

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN DE MEDIADOS  
DE AÑO PARA 2024

# Oportunidades entre la divergencia





**Kristina Hooper**  
Chief Global Market Strategist



Esperamos que la inflación continúe acercándose a los objetivos de los bancos centrales y que se produzca un retorno gradual hacia las tasas de crecimiento tendenciales.

## Resumen

### **Inflación: Variable, pero a la baja.**

A pesar de las expectativas generalizadas de una desaceleración económica mundial en 2024, el crecimiento y la inflación han continuado mostrando un comportamiento mejor de lo esperado por el consenso en la mayoría de las principales economías. Nuestras perspectivas para el resto del año se centran en la evolución, o evoluciones, de la inflación y en la forma en que los bancos centrales valoren el balance de riesgos a la hora de empezar a relajar la política monetaria. Aunque el panorama desinflacionista ha variado en las principales economías occidentales, sobre todo en EE.UU., seguimos esperando que la inflación continúe cayendo a finales de 2024 en la mayoría de ellas, a medida que la oferta y la demanda se vayan alineando cada vez más. Creemos que la desinflación será más rápida en las economías de mercados desarrollados no estadounidenses y que los bancos centrales prestarán más atención a la dirección de la inflación que a sus niveles, lo que supone que comenzarán a recortar los tipos antes de alcanzar su nivel objetivo, pero los recortes posteriores serán graduales.

### **Crecimiento: Resiliencia, sin recesión.**

En nuestra opinión, la economía mundial se está ralentizando debido a las políticas monetarias restrictivas adoptadas, lo que se refleja en un crecimiento por debajo de la tendencia, aunque resiliente. La divergencia ha reaparecido y es probable que las distintas economías experimenten diferentes tasas de crecimiento e inflación en el futuro. Por ejemplo, seguimos esperando un crecimiento excepcional en EE.UU. y un comportamiento relativamente moderado en la eurozona, aunque es probable que se produzcan algunas sorpresas positivas que favorezcan a los mercados de renta variable. En Japón, la debilidad del yen y las reformas estructurales han servido para reavivar la inflación y han permitido al Banco de Japón iniciar un proceso de endurecimiento muy suave. En China, la persistente debilidad del mercado inmobiliario, unida a la lenta mejora de la confianza de los consumidores, indica un entorno de crecimiento por debajo de la tendencia, pero que irá mejorando.

### **Los mercados: Los activos de riesgo tienen más margen de mejora.**

Parece que los mercados ya han descontado gran parte de esta subida, pero mantenemos una postura favorable al riesgo. Los diferenciales de crédito reflejan una situación saludable de los fundamentales macroeconómicos y en la renta variable se observa un crecimiento constante de los beneficios. Durante lo que queda de 2024, es probable que los mercados reaccionen a los cambios en las perspectivas de tipos e, incluso, a los datos que se muestren a favor o en contra de estas. En nuestra opinión, el número exacto de recortes de tipos es menos importante que si la siguiente medida será un recorte en lugar de una subida, sobre todo porque las perspectivas del mercado siguen siendo muy volátiles. Existe un riesgo significativo de que los mercados se muestren excesivamente optimistas y no hayan valorado por completo los posibles problemas que puedan surgir. Dada la coyuntura macroeconómica tan positiva, somos partidarios de sobreponderar los activos de riesgo, pero controlando mucho los riesgos, ya que unas valoraciones muy ajustadas limitan el recorrido al alza de este tipo de activos.

## Autores

**Jeffrey Bennett, CFA®**  
Senior Portfolio Manager  
Head of Manager Selection

**David Chao**  
Global Market Strategist

**Arnab Das**  
Global Macro Strategist

**David Gluch, CFA®**  
Client Portfolio Manager, GAA

**Mo Haghbin, CFA®, CAIA®**  
Head of Solutions

**Kristina Hooper**  
Chief Global Market Strategist

**Paul Jackson**  
Global Head of Asset Allocation Research

**Benjamin Jones, CFA®**  
Director, Macro Research

**Tomo Kinoshita**  
Global Market Strategist

**Turgut Kisinbay**  
Chief US Economist, IFI Research

**Brian Levitt**  
Global Market Strategist

**Alessio de Longis, CFA®**  
Head of Investments, Solutions

**Ashley Oerth, CFA®**  
Associate Global Market Strategist

**Michael Sobolik, CFA®**  
Real Estate Investment Strategist

**Drew Thornton, CFA®**  
Head of Thought Leadership, Solutions

**Andrés Vig**  
Senior Multi-Asset Strategist

**Rob Waldner, CFA®**  
Chief Strategist, Head of Macro Research, Fixed Income

# Perspectivas macroeconómicas

1

## El crecimiento mejora, pero no de forma uniforme

- A pesar de la política monetaria restrictiva aplicada en muchas economías, el crecimiento económico se ha mantenido extraordinariamente resiliente.
- Todo parece indicar que el crecimiento se está acercando a las tasas tendenciales, y que se está produciendo una recuperación en la eurozona y cierta estabilización en Estados Unidos.



2

## La evolución de la inflación es divergente, pero la tendencia es positiva

- Esperamos que continúe la desinflación, pero de forma más lenta en EE.UU. y relativamente más rápida en la eurozona.
- En Japón es probable que la inflación se estabilice en torno a su objetivo del 2%.



3

## Es probable que se produzcan recortes de tipos en muchas de las principales economías

- A medida que se vayan reafirmando las tendencias desinflacionistas, los bancos centrales podrán empezar a relajar los tipos de interés.
- El momento y la magnitud de los recortes variarán según los países: se producirán primero en Europa y luego en EE.UU.; el Banco de Japón ya está endureciendo suavemente su política monetaria.



4

## La política industrial sugiere una mayor divergencia

- Las principales economías están aumentando las subvenciones e incentivos estatales, además de las barreras comerciales, para impulsar la inversión privada.
- Es probable que estas medidas provoquen una mayor diferencia en el crecimiento a corto plazo, aunque no está claro el impacto a largo plazo.
- Seguramente, algunos países conseguirán mejores resultados que otros.



5

## Principales riesgos

- Observamos muy de cerca la situación geopolítica, las elecciones y las fragilidades financieras, que podrían afectar a nuestras perspectivas.



# Perspectivas del mercado

## Renta fija

Las valoraciones dentro de la renta fija son ajustadas, con curvas de rendimiento invertidas y diferenciales de crédito estrechos. A corto plazo, somos partidarios de aprovechar el rango de tipos. Los datos técnicos son bastante positivos y, a medio plazo, creemos que las rentabilidades actuales de los bonos ofrecen una oportunidad de compra.

## USD/divisas

El inicio del ciclo de recortes de tipos de la Reserva Federal (Fed) debería permitir que el USD comience a debilitarse de forma cíclica en un futuro próximo. No obstante, los aún amplios diferenciales de los tipos de interés a favor del USD limitarán su debilitamiento.

## Mercados emergentes (ME)

El hecho de que la Fed haya vuelto a una política de «tipos altos durante más tiempo» ha frenado los flujos de inversión hacia los ME, pero hay casos concretos que llaman la atención: el rápido crecimiento de India, la recuperación de Turquía y Argentina, y la elevada rentabilidad registrada en Latinoamérica y Europa Central. A medida que se produzcan los recortes de tipos de la Fed, esperamos que el USD se modere, lo que favorecerá a los activos de ME.

## Renta variable

Las valoraciones ya han subido de forma considerable. Sin embargo, los recortes de tipos suelen dar un nuevo impulso, y la mejora del crecimiento en muchas economías debería servir para respaldar los fundamentales.

## Alternativos

La elevada rentabilidad y la duración cercana a cero hacen que los préstamos y el crédito privado resulten atractivos en un entorno de "tipos altos durante más tiempo". Las valoraciones de los fondos inmobiliarios están cerca de niveles mínimos. Los socios generales de los fondos de capital riesgo tienen una gran motivación por aumentar la inversión a medida que se avejenta la liquidez.

# 1 El crecimiento mundial está mejorando, pero varía según los países

En EE.UU. se observa cierto enfriamiento, mientras que está mejorando en Europa, Japón y China

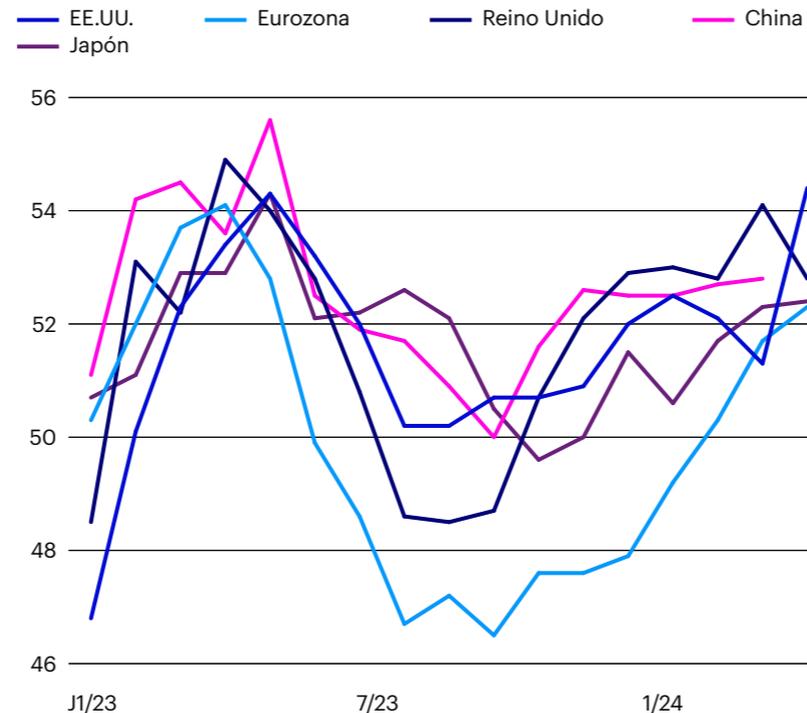
En nuestra opinión, la economía mundial se está ralentizando debido a las políticas monetarias restrictivas adoptadas, lo que se refleja en un crecimiento por debajo de la tendencia, aunque resiliente. El crecimiento estadounidense se ha moderado ligeramente, pero el crecimiento europeo está mejorando desde un punto de partida más bajo y debería verse respaldado por los recortes de tipos que se esperan en esta región antes que en EE.UU.

La divergencia ha reaparecido y es probable que las distintas economías experimenten diferentes tasas de crecimiento e inflación en el futuro.

- El crecimiento en EE.UU. ha sido relativamente resiliente a pesar de los elevados tipos de interés, aunque ahora parece estar ralentizándose. Esperamos que el crecimiento se aproxime a las tasas tendenciales durante el resto del año.
- En la eurozona, prevemos una relativa moderación del crecimiento en comparación con EE.UU., pero con tasas que deberían acercarse al crecimiento potencial.
- En Japón, el crecimiento también debería mejorar, respaldado por los aumentos salariales, el repunte de la producción manufacturera y los estímulos fiscales.
- En China, la mejora de la confianza de los consumidores, unida a los estímulos fiscales, apunta a un entorno de crecimiento por debajo de la tendencia, pero que irá mejorando.

## El crecimiento parece recuperarse en la mayoría de las regiones, pero ralentizarse en EE.UU.

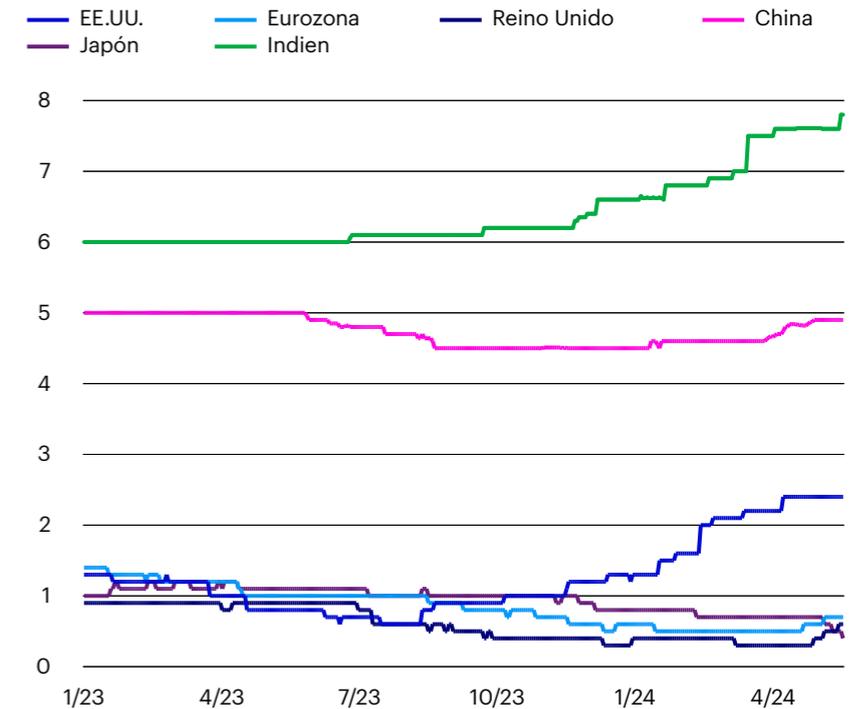
Índices PMI compuestos desde enero de 2023



Notas: Datos a 31 de mayo de 2024. Se muestran datos mensuales utilizando los índices de gestores de compras compuestos de S&P Global. Fuentes: LSEG Datastream e Invesco.

## Las divergencias son evidentes en las previsiones generalizadas de crecimiento

Previsiones generalizadas sobre el PIB para 2024 (%)



Fuentes: Invesco y Bloomberg L.P., 31 de mayo de 2024.

## 2 Continúa la desinflación, pero la evolución de las economías es desigual

Parece que continúa la desinflación en EE.UU.; en la eurozona se observan más avances

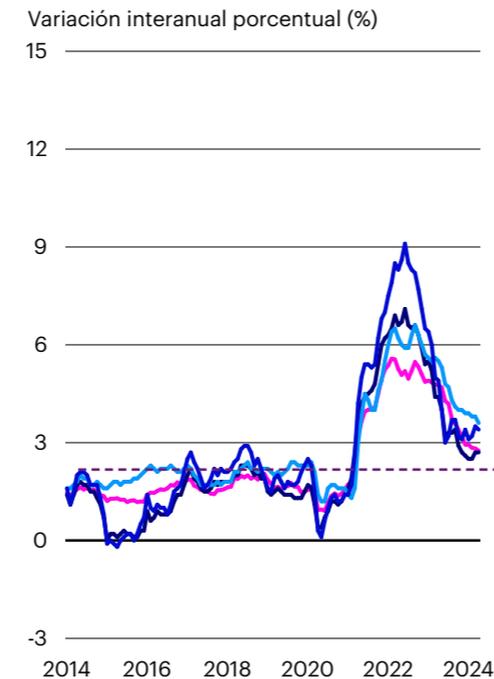
En las principales economías occidentales, la desinflación parece haberse moderado tras un descenso relativamente rápido desde los máximos de 2022-23, sobre todo en EE.UU. La inflación de los servicios se ha mantenido muy por encima de los objetivos. Esto ha retrasado las expectativas del mercado sobre el momento en el que los bancos centrales podrían comenzar a relajar su política monetaria.

Sin embargo, seguimos esperando un descenso de la inflación a corto y medio plazo en la mayoría de las economías, con un ritmo de desinflación más rápido en las economías de mercados desarrollados no estadounidenses.

- El fuerte crecimiento registrado en EE.UU., la continua situación de rigidez de los mercados laborales y la serie de sorpresas al alza de la inflación en lo que va de año han frenado las expectativas de quienes toman las decisiones políticas y del mercado en cuanto a la senda de desinflación. Sin embargo, seguimos pensando que la desinflación continuará en EE.UU., pero a un ritmo que supondrá tan solo un par de recortes de tipos en 2024.
- Aunque el crecimiento ha sido menor que en EE.UU., las perspectivas de inflación de la eurozona se ajustan bastante más a los objetivos del BCE.

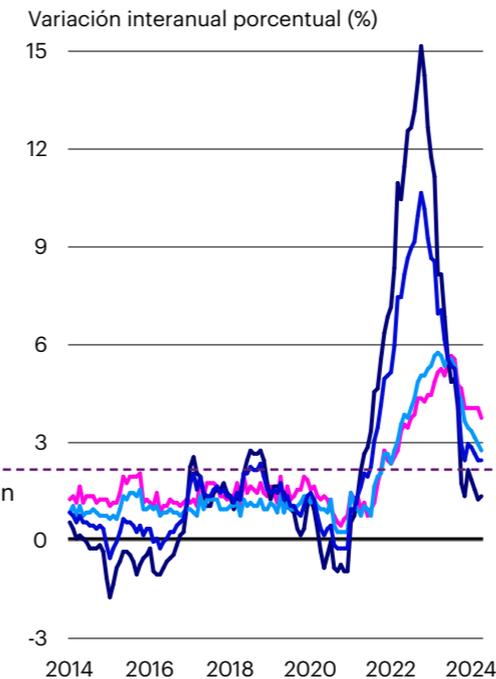
**EE.UU.: Moderación de la desinflación del PCE estadounidense %**

— IPC      — IPC subyacente  
— PCE      — PCE subyacente



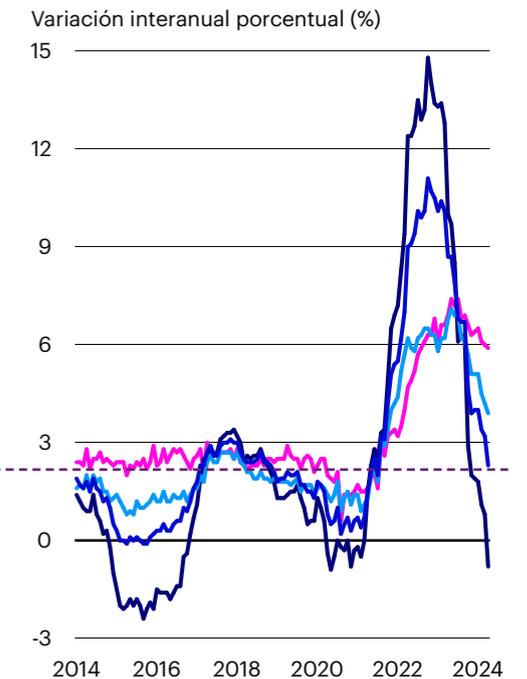
**Ralentización de la desinflación general de la eurozona %**

— IPC armonizado      — Subyacente  
— Bienes      — Servicios



**Alta inflación de los servicios en Reino Unido %**

— IPC      — Subyacente  
— Bienes      — Servicios



Nota: IPC armonizado = índice de precios al consumo armonizado. Los bancos centrales tienen poca o ninguna influencia sobre los precios de las materias primas y mucho menos sobre la inflación de los bienes comercializados si se compara con la inflación de los servicios nacionales. Por lo tanto, un panorama de inflación de los servicios más persistente es una razón para esperar que los bancos centrales no cambien su actual política o postura, o que relajen la política monetaria más lentamente. Fuentes: Macrobond e Invesco. Gráficos superiores: datos mensuales hasta marzo de 2024 para el IPC general y el subyacente de EE.UU., y el IPC armonizado, subyacente y de servicios de la eurozona; hasta febrero para el IPC de EE.UU., el IPC subyacente, de servicios de la eurozona y todas las métricas de inflación de Reino Unido. Todos los datos son a 31 de mayo de 2024.

# 3 Las perspectivas de las políticas monetarias van encaminadas hacia recortes de tipos de la Fed y el BCE

La evolución de la inflación hasta la fecha podría facilitar que se produzca una relajación de la política monetaria en el futuro

Los mercados comenzaron el año anticipando una serie de recortes de tipos por parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas occidentales. En la actualidad, tras unos datos de inflación del primer trimestre mejores de lo esperado, los mercados solo prevén unos pocos recortes. La perspectiva del mercado en torno a la desinflación y la política monetaria ha sido muy volátil este año, como se aprecia en los gráficos de la derecha. En el momento de escribir estas líneas, los mercados parecen situarse cerca del límite inferior del rango de recortes de tipos previstos en EE.UU., la eurozona y Reino Unido.

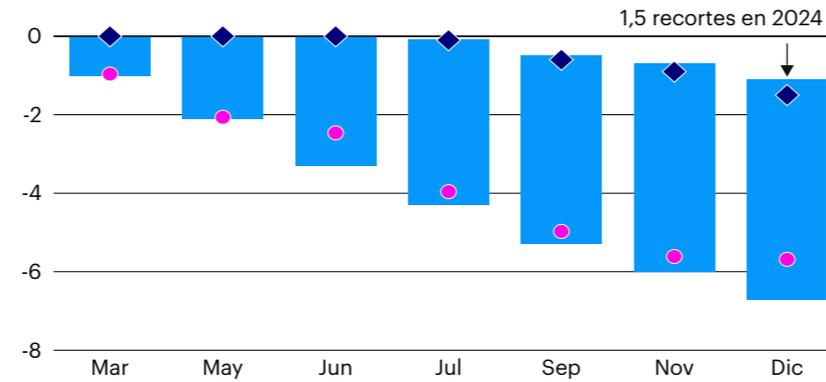
Esperamos que los continuos avances logrados en torno a la inflación reafirmen la presión a la baja sobre el rumbo de la política monetaria. A medida que descienda la inflación, los tipos de interés reales subirán y ayudarán a estimular los recortes de tipos de la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra. Un crecimiento relativamente más moderado en Europa debería facilitar que las medidas se adelanten.

En EE.UU. la inflación ha disminuido a un ritmo más lento, lo que sugiere que la Fed realizará menos recortes. Esto debería ayudar a mantener la fortaleza del USD hasta que se recorten los tipos. En Japón, por el contrario, la inflación es más elevada y se prevén nuevas subidas de tipos para lo que queda de año. Hasta que no se reduzcan los diferenciales de tipos reales entre EE.UU. y Japón, no deberíamos esperar una apreciación significativa del JPY.

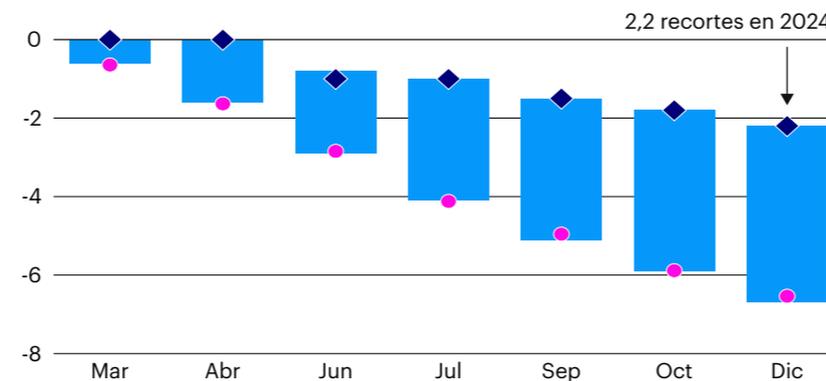
**La valoración que hace el mercado de los recortes o subidas de tipos en 2024 indica cierta volatilidad en cuanto al momento en que se adoptarán las políticas monetarias**

■ 2024    ◆ 31 mayo    ● 1 enero

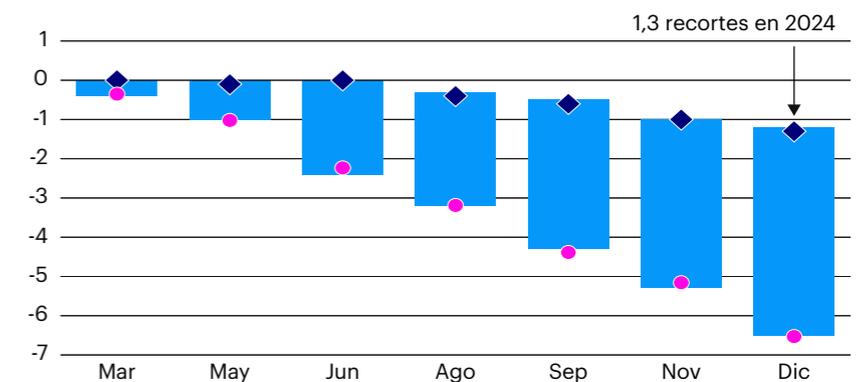
**Reserva Federal de EE.UU.**



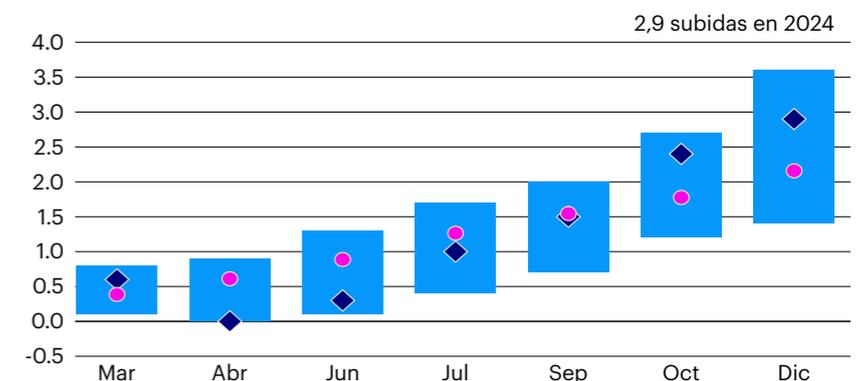
**Banco Central Europeo**



**Banco de Inglaterra**



**Banco de Japón**



Fuentes: Invesco y Bloomberg L.P., 31 de mayo de 2024. Según la variación implícita en el mercado del tipo de interés correspondiente durante el resto de 2024. El tipo de los fondos federales estadounidenses se basa en futuros sobre fondos federales. Todos los demás se basan en los precios de los swaps sobre índices a un día. Se asume que cada recorte o subida es de 25 puntos básicos, excepto en Japón, donde cada recorte es de 10 puntos básicos.

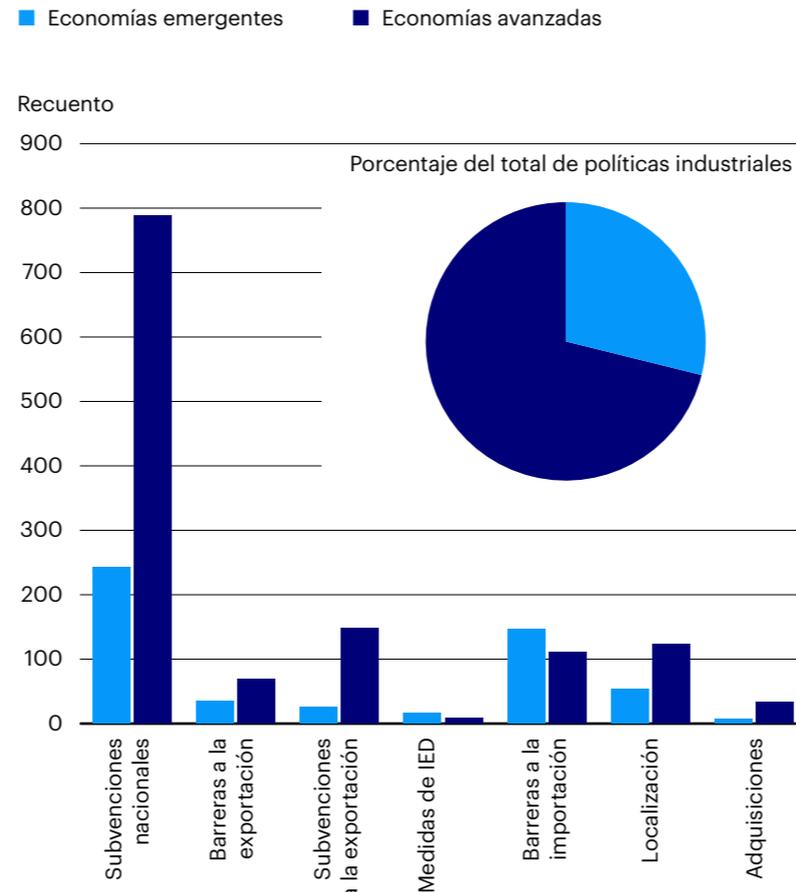
# 4 La política industrial y comercial sugiere que podría continuar existiendo cierta divergencia

Las principales economías utilizan ahora la política industrial mucho más que las economías emergentes

La política industrial es ahora un importante factor de diferenciación regional. Las economías desarrolladas son en estos momentos mucho más propensas a utilizar la política industrial que los mercados emergentes. En 2023, las economías desarrolladas aplicaron el 71% de las políticas industriales, mientras que los ME, solo el 29%. Los ME aún recurren a barreras comerciales, mientras que algunas economías desarrolladas utilizan una combinación de ambas.

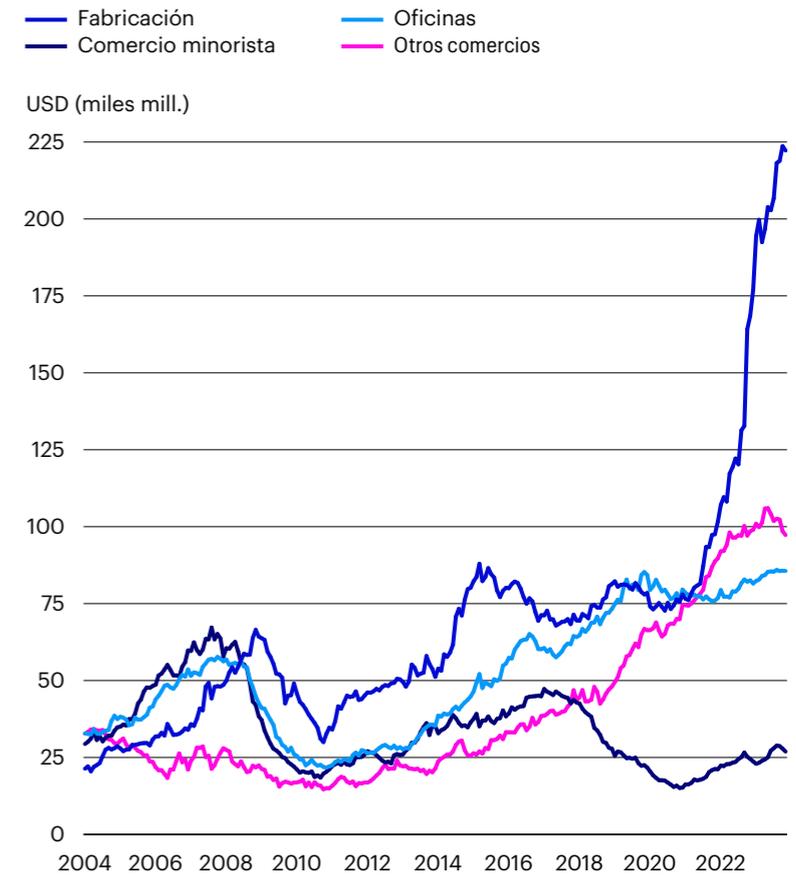
- Las nuevas políticas industriales suelen consistir en subvenciones nacionales, como inyecciones de capital y participaciones accionariales, ayudas económicas, subvenciones en especie, desgravaciones fiscales o deducciones de la seguridad social, subsidios a la producción, bonificaciones de intereses, garantías de préstamos, incentivos a la importación y estabilización de precios.
- Solo unas pocas economías representan la mayor parte de las políticas industriales: China, la UE y EE.UU. fueron responsables del 48% de las políticas industriales en 2023. Los principales mercados emergentes también utilizan políticas industriales, en particular, India e Indonesia.
- Entre las iniciativas recientes de política industrial en EE.UU. destacan la Ley Bipartidista de Infraestructuras, la Ley de Ciencia y Chips y la Ley de Reducción de la Inflación. Las políticas industriales estadounidenses parecen tener un efecto considerable en la inversión manufacturera. Queda por ver el impacto en el crecimiento, la productividad y los beneficios.

Nuevas políticas industriales por tipo de economía en 2023



Fuentes: New Industrial Policy Institute y Fondo Monetario Internacional, 4 de enero de 2024. IED = inversión extranjera directa.

Gasto estadounidense en construcción de estructuras no residenciales (tasa anualizada desestacionalizada, SAAR)



Fuente: Datastream, datos mensuales a 29 de febrero de 2024. El comercio minorista es la suma de: grandes almacenes, galerías y centros comerciales. Otros comercios corresponde a los comercios no minoristas.



# Mejora del crecimiento en Reino Unido, pero con una evolución desigual de la inflación

Es probable que la inflación impida al Banco de Inglaterra relajar su política monetaria

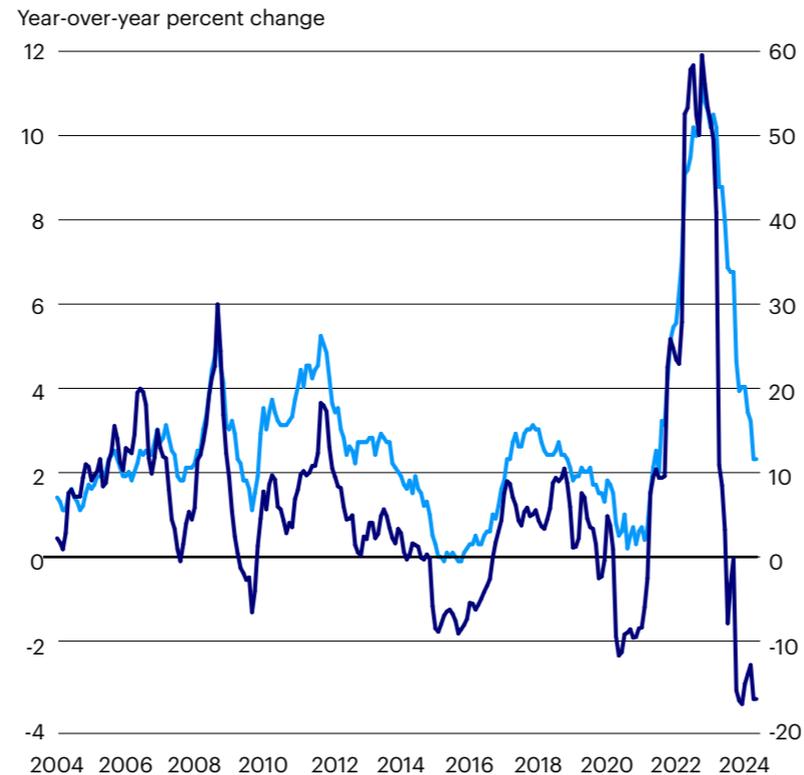
Esperamos que la economía británica se comporte de forma similar a la de la eurozona, pero con cierto desfase temporal y una menor relajación de la política monetaria a corto plazo. Las medidas de actividad han empezado a mostrar señales de mejora y los consumidores se encuentran en una posición más fuerte de lo esperado.

- Aunque la inflación ha bajado más lentamente, los efectos subyacentes y la caída de los precios de la energía son en este momento factores que favorecen la desinflación. El reto para el Banco de Inglaterra es que la inflación de los servicios sigue siendo elevada. Creemos que el BoE recortará los tipos en 2024, pero el ciclo de recortes será gradual.
- Tras las elecciones nacionales previstas para el 4 de julio, es probable que Reino Unido cuente con un nuevo gobierno laborista en 2024. Aunque no parece que sus políticas se vayan a diferenciar demasiado de las de los conservadores, esperamos una relación más cercana con Europa bajo el nuevo gobierno, lo que podría reducir parte del descuento relacionado con el Brexit que incluyen los activos británicos.

## El abaratamiento de la energía reducirá la inflación en el segundo semestre

IPC británico y precios de la energía

— IPC interanual (LHS)  
— IPC de la energía, eje dcho. (interanual, %) (RHS)

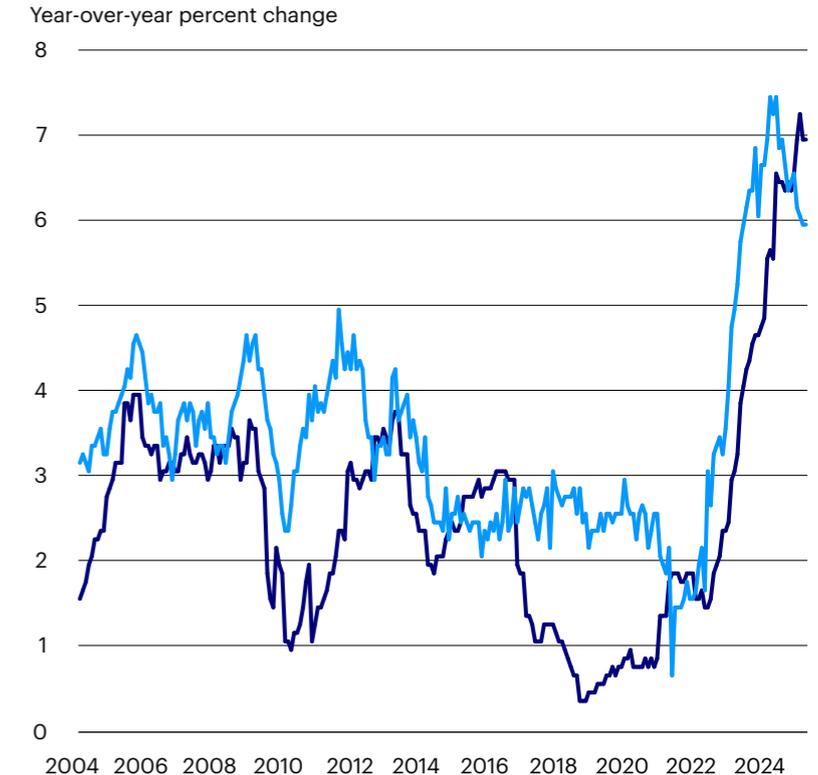


Fuentes: Invesco y Bloomberg L.P., 31 de mayo de 2024.

## La elevada inflación de los servicios sigue siendo un reto para el BoE

Inflación de servicios y alquileres en Reino Unido

— IPC de los servicios  
— Inflación de los alquileres



Fuentes: Invesco y Bloomberg L.P., 31 de mayo de 2024.

# Japón avanza hacia una inflación constante del 2%

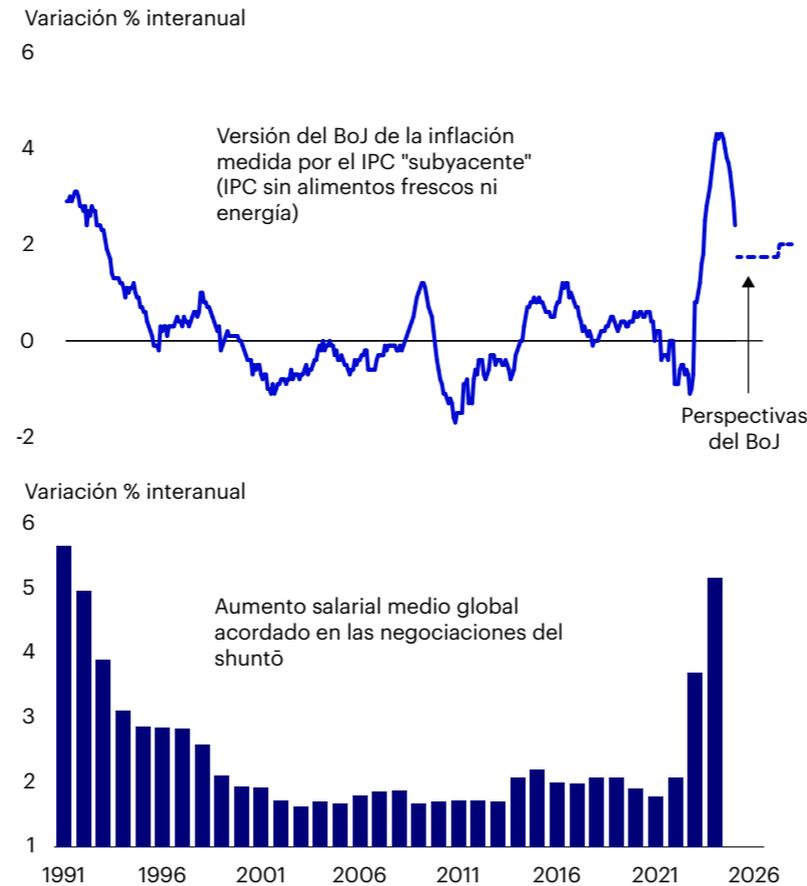
El paso a un régimen inflacionista ha mejorado la rentabilidad empresarial

La negociación colectiva shuntō de este año entre sindicatos y empresas dio como resultado un aumento salarial del 5,2% para el personal de las grandes empresas. Los mayores aumentos salariales, el repunte de la producción manufacturera y el estímulo fiscal deberían apoyar el crecimiento tanto del consumo como de la inversión en Japón.

- Con una inflación algo más fuerte, prevemos que el Banco de Japón (BoJ) aplicará al menos una subida de tipos adicional para finales de 2024 y posiblemente inicie un endurecimiento cuantitativo, ya que es probable que se aprecie una mayor probabilidad de alcanzar una inflación constante del 2%.
- Gracias al cambio de las empresas japonesas hacia una fijación de precios más agresiva, los márgenes empresariales han alcanzado niveles históricos. Es probable que quienes invierten a nivel mundial aumenten su asignación de activos a la renta variable japonesa, lo que sugiere un mejor comportamiento de las acciones japonesas frente a las de otras economías avanzadas en el segundo semestre de 2024.
- Dado que los activos japoneses resultan cada vez más atractivos gracias a la mejora de sus fundamentales, es posible que, a nivel global, se incremente la asignación a renta variable japonesa frente a la renta variable de otras economías avanzadas en el segundo semestre de 2024. La debilidad del JPY podría continuar a corto plazo, aunque un recorte de los tipos de interés por parte de la Fed y una subida de tipos por parte del BoJ deberían mitigar la debilidad del JPY hacia finales de este año.

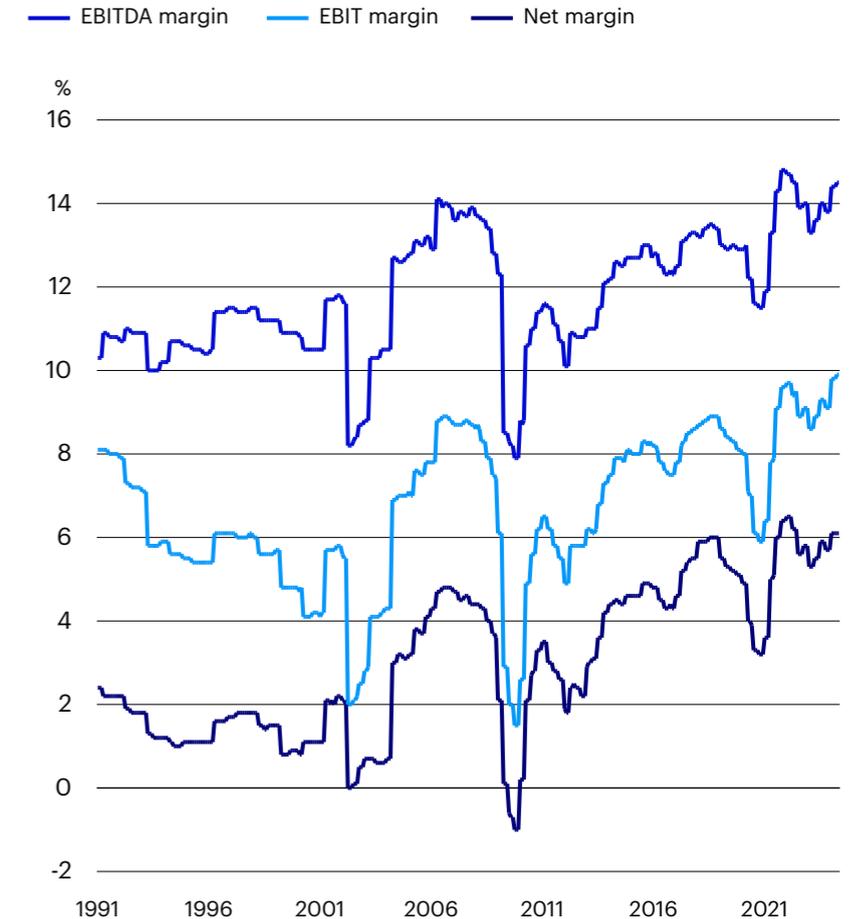
La asignación de activos no garantiza un beneficio ni elimina el riesgo de pérdida.

## Inflación japonesa y subida salarial del shuntō



Nota: Las cifras de inflación excluyen el impacto de las subidas de los impuestos sobre el consumo. Fuentes: Rengo y CEIC. Datos mensuales de inflación a 30 de abril de 2024. Datos anuales para el aumento salarial hasta 2024, que incluye los últimos resultados del shuntō.

## Márgenes de las empresas cotizadas japonesas



Fuente: Invesco, de Datastream. Datos mensuales, 31 de mayo de 2024.

# India muestra un fuerte crecimiento impulsado por factores cíclicos y estructurales

¿Se ampliará el crecimiento pronunciado "en forma de K" al consumo masivo y a la industria?

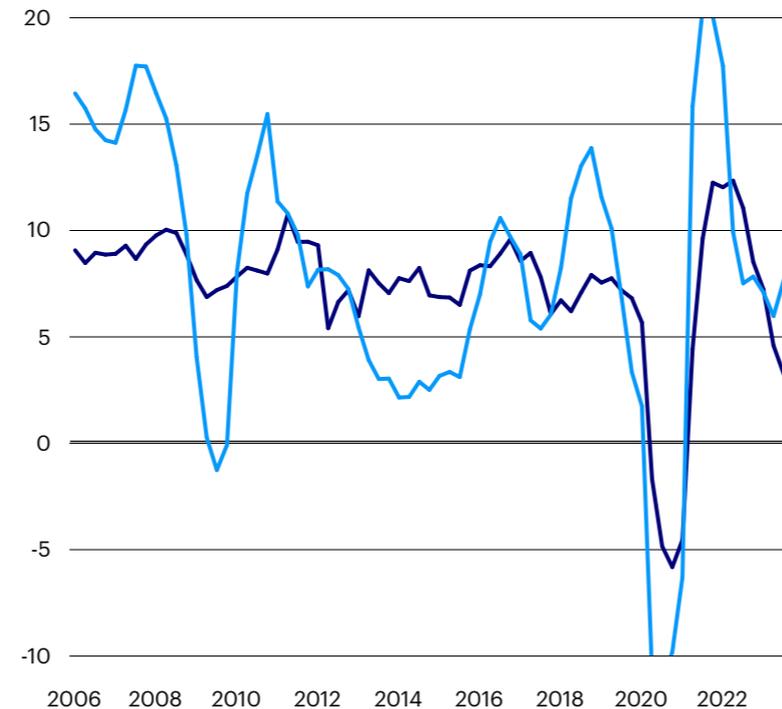
A pesar de los riesgos geopolíticos, India es ahora un importante motor de crecimiento mundial, lo que, en nuestra opinión, merece la atención de quienes invierten.

- La inversión pública, el consumo privado de las rentas altas y las exportaciones de servicios son los principales motores de este crecimiento. Esperamos que se invierta en infraestructuras público-privadas, en capital de inversión privado y en un consumo masivo más amplio, que aún se ve frenado por las secuelas de la COVID-19. Si la inversión y la contratación en el sector manufacturero aumentan según lo previsto, el crecimiento del empleo y el aumento de los ingresos laborales ayudarían a intensificar las ventajas cíclicas y estructurales de India.
- Después de unos resultados decepcionantes en las elecciones, el partido Bharatiya Janata Party (BJP) ha perdido la mayoría absoluta en el Parlamento. A medida que se llega a acuerdos sobre el reparto de poder, se deberían aclarar las perspectivas sobre las reformas, lo que podría dar lugar a un aumento de las inversiones; es probable que las entradas de capital extranjero continúen e incluso se aceleren.
- Creemos que los bonos indios pueden ofrecer una atractiva rentabilidad ajustada al riesgo, ya que la inclusión en los índices sigue despertando interés desde el extranjero. Es probable que la renta variable siga beneficiándose de la demanda interna y de la mejora de los beneficios, pero las elevadas valoraciones históricas o comparadas con las de otros mercados podrían frenar la entrada de capital extranjero.

## Lidera la inversión en capital; se espera que le siga el consumo

— Formación bruta de capital fijo  
— Gasto privado en consumo final

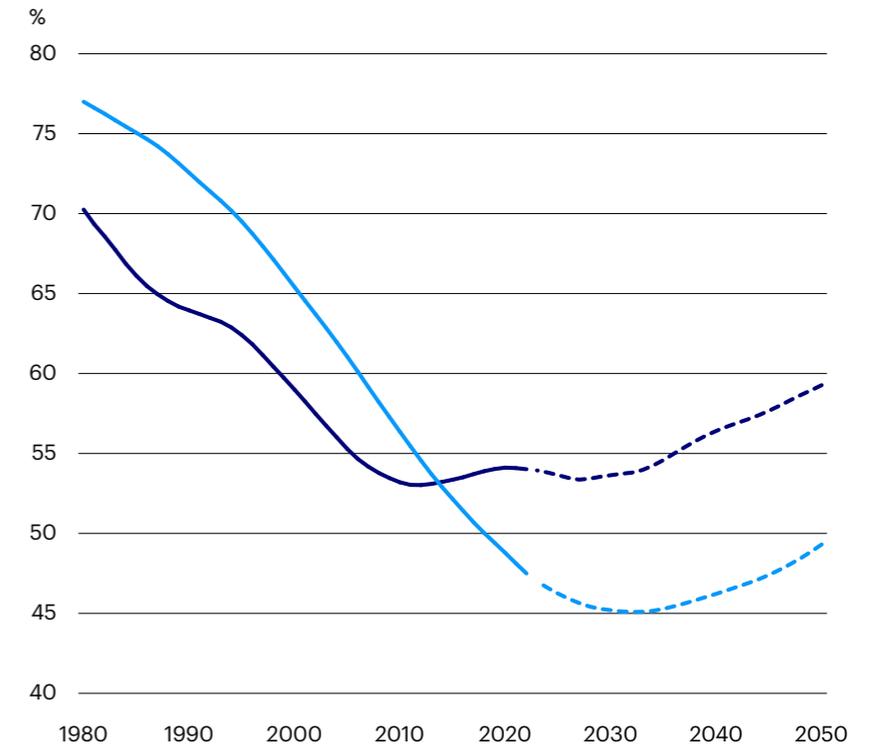
Cuatro trimestres consecutivos, variación interanual (%)



Los últimos datos disponibles corresponden al cuarto trimestre de 2023, a 31 de mayo de 2024. Datos en INR a precios constantes. Fuentes: Ministerio indio de Estadística e Implementación de Programas (MoS&PI) e Invesco.

## La tasa de dependencia en India es inferior a la media mundial

— India — Mundo — Proyección



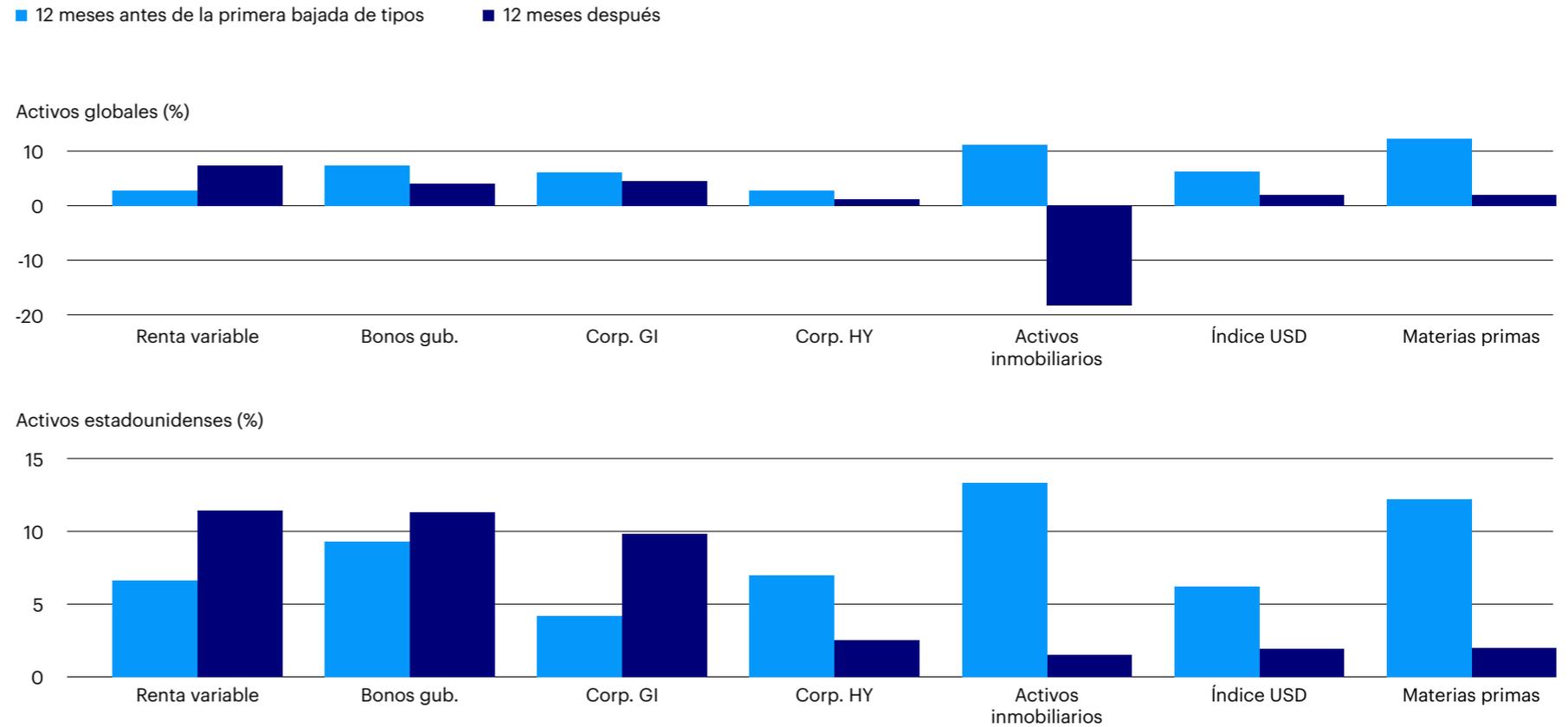
Datos anuales de 1980 a 2021, a 31 de mayo de 2024. Los datos para los años 2022-2050 son proyecciones. La tasa de dependencia total se define como el número de niños (0-14 años) y personas mayores (65 años o más) por cada 100 personas en edad de trabajar (15-64 años). Fuentes: UNCTAD e Invesco. No se puede garantizar que se cumplan las proyecciones.

# Los recortes de tipos deberían favorecer a los activos de riesgo

Esperamos que los activos de riesgo se beneficien cuando vuelva el apoyo político, lo que prevemos que ocurra en la mayoría de los principales mercados desarrollados en la segunda mitad de 2024.

- Cabe destacar que, históricamente, los activos de riesgo distintos de la renta variable se han comportado mejor en el periodo previo al primer recorte de tipos que en el periodo inmediatamente posterior. Creemos que esto se debe a que los bancos centrales suelen bajar los tipos cuando las economías se debilitan.
- Sin embargo, este ciclo es diferente porque los bancos centrales iban por detrás de la curva en lo que respecta al endurecimiento, y es posible que ocurra de igual modo cuando se produzca la relajación (recortarán los tipos más tarde en el ciclo).
- Aunque es posible que haya volatilidad en los activos de riesgo debido a la actual ralentización económica mundial, sospechamos que el ciclo de relajación coincidirá con un mayor apetito por el riesgo. Creemos que los mercados ya están anticipando una recuperación económica.

**Rentabilidad total media de los activos (USD) en torno al primer recorte de tipos en un ciclo de relajación de la Fed**

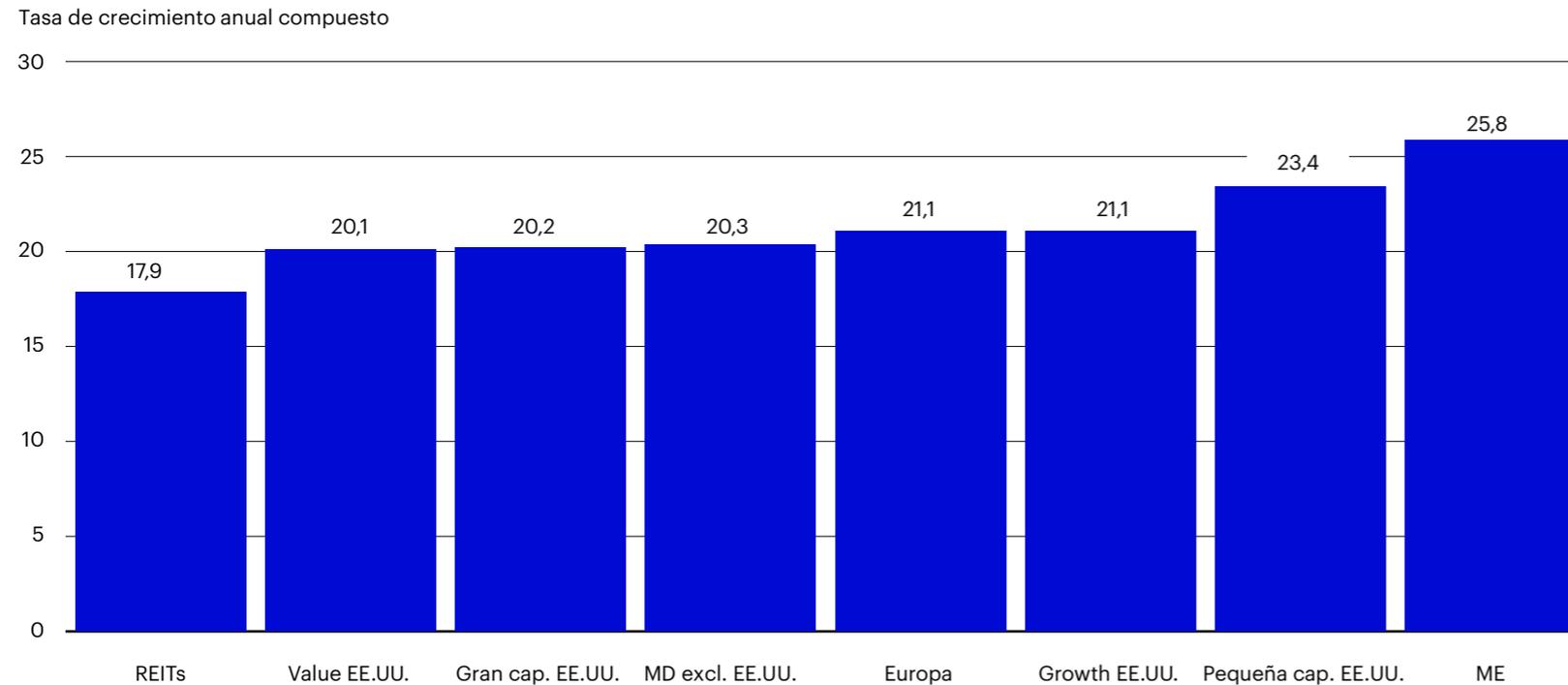


Notas: **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.** No se puede invertir directamente en un índice. "Bonos gob." = bonos gubernamentales; "Corp. GI" = bonos corporativos con grado de inversión; "Corp. HY" = bonos corporativos high yield. Basado en los ciclos de tipos de interés de la Reserva Federal desde 1974. Véase el Apéndice I para conocer la metodología y las definiciones de los índices. 31 de mayo de 2024. Fuentes: ICE, ICE BofA, FTSE Russell, MSCI, S&P GSCI, Refinitiv, LSEG Datastream e Invesco.

# Renta variable

La mejora del crecimiento mundial tiende a favorecer los activos no denominados en USD y las acciones más cíclicas, orientadas al value y de menor capitalización

Rentabilidad de la renta variable mundial desde 1998 en los periodos en los que el JP Morgan Global Manufacturing Purchasing Managers' Index estaba subiendo



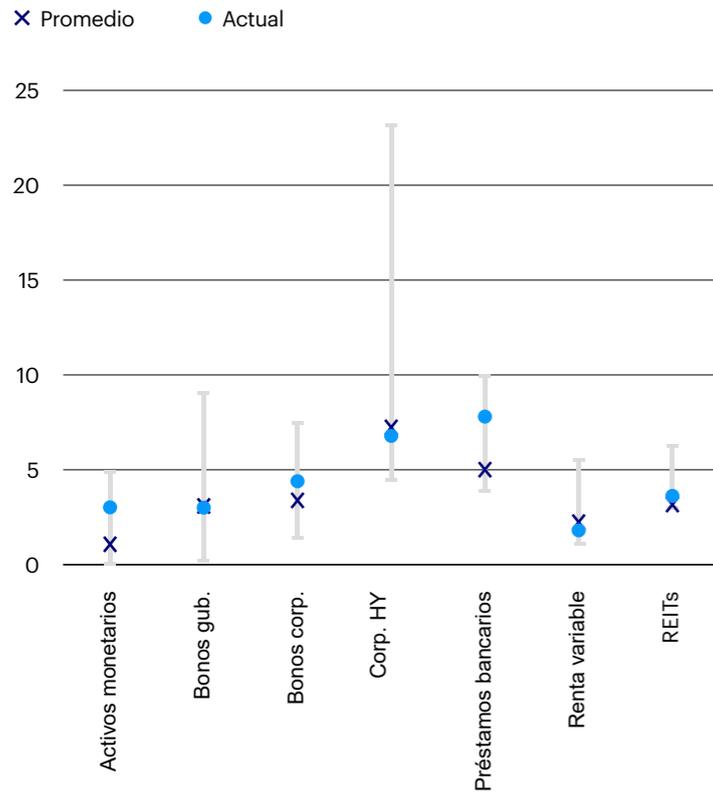
## Los activos no denominados en USD parecen atractivos

- En los últimos años, la baja rentabilidad de los valores value a nivel mundial, incluidos mercados emergentes, Europa y empresas de pequeña capitalización, ha generado algunas oportunidades atractivas.
- Con la relajación a la vista de las políticas económicas de muchas economías, preveemos una mejora del crecimiento mundial en el segundo semestre de 2024, que se reflejará en el aumento de los PMI manufactureros mundiales.
- El aumento de la producción mundial suele ser un estímulo para los activos de riesgo de naturaleza más cíclica. Esperamos que, a nivel mundial, el value recupere el interés de quienes invierten en un entorno más favorable.
- Los activos no denominados en USD deberían verse favorecidos por el inicio del ciclo de recortes de tipos de la Fed, lo que debería permitir que el USD comience a debilitarse de forma cíclica en un futuro próximo. Sin embargo, los aún amplios diferenciales de tipos de interés a favor del USD podrían limitar su debilitamiento.

Fuentes: Bloomberg L.P. e Invesco, 31 de mayo de 2024. Notas: REITs = FTSE NAREIT All Equity REITs Index. Value EE.UU. = Russell 1000 Value. Gran capitalización EE.UU. = S&P 500. Growth EE.UU. = Russell 1000 Growth. Europa = MSCI Europe Index. Internacional = MSCI ACWI ex USA. Pequeña capitalización EE.UU. = Russell 2000. ME = MSCI Emerging Markets Index. Rentabilidad en USD. No se pueden comprar índices directamente. **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.**

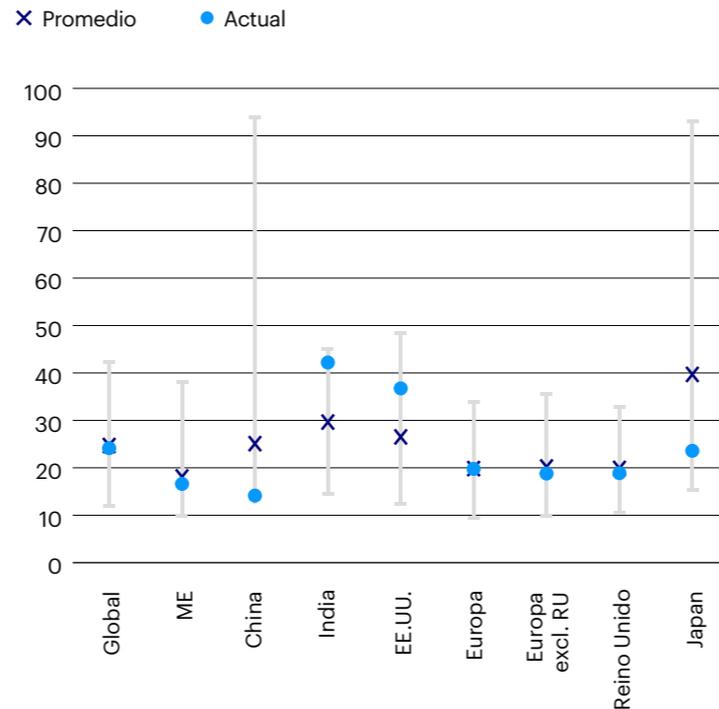
# Las rentabilidades muestran que los bonos vuelven a ser interesantes, mientras que las valoraciones de la renta variable son divergentes

Rentabilidades de las clases de activos mundiales dentro de los rangos históricos (%)



Las fechas de inicio de los intervalos históricos son: activos monetarios 1 de enero de 2001; bonos gubernamentales ("bonos gub.") 31 de diciembre de 1985; bonos corporativos ("bonos corp.") 31 de diciembre de 1996; bonos corporativos high yield ("corp. HY") 31 de diciembre de 1997; préstamos bancarios 31 de enero de 1998; acciones 1 de enero de 1973; REITs 18 de febrero de 2005. A 30 de abril de 2024. Fuentes: Credit Suisse/UBS, LSEG Datastream e Invesco Global Market Strategy Office.

Rangos históricos de CAPEs



Nota: CAPE = precio/beneficio ajustado cíclicamente y con una media móvil de 10 años de los beneficios. Basado en datos diarios a partir del 3 de enero de 1983 (excepto para China, a partir del 1 de abril de 2004, India a partir del 31 de diciembre de 1999 y ME, a partir del 3 de enero de 2005), utilizando los índices de Datastream. A 30 de abril de 2024. Fuentes: LSEG Datastream e Invesco Global Market Strategy Office.

## Lo más destacado de las valoraciones

### Oportunidades

- Durante gran parte del periodo transcurrido desde la crisis financiera global (CFG), pensábamos que las rentabilidades de los bonos eran tan bajas que carecían de interés. Esto ya no es así. En particular, los tipos de interés al contado y los intereses de los préstamos bancarios se sitúan en el extremo superior de sus rangos históricos.
- Dentro de la renta variable, los ratios precio-beneficio ajustados cíclicamente indican una gran discrepancia entre China (barata), Europa (normal) y EE.UU. e India (cara). Creemos que la renta variable china tiene un importante potencial alcista que podría verse impulsado por alguna sorpresa positiva.

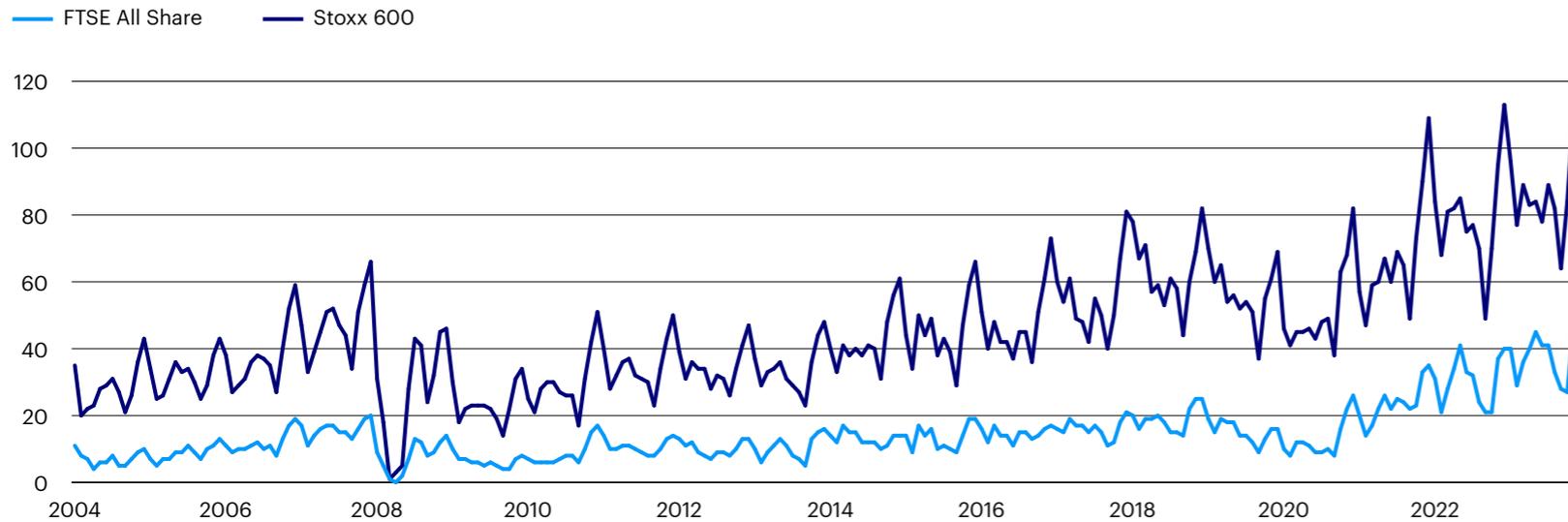
### Catalizadores

- Siempre es difícil saber qué provocará que las valoraciones bajas (altas) se conviertan en rentabilidades altas (bajas).
- Sin embargo, creemos que la relajación monetaria de los bancos centrales podría impulsar la rentabilidad de la renta fija, mientras que los activos monetarios y los préstamos bancarios deberían seguir ofreciendo rentabilidades atractivas si los bancos centrales tardan en relajar sus políticas.
- Las valoraciones extremadamente bajas podrían bastar para ayudar a las acciones chinas (al igual que a las estadounidenses en marzo de 2009), a lo que han contribuido unos resultados económicos mejores de lo esperado. La recuperación económica en Europa podría impulsar las acciones de este continente.

# Aumenta la demanda de acciones por parte de las empresas

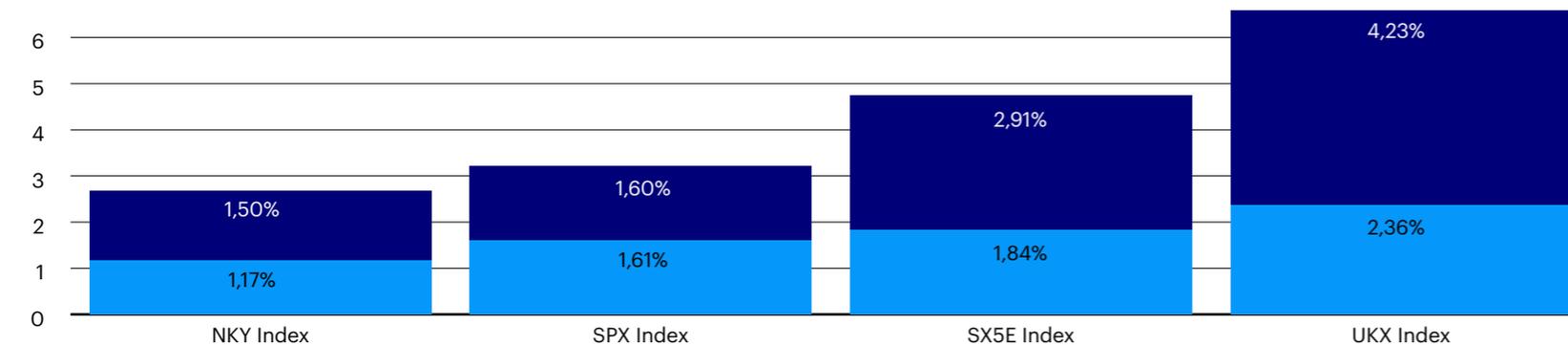
## Más empresas hablan de recompras

Media de 3 meses de las menciones de "recompras" en las transcripciones de las empresas



## Reino Unido ofrece una alta rentabilidad total en comparación con otras partes del mundo

■ Rentabilidad de las recompras a 12 meses ■ Rentabilidad de los dividendos a 12 meses



Fuentes: Invesco y Bloomberg L.P., 31 de mayo de 2024. NKY Index = Índice Nikkei 225. SPX Index = Índice S&P 500. SX5E Index = Índice Euro Stoxx 50. UKX Index = Índice FTSE 100. La rentabilidad de las recompras se define como el valor de las recompras de acciones dividido por la capitalización bursátil al inicio del periodo.

## Vuelven las recompras

- Es probable que en los próximos meses las propias empresas sean las que demanden acciones. En el primer trimestre, más empresas que nunca mencionaron las recompras en sus conferencias de resultados. El gráfico de la izquierda muestra el índice británico FTSE All Share y el Stoxx 600, pero el panorama es similar en todo el mundo.
- Por ejemplo, Apple anunció una recompra récord por 110.000 millones USD a principios de mayo, después de que otras grandes empresas tecnológicas anunciaran importantes programas de recompra.
- Las operaciones de recompra deben tenerse en cuenta a la hora de calcular la rentabilidad total de las acciones, con los dividendos.
- En comparación con el periodo posterior a la CFG, hoy en día la tasa de descuento que debería aplicarse a las acciones es más elevada. Esto significa que quienes invierten deberían esperar obtener una mayor proporción de la rentabilidad total a partir del componente de rentas, o flujos de caja a más corto plazo, en lugar de ganancias especulativas futuras.
- Esto debería favorecer a las acciones británicas y europeas, junto con el sector financiero y el de las materias primas.

# Renta fija

La divergencia entre crecimiento e inflación podría afectar a los tipos mundiales



## Perspectivas de crecimiento y tipos

- Una inflación más persistente de lo previsto ha puesto en aprietos a la Fed y es probable que le resulte muy difícil recortar los tipos hasta que se invierta la actual tendencia de la inflación.
- La aceleración de la desinflación y el débil crecimiento en Europa y Reino Unido harán que, probablemente, el BCE y el Banco de Inglaterra se adelanten a la Fed, con posibles recortes de tipos este verano.
- Es posible que los bancos centrales de los ME se guíen por los datos estadounidenses y las expectativas en torno a la Fed para establecer la dirección de sus políticas monetarias.
- El crecimiento mundial es divergente: ha sido firme en EE.UU. y resiliente en los ME, mientras que Europa ha mostrado una débil recuperación tras la pandemia.



## Perspectivas del crédito

- La fortaleza de los fundamentales, la solidez técnica y el hecho de que las rentabilidades totales parezcan atractivas desde una perspectiva histórica han favorecido a los mercados crediticios este año.
- Estamos a favor de comprar en la caída del grado de inversión estadounidense. Dadas las fortalezas de los fundamentales de la economía estadounidense, es más probable que la tendencia a partir de ahora sea positiva. Vemos valor relativo en el grado de inversión europeo.
- Somos prudentes con respecto al high yield, pero preferimos mantener cierta exposición. En nuestra opinión, los diferenciales son ajustados, pero prevemos pocos catalizadores que los amplíen y esperamos que los impagos disminuyan en el futuro.
- Nos decantamos por los bonos municipales. Los diferenciales son ajustados, pero prevemos unos datos técnicos sólidos de cara al futuro: el verano debería traer consigo una oferta limitada y la necesidad de reinversión.

## Perspectivas de Invesco Fixed Income



**Rob Waldner, CFA®**  
Chief Strategist  
Head of Macro Research  
Renta fija



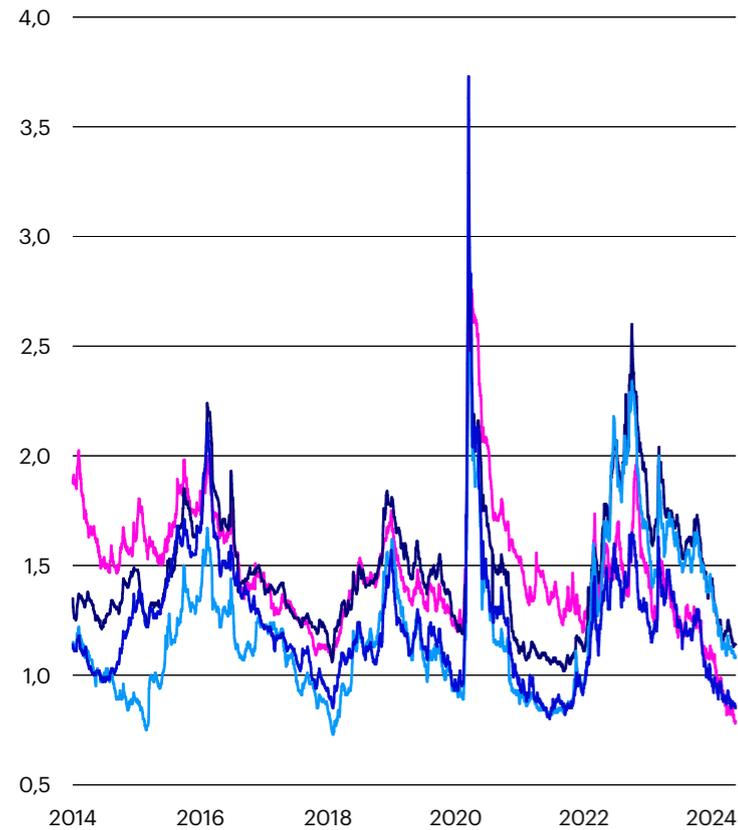
EE.UU. ha crecido a un ritmo constante, mientras que Europa apenas se ha recuperado tras la crisis de COVID-19. Por el contrario, la inflación ha caído más rápidamente en Europa, donde inicialmente fue más persistente, pero ahora casi ha vuelto al objetivo. Incluso Reino Unido, que se había considerado un caso atípico de "estanflación", puede que registre este año una inflación general inferior a la de EE.UU. Esta divergencia macroeconómica tiene implicaciones para la política monetaria, los tipos de interés y las divisas.

# Renta fija

Hay cierto estrechamiento en los diferenciales de crédito, pero vemos oportunidades

## Los diferenciales del crédito no son bajos, pero los rendimientos parecen atractivos

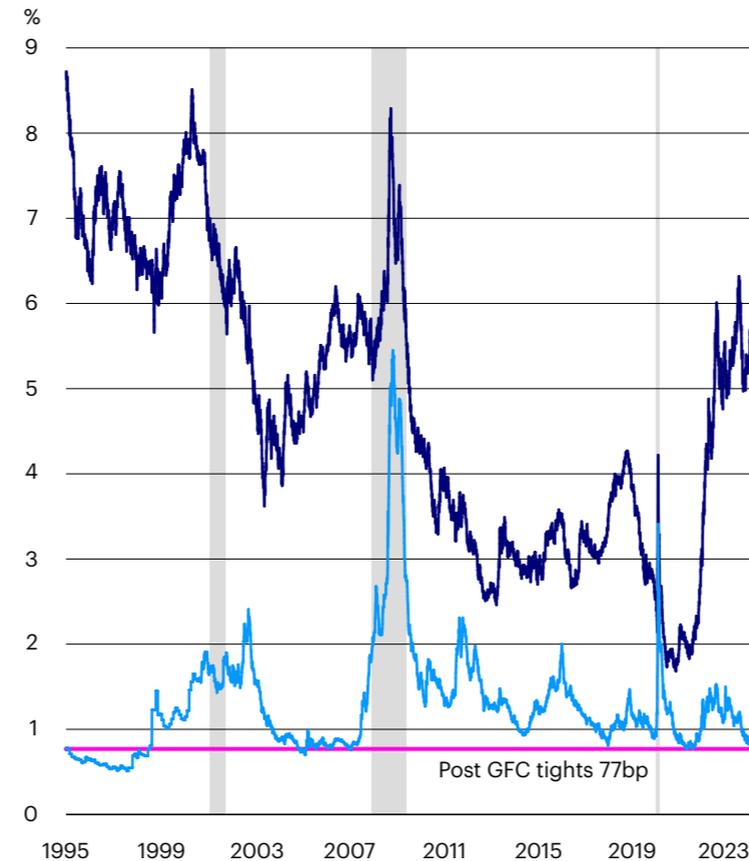
- Bloomberg US Aggregate Corporate Average OAS
- Bloomberg Euro Aggregate Corporate Average OAS
- Bloomberg Sterling Aggregate Corporate Average OAS
- Bloomberg EM Asia USD Credit High Grade Average OAS



Fuente: Macrobond, 30 de abril de 2024.

## Los diferenciales del crédito con grado de inversión no son bajos, pero la rentabilidad parece atractiva

- Bloomberg US Aggregate Credit Average OAS
- Bloomberg US Aggregate Credit Yield to Worst



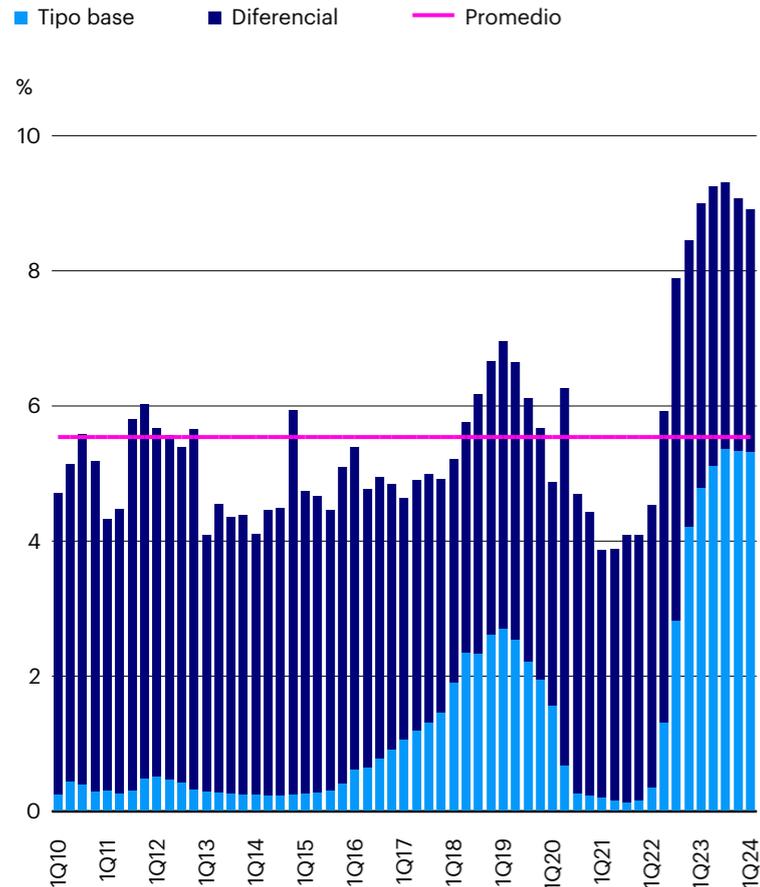
Fuente: Macrobond, 30 de abril de 2024.

## Vuelven las recompras

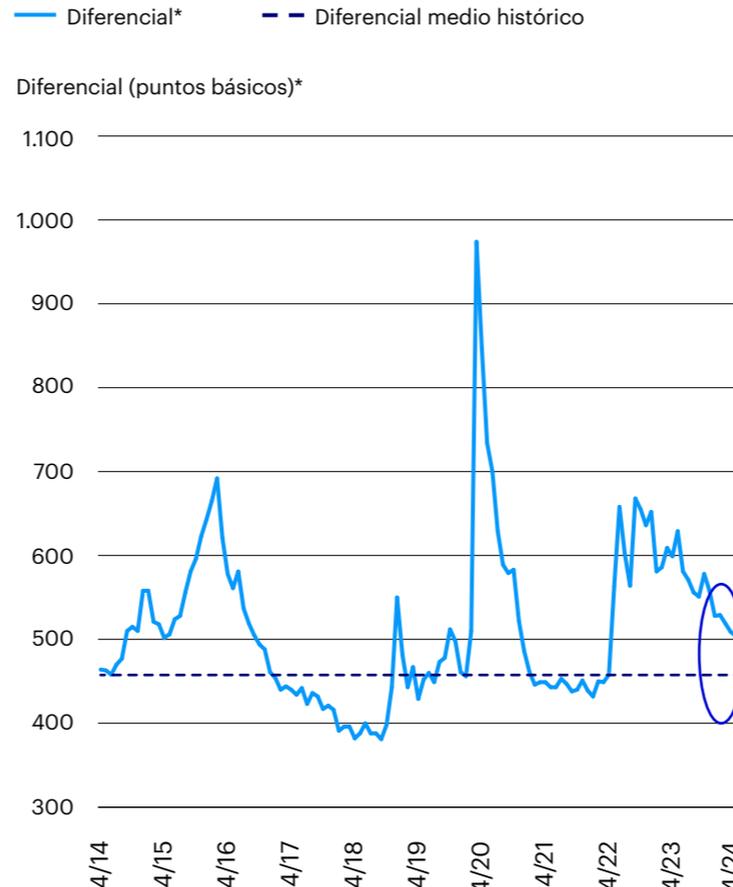
- **Los mercados crediticios han resistido bien en comparación con muchas otras clases de activos.** La fortaleza de los fundamentales, la solidez técnica y el hecho de que las rentabilidades totales parezcan atractivas desde una perspectiva histórica han favorecido a este tipo de activos.
- **El crecimiento estadounidense también ha mostrado un comportamiento mejor de lo esperado.** El mercado laboral se ha mostrado sólido y es coherente con una economía que crece a buen ritmo.
- **La baja probabilidad de recesión mundial invita a ser algo optimistas respecto al crédito en general.** Sin embargo, las ajustadas valoraciones nos llevan a mantener una baja exposición a este tipo de activo.

# Préstamos: La alta rentabilidad y la nula duración hacen que los préstamos sean atractivos en un entorno de "tipos altos durante más tiempo"

Los cupones están en su nivel más alto en décadas



Los diferenciales se mantienen por encima de la media histórica



Fuente: PitchBook Data, Inc., a 31 de marzo de 2024. El tipo base refleja la media del trimestre. Se utiliza el LIBOR a tres meses (antes de 2023) o el SOFR (2023 o después) más el diferencial institucional medio ponderado.

Fuente: Credit Suisse Leveraged Loan Index, 30 de abril de 2024. **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.** Medias a largo plazo basadas en fechas comprendidas entre el 31 de enero de 1992 y el 30 de abril de 2024. \*Diferencial del margen de descuento a 3 años.

## Lo más destacado de los préstamos

### Oportunidades

- La rentabilidad y los cupones de los préstamos se sitúan en sus niveles más altos en décadas y ofrecen algunas de las rentabilidades más elevadas de toda la renta fija.
- La rentabilidad actual de los cupones se sitúa en torno al 9% después de que los tipos básicos se hayan reajustado al alza, y los diferenciales siguen siendo amplios.
- Los préstamos pueden ofrecer valoraciones atractivas, ya que los diferenciales aún se encuentran por encima de los niveles históricos en comparación con otras clases de activos.

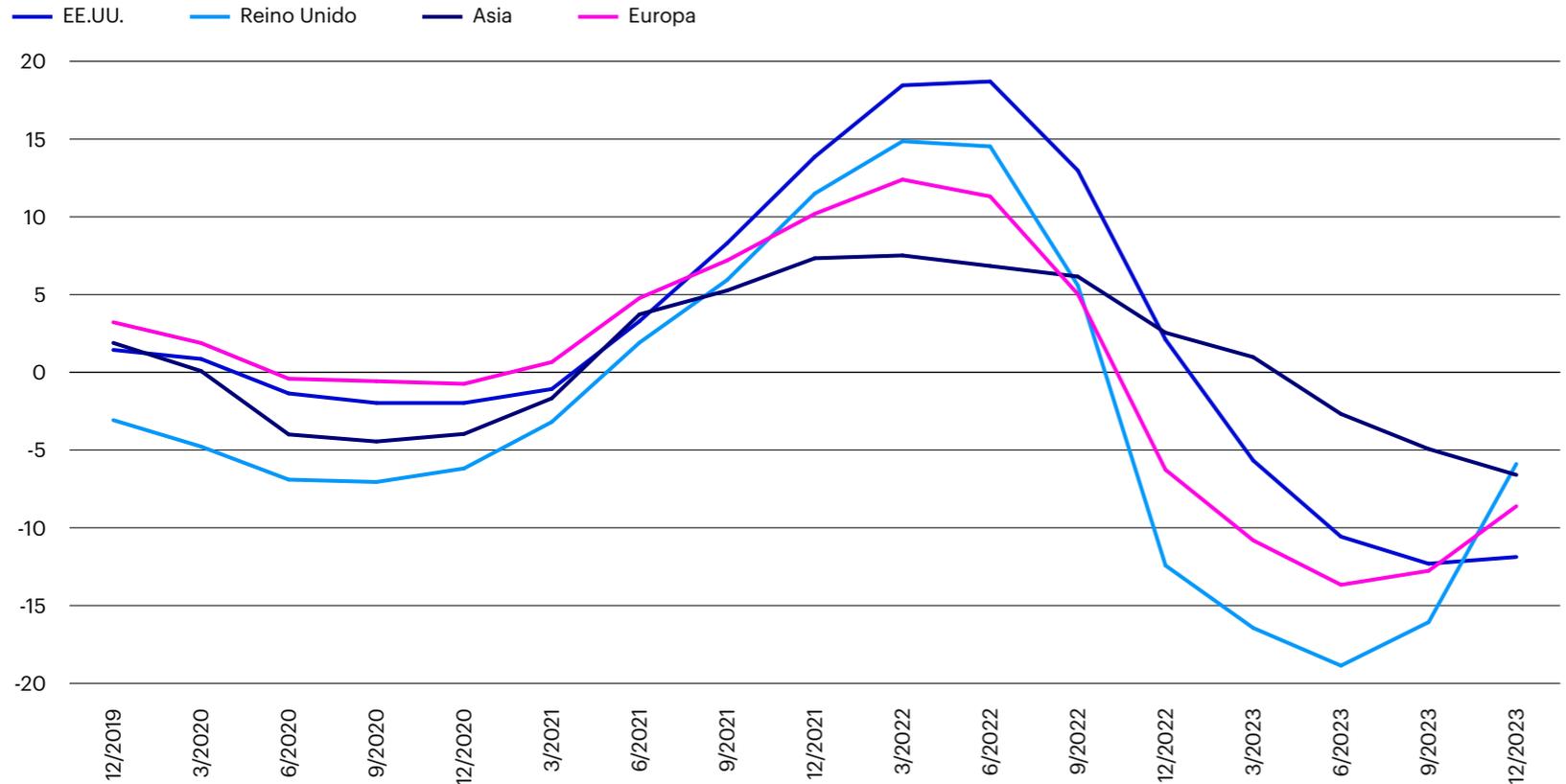
### Catalizadores

- Dado que se prevé que los tipos se mantengan altos durante más tiempo, es probable que los préstamos ofrezcan cupones más altos.
- A pesar de la incertidumbre en torno a los tipos de interés, los préstamos carecen de duración y han sido relativamente inmunes a la volatilidad de los tipos de interés en comparación con otras clases de activos de renta fija.

# Activos inmobiliarios: El momento varía, pero los valores muestran un punto de inflexión

Los valores ajustados indican un buen punto de entrada

## Variación del valor del capital (%)



Notas: EE.UU. = MSCI Global PFI North America Funds Quarterly Property Index; Reino Unido = MSCI Global PFI UK Funds Quarterly Property Index; Asia = MSCI Global PFI Asia Pacific Funds Quarterly Property Index; Europa = MSCI Global PFI Continental Europe Funds Quarterly Property Index. Fuente: MSCI data, últimos datos a 31 de diciembre de 2023. **La rentabilidad pasada no predice los resultados futuros.**

## Lo más destacado del sector inmobiliario

### Oportunidad

Preveamos que finales de 2024 y 2025 serán periodos atractivos para recoger beneficios en renta variable inmobiliaria privada, ya que las valoraciones de los fondos inmobiliarios existentes parecen haber tocado fondo o estar acercándose a niveles mínimos, dependiendo de la región.

### Catalizadores

- Desde finales del año pasado, los bancos centrales han expresado su intención de relajar las políticas monetarias, lo cual ha generado expectativas de posibles recortes de los tipos de interés.
- Los recortes de los tipos de interés ofrecen margen para reducir los costes de la deuda inmobiliaria y las tasas de capitalización, lo que podría dar lugar a nuevas transacciones y al avance hacia la recuperación de los precios.
- Las tasas de capitalización de las transacciones privadas y las tasas de capitalización implícitas del mercado público han llegado a converger, lo que implica que los precios de las nuevas oportunidades se han ajustado con fluidez a las condiciones del mercado.
- Se esperan nuevas caídas en los fondos inmobiliarios tradicionales este año antes de que comience la recuperación del valor.

# Alternativos: El entorno favorable para las transacciones beneficia al crédito privado

## Crédito privado

De cara a 2024, consideramos que las condiciones que benefician un entorno de transacciones más favorable están firmemente consolidadas en relación con 2023, lo que incluye una mejor perspectiva del entorno macroeconómico, la moderación de las presiones inflacionistas, posibles reducciones de tipos y una mayor presión por parte de los socios limitados para que las empresas de capital riesgo generen resultados e inviertan en nuevas empresas de plataforma. Dentro de la deuda distressed y en situaciones especiales, estamos viendo una cantidad significativa de empresas de pequeña capitalización con restricciones de liquidez que son "buenas empresas" con "malos balances", lo que proporciona un conjunto de oportunidades más amplio para esta clase de activos.

## Capital privado

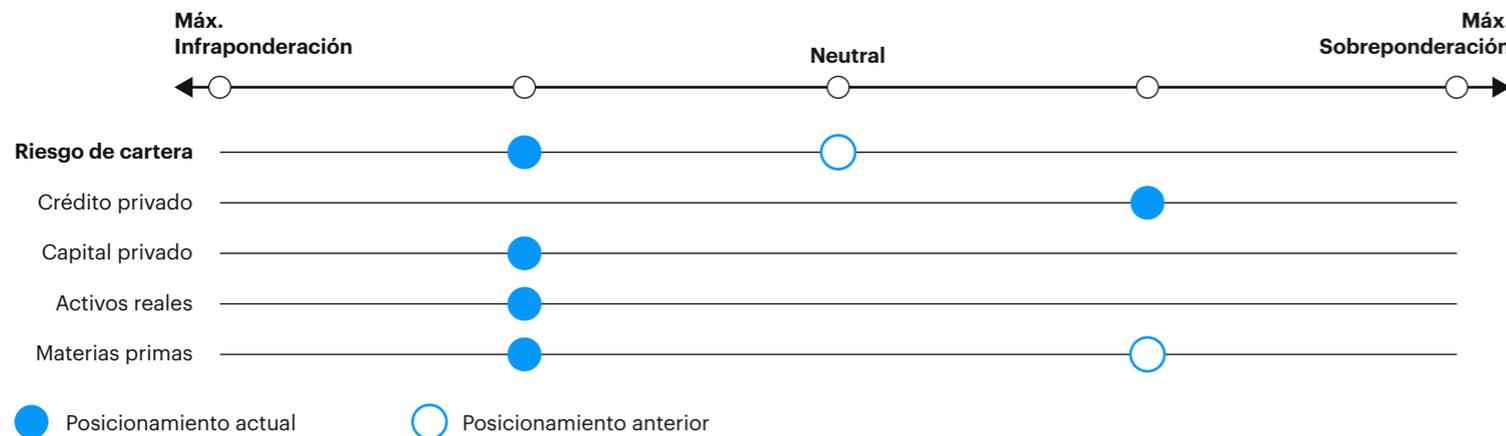
Con niveles récord de liquidez desde hace cuatro años o más, ratios de cobertura de la deuda muy bajos y un inminente problema de refinanciación, deberían presentarse oportunidades para quienes tengan experiencia en reestructuraciones en un entorno en el que los socios generales están muy incentivados para aumentar la actividad de compra. Aunque las valoraciones siguen siendo superiores a los niveles anteriores a 2021, la corrección de las valoraciones de las empresas en fase avanzada debería ofrecer una oportunidad continua a las empresas de capital riesgo con un mandato flexible.

## Activos reales

A pesar de un entorno de transacciones moderado, muchos mercados inmobiliarios siguen mostrando unos sólidos fundamentales de los beneficios. Observamos que el arrendamiento se ha ralentizado de forma generalizada en todos los tipos de inmuebles en EE.UU., donde esperamos que la recuperación de los fundamentales se retrase con respecto a la recuperación de los mercados de capitales. En cuanto a las infraestructuras, aunque la liquidez sigue siendo elevada y las valoraciones, al igual que en el sector inmobiliario, no se han visto respaldadas por los tipos básicos, los fundamentales a corto plazo son buenos y existen efectos seculares favorables. Los precios de las materias primas siguen siendo volátiles y oscilan en la mayoría de los subcomplejos.



**Jeff Bennett, CFA®**  
Head of Manager Selection  
Invesco Solutions



Fuente: Invesco Solutions, perspectivas a 29 de febrero de 2024.

# Estrategia Global de Mercados: Activos preferidos en el futuro

## Bajista

Inflación más persistente, menor crecimiento

Una desaceleración brusca puede materializarse tanto a través de largos periodos de endurecimiento de las políticas como por una inflación persistente que estimule un endurecimiento adicional. En cualquiera de los dos casos, las implicaciones para la inversión serían similares, pero la experiencia a corto plazo podría variar: los bonos de larga duración y la renta variable podrían obtener antes mejores resultados en la fase inicial de una desaceleración brusca, pero se comportarían peor en caso de una inflación persistente.

### Nuestras preferencias...

- Activos monetarios
- Renta variable: Renta variable defensiva, como productos básicos de consumo, atención sanitaria y servicios públicos
- Renta fija: Bonos gubernamentales de larga duración
- Divisas: Divisas distintas al USD, no vinculadas a materias primas defensivas, como CHF y JPY

## Referencia

Desinflación durante 2024, reaceleración del crecimiento en el segundo semestre hacia tasas tendenciales

El crecimiento mundial se podría estabilizar y repuntar hacia tasas tendenciales (aunque sigue por debajo) en el segundo semestre de 2024, en un contexto de desinflación generalizada y de relajación de la política monetaria en muchas de las principales economías desarrolladas. El crecimiento de los salarios reales también debería mejorar. El resto del mundo registraría un repunte del crecimiento mejor que el de EE.UU. Europa y Reino Unido experimentarían una mayor inflación y recortes de tipos antes que EE.UU. El crecimiento en China también se ha estabilizado y podría mejorar en el segundo semestre de 2024, gracias a nuevos estímulos fiscales.

### Nuestras preferencias...

- Renta variable:
  - Renta variable cíclica, incluidos el value y la pequeña capitalización
  - Renta variable de mercados desarrollados excl. EE.UU. y emergentes
- Renta fija:
  - Neutral en duración
  - Crédito de mayor calidad no relacionado con el grado de inversión, incluidos los préstamos bancarios y el crédito high yield
  - Bonos de ME en divisa local y fuerte
- Divisas: Divisas distintas del USD, como el EUR, la GBP y el BRL

## Optimista

Rápida desinflación, mejor crecimiento

Eine schnellere Rückkehr der Inflation in Richtung der Zielwerte, insbesondere in den USA, würde eine weitere Lockerung der Geldpolitik und ein kräftigeres Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 ermöglichen. Dafür müsste klarer sein, dass die Kerninflation nachhaltig zurückgeht, was es der Fed erlauben würde, die Zinsen schneller und in größerem Umfang zu senken, mit entsprechend positiven Auswirkungen. Davon sollten zyklischere Anlagewerte profitieren.

### Nuestras preferencias...

- Renta variable
  - Europa, China y mercados emergentes
  - Value y pequeña capitalización
  - Recursos básicos, industriales y financieros
- Renta fija: Crédito high yield
- Divisas: AUD y CAD
- Materias primas: Materias primas industriales, especialmente metales

## Apéndice

### Notas para los gráficos de la página 12:

El gráfico superior muestra la rentabilidad total de los activos mundiales en los 12 meses anteriores y posteriores al primer recorte de tipos de la Fed en los ciclos de relajación desde 1974 y el gráfico inferior muestra lo mismo, pero para los activos estadounidenses. No existen datos para todos los activos en todos los ciclos de relajación. Fuentes: ICE, ICE BofA, FTSE Russell, MSCI, S&P GSCI, Refinitiv Datastream y oficina Global Market Strategy de Invesco.

**Bonos gubernamentales:** Las rentabilidades históricas y previstas se basan en los índices ICE BofA de deuda pública con rangos históricos que comienzan el 31 de diciembre de 1985 para el índice mundial y el 30 de enero de 1978 para el índice estadounidense.

**Bonos corporativos con grado de inversión (GI):** Índices ICE BofA de bonos corporativos con grado de inversión con rangos históricos que comienzan el 31 de diciembre de 1996 para el índice mundial y el 31 de enero de 1973 para el índice en USD. Bonos corporativos high yield (HY): Índices Bank of America Merrill Lynch High-Yield con rangos históricos que comienzan el 29 de agosto de 1986 para el índice en USD y el 31 de diciembre de 1997 para el índice mundial.

**Renta variable:** Utilizamos los índices de referencia MSCI para calcular la rentabilidad prevista y calculamos la rentabilidad total a largo plazo con rangos históricos que comienzan el 31 de diciembre de 1969 para los índices mundial y estadounidense.

**Activos inmobiliarios:** Utilizamos los índices FTSE EPRA/NAREIT con rangos históricos que comienzan el 29 de diciembre de 1989 para EE.UU. y el 18 de febrero de 2005 para el índice mundial.

**Materias primas:** Índices Standard and Poor's Goldman Sachs Commodity Total Return con rangos históricos a partir del 31 de diciembre de 1969.

### Riesgos de la inversión

El valor de las inversiones y de los ingresos fluctuarán (esto puede deberse en parte a las fluctuaciones del tipo de cambio) y es posible que los inversores no recuperen el importe total invertido. El rendimiento pasado no es una guía para los rendimientos futuros.

### Información importante

**Esta comunicación de marketing está dirigida a inversores profesionales en España. No está destinado al público ni a los inversores minoristas ni debe distribuirse ni confiar en él. Por favor no redistribuya este documento.**

Esta comunicación de marketing no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activo, valor, estrategia o producto en particular para un inversor en particular. Los inversores deben consultar a un profesional financiero antes de tomar cualquier decisión de inversión. Este informe contiene únicamente información general y no tiene en cuenta objetivos individuales, situación fiscal o necesidades financieras. Esto tampoco constituye una recomendación sobre la idoneidad de cualquier estrategia o producto de inversión para un inversor en particular. Los inversores deben consultar a un profesional financiero antes de tomar cualquier decisión de inversión. No es una oferta para comprar o vender ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial a ninguna persona en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada ni a ninguna persona, a quienes sería ilegal comercializar dicha oferta o solicitud. No forma parte de ningún folleto. Si bien se ha tenido mucho cuidado para garantizar que la información contenida en este documento sea precisa, no se puede aceptar ninguna responsabilidad por errores, errores u omisiones o por cualquier acción tomada en base a ella.

Las opiniones expresadas son las de las personas que las expresan personalmente y pueden diferir de las opiniones de otros profesionales de inversión de Invesco. Las opiniones se basan en las condiciones actuales del mercado y están sujetas a cambios sin previo aviso. Como ocurre con todas las inversiones, existen riesgos inherentes asociados.

Obtenga y revise cuidadosamente todo el material financiero antes de invertir. Invesco proporciona servicios de gestión de activos de acuerdo con la legislación y normativa locales pertinentes. Este material puede contener declaraciones que no son de naturaleza puramente histórica, sino que son "declaraciones prospectivas". Estos incluyen, entre otras cosas, proyecciones, pronósticos, estimaciones de ingresos, rendimiento o rendimiento u objetivos de desempeño futuro. Estas declaraciones prospectivas se basan en ciertas suposiciones, algunas de las cuales se describen en este documento. Los acontecimientos reales son difíciles de predecir y pueden diferir sustancialmente de los supuestos. Todas las declaraciones prospectivas incluidas en este documento se basan en la información disponible en la fecha del presente e Invesco no asume ninguna obligación de actualizar ninguna declaración prospectiva. En consecuencia, no se puede garantizar que los rendimientos o proyecciones estimados puedan realizarse, que las declaraciones prospectivas se materialicen o que los rendimientos o resultados reales no sean materialmente inferiores a los presentados.

Este documento no puede reproducirse ni utilizarse para ningún otro propósito, ni entregarse a ninguna otra persona que no sea aquella a quien se enviaron las copias. Nada de lo contenido en este documento debe considerarse asesoramiento de inversión o marketing de inversiones según se define en la Ley de Regulación de Asesoramiento de Inversiones, Marketing de Inversiones y Gestión de Carteras de 1995 ("la Ley de Asesoramiento de Inversiones"). Se anima a los inversores a buscar asesoramiento de inversiones competente de un asesor de inversiones autorizado localmente antes de realizar cualquier inversión. Ni Invesco Ltd. ni sus subsidiarias tienen licencia según la Ley de Asesoramiento en Inversiones, ni cuentan con el seguro que se exige a un licenciatario según la misma. Todos los datos a 31 de mayo de 2024, salvo que se indique lo contrario. Todos los datos son USD, a menos que se indique lo contrario.

Emitido por Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxemburgo, regulado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxemburgo.