del 1% del PIB planificado en el presupuesto preliminar. En los últimos 20 años, solo ha habido un caso de ajuste presupuestario superior a un punto porcentual del PIB registrado en Francia (y fue durante la crisis de la deuda soberana europea). Para España e Italia, el ajuste fiscal interno probablemente se compensará al menos parcialmente con el gasto del Fondo de Recuperación y Resiliencia de la UE, que se espera que aumente el próximo año antes de la fecha límite de 2026 (solo se ha desembolsado el 40% de los 650 mil millones de euros asignados a los países).

Sin embargo, su administración enfrenta desafíos, incluyendo la gestión de un alto déficit y la inminente renegociación del acuerdo comercial T-MEC en 2026, lo que limitará su flexibilidad política, especialmente con China.

Asia emergente continuará siendo el principal motor del crecimiento del PIB en 2025, aunque China debería moderarse y el crecimiento de India se normalizará a los niveles previos a la pandemia. China debería destinar más de sus recursos al desarrollo de la demanda interna y regional. La transformación continua de la globalización se profundizará (gráfico 1, página 13), y los mercados emergentes son vulnerables a los aranceles sobre China, lo que podría obstaculizar el crecimiento de China y afectar a aquellas economías dependientes de ella. Sin embargo, países como Vietnam, India y Corea del Sur podrían beneficiarse de los aranceles potenciales sobre China, como ya es evidente. Así, se espera que Asia supere a América Latina, destacándose la fortaleza del crecimiento del PIB de Brasil frente a México.

RIESGOS EXPONENCIALES DE GUERRA COMERCIAL

Con las elecciones en EE. UU. detrás nuestro, la incertidumbre política ha disminuido, pero con el regreso de Trump al cargo, la incertidumbre de políticas ha aumentado. El principal riesgo destacado en el reciente informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) es que un aumento universal de aranceles resulta en más inflación, con solo pequeños efectos en el balance comercial. Aunque los aranceles más altos de EE. UU. redirigen la demanda estadounidense lejos de los bienes producidos en la zona euro o China, reduciendo posteriormente la inflación en estas regiones, también conducen a una apreciación del dólar estadounidense, encareciendo las importaciones para los consumidores globales.



CRECIMIENTO
de la zona euro
POR DEBAJO
DEL 1%
en 2025

Con ambos motores económicos principales funcionando a baja capacidad en 2025, se espera que la zona euro crezca menos del 1% en 2025 (tabla 1). El Banco Central Europeo (BCE) podría necesitar recortar tipos de manera más agresiva si el crecimiento del PIB europeo se debilita significativamente. Sin embargo, una depreciación significativa del euro junto con una represalia arancelaria europea podría provocar temores de inflación.

MERCADOS EMERGENTES

Para los mercados emergentes, los resultados electorales fueron mixtos en términos de estabilidad. India vio la caída de sus gobiernos mayoritarios, lo que podría dificultar la implementación de sus ambiciosas agendas de reformas. En México, la continuidad en el liderazgo con la presidenta Claudia Sheinbaum puede permitir cierta consistencia en las políticas.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICOS 2024-2026, %

	PIB			INFLACIÓN		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Estados Unidos	2,7	2,1	2,0	2,9	2,2	2,2
Zona euro	0,7	0,8	1,2	2,3	1,7	2,0
China	4,8	4,7	4,5	0,7	1,8	1,5
Japón	0,3	1,1	0,8	2,2	2,0	2,0
Mundo	3,1	2,9	2,7	-	-	-

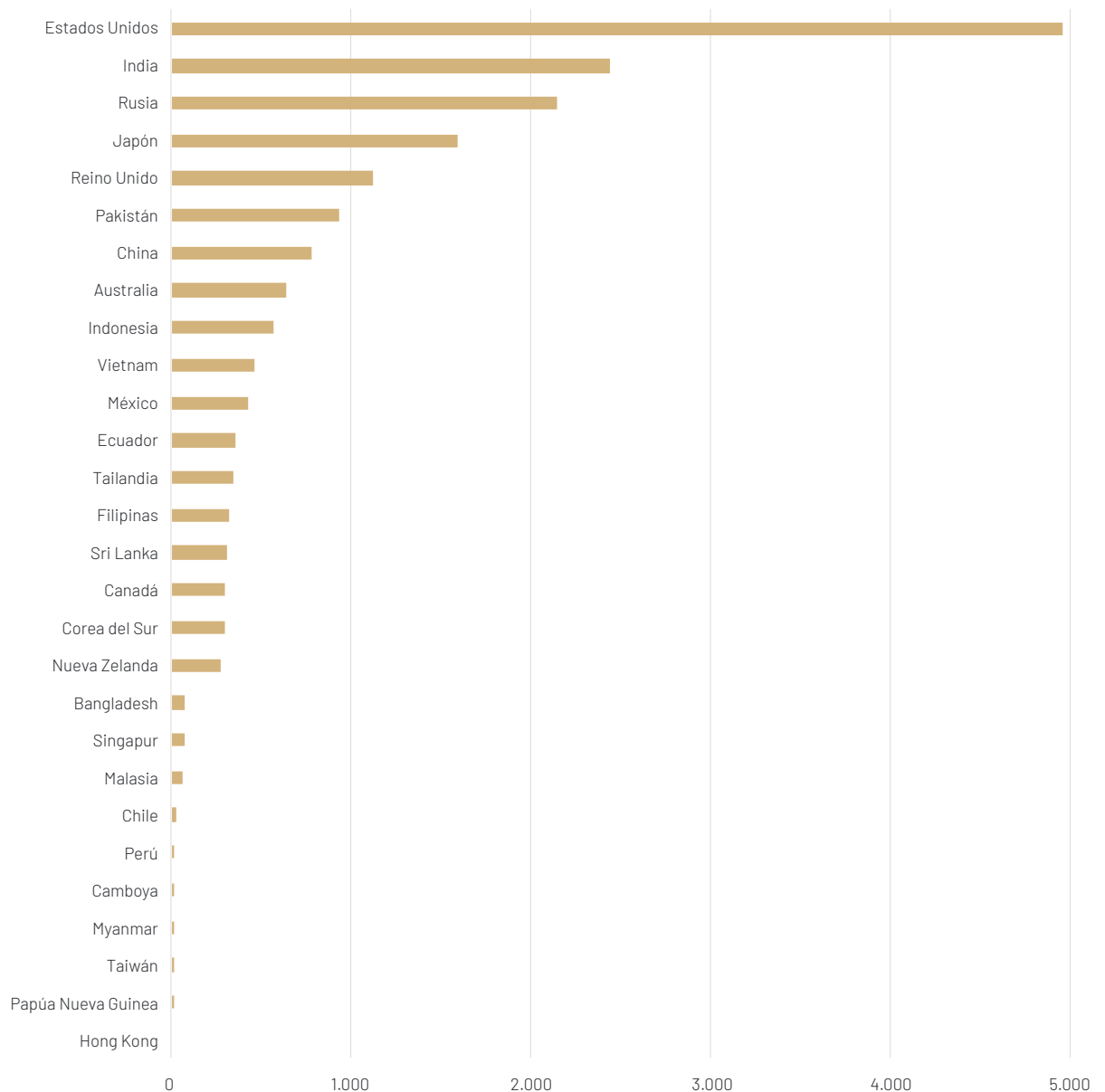
Fuente: Indosuez Wealth Management.



Además, se anticipa que los aranceles de represalia entren en vigor para 2026, lo que aumentará aún más los precios al consumidor. Bajo Donald Trump, una mayor inflación, tasas de interés más altas y un dólar más fuerte también podrían afectar negativamente a las divisas de los mercados emergentes. Si estas tendencias se prolongan o son desproporcionadas, los bancos centrales de los mercados emergentes podrían verse presionados para estabilizar sus divisas mediante aumentos de tipos de interés (o menos recortes).

Finalmente, se anticipa que el conflicto en Ucrania y las operaciones en el Medio Oriente se extiendan hasta el próximo año. Sin embargo, el impacto en los precios globales del petróleo (a menudo el chivo expiatorio de la geopolítica) puede mitigarse por un cambio estructural en la demanda de energía, ya que la adopción de vehículos eléctricos reduce el consumo de petróleo y la producción alentada por EE. UU., el principal productor de petróleo del mundo.

GRÁFICO 1: NÚMERO DE ARANCELES PERJUDICIALES³



Fuentes: Sustainable Trade Index(2022), Indosuez Wealth Management.

3 - Según Global Trade Alert, un arancel perjudicial es cualquier impuesto sobre bienes importados que discrimina contra los intereses comerciales extranjeros.



04 | Asignación de activos



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

2025 parece ser un año desafiante, donde la adaptabilidad será clave para capturar rotaciones sectoriales, gestionar el aumento de la volatilidad y navegar en entornos políticos y monetarios fragmentados. El éxito se basará en una gestión sustentada en convicciones, manteniendo un enfoque selectivo en las acciones de EE. UU. y mercados emergentes, activos de alta calidad con rendimiento y, además, activos de diversificación.



2025:

Los inversores
necesitarán ser
**ÁGILES Y
FLEXIBLES**

2024: UN AÑO DE TRANSICIÓN Y RESILIENCIA ECONÓMICA

2024 resultó ser un hito clave en el ciclo económico global, con las dinámicas económicas y monetarias normalizándose gradualmente. Mientras que los economistas predecían un crecimiento global uniformemente frágil, las economías desarrolladas tomaron trayectorias divergentes. En EE. UU., la fortaleza económica ha desafiado las expectativas, impulsada por la solidez del consumidor estadounidense. Esta dinámica contribuyó a una desinflación más lenta de lo esperado, llevando a recortes de tasas más tardíos y moderados en comparación con otras economías avanzadas.

El contraste es notable en Europa. Después de un ligero repunte al comienzo del año, la zona euro finalmente registró un crecimiento modesto y heterogéneo. Las economías del sur se beneficiaron de los paquetes de estímulo europeos y un repunte en el turismo, mientras que las economías del norte, especialmente Alemania, se vieron obstaculizadas por su dependencia de la manufactura y los vínculos comerciales con China.

En los países emergentes las situaciones fueron variadas, pero en general la reubicación industrial y el comienzo de un ciclo de flexibilización monetaria impulsaron el crecimiento, especialmente en Asia. China sigue siendo una excepción notable ya que continuó enfrentando las consecuencias de la crisis inmobiliaria y desafíos estructurales. Sin embargo, la introducción de importantes nuevos planes de estímulo a finales de 2024 podría dar un impulso a la economía china en los próximos trimestres.

2025: ¿UN AÑO VOLÁTIL INFLUENCIADO POR LOS DATOS ECONÓMICOS?

El mensaje clave para 2025 nos parece claro: El inversor necesitará ser ágil y flexible ante episodios de volatilidad que probablemente se multipliquen e intensifiquen. Vemos varios factores que contribuyen a esta visión:

- **Incertidumbre sobre la trayectoria de la economía de EE. UU.:** Mientras que el consenso se ajustó rápidamente para pronosticar una economía estadounidense fuerte en 2024, las perspectivas para 2025 siguen divididas. Si apostamos por un aterrizaje suave de la actividad económica de EE. UU., los frecuentes cambios de política entre un crecimiento sostenido y una desaceleración podrían aumentar la inquietud de los inversores y provocar rotaciones significativas entre sectores.
- **Política monetaria asincrónica:** La fortaleza de la economía de EE. UU. en comparación con la zona euro nos lleva a esperar recortes de tipos de interés más moderados en EE. UU. Esta divergencia probablemente conducirá a diferencias significativas en el rendimiento entre áreas geográficas. Sin embargo, creemos que el actual ciclo global de flexibilización monetaria está creando condiciones favorables para ciertos segmentos, como el sector inmobiliario cotizado europeo y las pequeñas y medianas empresas de EE. UU., para ponerse al día.
- **Implicaciones políticas y proteccionistas:** Esperamos que surjan las primeras implicaciones concretas de las elecciones de 2024, particularmente en EE. UU., donde una reevaluación de las prioridades económicas podría beneficiar a las acciones nacionales. En Europa, la consolidación fiscal podría restringir el crecimiento y hacer que el entorno sea más desafiante para los activos europeos.



Mientras tanto, los mercados emergentes deberán continuar adaptando sus estrategias, particularmente a través de nuevas alianzas comerciales, mientras que China y sus esfuerzos de estímulo fiscal serán un enfoque clave.

- **Factores geopolíticos:** La ubicuidad de las tensiones geopolíticas hace que el panorama de inversión sea más incierto, con posibles episodios de volatilidad. Sin embargo, el contexto geopolítico y el aumento del proteccionismo podrían presentar oportunidades tácticas para los mercados, pero también podrían beneficiar a segmentos específicos como las acciones de defensa y semiconductores a largo plazo.

MERCADOS DE RENTA VARIABLE: ¿HACIA UN MERCADO DE CONVICCIONES?

En 2024, el marco macroeconómico permitió que los mercados de renta variable subieran bruscamente y de manera direccional, con rendimientos concentrados en ciertos segmentos, en primer lugar el sector tecnológico de EE. UU. En 2025, esperamos un cambio hacia un entorno donde la capacidad de elegir los sectores y empresas adecuados será primordial. Aunque seguimos siendo constructivos respecto a los activos de riesgo, los desafíos del próximo año requieren una postura flexible y oportunista.

Las acciones estadounidenses siguen siendo nuestro enfoque, no solo debido a las mejores perspectivas económicas, sino también porque las empresas están mejor capacitadas para cumplir con las expectativas de crecimiento de ganancias. Si bien la fuerte demanda de inteligencia artificial (IA) inicialmente impulsó las acciones tecnológicas, creemos que su difusión a lo largo de la economía debería permitir una ampliación del rendimiento en los mercados de renta variable, especialmente a medida que algunos segmentos olvidados del mercado de valores se pongan al día. Sin embargo, las valoraciones actuales limitan el potencial de expansión de múltiplos a corto plazo.

Por el contrario, a pesar de las valoraciones atractivas en la zona euro, seguimos siendo cautelosos debido a un impulso económico menos favorable, la perspectiva de consolidación fiscal y el creciente proteccionismo global que podría afectar a la región. El Reino Unido, sin embargo, podría ser un área de rendimiento superior, beneficiándose de un renovado impulso político, una postura más conciliadora de EE. UU. y un posible acercamiento con la Unión Europea.

Por último, seguimos siendo positivos sobre una selección de acciones de mercados emergentes, especialmente en Asia, donde el potencial de crecimiento está respaldado por un ciclo continuo de flexibilización monetaria y la perspectiva de un estímulo chino que podría actuar como un catalizador regional.



2025:

Elegir los

**SECTORES Y
EMPRESAS
ADECUADOS**

será primordial



EL MERCADO DE BONOS podría recuperar interés en 2025

DIVERSIFICACIÓN DE BONOS JUNTO CON ACCIONES

Aunque esperamos rendimientos positivos de los mercados de renta variable, el mercado de bonos, afectado por una revalorización al alza de la inflación y el crecimiento global en 2024, podría recuperar interés en 2025.

Por un lado, es probable que la correlación entre acciones y bonos se normalice, devolviendo a los bonos su papel como cobertura en las carteras. Por otro lado, el ciclo de flexibilización monetaria está en marcha, beneficiando particularmente a los bonos a corto y medio plazo. En contraste, los bonos a largo plazo siguen siendo vulnerables a las preocupaciones sobre las primas por plazo y la sostenibilidad de la deuda pública.

Geográficamente, los bonos gubernamentales europeos, aunque ofrecen rendimientos más bajos, podrían beneficiarse de recortes de tipos de interés más pronunciados, ofreciendo el potencial de una apreciación adicional del capital en comparación con los bonos del gobierno de EE. UU. En el crédito, reiteramos nuestro enfoque en la deuda corporativa de alta calidad y en los mejores segmentos de *high yield*, que nos permiten aprovechar un nivel atractivo de rendimiento que está adecuadamente compensado por el riesgo implícito.

PARA PROFUNDIZAR: ALGUNAS OPORTUNIDADES DE DIVERSIFICACIÓN

Ciertas clases de activos también deberían desempeñar un papel clave en la diversificación de carteras:

- **Bonos indexados a la inflación de EE. UU. (US linkers):** En un escenario de no aterrizaje, las tasas reales incorporadas en los *US linkers* proporcionan un verdadero *carry*.
- **Deuda de mercados emergentes en moneda local:** Además de beneficiarse de un rendimiento atractivo, esta clase de activos sigue siendo relevante para aprovechar un entorno monetario más favorable.
- **Oro y dólar estadounidense:** El oro sigue siendo un activo diversificador, cuyo precio continúa siendo respaldado por la creciente demanda de los bancos centrales de mercados emergentes. Mientras tanto, el dólar continúa actuando como una cobertura contra escenarios alternativos y potenciales episodios de volatilidad.



05 | Focus



¿LA IA COMO EL NUEVO MOTOR DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Las revoluciones tecnológicas han remodelado la economía global una tras otra. Hoy en día, la inteligencia artificial (IA) está impulsando la última transformación. Este artículo explora el potencial impacto económico de la IA, sus efectos en varios sectores y los desafíos de medir su verdadera influencia.



La potencia de los
**CHIPS SE
DUPLICA**
cada 2 años

Durante los últimos 200 años, la economía global ha experimentado numerosas revoluciones tecnológicas. Estas incluyen la llegada de la electricidad y el desarrollo de los ferrocarriles en el siglo XIX, la expansión del teléfono a principios del siglo XX, el auge de las computadoras personales en la década de 1970 y la aparición de internet a finales de la década de 1990.

La década actual no es diferente, ya que está marcada por una nueva revolución tecnológica: la IA y, en particular, la IA generativa. La IA generativa es una rama de la inteligencia artificial que puede crear nuevo contenido, como texto, imágenes, música o entornos virtuales completos, al aprender patrones y estructuras de datos existentes. Utilizando técnicas como redes neuronales y aprendizaje profundo, los modelos de IA generativa pueden producir resultados altamente realistas e innovadores que imitan la creatividad humana. Por lo tanto, discutimos el impacto potencial que la IA podría tener en la economía global y cómo podría afectar a las acciones de diferentes sectores.

¿POR QUÉ ES DIFÍCIL MEDIR EL IMPACTO DE LA IA?

Comencemos con una advertencia, tomando como referencia la Paradoja de Solow y la Ley de Moore. Primero, Robert Solow, un economista estadounidense y premio Nobel, comentó una vez: "Puedes ver la era de la computación en todas partes, excepto en las estadísticas de productividad". Esto destacó el hecho de que la rápida expansión de las computadoras personales en las décadas de 1970 y 1980 no logró impulsar significativamente la productividad durante ese período. Esta observación probablemente se aplica a la llegada de otras tecnologías, como internet o 5G. A menudo, la emoción inicial que rodea a las nuevas tecnologías se desvanece a medida que sus aplicaciones prácticas resultan ser más limitadas de lo que se anticipaba inicialmente.

¿Podría ser la IA diferente? Sí. Gordon Moore, un ingeniero, predijo célebremente en 1965 que el número de transistores en un microprocesador se duplicaría aproximadamente cada dos años. Casi 60 años después, esta predicción se mantiene, como se muestra en el gráfico 2 (página 20). Mientras que los semiconductores han aumentado exponencialmente en potencia, nuestros cerebros están configurados para pensar de manera lineal. Esto hace que sea difícil para nosotros comprender el potencial futuro aumento en la potencia de cálculo y sus implicaciones para la IA. En esencia, los avances reales en IA podrían superar con creces nuestras expectativas actuales.

EL IMPACTO DE LA IA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Numerosos estudios han evaluado el impacto de la IA en el crecimiento económico global. La inteligencia artificial está destinada a tener un impacto transformador tanto en el crecimiento económico como en el mercado laboral. Por un lado, las tecnologías de IA prometen aumentar la productividad, optimizar las operaciones y fomentar la innovación en diversas industrias. Esta mayor eficiencia puede llevar a un crecimiento económico sustancial, ya que las empresas pueden producir más con menos, reducir costos y crear nuevos productos y servicios. Goldman Sachs mencionó que la adopción de IA generativa podría aumentar el PIB global en casi 7 billones de dólares, o un 7% en una década. Mientras tanto, un informe del McKinsey Global Institute señala un posible aumento del PIB entre 17 y 25 billones de dólares, lo que representa un incremento anual del 1,5-2,4% durante los próximos 10 años.



Sin embargo, Daron Acemoglu, ganador del Premio Nobel de Economía 2024 y profesor del Massachusetts Institute of Technology (MIT), argumenta en un artículo reciente que, aunque la IA llevará a ahorros de costos y mejoras en la productividad, no hay evidencia de un efecto revolucionario de la IA en la economía que pueda validar impactos tan significativos en el crecimiento del PIB⁴.

En cambio, se enfoca en la capacidad de la IA para mejorar la productividad y reducir costos en diversas tareas, así como su impacto en los salarios y la desigualdad. Las ganancias de productividad impulsadas por la IA pueden provenir de:

- **Automatización:** Los modelos de IA podrían asumir algunas tareas o reducir sus costos.
- **Complementariedad de Tareas:** Los trabajadores podrían usar la IA para acceder a mejor información o insumos complementarios, aumentando así su productividad.
- **Profundización de la Automatización:** Las tareas ya automatizadas podrían mejorarse aún más con la IA generativa.
- **Creación de Nuevas Tareas:** La IA podría crear nuevas tareas que mejoren la productividad general.

Daron Acemoglu estima que la IA podría aumentar la productividad total de los factores—medida como la relación entre el PIB y los insumos totales—en un 0,7% durante una década, lo que se traduce en un modesto aumento anual del 0,07%. Dependiendo de la escala de inversión en IA, cree que el impacto general en el crecimiento del PIB podría oscilar entre el 0,9% y el 1,8% en 10 años.

Aunque las estimaciones de Daron Acemoglu son más conservadoras en comparación con otros estudios, están lejos de ser insignificantes.

Un aumento adicional de 15 a 20 puntos básicos en el crecimiento del PIB sigue siendo notable, especialmente cuando los economistas proyectan que el crecimiento del PIB global se mantendrá alrededor del 2,7% al 2,8% por año.

¿QUÉ EMPRESAS SON MÁS PROPENSAS A BENEFICIARSE DE LA IA?

No hay lugar para esconderse en los EE. UU.

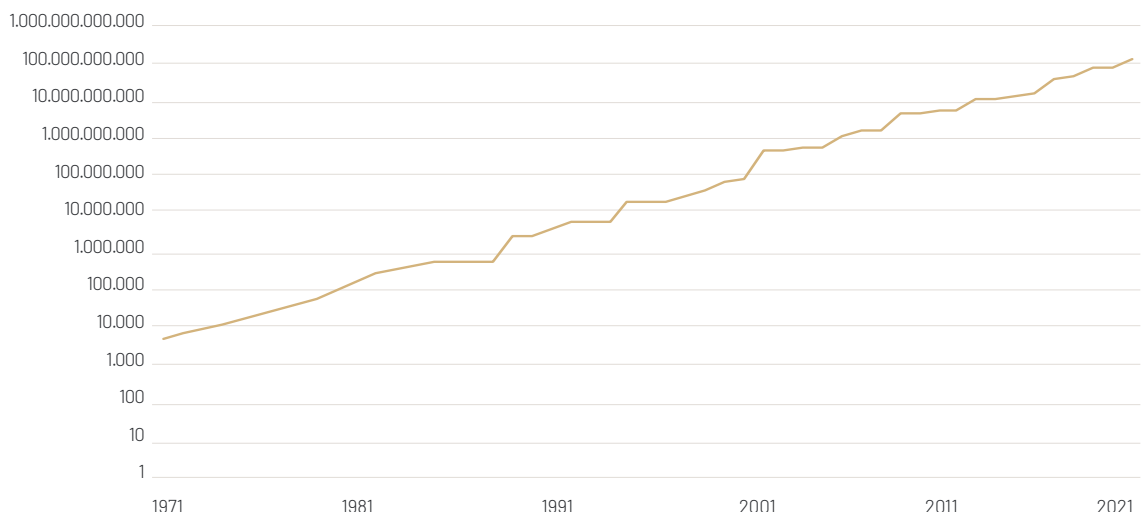
La IA generativa ha hecho avances significativos en las últimas décadas, pero realmente captó la atención mundial en 2022 con el lanzamiento público de ChatGPT. Como se ilustra en el gráfico 3 (página 21), numerosas empresas están aprovechando esta ola; las menciones de IA durante las conferencias de resultados de las empresas estadounidenses se han disparado de menos de 500 antes del debut de ChatGPT a más de 3.000 en la actualidad. En contraste, las empresas europeas y asiáticas parecen estar rezagadas en la adopción de la IA, con referencias a la IA fluctuando entre 500 y 900 cada trimestre.

La disparidad entre EE. UU. y Europa puede atribuirse a diferencias sectoriales, ya que EE. UU. alberga numerosas empresas tecnológicas que están a la vanguardia del desarrollo de la IA. Sin embargo, esto sugiere que el impacto de la IA probablemente será más pronunciado para las empresas estadounidenses en comparación con sus contrapartes europeas. El dominio de EE. UU. en la IA se evidencia aún más por el número significativamente menor de referencias a la IA hechas por empresas asiáticas durante sus llamadas de resultados, a pesar de la presencia de muchos especialistas en IA en China, Corea del Sur y Taiwán.



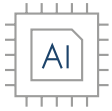
La IA podría aumentar el PIB GLOBAL EN UN 2% o más

GRÁFICO 2: TRANSISTORES POR MICROPROCESADOR, ESCALA LOGARÍTMICA



Fuentes: Our World in Data, Indosuez Wealth Management.

4 - Ver Daron Acemoglu, "The Simple Macroeconomics of AI", 2024, Economic Policy.



10 MIL MILLONES DE USD:

¿podría el costo de la IA volverse prohibitivo?

Producción vs. Automatización y complementariedad de tareas

Las empresas pueden beneficiarse de la IA ya sea a través de la producción y su ecosistema completo o mediante la automatización de tareas. De hecho, las empresas de tecnología, que van desde los fabricantes de semiconductores hasta las empresas de *hardware* y *software*, están preparadas para aprovechar el aumento en la adopción de la IA. Sin embargo, las empresas de servicios públicos podrían emerger como los próximos grandes beneficiarios. Los modelos de IA requieren grandes cantidades de datos para su entrenamiento, chips cada vez más eficientes y potentes, y, por lo tanto, una creciente demanda de electricidad. No es de sorprender que empresas energéticas como Vistra, una compañía de energía en Texas, vieran un aumento en el precio de sus acciones en 2024. De manera similar, Sam Altman, fundador de OpenAI, se convirtió en presidente de Oklo, una empresa con sede en California especializada en pequeños reactores nucleares, destacando la intersección crítica entre los sectores de la IA y la energía.

La automatización y la complementariedad de tareas impactarán varios sectores, siendo las industrias de servicios las que probablemente experimenten la mayor disrupción. Estos sectores emplean a trabajadores altamente educados en ocupaciones intensivas en funciones cognitivas, lo que los hace más susceptibles a la integración de la IA. Por ejemplo, en el sector de medios, la IA puede mejorar la creación de contenido, mientras que en el sector financiero, la IA puede ser utilizada para mejorar la gestión de riesgos, detectar fraudes y ofrecer asesoramiento financiero personalizado.

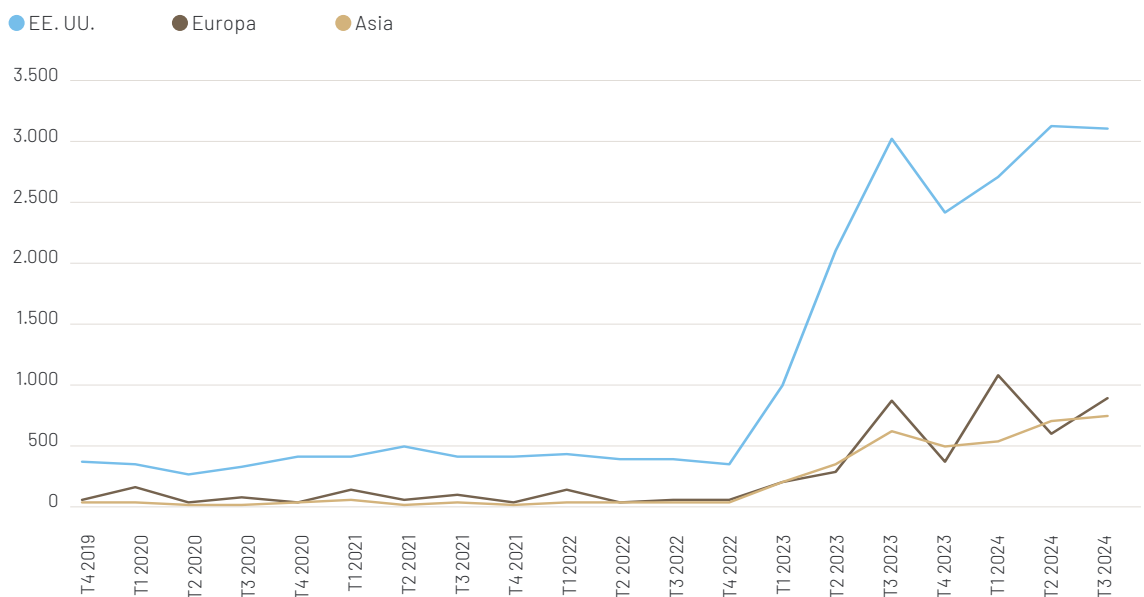
Aumentar la productividad no debería venir a cualquier costo. Entrenar un modelo de IA generativa actualmente cuesta alrededor de 10 mil millones de dolares, y según Dario Amodei, CEO de la empresa de IA Anthropic y ex vicepresidente de investigación en OpenAI, este costo podría aumentar diez veces o incluso mil veces. Este gasto creciente plantea un riesgo: el desarrollo de futuros modelos de IA podría volverse prohibitivamente caro y crear una barrera significativa para la entrada de nuevas *startups*.

¿El auge de los robots, la próxima frontera?

Finalmente, más allá de la IA generativa, que puede mejorar la productividad (y posiblemente reemplazar) trabajos altamente calificados, la próxima gran tendencia podría ser el desarrollo de robots capaces de realizar tareas de baja cualificación, desde la recolección de basura hasta la extracción minera, por ejemplo. Es probable que sea demasiado pronto para predecir el impacto económico de los robots altamente calificados, ya que su comercialización aún está a unos años de distancia.

La IA ha estado en el centro de la atención de los inversores durante los últimos dos años, impulsando cambios estructurales en la forma en que trabajamos e interactuamos, y afectando la economía global y el panorama de inversiones. Sin embargo, puede haber una brecha entre la velocidad a la que la IA puede desarrollarse y el ritmo al que es adoptada. Mientras que la sintaxis de este artículo ha sido mejorada utilizando IA generativa, volvamos a reunirnos en un año para ver si nuestro Global Outlook de 2026 está completamente escrito por IA y robots.

GRÁFICO 3: NÚMERO DE MENCIONES DE IA DURANTE LAS LLAMADAS DE RESULTADOS DE EMPRESAS ESTADOUNIDENSES Y EUROPEAS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Hans BEVERS

Chief Economist
Degroof Petercam

Así como los astrónomos estudian la luz de las estrellas para entender la historia del universo, los economistas examinan el concepto de R-star para descubrir las fuerzas que han dado forma a su evolución pasada. Además, proporciona un marco para discutir los niveles de interés desde una perspectiva estructural. En un mundo que se transforma rápidamente, ¿podemos decir algo significativo sobre la trayectoria futura de R-star? ¿O es solo una esperanza vana y no queda más que polvo de estrellas?

R-STAR: CONCEPTO Y RELEVANCIA

R-star, o la tasa de interés natural, es un concepto macroeconómico clave. Independiente de las acciones del banco central, representa el tipo de interés real cuando la economía opera a su máximo potencial, con una inflación estable (alrededor del 2%) y pleno empleo. Esencialmente, R-star es el tipo de interés de equilibrio que ni estimula ni restringe la actividad económica.

Los bancos centrales utilizan R-star para establecer los tipos de interés. Comparar el tipo de política real actual con R-star ayuda a determinar si la política monetaria es expansiva o contractiva. Más específicamente, si el tipo actual está por debajo de R-star, sugiere una política expansiva; si está por encima, como fue el caso en la mayoría de los países durante 2023 y 2024, una contractiva. Como tal, guía el ajuste oportuno de políticas para mantener la estabilidad económica.

Para los inversores, R-star puede ayudar a tomar decisiones informadas para maximizar los rendimientos. Por ejemplo, en un entorno de bajos tipos de interés, los inversores podrían decidir diversificar fondos en instrumentos financieros que podrían ofrecer rendimientos ajustados al riesgo más altos. R-star también puede ayudar a los inversores a evaluar los riesgos potenciales dentro de sus carteras de inversión. Las carteras con bonos de menor duración, por ejemplo, son menos sensibles a un entorno de aumento estructural de las tasas de interés.

El concepto de R-star fue introducido por primera vez por el economista sueco Knut Wicksell a finales del siglo XIX, influyendo en el trabajo de John Maynard Keynes en la década de 1930. Ambos economistas entendieron que el tipo de interés natural está fundamentalmente determinado por el equilibrio entre el ahorro y la inversión.

Cuando el deseo de ahorro excede la demanda de inversión, el tipo natural tiende a bajar. Por el contrario, cuando la demanda de inversión es alta en relación con el ahorro deseado, el tipo natural sube.

MIRANDO HACIA R-STAR: FUERZAS DEL PASADO

Aunque R-star es notoriamente difícil de medir con precisión, los economistas coinciden en que R-star disminuyó significativamente en las cuatro décadas anteriores a la pandemia. Según estimaciones de la Reserva Federal de Nueva York, las tasas de interés reales de equilibrio en las economías avanzadas promediaron alrededor del 3% desde finales de los años 70 hasta principios de los 90, antes de caer por debajo del 1% en la década de 2010. Sin embargo, cabe señalar que esta cifra oculta diferencias significativas entre regiones. R-star cayó en todas las economías avanzadas, pero la evolución fue más pronunciada en Europa. Mientras que R-star en EE. UU. cayó del 2,5% a mediados de los 90 a aproximadamente el 1% en vísperas de la pandemia, en la zona euro cayó del alrededor del 2,5% a solo el 0%.

En una perspectiva de muy largo plazo, R-star se explica mejor por el crecimiento potencial. Un crecimiento económico más lento implica un menor rendimiento esperado de la inversión y, por lo tanto, conduce a una menor demanda de inversión. Al mismo tiempo, debido a que una perspectiva de crecimiento más suave debilita las ganancias esperadas, lleva a los hogares (con visión de futuro) a consumir menos y ahorrar más.

Sin embargo, en horizontes a mediano plazo, el crecimiento potencial no es el único impulsor. El gráfico 4 (página 23) ilustra que la caída en R-star en la década de 2010 ha sido más pronunciada que la del crecimiento potencial del PIB.



R-STAR

cayó por debajo del

1% EN LA
DÉCADA DE
2010



De hecho, a medida que los hogares y las empresas se esforzaron por reparar sus balances después de la Crisis Financiera Global, reflejando un mayor deseo de ahorro sobre la inversión, se ejerció una presión adicional a la baja sobre R-star.

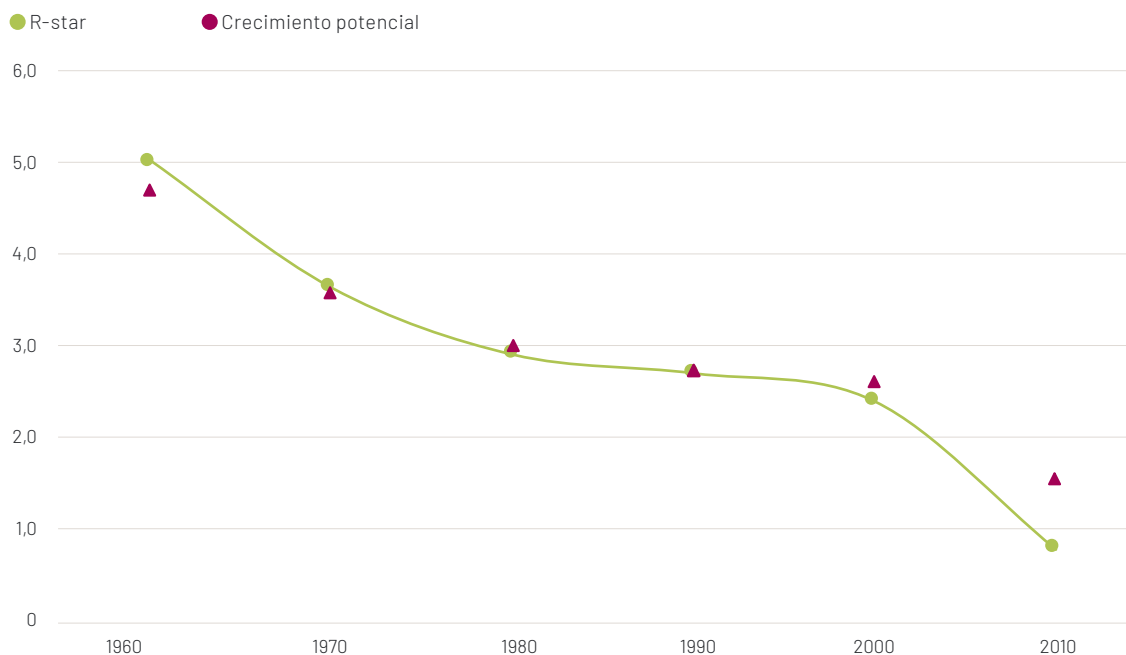
Considerando la perspectiva a largo plazo con más detalle, los estudios económicos reconocen la importancia primordial de los cambios demográficos (a pesar de la incertidumbre sobre la contribución precisa). El envejecimiento de las poblaciones en las economías avanzadas ha llevado a un aumento del ahorro a medida que los trabajadores se preparaban para la jubilación. Y con menos nuevos trabajadores ingresando al mercado laboral y una desaceleración en el crecimiento de la población, la necesidad de inversión adicional en infraestructura disminuyó. Además del envejecimiento demográfico, la desaceleración del crecimiento de la productividad (junto con una menor inversión pública) a menudo se identifica como otro contribuyente principal al declive secular de R-star. De hecho, el crecimiento de la productividad en las últimas décadas fue bastante decepcionante, promediando solo un 1% anual en la OCDE desde el comienzo del milenio, en comparación con el 2% en los 25 años anteriores, lo que redujo el rendimiento esperado de las inversiones y debilitó la atraktividad de invertir para el futuro, arrastrando así la tasa natural a la baja.

APUNTANDO A R-STAR: ¿QUÉ NOS DEPARA EL FUTURO?

Naturalmente, la precaución expresada anteriormente debería aumentar al discutir lo que nos depara el futuro. Algunos creen que hablar sobre R-star es completamente inútil porque no se puede observar directamente su nivel. Pero esta visión pasa por alto un elemento crítico: como formulador de políticas o economista, tener un marco o teoría es indispensable, sin importar cuán grande sea la incertidumbre. Como bromeó famosamente el presidente de la Fed, Jerome Powell: "estamos navegando por las estrellas bajo cielos nublados". Los inversores financieros tampoco pueden permitirse quedarse quietos. En general, de manera intuitiva, hay varias razones para pensar que R-star ya ha subido desde sus mínimos recientes (y podría subir aún más).

Primero, dado que el proceso de reparación de balances privados en forma de desendeudamiento ha seguido su curso, un factor importante que suprimía R-star ha desaparecido. Además, parece haber una necesidad y demanda urgente de más inversión privada y pública frente a desarrollos estructurales importantes, incluida la transición energética, las crecientes tensiones geopolíticas, así como la rápida difusión de la IA.

GRÁFICO 4: R-STAR Y CRECIMIENTO POTENCIAL EN AMÉRICA DEL NORTE Y LA ZONA EURO, %



Nota: Promedio ponderado del PIB de Estados Unidos, Canadá y la zona euro (usando un proxy para el crecimiento potencial de la zona euro antes de los años 90).

Fuentes: New York Fed, OCDE, Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.



LAS ESTIMACIONES ACTUALES

de R-star en EE. UU.
ALREDEDOR DEL 1,5%

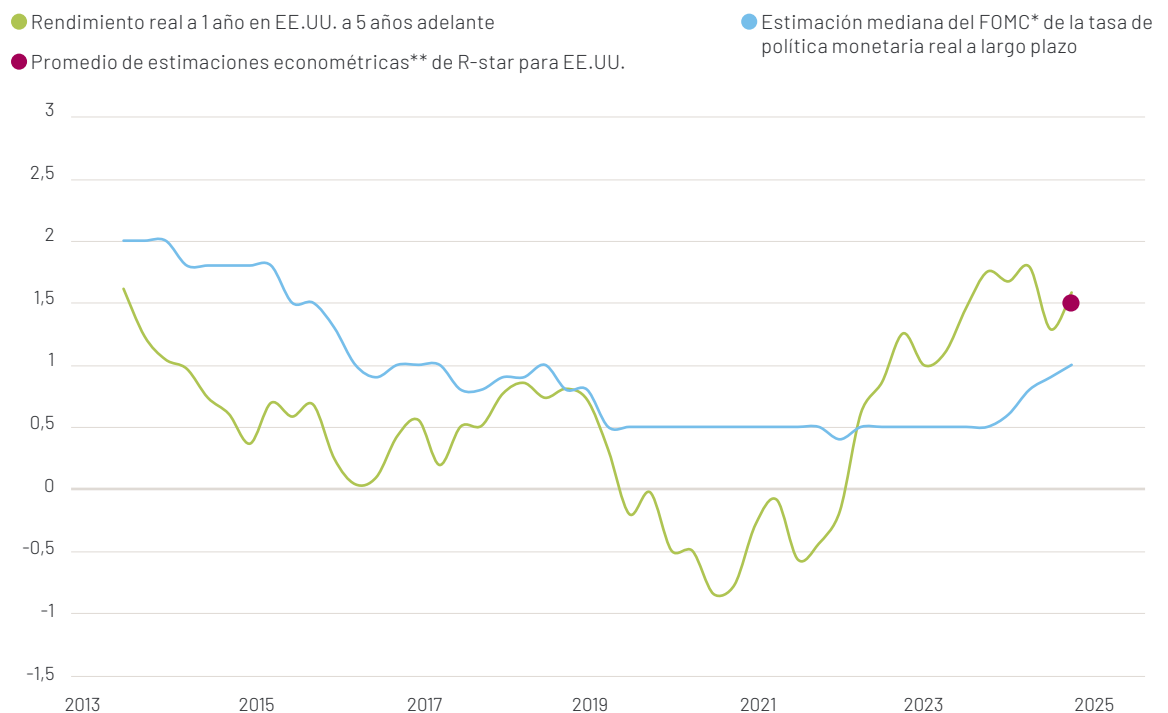
Esta última puede, con el tiempo, convertirse también en una fuente clave de innovación por sí misma, aumentando así el crecimiento de la productividad y los rendimientos potenciales. Y, aunque es cierto que un crecimiento más lento de la población y el empleo contribuyen negativamente al crecimiento potencial futuro, se espera que las poblaciones envejecidas impulsen una disminución a largo plazo en los ahorros de los hogares. De hecho, dado que el grupo de personas con altos ahorros en sus cuarenta y cincuenta años ha crecido constantemente en las últimas cuatro décadas, se proyecta que se reducirá en los próximos veinte años.

Otra razón a considerar es el hecho de que la actividad económica global ha permanecido resiliente (incluso notablemente fuerte en EE. UU.) durante y después del proceso de endurecimiento monetario agresivo visto en los últimos dos años. Mientras tanto, tanto Janet Yellen como Jerome Powell han señalado la idea de que la productividad y el crecimiento potencial pueden haber aumentado y que, bajo condiciones de déficits fiscales permanentemente más altos, R-star podría estar experimentando una presión al alza. Gradualmente, pero con certeza, esta visión también parece estar filtrándose en la proyección a largo plazo de los tipos de política real de la Fed.

Los precios del mercado financiero y las estimaciones econométricas recientes, por su parte, apuntan más decisivamente hacia un tipo de interés de equilibrio más alto (gráfico 5). Las estimaciones econométricas recientes de R-star en EE. UU. rondan el 1,5%. En la zona euro, por el contrario, la cifra es más probable que esté alrededor del 0,5% si respetamos la brecha pre-pandemia con EE. UU.

La precaución y la humildad siguen siendo esenciales al estimar R-star, pero parece que el entorno de tipos de interés extremadamente bajos de la década de 2010 es poco probable que vuelva pronto, al menos no de manera estructural. Este escenario no está escrito en las estrellas, pero los formuladores de políticas estarán bastante complacidos si se mantiene. Significaría que la política monetaria sería menos propensa a alcanzar el límite inferior (cero) durante las recesiones económicas, reduciendo la necesidad de *Quantitative Easing* o expansión cuantitativa o expansión cuantitativa extensa. También disminuirían las quejas sobre tipos de interés "artificialmente" bajos. Y si, contrariamente a las expectativas actuales, el entorno de tipos ultra bajos regresa, se explicará que el tipo de interés "natural" refleja fuerzas estructurales, en gran medida más allá del control de los bancos centrales.

GRÁFICO 5: INDICACIONES DE UN MÁS ALTO TIPO DE EQUILIBRIO REAL FUTURO EN EE. UU.



* FOMC: Federal Open Market Committee.

** Los modelos incluyen: Del Negro et al, Lubik y Matthes, Holston-Laubach-Williams, Johanssen y Mertens, Lewis y Vazquez-Grande.

Fuentes: Federal Reserve, Bloomberg, Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



UNA HISTORIA DE MONEDA: LOS MITOS DEL DÓLAR Y LOS BUSCADORES DE ORO



Lucas MERIC
Investment Strategist

En los últimos años, el panorama económico global se ha caracterizado por un aumento de la deuda gubernamental, una inflación en ascenso y una fragmentación económica, reavivando la conversación en torno a la “desdolarización.” Una tendencia que refleja el fuerte deseo entre los países emergentes de reducir su dependencia del dólar estadounidense. Aunque la perspectiva de una disminución significativa del dólar puede parecer ambiciosa, estos cambios estructurales y estrategias de diversificación han impulsado los precios del oro a nuevos máximos en 2024, subrayando la importancia de los activos reales en las carteras de inversión.



El
54%
del PIB global está
anclado al
USD

JUEGO DE TRONOS: UN DÓLAR SIN RIVAL

El tema de la desdolarización ha sido un tema recurrente desde que el dólar emergió como la moneda de reserva internacional. El ministro de Finanzas francés, Valéry Giscard d'Estaing, habló por primera vez del “privilegio exorbitante” del dólar en 1971, destacando su papel central en el sistema financiero global. Un privilegio que permite a EE. UU. sostener déficits perpetuos sin deteriorar el valor del dólar o su capacidad de endeudamiento, respaldado por el apetito de instituciones e inversores extranjeros por activos denominados en dólares.

Sin embargo, en los últimos años, este dominio del dólar ha enfrentado una creciente resistencia por parte de actores internacionales, impulsada por políticas inflacionarias persistentes, una deuda en aumento y el deseo de los países emergentes de diversificar su exposición al dólar, especialmente después de las sanciones financieras impuestas a Rusia en 2022. Ya hay algunas evidencias de desdolarización; por ejemplo, la participación del dólar en las reservas de los bancos centrales extranjeros ha estado disminuyendo gradualmente en los últimos años, mientras que algunos países emergentes han intensificado las compras de energía no denominadas en dólares, notablemente el petróleo ruso.

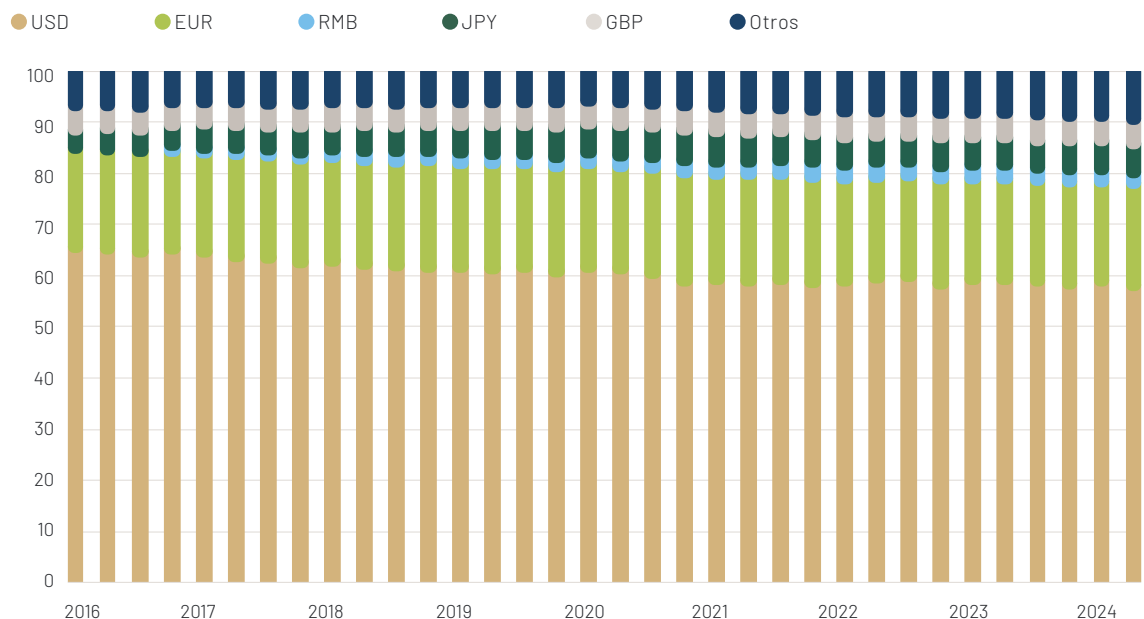
Dicho esto, si damos un paso atrás, la dominancia del dólar estadounidense sigue siendo incomparable en este momento. El dólar representa aún el 58% de las reservas oficiales de divisas (gráfico 6, página 26), casi la mitad de los valores de deuda internacional, y está involucrado en aproximadamente el 90% de las transacciones internacionales, mientras que el 47% de las reclamaciones bancarias transfronterizas están denominadas en dólares. Además, el 54% del PIB global está anclado al dólar. Esta dominancia se sustenta en fundamentos sólidos: EE. UU. es la economía más grande del mundo, representando el 25,4% del PIB global, y continúa siendo líder en innovación tecnológica. EE. UU. ofrece mercados financieros profundos y líquidos, con su mercado de bonos representando el 40% del mercado global de bonos, junto con la ausencia de controles de capital y un fuerte estado de derecho, lo que convierte al dólar en la puerta de entrada a la economía más competitiva del mundo y en vehículos de inversión sin igual para los inversores extranjeros.



Si bien estas ventajas son indiscutibles en comparación con otras posibles monedas de reserva, se podría argumentar que la participación de EE. UU. en la economía global ha disminuido desde que se convirtió por primera vez en la moneda de reserva internacional, cayendo del 50% en 1945 al 25% en 2024, mientras que China, actualmente con el 17% del PIB global, está proyectada para convertirse en la economía más grande para 2038 (según el Centro de Investigación Económica y Empresarial). Esto podría potencialmente allanar el camino para que el renminbi desafíe el estatus del dólar como la moneda internacional líder.

Sin embargo, es importante notar que la internacionalización del renminbi está actualmente lejos del nivel del dólar, representando solo el 3% de las reservas de divisas de los bancos centrales globales, el 7% del comercio internacional y el 5% de los valores de deuda internacional, notablemente debido a los controles de capital. Además, la mera proyección de que la economía china supere a la de EE. UU. no garantiza la dominancia inmediata del renminbi, ya que los cambios históricos en el estatus de una moneda típicamente toman tiempo. Por ejemplo, el dólar superó a la libra esterlina como la principal moneda internacional en 1945, en un momento en que la economía de EE. UU. ya era cinco veces más grande que la del Reino Unido. Tales transiciones son principalmente catalizadas por crisis dramáticas en lugar de cambios graduales en los fundamentos.

GRÁFICO 6: PARTICIPACIÓN DE LAS MONEDAS DE RESERVA GLOBALES, %



Fuentes: IMF (COFER), Indosuez Wealth Management.



CAMINANDO EN LOS CAMPOS DE ORO

El principal beneficiario de esta diversificación del dólar ha sido el oro, que ha experimentado un fuerte rendimiento, aumentando un 35% en 2024 (a partir de octubre de 2024) a pesar de un fuerte aumento en los tipos de interés reales desde 2022. Este auge ha sido impulsado en parte por la fuerte demanda de los bancos centrales de oro para diversificar sus reservas oficiales (gráfico 7). Los bancos centrales emergentes, particularmente en China, Polonia, India y Turquía, han sido compradores significativos, buscando una mayor independencia del dólar, que a veces ha sido visto como una herramienta de guerra política y económica, como lo demuestra la congelación de activos en dólares rusos en 2022. Aunque la demanda de los bancos centrales ha comenzado a disminuir desde su pico en 2023, la encuesta del Consejo Mundial del Oro de junio de 2024 reveló que el 81% de los bancos centrales esperaba que las reservas mundiales de oro aumentaran en el próximo año. Este crecimiento en las reservas de oro entre los bancos centrales emergentes también refleja un esfuerzo por ponerse al día con las economías avanzadas, que tenían el 17% de sus reservas oficiales en oro a finales de 2021 en comparación con solo el 7% para los países emergentes.

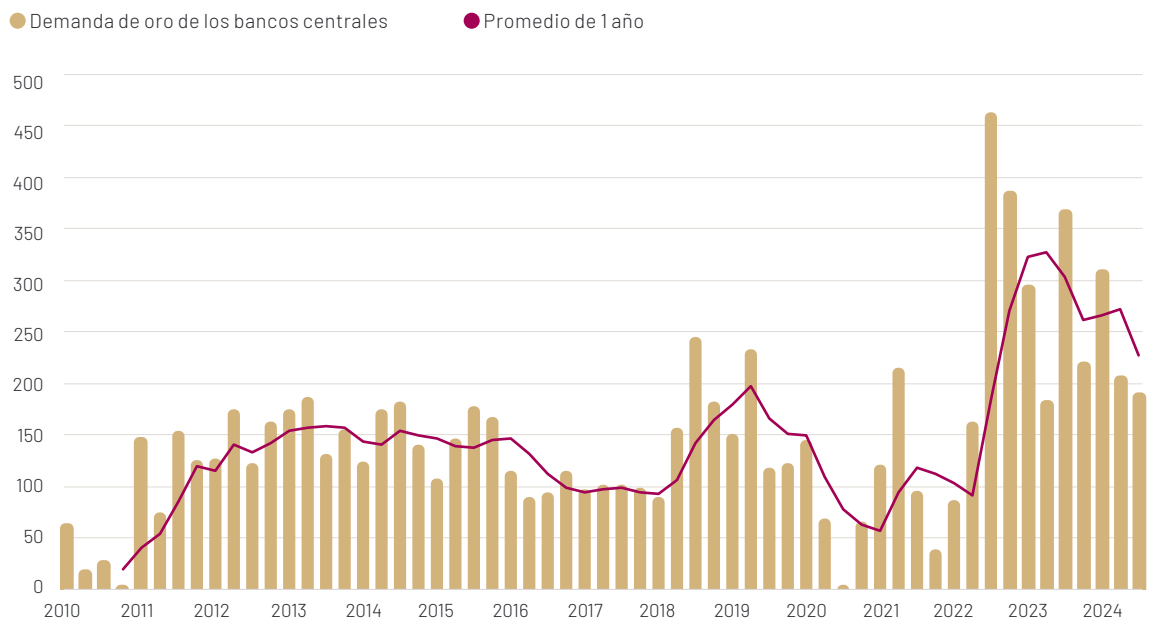
Más allá de las preocupaciones geopolíticas, el impulso hacia el oro refleja ansiedades más amplias sobre un cambio estructural hacia una mayor deuda gubernamental y un aumento en la oferta monetaria. Desde 2019, la relación deuda-PIB de EE. UU. ha subido del 79% al 97% en el segundo trimestre de 2024, con la Oficina de Presupuesto del Congreso proyectando que aumente al 116% para 2034. Esta trayectoria genera preocupaciones entre los inversores sobre la sostenibilidad de la deuda de EE. UU. aunque el estatus del dólar como moneda de reserva facilita la financiación de los déficits de EE. UU. en comparación con otros países, existen temores de que la respuesta a la creciente carga de la deuda pueda implicar políticas más inflacionarias, lo que podría llevar a una llamada "devaluación monetaria".

Históricamente, la devaluación se realizaba mezclando metales preciosos con metales de menor valor para aumentar la circulación de la moneda; por ejemplo, los emperadores romanos reducían constantemente el contenido de plata de las monedas del 90% bajo Nerón en el 64 d.C. a solo el 2% en el siglo III d.C. para financiar guerras. En las economías modernas, la devaluación se ha manifestado en forma de creación monetaria extensiva por parte de los bancos centrales, particularmente desde 1971, cuando las monedas dejaron de estar vinculadas al oro. Esto ha llevado a una pérdida mecánica del poder adquisitivo de la moneda.

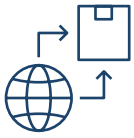


Los bancos centrales de los **MERCADOS EMERGENTES MANTIENEN SOLO EL 7%** de sus reservas en **ORO**

GRÁFICO 7: DEMANDA DE ORO DE LOS BANCOS CENTRALES GLOBALES, TONELADAS DE ORO



Fuentes: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



¿Un
**MUNDO
INCIERTO**
que apoya las
estrategias
“**TODO
TERRENO**”?

El contraste es notable al considerar los activos reales (gráfico 8): en 1924, el precio promedio de una casa en EE. UU. era de alrededor de 10.000 de dólares, equivalente a 500 onzas de oro en ese momento. Hoy en día, 10.000 de dólares apenas compran un automóvil en EE. UU., mientras que 500 onzas de oro valen más de un millón de dólares.

Esta divergencia resalta la atractividad del oro como cobertura contra la inflación, enfatizando la diferencia entre un activo con una oferta teóricamente infinita (el dólar estadounidense) y uno con una oferta semi-finitiva (el oro). En este contexto, algunos activos modernos, como ciertas criptomonedas (por ejemplo, Bitcoin), se benefician de una oferta finita, lo que lleva a algunos inversores a considerarlas un “refugio seguro” contra la expansión monetaria.

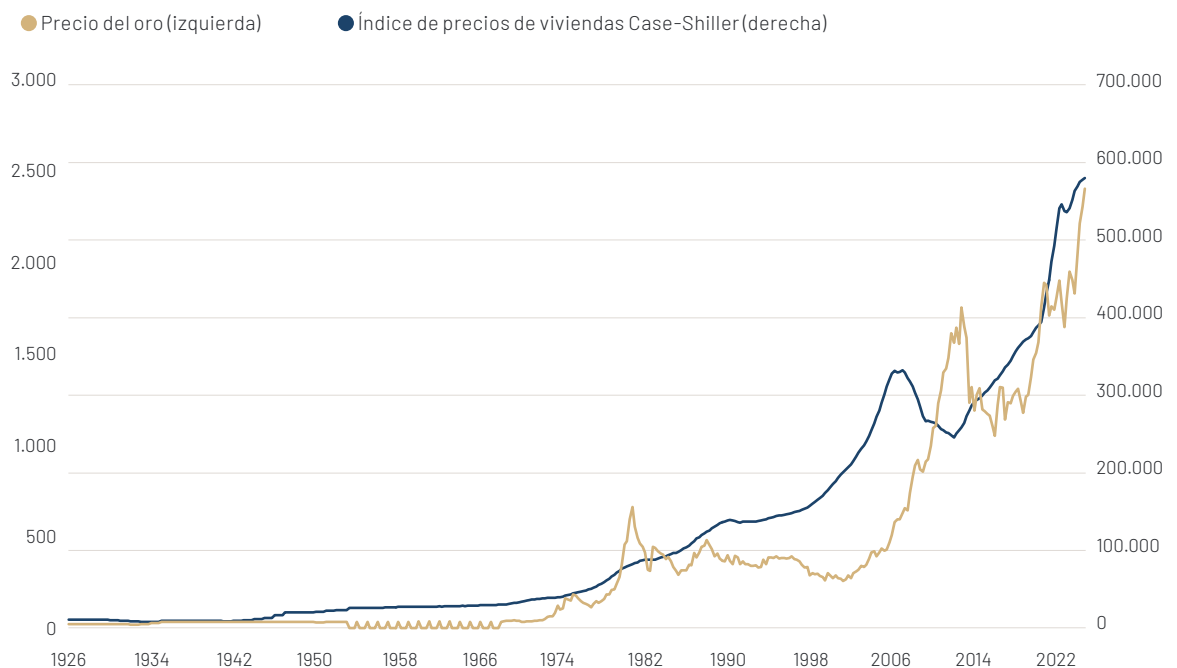
UN MUNDO EN TRANSFORMACIÓN. ¿MANTENERLO REAL?

Aunque los temores de “desdolarización” pueden parecer exagerados, la economía global está experimentando cambios estructurales significativos caracterizados por un mayor riesgo geopolítico y un aumento de la deuda gubernamental. Esta combinación ha impulsado el aumento del oro desde 2022, y es probable que estos factores sigan siendo un punto focal para los inversores en los próximos años.

En 2021, la Reserva Federal (Fed) cambió su objetivo de inflación del 2% a un objetivo de inflación promedio, permitiendo períodos de sobrepaso. En este contexto, las políticas más inflacionarias podrían convertirse en una solución más aceptada para abordar la carga de la deuda, reforzando el caso estructural de los activos reales, particularmente el oro, como cobertura contra la “devaluación monetaria”.

Desde una perspectiva de construcción de cartera, un mundo más fragmentado con un elevado riesgo geopolítico y políticas económicas inciertas podría llevar a choques de oferta más frecuentes, resultando en una inflación volátil, similar al choque de estanflación experimentado en 2022, que causó correcciones tanto en los mercados de renta variable como en los de bonos. Esta correlación positiva no deseada dejó a los inversores sin su cobertura tradicional de bonos. Un mundo más incierto podría ser favorable a largo plazo para las estrategias “todo terreno”, con carteras que incluyan no solo acciones y bonos, sino una base más amplia de activos, y notablemente activos reales como el oro o las materias primas.

GRÁFICO 8: ORO VERSUS PRECIOS DE LAS VIVIENDAS DESDE 1925



Fuentes: Longtermtrends.net, Indosuez Wealth Management.



LA ASEAN EMERGE EN MEDIO DE LAS REFORMAS DE CHINA



Francis TAN
Chief Strategist Asia

En medio de los desafíos de crecimiento del PIB de China y las dificultades en el sector inmobiliario, el aumento de las tensiones comerciales y las incertidumbres políticas globales están impulsando cambios económicos estratégicos. Mientras que los pesimistas ven los esfuerzos políticos como insuficientes, los optimistas los consideran cruciales para estabilizar la economía. La ASEAN se beneficiará de estos cambios, aprovechando sus fortalezas demográficas y reformas favorables al mercado para convertirse en una alternativa clave en las cadenas de suministro globales.

EL APOYO POLÍTICO DE CHINA MARCA UN FUERTE GIRO EN U

Mientras que el crecimiento del PIB real de China se mantuvo "alrededor del 5%" en 2024, muchos estaban preocupados por el aparentemente perenne problema inmobiliario que arrastra tanto el crecimiento de la inversión como el del consumo.

Internamente, el sentimiento del consumidor en China se encuentra en un mínimo histórico, mientras que el índice de precios residenciales de 70 ciudades continúa contrayéndose.

Externamente, las incertidumbres políticas en 2024 (un año de elecciones) vieron a los líderes globales apuntar a obtener más votos atacando a los beneficiarios de las últimas décadas de globalización (léase: China), estableciendo fuertes barreras comerciales como aranceles contra las economías exportadoras.

Debido a eso, las exportaciones chinas al mundo cayeron un 4,7% en 2023, mientras que sus exportaciones a EE. UU. cayeron un 13%, una rara ocurrencia en un año no recesivo (gráfico 9).

Un impacto tan negativo en los motores duales del crecimiento chino (interno y externo) llevó al gobierno chino a embarcarse en un fuerte impulso político hacia finales de 2024. La reestructuración industrial, incluso antes de los recientes años de tensiones comerciales lideradas por EE. UU., ha visto al sector manufacturero ("sector secundario") disminuir del 47% del PIB al actual 38% (gráfico 10, página 30). Mientras tanto, el sector de servicios ("sector terciario") aumentó del 44% al 55% actual. A medida que China anticipa que uno de los motores (manufactura/exportación) de su "circulación dual" se ralentice o incluso se detenga en medio de la posible retórica de la nueva administración de EE. UU., tuvo que apoyar fuertemente el otro motor (servicios/consumo interno).



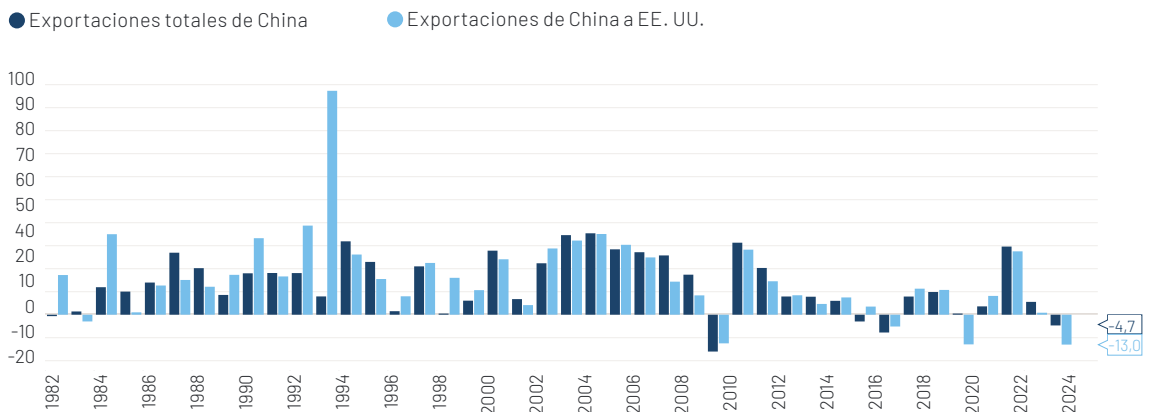
La manufactura china representa el

38%

del PIB mientras que los servicios representan el

55%

GRÁFICO 9: LA CONTRACCIÓN DE LAS EXPORTACIONES FUE UN LLAMADO DE ATENCIÓN, USD



Fuentes: Macrobond, China Customs Statistics Information Center (CCS), S&P Global; China General Administration of Customs (GAC), Indosuez Wealth Management.



CUALQUIER NOTICIA

de apoyo por parte de los responsables de políticas

ES MEJOR QUE NINGUNA NOTICIA

A MEDIDA QUE LA MANUFACTURA SE VE AFECTADA, SE PRODUCE UN CAMBIO HACIA LOS SERVICIOS

Los detalles del apoyo monetario chino fueron transparentes y públicos, y es probable que el impulso fiscal potencial por un monto de 10 billones de renminbis se revele en 2025.

En este sentido, cualquier noticia de apoyo por parte de los responsables de políticas es mejor que ninguna noticia. Creemos que esto marca un giro en U y señala la urgencia de frenar una mayor desaceleración en la economía china, mientras se preparan sus industrias (particularmente la manufactura) para futuras tensiones comerciales, especialmente en un mundo en transformación.

Los pesimistas ven los esfuerzos políticos concertados como “demasiado poco y demasiado tarde”, pero los optimistas como nosotros ven este movimiento audaz como una clara disposición para poner un piso a las valoraciones de las acciones, detener el proceso de deflación y restaurar la confianza del consumidor. Mejoramos nuestra previsión del PIB de China para 2025 al 4,7% (anteriormente 4,2%) para reflejar el apoyo político. Mientras tanto, pronosticamos un crecimiento del PIB del 4,5% para 2026.

En general, seguimos siendo positivos sobre los mercados emergentes, donde China proporcionará un motor adicional y muy necesario para la clase de activos, con repercusiones positivas en el resto de Asia, particularmente en la ASEAN.

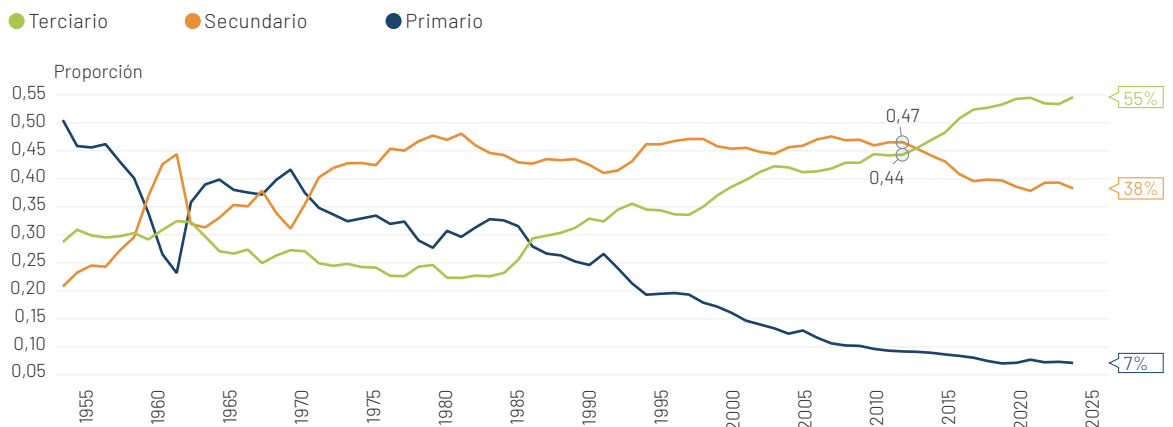
LA INDUSTRIA CHINA SE TRASLADA AL EXTRANJERO, BENEFICIANDO A LA ASEAN

El creciente conflicto comercial entre EE. UU. y China, junto con las interrupciones en la cadena de suministro debido al COVID-19, ha llevado a las empresas a reevaluar sus cadenas de suministro. Esto ha provocado un aumento en la “nearshoring”, donde las empresas reestructuran sus cadenas de suministro para trasladar la manufactura más cerca de casa.

Anticipamos que esta será una tendencia a largo plazo que podría beneficiar a los países de la ASEAN, que pueden aprovechar sus favorables tendencias demográficas, abundantes fuerzas laborales y reformas políticas destinadas a impulsar la cooperación comercial. Como tal, un principal beneficiario de la “estrategia China Plus One” serán las economías de la ASEAN.

De 2018 a 2021, los países de la ASEAN ya aumentaron sus exportaciones a EE. UU. en más del 65%. Los inversores están comenzando a ver los mercados de la ASEAN como alternativas viables a China. Como ejemplo, la ASEAN experimentó tres años consecutivos de entradas récord de inversión extranjera directa (IED) y comercio total, manteniendo su posición como el principal destino mundial de entradas de IED en 2023 (226,3 mil millones de dólares) después de EE. UU.

GRÁFICO 10: CONTRIBUCIÓN POR SECTOR AL PIB REAL DE CHINA



Fuentes: Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS), Indosuez Wealth Management.



La región de la ASEAN se destaca con una de las mejores historias de dividendo demográfico a nivel mundial. El bloque incluye a unos 224 millones de individuos de entre 15 y 34 años, un número que se espera que crezca hasta 2038. Esta cohorte de nativos digitales seguirá impulsando el consumo durante años. Los niveles educativos han aumentado notablemente, con tasas de alfabetización de adultos que superan el 90% en todos los miembros de la ASEAN, excepto Myanmar (89,1%) y Camboya (84,7%). La participación en la fuerza laboral también es robusta, superando el 65%. Además, la región ha experimentado una disminución de las tasas de pobreza y una mejora en la igualdad de ingresos, como lo indican los coeficientes de Gini. Esta tendencia significa un crecimiento económico más amplio, que probablemente sostendrá las tendencias de consumo interno a largo plazo.

Varias grandes empresas han tomado decisiones estratégicas para trasladar su producción fuera de China y hacia los países de la ASEAN, reflejando una tendencia más amplia de *nearshoring* en respuesta a diversos factores económicos y geopolíticos. Por ejemplo:

- Samsung ha expandido significativamente sus instalaciones de fabricación en Vietnam, convirtiendo al país en un centro de producción global clave para sus productos electrónicos.
- Nike ha trasladado una parte sustancial de su producción de calzado a Indonesia y Vietnam, aprovechando las ventajas competitivas mencionadas anteriormente de estos mercados.
- Apple ha estado diversificando su cadena de suministro aumentando sus inversiones en países como India y Vietnam, y planea establecer más sitios de fabricación.
- Intel anunció planes para invertir en nuevas instalaciones de fabricación en Malasia, aprovechando su fuerza laboral calificada y un entorno empresarial favorable.

Lo anterior muestra la creciente importancia de las naciones de la ASEAN en el panorama global de la cadena de suministro, ya que las empresas buscan optimizar sus operaciones y reducir las posibles vulnerabilidades.

Además, se espera que las reformas favorables al mercado en la región impulsen significativamente el rendimiento de las acciones a mediano plazo. Algunos ejemplos:

- El nuevo Fondo de Inversión Estatal de Tailandia, con la característica única de retorno garantizado por el gobierno, comenzó a invertir en la Bolsa de Tailandia el 1 de octubre de 2024.
- Malasia está fomentando la inversión y la actividad económica ofreciendo tasas de impuestos corporativos del 0-5% para oficinas familiares en su Zona Financiera Especial, similar a las de Shenzhen y Dubái. El país también ha aprobado reformas fiscales integrales, racionalizado los subsidios, controlado los costos del servicio civil y establecido un objetivo de déficit fiscal del 3% para atraer IED y mejorar las condiciones comerciales, particularmente en sectores de alto valor como la fabricación de semiconductores y la tecnología digital.
- El ambicioso programa "Visión Dorada 2045" de Indonesia tiene como objetivo transformar el país en una fuerza laboral más calificada con salarios más altos, posicionándolo para convertirse en una nación de ingresos altos.

Frente al aumento de las tensiones comerciales, el panorama económico global está experimentando cambios significativos. Los países ahora aceptan que estas tensiones son la nueva normalidad, lo que los lleva a adaptar y evolucionar sus estrategias económicas. Este ajuste es evidente en la reestructuración de las cadenas de suministro, la implementación de reformas favorables al mercado y la búsqueda de nuevas asociaciones comerciales. A medida que las naciones se adaptan a este entorno cambiante, están encontrando formas innovadoras de sostener el crecimiento y fomentar la resiliencia. En última instancia, la capacidad de navegar por estas tensiones definirá la trayectoria futura de las economías globales. Somos optimistas sobre el futuro de la ASEAN en la "estrategia China Plus One".



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

La lucha contra el cambio climático requiere una profunda reconsideración de cómo producimos y consumimos energía. Entre los impulsores cruciales de la transición energética, la electrificación de la economía se destaca como un camino esencial. Al reemplazar el uso de combustibles fósiles con electricidad en sectores clave como el transporte, la industria y los edificios, esta transformación tiene como objetivo reducir las emisiones de gases de efecto invernadero mientras promueve el crecimiento de la energía renovable.

ALINEÁNDOSE CON LOS OBJETIVOS DE SOSTENIBILIDAD

La electrificación de la economía implica reemplazar los combustibles fósiles (petróleo, gas natural, carbón) con electricidad descarbonizada, idealmente producida a partir de fuentes renovables. Esto implica cambios en la producción, distribución y consumo de energía. La electrificación del transporte es quizás el ejemplo más emblemático de este fenómeno, con el auge de los vehículos eléctricos. Pero esta transición también impacta otros sectores. La industria pesada, tradicionalmente un gran consumidor de energía fósil, así como los sistemas de calefacción de edificios, también están cambiando hacia soluciones eléctricas a través de tecnologías como las bombas de calor y la electrólisis.

El objetivo global de la electrificación es sencillo: reducir la dependencia de los combustibles fósiles, cuya extracción y combustión son fuentes significativas de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), y usar electricidad producida a partir de fuentes descarbonizadas como el viento, la solar o la hidroeléctrica. Esta transformación es esencial para lograr los objetivos climáticos establecidos en el Acuerdo de París y para limitar el aumento de las temperaturas globales a menos de 2°C para 2100. No solo reduce las emisiones de carbono, sino que también limita la dependencia de los combustibles fósiles, mejorando así la seguridad energética.

La electrificación también promueve la integración de soluciones avanzadas como el almacenamiento de energía, las redes inteligentes y la producción verde a gran escala (gráfico 11, página 33). Todos estos avances son respuestas directas a los compromisos de los gobiernos y las empresas para un futuro más sostenible. Al estabilizar los costos de energía y limitar la volatilidad asociada con los precios del petróleo y el gas, la electrificación también contribuye a una mayor resiliencia económica.

DESAFÍOS DE ELECTRIFICAR LA ECONOMÍA

La electrificación de la economía implica varios desafíos cruciales que afectan la infraestructura energética, las políticas públicas y las dinámicas económicas.

Desde una perspectiva ambiental, el principal desafío es reducir las emisiones de GEI. Actualmente, el sector energético es responsable de más del 70% de las emisiones globales de CO₂. Electrificar sectores como el transporte y la industria, que aún dependen en gran medida de los combustibles fósiles, es crucial para una descarbonización significativa. Al usar electricidad "limpia", es posible reducir sustancialmente la huella de carbono general.

Sin embargo, esta transición presenta desafíos en términos de seguridad energética. Las energías renovables como la solar o la eólica son intermitentes por naturaleza, lo que requiere repensar la infraestructura para garantizar la estabilidad y la resiliencia de la red eléctrica. Las soluciones de almacenamiento de energía, como las baterías de gran capacidad, son esenciales para asegurar un suministro continuo.

Además, la electrificación de la economía requiere inversiones masivas. Esto incluye modernizar las redes eléctricas, instalar capacidades adicionales y descentralizadas de producción de electricidad renovable, y desplegar equipos como vehículos eléctricos y bombas de calor.

Estas inversiones son necesarias no solo para construir una infraestructura adecuada, sino también para fomentar la adopción de tecnologías limpias y sostenibles a gran escala. La colaboración entre gobiernos, sector privado y la sociedad civil será fundamental para superar estos desafíos y avanzar hacia una economía descarbonizada y más resiliente.



300 MIL
MILLONES
DE USD

de inversión global
en modernización
de la red en 2022



UN MOTOR DE CRECIMIENTO ECONÓMICO SOSTENIBLE

La demanda de electricidad se ha triplicado desde 1980, una tendencia que se ha acelerado en los últimos años, impulsada por avances tecnológicos como la inteligencia artificial (IA), la creciente necesidad de centros de datos y la reubicación de ciertas industrias o el auge de los vehículos eléctricos, todos ellos configurando un mundo en rápida transformación.

Según un informe de la Agencia Internacional de Energía (AIE), se espera que la electricidad consumida por los centros de datos en todo el mundo se duplique para 2026, principalmente debido a cálculos complejos relacionados con la IA y el desarrollo de criptomonedas (para comparación, este aumento corresponde al consumo actual de Alemania).

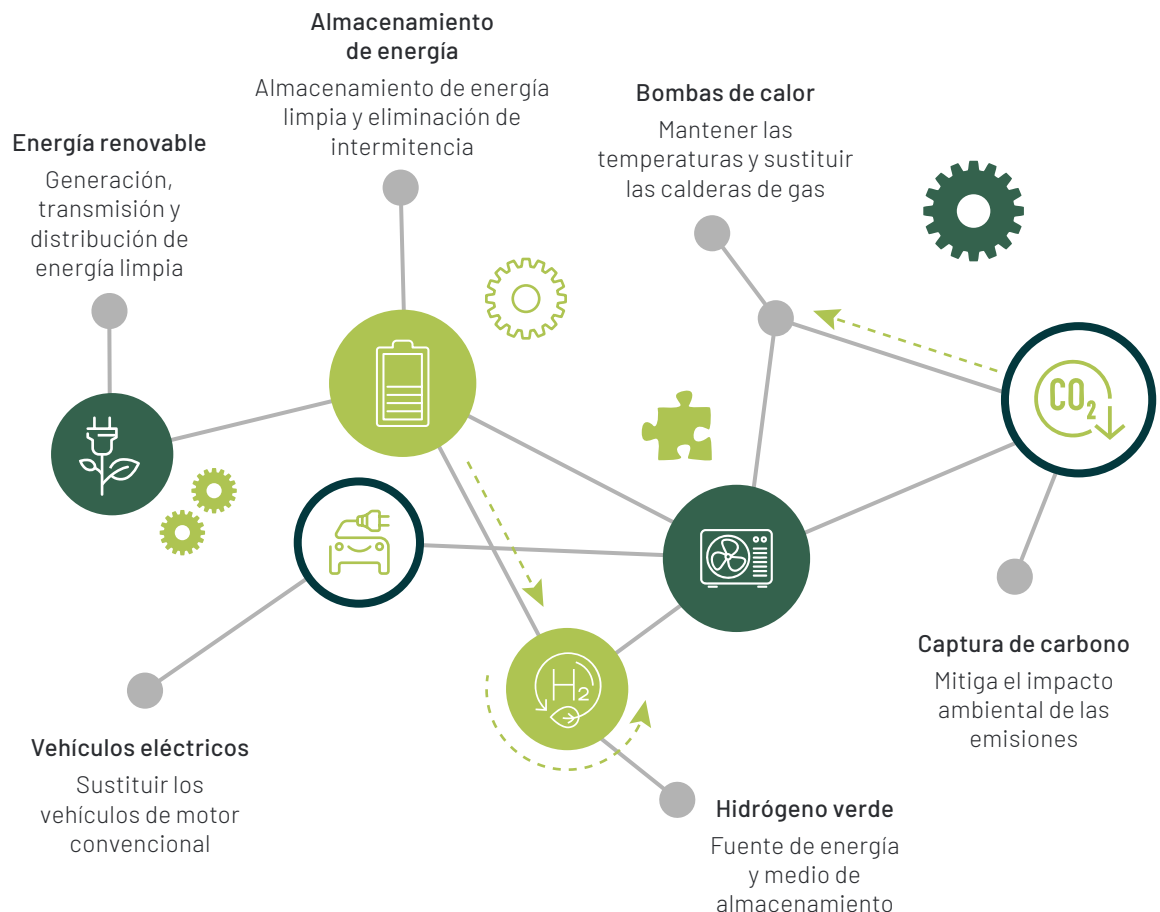
Según McKinsey, se espera que la demanda de electricidad de los centros de datos en los Estados Unidos crezca un 15% por año hasta 2030 (gráfico 12, página 34). Al mismo tiempo, las políticas de reindustrialización de los países occidentales, después de décadas de deslocalización, están aumentando la presión sobre la infraestructura existente.

Este rápido crecimiento en la demanda de energía representa un gran desafío para los estados y las empresas para asegurar un suministro confiable y constante.

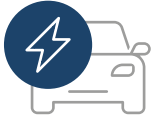
ELECTRIFICACIÓN: EJEMPLOS CONCRETOS DE OPORTUNIDADES

Si bien los desafíos son significativos, la electrificación abre perspectivas de crecimiento prometedoras en varios sectores que se beneficiarán directamente de esta transformación. La electrificación no es solo un concepto; ya está en marcha. Los ejemplos concretos se están multiplicando en varios sectores, ilustrando cómo esta transformación ya está en progreso.

GRÁFICO 11: SEIS EJEMPLOS DE APLICACIONES DE ELECTRIFICACIÓN



Fuente: Indosuez Wealth Management.



96,4%:
Tasa de penetración de
VEHÍCULOS ELÉCTRICOS
en Noruega⁵

Las tecnologías de almacenamiento de energía (como las baterías) y la producción de energía renovable y de bajas emisiones de carbono (solar, eólica, nuclear) son esenciales para satisfacer la creciente demanda. La transformación de las redes también es un aspecto fundamental para apoyar el crecimiento de la demanda. Las inversiones en infraestructura de transmisión y redes inteligentes permiten una gestión más eficiente de la energía y una mayor fiabilidad.

El sector del transporte, por ejemplo, está experimentando una profunda transformación con el cambio hacia los vehículos eléctricos. Paralelamente, muchos gobiernos, como el de Noruega, han establecido objetivos ambiciosos, como prohibir la venta de automóviles con motor de combustión para 2025.

La aceleración del desarrollo de soluciones de eficiencia energética también ofrece nuevas oportunidades industriales, especialmente en la producción de acero y cemento. Proyectos piloto como la iniciativa HYBRIT en Suecia tienen como objetivo producir acero libre de carbono utilizando hidrógeno proveniente de electricidad renovable. Otro ejemplo en Europa es donde varias grandes empresas están invirtiendo en hidrógeno para descarbonizar procesos intensivos en energía, como la producción de amoníaco, refinación y productos químicos. Thyssenkrupp y ArcelorMittal están experimentando con hidrógeno verde para reducir el mineral de hierro en la fabricación de acero, un proceso que eventualmente podría reemplazar al carbón.

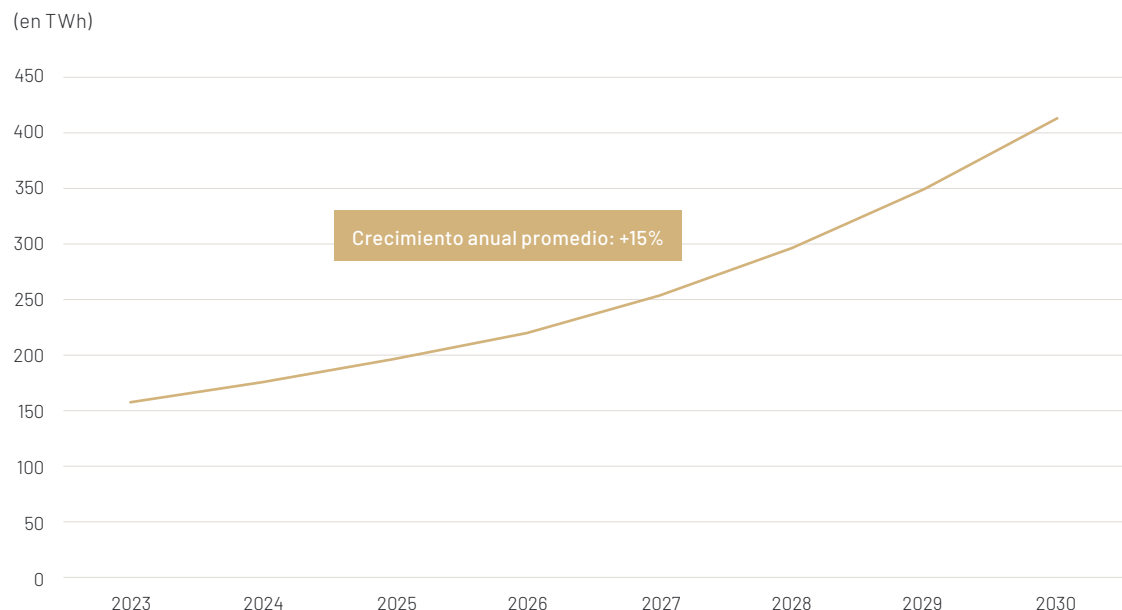
Ante el aumento de las necesidades energéticas, especialmente relacionadas con la IA, los gigantes tecnológicos estadounidenses ahora se están volcando a la energía nuclear como una solución sostenible. Microsoft, por ejemplo, se ha asociado con el líder en electricidad nuclear Constellation Energy para asegurar un suministro constante y bajo en carbono.

CONCLUSIÓN

La electrificación de la economía se presenta como una palanca fundamental para abordar los desafíos de la transición energética y satisfacer las necesidades de un mundo en transformación. Al descarbonizar sectores clave y acelerar la adopción de energía renovable, no solo reduce las emisiones de CO₂, sino que también fomenta el desarrollo de nuevos sectores económicos y fortalece la resiliencia energética de los países. Más allá de los desafíos, las oportunidades que ofrece esta electrificación son inmensas, especialmente para los inversores y empresas que puedan aprovechar este punto de inflexión tecnológico y ambiental. El futuro de la economía global sin duda estará en gran medida electrificado.

Basado en el consumo promedio de electricidad de una persona en Francia (fuente: ADEME), escribir este artículo habría requerido aproximadamente 3800W de electricidad, equivalente a la energía consumida por un radiador eléctrico durante 2 horas.

GRÁFICO 12: DEMANDA DE ELECTRICIDAD DE LOS CENTROS DE DATOS EN EE. UU.



Fuentes: McKinsey Energy Solutions Global Energy Perspective 2023, Indosuez Wealth Management.

5 - En septiembre de 2024.



Nicolas RENAULD
Global Head of Private
Markets



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets
Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets
Investments

En los últimos dos años, los tipos de interés más altos han alterado significativamente la actividad en los Mercados Privados, creando un entorno desafiante para la realización de operaciones y salidas. A medida que nos acercamos al final de año, podemos ver claramente que la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) comenzó a recuperar cierto impulso en 2024. La mejora de las condiciones de los mercados financieros y la desinflación están alimentando los primeros signos de optimismo para los inversores en lo que podría ser un año de cambio para los Mercados Privados. A continuación, destacaremos nuestras perspectivas para 2025 para cada segmento de esta industria en transformación.



Los volúmenes de
M&A
aumentaron un
+27%
hasta septiembre
de 2024

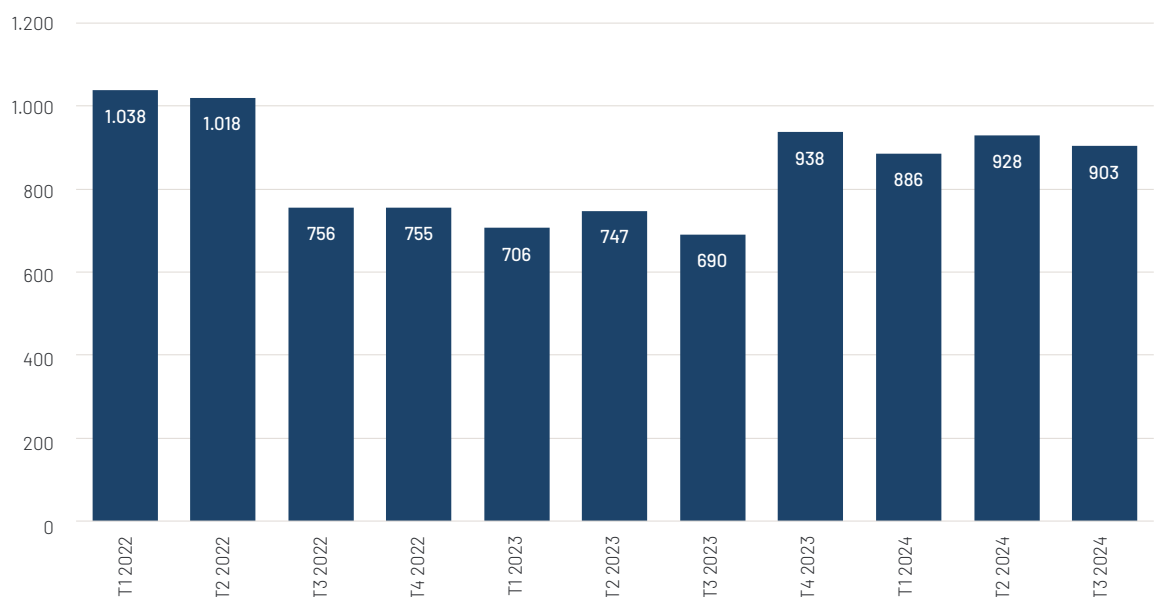
LA RECUPERACIÓN DEL MERCADO DE M&A

Con las políticas monetarias pasando de un endurecimiento a una flexibilización, combinadas con la recuperación de la oferta de financiación, la recuperación del mercado de M&A que había comenzado en el último trimestre de 2023 ha continuado ganando impulso en 2024. Tanto los compradores estratégicos como los patrocinadores financieros han aprovechado la reducción de los diferenciales de precios de oferta y demanda para reanudar la actividad de operaciones corporativas, lo que finalmente llevó a que las transacciones de

M&A aumentaran en un +27% en términos de valor de dichas transacciones en lo que va de año (hasta septiembre de 2024 – gráfico 13).

Recordando nuestro pronóstico de Mercados Privados del año pasado, esperábamos que 2024 fuera un año de cambio para el mercado de M&A, pero estamos convencidos de que habrá una mayor aceleración en 2025 impulsada por recortes adicionales en los tipos de interés esperados tanto en Europa como en EE. UU. Esto, por supuesto, asumiendo que no habrá grandes disrupciones macroeconómicas ni tensiones geopolíticas que se escalen en gran medida.

GRÁFICO 13: ACTIVIDAD GLOBAL DE M&A POR TRIMESTRE, MILES DE MILLONES DE USD



Fuentes: Pitchbook Global M&A Report Q3-2024, Indosuez Wealth Management.



LOS FONDOS BUYOUT ESTÁN ALLANANDO EL CAMINO

Los fondos *buyout*⁶ han sido los más activos en términos de realización de transacciones en 2024, con volúmenes crecientes en todas las regiones del mundo. Este crecimiento ha sido principalmente impulsado por el extremo superior del mercado con varias adquisiciones multimillonarias (particularmente en el sector del *software*), un segmento que estuvo totalmente parado en 2023. Esto fue notablemente respaldado por el regreso de los grandes bancos al mercado de préstamos, evidenciado por el fuerte aumento en los volúmenes de préstamos apalancados (gráfico 14) asociado con un coste de financiación más barato.

En términos de salidas, el mercado de *buyout* sigue ligeramente por debajo del promedio a largo plazo, pero ha demostrado cierta resiliencia durante el año con volúmenes de salidas trimestrales en aumento constante, impulsados por un fuerte repunte en EE. UU. Cabe destacar que, una vez más, ha habido un claro enfoque hacia activos de mayor calidad, donde la competencia y los precios se mantuvieron relativamente elevados. Creemos que el ritmo de salidas se acelerará materialmente en 2025 debido a varias tendencias del mercado: (1) el importante volumen de capital comprometido en manos de gestores (más de 1 billón de dólares) que está esperando ser invertido tras dos años de actividad moderada, (2) la presión de los inversores que piden liquidez antes de reinvertir en nuevas añadas y (3) el continuo repunte del mercado de M&A gracias a las esperadas bajadas de tipos de interés por parte de los bancos centrales, en particular en Europa.

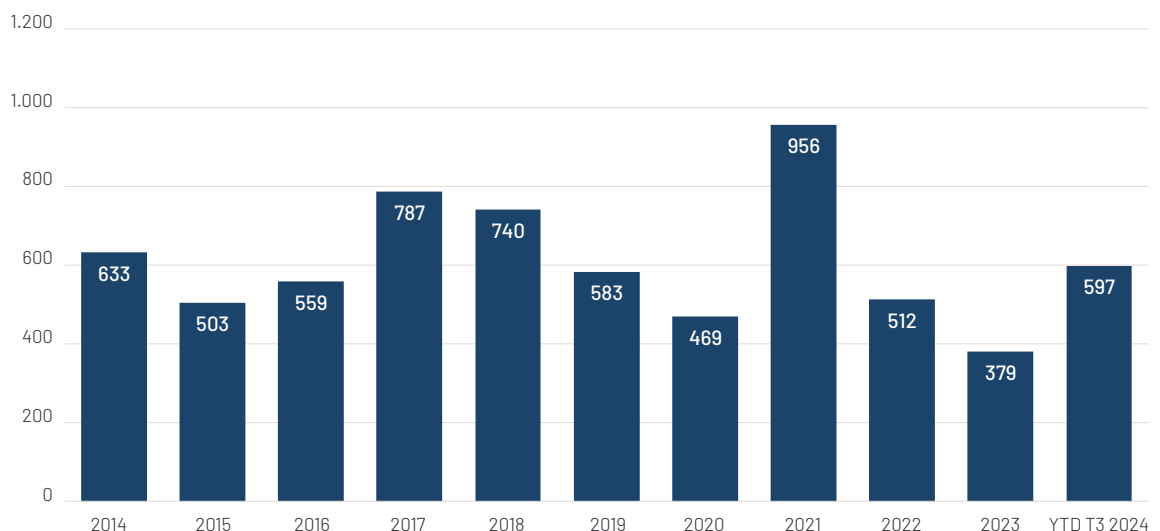
En cuanto al *Venture Capital*, la historia es relativamente diferente, ya que la actividad transaccional se ha mantenido en línea con los niveles vistos en 2023 tras dos años de declive constante desde el pico alcanzado en 2021. El ajuste de precios que comenzó en 2022 aún está en curso, mientras que el mayor desafío al que se enfrentan los fondos es la falta de salidas. Creemos que los inversores deben seguir siendo cautelosos y extremadamente selectivos en este segmento, pero pensamos que el mercado es ahora más saludable en términos de valoración, lo que debería ofrecer oportunidades de compra interesantes.

CRÉDITO PRIVADO, UN MERCADO EN PROCESO DE NORMALIZACIÓN

Los fondos de crédito privado han sido claros beneficiados del aumento de los tipos de interés desde 2022, tanto desde el punto de vista de rentabilidad como de la recaudación de fondos.

Con el efecto combinado de (i) los bancos que han regresado a los mercados de préstamos apalancados y (ii) los primeros recortes de tipos de interés de los bancos centrales, hemos visto que los rendimientos han comenzado a disminuir en 2024, lo cual ha impulsado notablemente la actividad de refinanciación. Con más recortes de tipos a la vista, esperamos que esta tendencia continúe en 2025, reduciendo así la rentabilidad esperada de los fondos de crédito privado. Sin embargo, con la normalización de la inflación, los rendimientos reales seguirán siendo atractivos en términos absolutos.

GRÁFICO 14: NUEVA EMISIÓN DE PRÉSTAMOS APALANCADOS (EE. UU. Y EUROPA), MILES DE MILLONES DE USD



Fuentes: LCD Global Leveraged Finance report (Q3-2024), Indosuez Wealth Management.

6 - Buyout (LBO) o compra apalancada.



Hacia un
**AÑO
RÉCORD**
para los
secundarios
EN 2024

Si bien hemos sido más prudentes en 2022 y 2023 en las estrategias de préstamos senior debido a la abundante entrada de capital y la escasez de oportunidades, el mercado ahora se está normalizando junto con los tipos de interés y el repunte de la actividad de M&A que apoya el mercado de préstamos apalancados.

Finalmente, creemos que las estrategias de crédito privado senior en formato semi-líquido son particularmente atractivas, ofreciendo una combinación equilibrada y atractiva de protección, liquidez y rentabilidad.

INFRAESTRUCTURA, UN SEGMENTO RESILIENTE

En cuanto a otras estrategias, la actividad transaccional ha disminuido aproximadamente un -20% en 2023 para los activos de infraestructura tanto en valor como en número de acuerdos. Al observar los primeros tres trimestres de 2024, estamos viendo los primeros signos de un repunte en el nivel de actividad, particularmente en términos de número de acuerdos, lo que sugiere (i) una preferencia de los inversores por transacciones más pequeñas que son menos dependientes de la financiación y/o (ii) una caída en las valoraciones de los activos. La recaudación de fondos ha permanecido relativamente estable para los fondos de infraestructura en 2024, aunque con cierta precaución, ya que una gran parte de la entrada de capital ha sido capturada por mega fondos.

El reajuste de las valoraciones ha sido evidente en el espacio de las energías renovables desde el pico de 2021, lo que implica que, desde nuestro punto de vista, actualmente haya un punto de entrada más atractivo para estos activos. En el lado de la infraestructura digital, se espera que el fenomenal avance de la inteligencia artificial se acelere aún más en 2025 y, con ello, la necesidad de mayor capacidad de centros de datos.

En general, seguimos siendo positivos sobre las perspectivas de la infraestructura para los próximos años, ya que se espera que esta clase de activos continúe capitalizando las megatendencias de la transición energética, la transformación digital y las necesidades de movilidad.

La escasez de dinero de los contribuyentes implica que el capital privado está llenando ese espacio, en lo que creemos que representa una oportunidad de inversión generacional. En general, mantenemos en 2025 una fuerte convicción de que todas las tecnologías electrificantes deberían ocupar un lugar central en la mente de los inversores en infraestructura.

SECUNDARIOS, UN CLARO GANADOR EN ESTE ENTORNO

El mercado secundario ha sido muy fuerte en 2024, con un volumen total de transacciones secundarias que se espera alcance aproximadamente los 140 mil millones de dólares en 2024, lo que representaría un aumento del 25% en comparación con 2023 y un récord para la industria. Esta fuerte actividad se ha producido tanto en el lado de (i) los inversores (*Limited Partners*) que buscan liquidez para compensar la falta de distribuciones y, por lo tanto, venden participaciones en los fondos más maduros de su cartera, como de (ii) los gestores (*General Partners*), donde generaron liquidez en sus activos de mayor rentabilidad a través de fondos de continuación.

El mercado secundario ha evolucionado significativamente en las últimas dos décadas, transformándose de lo que antes era un segmento nicho a un mercado más amplio, más líquido y más sofisticado. Esperamos que el mercado secundario continúe evolucionando y expandiéndose en los próximos años debido a (i) el fuerte crecimiento que hemos visto en los últimos diez años en los activos bajo gestión en los Mercados Privados, lo que debería aumentar naturalmente el conjunto de oportunidades para los inversores y (ii) la creciente necesidad de liquidez en un universo de inversión tradicionalmente ilíquido. En los próximos años, estimamos que este mercado alcanzará un volumen de más de 150 mil millones de dólares, alrededor de cinco veces el tamaño del mercado de hace 10 años.



06



Presencia
internacional



NUESTRA HISTORIA

Indosuez Wealth Management es la marca global de gestión de patrimonios del grupo Crédit Agricole, el noveno banco del mundo por tamaño de balance (The Banker 2023). Desde hace más de 150 años, Indosuez Wealth Management acompaña a clientes privados, familias, emprendedores e inversores profesionales en la gestión de su patrimonio. El banco ofrece un enfoque personalizado que permite a cada uno de sus clientes preservar y desarrollar su patrimonio de acuerdo a sus objetivos. Sus equipos ofrecen un servicio continuo de ofertas que integran Asesoramiento, Financiación, Soluciones de inversión, Servicios de fondos, Soluciones tecnológicas y bancarias.

En 2024, Indosuez Wealth Management finalizó la adquisición del banco belga Degroof Petercam.

Esta adquisición permite a Indosuez enriquecer su propuesta de valor con una de las oferta más completas del mercado. Indosuez Wealth Management reúne a cerca de 4.500 colaboradores en 16 territorios alrededor del mundo: en Europa (Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Mónaco y Suiza), en Asia-Pacífico (Hong Kong RAE, Nueva Caledonia y Singapur), en Medio Oriente (Abu Dabi, Dubái) y en Canadá (oficina de representación).

Con más de 200 mil millones de euros en activos de clientes, el grupo Indosuez se encuentra entre los líderes europeos en gestión de patrimonios.

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

NOUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,
Anse Vata
98800 Nouméa - 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

Rue de l'Industrie 44
1040 Bruselas - Bélgica
T. +32 2 287 91 11

GINEBRA

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

LISBOA

Avenida da Liberdade, n.º190, 2ºB
1250 - 147 Lisboa - Portugal
T. +351 211 255 360

LUXEMBURGO

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

12, rue Eugène Ruppert
L-2453 Luxemburgo
T. +352 45 35 45 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^{er}
98000 Mónaco
T. +377 93 10 20 00

PARIS

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

ORIENTE MEDIO

ABU DABI

Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower,
5th 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



AIE: Agencia Internacional de la Energía.

ASEAN: Asociación de Naciones del Sudeste Asiático.

ASG (ESG, en inglés): Medio Ambiente, Social y Gobernanza: Un marco utilizado para evaluar las prácticas y el desempeño de una compañía en tres áreas clave: el impacto ambiental, la responsabilidad social y la gobernanza corporativa. Los criterios ambientales evalúan cómo una compañía gestiona su impacto en el planeta, los criterios sociales consideran cómo trata a las personas, incluidos empleados, clientes y comunidades, y los criterios de gobernanza evalúan la calidad y la transparencia de su dirección y sus controles internos.

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

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

Chips Power: Se refiere a las características de potencia y rendimiento de los semiconductores, que a menudo se utilizan en dispositivos informáticos y electrónicos.

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.

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.

Fondos de capital de riesgo: Los fondos de capital de riesgo son pools de capital proporcionados por inversores a startups y a pequeñas y medianas empresas (PYMES) que tienen un fuerte potencial de crecimiento pero que pueden ser arriesgadas para los métodos de financiación tradicionales. Estos fondos están gestionados por firmas de capital de riesgo o profesionales que invierten en negocios de alto potencial a cambio de acciones, o propiedad parcial de la compañía. El objetivo principal de los fondos de capital de riesgo es generar retornos sustanciales para sus inversores a través del crecimiento exitoso y la eventual salida (como una oferta pública inicial o una adquisición) de las compañías invertidas.

GEI: Gases de Efecto Invernadero.

General Partners: Son gestores de inversiones profesionales responsables de la gestión de fondos de capital privado, capital de riesgo u otros tipos de fondos de inversión privados.

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.

High Yield o Alto Redimiento: Categoría de bonos, también llamados bonos especulativos (junk bonds, en inglés), cuya calificación es inferior a "grado de inversión" (es decir, todas las calificaciones inferiores a BBB- según la escala de la agencia de calificación Standard & Poor's). En general, cuanto más baja es la calificación, mayor es el rendimiento, ya que el riesgo de su reembolso es más alto.

IA generativa: Un tipo de inteligencia artificial que se centra en la creación de nuevos contenidos, como texto, imágenes, música y otros medios, aprendiendo patrones y estructuras a partir de datos existentes. Utiliza modelos como las redes generativas antagónicas (GAN) y los transformadores para producir resultados originales que imitan la creatividad y la innovación humanas.

IED: La inversión extranjera directa (IED) es una categoría de inversión transfronteriza en la cual un inversor residente en una economía establece un interés duradero y un grado significativo de influencia sobre una empresa residente en otra economía.

Inteligencia Artificial: Tecnología que permite a las máquinas realizar tareas que generalmente requieren inteligencia humana, como el aprendizaje, la resolución de problemas y la toma de decisiones.

ISR: Inversión sostenible y responsable.

La estrategia "China Plus One": La estrategia "China Plus One" es un enfoque comercial en el que las compañías diversifican sus cadenas de suministro añadiendo operaciones de fabricación o aprovisionamiento en países distintos a China. Esta estrategia tiene como objetivo reducir la dependencia de China y mitigar los riesgos asociados

con las tensiones geopolíticas, las guerras comerciales, los costes laborales y las interrupciones en las cadenas de suministro. Al tener bases de producción adicionales en otros países, las compañías pueden fortalecer su resiliencia, aumentar su flexibilidad y gestionar mejor las incertidumbres potenciales en el mercado mundial. Los países alternativos incluyen Vietnam, India, Tailandia y México.

La ley de Moore: La observación según la cual el número de transistores en un microchip se duplica aproximadamente cada dos años, lo que resulta en un aumento constante de la potencia de cálculo y una disminución del coste relativo de los dispositivos electrónicos. Este principio ha llevado a un rápido avance y a la miniaturización de la tecnología en las últimas décadas.

Limited Partners o sociedad limitada: Los inversores en una sociedad, generalmente en fondos de capital privado o capital riesgo, que aportan capital pero tienen una responsabilidad limitada y una implicación reducida en la gestión del fondo. Su riesgo financiero está limitado al importe de su inversión, y generalmente reciben rendimientos basados en el desempeño del fondo.

Mercados secundarios: Los mercados secundarios, también conocidos como mercados financieros secundarios, son plataformas donde los inversores compran y venden títulos que ya poseen. A diferencia de los mercados primarios, donde los títulos se emiten y se venden por primera vez (como durante una oferta pública inicial, o IPO), los mercados secundarios facilitan el comercio de títulos existentes. Ejemplos de mercados secundarios incluyen bolsas de valores como el New York Stock Exchange (NYSE) y el NASDAQ, donde se intercambian acciones, bonos y otros instrumentos financieros entre inversores. La liquidez proporcionada por los mercados secundarios es crucial ya que permite a los inversores comprar y vender fácilmente sus títulos, fomentando así la inversión y contribuyendo a la estabilidad y eficiencia global del sistema financiero.

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

No landing scenario: Una situación económica en la que el crecimiento continúa de manera regular sin desacelerar ni entrar en recesión.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

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.

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.

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.

R-star: La tasa de interés natural donde la economía está en pleno empleo y la inflación es estable, sin estimular ni ralentizar el crecimiento económico.

Soft landing: Una desaceleración económica controlada que evita una recesión y mantiene la inflación bajo control.

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

Tasa de política monetaria: Una tasa de interés que la autoridad monetaria de un país (es decir, el banco central) establece para influir en la evolución de las principales variables monetarias en la economía (por ejemplo, los precios al consumidor, los tipos de cambio o la expansión del crédito, entre otros).

TCJA: La reforma fiscal TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) de 2017 es una legislación estadounidense destinada a reducir los impuestos de las empresas y los particulares para fomentar el crecimiento económico.

T-MEC: Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá, acuerdo de libre comercio firmado el 30 de septiembre de 2018 por los líderes políticos de los tres países que reemplaza al TLCAN (creado en 1994).



08



Exención
de responsabilidad



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 supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

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

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil 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 de Empresas de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), una sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Adobe Stock.

Editado a 13.11.2024.

