

MONTHLY HOUSE VIEW

Abril de 2022

Focus
Poder de cambio

• Índice

01• Editorial	P3
POSICIONAMIENTO ESTRATÉGICO EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE	
02• Focus	P4
PODER DE CAMBIO	
03• Macroeconomía	P6
¿EL FIN DE UN CICLO?	
04• Renta fija	P8
FLUJOS DE SALIDA EN EL HIGH YIELD EN EURO	
05• Renta variable	P10
CAMBIO DE PARADIGMA	
06• Divisas	P12
CUESTIONARLO TODO	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Estimado/a lector/a:

El conflicto de Ucrania, con una duración, riesgos de extensión y panoramas de salida imposibles de predecir, es el telón de fondo del actual cambio de régimen en los mercados, con la palabra “estanflación”¹ como resumen del contenido macroeconómico. El aumento de la inflación y el incremento de los riesgos de estancamiento son los dos extremos, las dos caras de una misma moneda, y la guerra es el acelerador.

En las últimas semanas, los mercados han pasado rápidamente de la clásica aversión al riesgo, marcada por la caída acusada de la renta variable y el gran rendimiento considerable de los valores refugio —muy similar a las correcciones anteriores alimentadas por temores de recesión—, a fases más comparables a las de principios de año, con rotación de la renta variable, volatilidad y subida de los tipos a largo plazo.

Ante la incertidumbre, resulta muy tentador aferrarse al pasado. Abundan tanto las comparaciones con las crisis del petróleo de 1973, 1979 y 1990, como los argumentos de que el mundo ha cambiado desde entonces. Sin embargo, varias conclusiones siguen siendo válidas. En primer lugar, la idea de que el aumento de los precios de la energía casi siempre conduce a una desaceleración del crecimiento. En segundo lugar, que los bancos centrales están atrapados entre dos fuegos, el riesgo de desaceleración y el aumento de la inflación.

En este contexto volátil y cambiante, la posición que deben adoptar los inversores sigue siendo compleja, y probablemente implica mirar más allá del conflicto, para percibir los efectos en el crecimiento, la inflación, la política monetaria y la evolución de los resultados empresariales.

En este sentido, no cabe duda de que esta conmoción económica afectará principalmente a Europa, que se enfrenta a un descenso del crecimiento más acusado que EE. UU. y está más expuesta al riesgo de escasez de energía. El otro motivo para la prudencia con respecto a Europa es que los salarios están creciendo a un ritmo más lento que la inflación, lo que lógicamente se traducirá en un menor consumo.

Esto se refleja en la corrección de la renta variable europea, que incorpora de facto un descenso de la dinámica económica de la zona euro y dudas sobre el crecimiento de los beneficios.

Sin embargo, sería ilusorio pensar que la economía estadounidense seguirá inmune a este choque si persiste el aumento de los precios de la energía. También en este caso, el juez será la Reserva Federal, que tendrá que ser flexible si el consumo del país también se debilita. Ya existen ciertas señales de alarma, como los recientes indicadores de confianza de los consumidores, aunque la fortaleza del empleo, los salarios y la inversión sugieren que la economía de EE. UU. seguirá en modo de crecimiento. Este es el motivo que ha llevado a la Fed a confiar en que la economía y los mercados financieros estadounidenses puedan soportar esta normalización monetaria.

1- La estanflación se refiere a una economía que experimenta simultáneamente un aumento de la inflación y un estancamiento de la producción económica.

El nuevo plan REPowerEU es ambicioso porque debe serlo. A diferencia de los proveedores de petróleo, la sustitución de las fuentes de gas llevará su tiempo. Lo más probable es que toda necesidad repentina de reducir las importaciones de gas pase por recortes en el consumo individual de energía provocados por el impacto de la subida de precios.

UNA DOBLE CRISIS ENERGÉTICA

La Unión Europea (UE) produce energía nuclear y renovable en su territorio, pero el 60% de sus necesidades energéticas son importadas, lo que la coloca en una situación desventaja real frente a EE. UU., que son exportadores netos. Rusia es el principal proveedor de energía en el petróleo (aproximadamente, el 25%), el gas (gráfico 1) y los combustibles fósiles sólidos (55%).

Esta dependencia supone una gran amenaza para la estabilidad de los precios en la actualidad, cuando la volatilidad de los precios es tan elevada. Los precios de la energía, que constituyen el 10% de la cesta de consumo de la inflación de la zona euro, subieron un 31,7% en febrero y seguirán subiendo dado el aumento de los precios del gas y del petróleo.

En caso de una interrupción parcial del suministro provocada por la escalada de las sanciones, la dependencia que tiene la industria europea del gas ruso podría crear escasez y trastornos. El BCE ha analizado la dependencia que cada sector tiene del gas y ha calculado que una reducción del 10% en el suministro podría afectar al crecimiento del PIB de la zona euro en un 0,7%.

La reducción de la dependencia de los combustibles fósiles ya era uno de los objetivos del paquete de medidas "Objetivo 55" de 2021. La Comisión Europea presentó a principios de marzo un nuevo plan de acción rápida "REPowerEU" con el objetivo de reducir: la excesiva dependencia de Europa de la energía rusa importada en dos tercios (aproximadamente 100.000 millones de metros cúbicos, MMC) y el impacto del aumento de los precios de la energía en los consumidores.

REDUCIR LA DEPENDENCIA

La mayor parte del plan consiste en intentar reducir las importaciones de gas ruso mediante el cambio de proveedores de gas y, en menor medida, el aumento de la producción de biometano (gráfico 2). La UE tiene previsto recurrir a productores alternativos de gas natural licuado (GNL) de Qatar, Egipto y África Occidental, al tiempo que se diversifica su suministro mediante gasoductos desde Argelia o Noruega. También depende en gran medida de la capacidad de adelantar los proyectos de energía renovable en energía solar, eólica, e hidrógeno verde, y acelerar el uso de bombas de calor. El plan también se basa en la reducción de la demanda de energía, ya sea mediante la mejora de la eficiencia o la modificación del comportamiento de los consumidores.

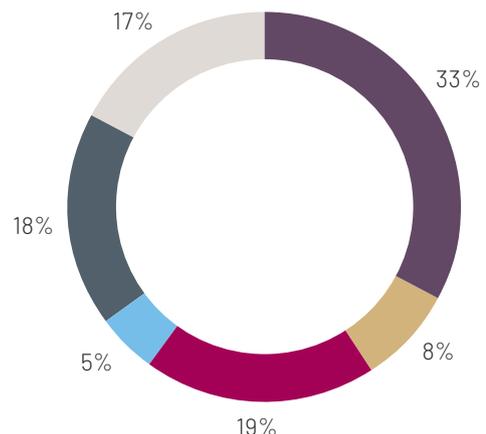


Un recorte del
10%
en el suministro
de gas ruso
supone una caída
del 0,7% en el PIB
de la zona euro

GRÁFICO 1: SUMINISTRO DE GAS NATURAL A EUROPA POR FUENTE, % DEL TOTAL, 2020

- Oleoducto de Rusia e importaciones de GNL
- Norte de África y otros gasoductos fuera de Europa
- Oleoducto de Noruega
- Oleoducto de los Países Bajos
- Otro oleoducto de Europa
- Otras importaciones de GNL

Fuentes: BP Statistical Review, Indosuez Wealth Management.



Aún hay que negociar los detalles, pero ya podemos descifrar dos conclusiones macroeconómicas principales:

- **El plan requiere importantes inversiones en infraestructuras.** A diferencia de los barriles de petróleo, el GNL requiere una infraestructura para licuar el gas a la salida y regasificarlo a la llegada. Las capacidades europeas están adaptadas a la demanda actual, pero no a una demanda adicional de 50.000 MMC. Además, es muy probable que la infraestructura para enviarlo desde España (donde podría llegar una buena parte del GNL) hacia Europa del Este sea insuficiente. Por último, adelantar la producción de energía renovable supone también adelantar las inversiones masivas en este sector.

También hay un problema en el lado de la demanda, el aumento de la demanda europea de 50.000 MMC equivale a algo más de un 10% de aumento de la demanda mundial, lo que, unido al aumento de los objetivos de capacidad de almacenamiento en Europa, provocará un choque de demanda en el mercado del GNL.

- **La combinación de energías es necesaria, pero también inflacionista.** Además de las presiones de la demanda sobre los precios, Europa tendrá que ofrecer inevitablemente una prima adicional para que el gas natural licuado sea transportado al Viejo Continente a través de Asia. Además, la transición hacia las energías renovables también se considera inflacionista a corto plazo, dado el mayor coste de producción y la necesidad de productos básicos, actualmente a precio elevado.

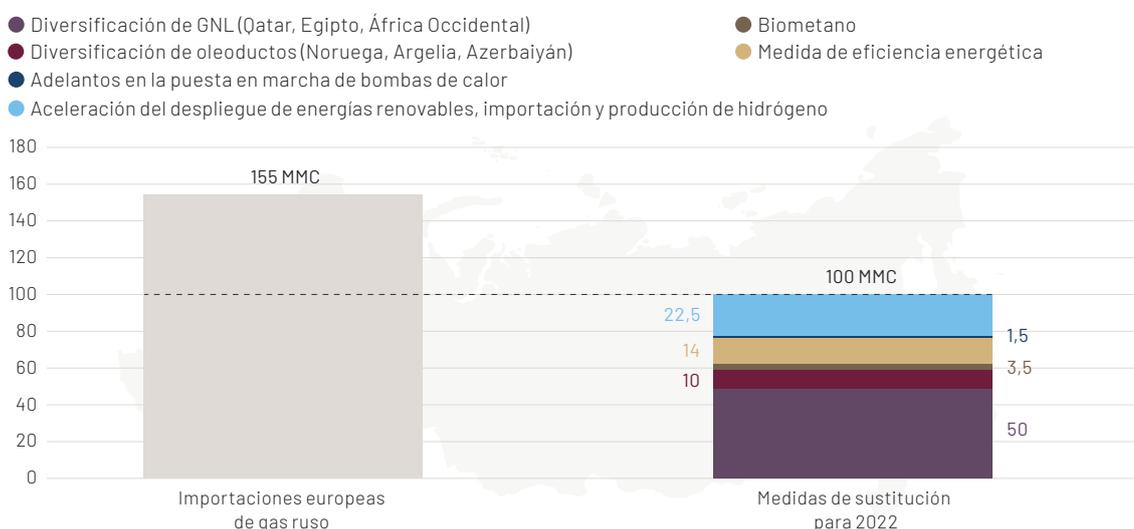
AYUDAR A LOS CONSUMIDORES

La segunda vertiente de REPowerEU tiene como objetivo limitar el impacto de la crisis en la población más vulnerable, permitiendo a los Estados miembros imponer una regulación temporal existente de los precios y mecanismos de transferencia (incluidas medidas fiscales sobre los beneficios extraordinarios y el uso de los ingresos del comercio de emisiones), y prolongar los existentes. Estas medidas se financiarían en parte con gravámenes a las empresas que se consideren beneficiarias de la subida de los precios de la energía, un equilibrio difícil si se espera que estas mismas empresas apoyen una parte de las nuevas necesidades de inversión. Estos impuestos no serán tan graves como tenían los mercados financieros, ya que, por el momento, están limitados hasta finales de junio.

NUNCA HAY QUE DESAPROVECHAR UNA CRISIS

El plan es muy ambicioso a propósito y es más una hoja de ruta que un objetivo definido. También puede considerarse un plan de contingencia, ya que exige a los Estados miembros que aumenten las reservas de gas hasta el 90% de su capacidad (frente al 30% actual). Europa no tiene otra salida, hay mucho en juego. Sin embargo, esta crisis es también una oportunidad para que Europa diversifique los productores de energía, catapulte su transición energética hacia las energías renovables y logre la independencia energética. También sigue siendo un factor de unión entre los Estados miembros, ya que las infraestructuras de mañana deberán financiarse con las emisiones de euros de hoy.

GRÁFICO 2: REDUCCIÓN DE 2/3 DE LA DEPENDENCIA DE LAS IMPORTACIONES DE GAS RUSO PARA 2022, MMC



Fuentes: Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.

La recuperación posterior a la COVID-19 habrá durado muy poco. Los indicadores de confianza de las empresas y los consumidores están viéndose afectados por partida doble: la inflación y la incertidumbre de la guerra de Ucrania. Aunque algunas zonas estén más expuestas que otras, el conflicto pasará factura a todos los continentes.



Una clara advertencia de que la recuperación está en **PELIGRO EN EUROPA**

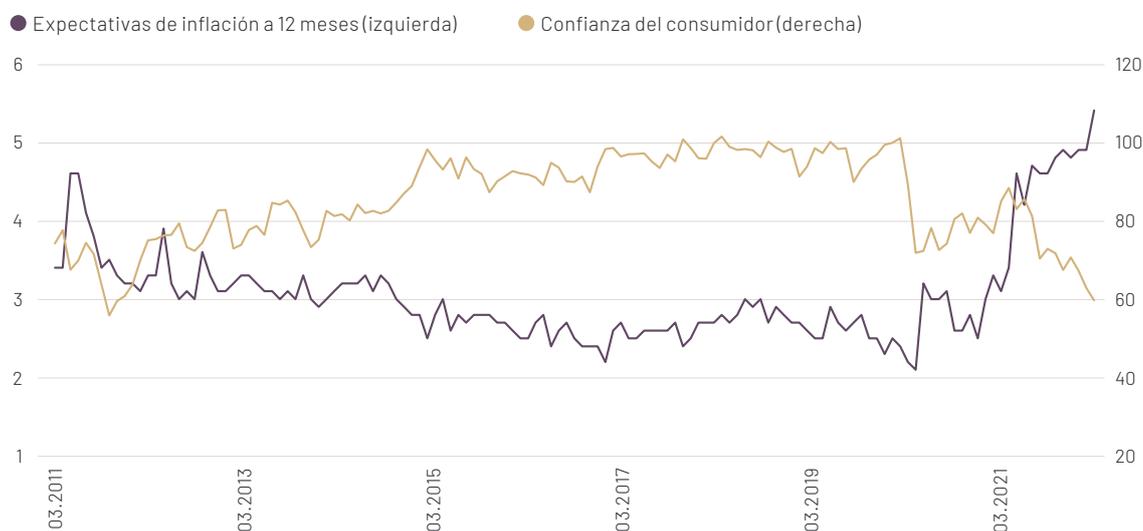
El conflicto de Ucrania está golpeando con fuerza al continente europeo. Aunque las encuestas sobre el sector manufacturero repuntaron en los dos primeros meses de 2022, en consonancia con el aumento de la producción industrial en el 1T, el índice ZEW de confianza económica de la zona euro se desplomó en marzo hasta alcanzar su mínimo de los últimos dos años, tras cuatro meses de sólida recuperación (-38,7 en marzo frente a +48,6 en febrero). Este indicador del clima inversor puede ser muy volátil, pero la magnitud del cambio de rumbo es una clara advertencia de que la recuperación en Europa está en peligro. La inflación en la zona euro se sitúa en el 5,8% interanual, con todos los componentes al alza, en particular, los precios de la energía (+32%) y los de los alimentos (+4,1%). Sin embargo, los consumidores europeos pueden confiar en la reanudación de la expansión fiscal y una política monetaria todavía relativamente acomodaticia (en comparación con los EE. UU.).

EL CONSUMO EN EE. UU.

Los consumidores estadounidenses disfrutaron de unos aumentos salariales mayores que en Europa, así como de los efectos de riqueza positivos del mercado inmobiliario, que no ha mostrado signos de desaceleración.

Los precios de la vivienda siguieron contribuyendo a la subida del índice general de precios al consumo en febrero (4,7% y 7,9%, respectivamente en términos interanuales), junto con los precios de la energía (26%) y de los alimentos (7,9%). Los precios de producción también subieron en febrero (10%) debido a la prolongación de los trastornos de la cadena de suministro por la guerra de Ucrania. Todo ello, unido a las limitaciones de capacidad y la escasez de mano de obra, provocó que el índice ISM de servicios de EE. UU. cayera cuatro puntos en febrero. Sin embargo, el último informe de empleo del país aportó cierta esperanza a las empresas, ya que la tasa de participación en el mercado laboral, que había caído durante la pandemia, está ahora a solo un punto porcentual de su nivel anterior. El motivo puede estar en la reducción del ahorro y la mayor preocupación de los consumidores en el contexto actual. La confianza de los consumidores de EE. UU. en marzo (encuesta de la Universidad de Michigan) reflejó su peor cifra desde noviembre de 2011 (gráfico 3), mientras que las expectativas de inflación aumentaron considerablemente (5,4%, su máximo desde 1981).

GRÁFICO 3: ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES DE MICHIGAN, PUNTOS



Fuentes: Universidad de Michigan, Indosuez Wealth Management.

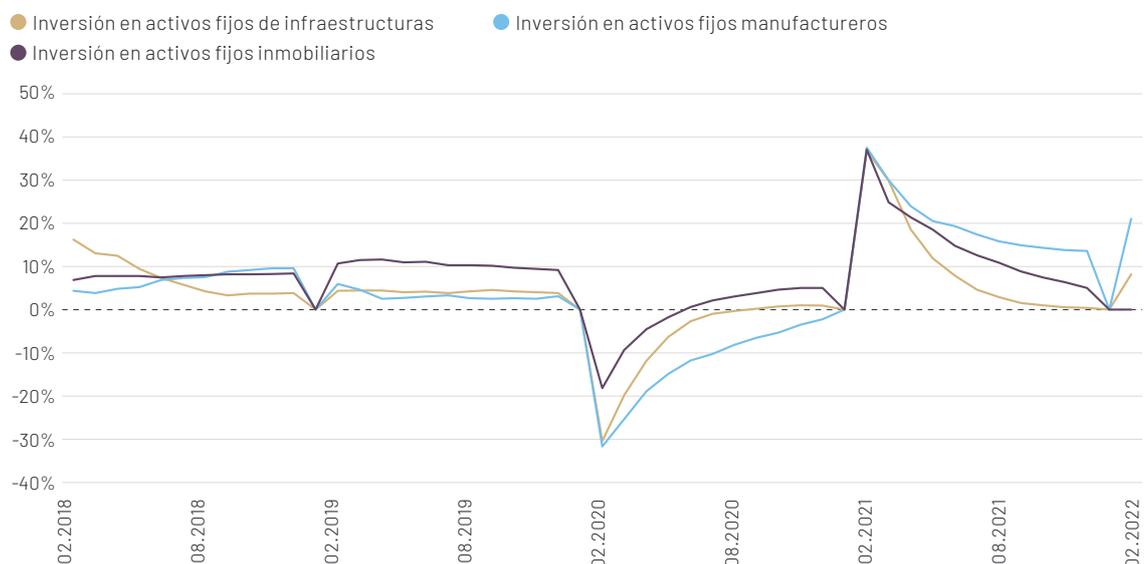
Con todos estos incrementos de precios, así como con la perspectiva de nuevas subidas de la Fed en un entorno de tipos predominantemente variables, dudamos de la resistencia del consumidor estadounidense en los próximos meses, especialmente, con una orientación de la política presupuestaria menos favorable.

En definitiva, aunque es difícil hacer previsiones en este entorno excepcionalmente incierto, hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento del PIB de la zona euro hasta el 2,5% en 2022 y también el crecimiento de EE. UU. hasta el 2,7%. Este cambio refleja un efecto negativo estructuralmente mayor en el crecimiento de la zona euro por las subidas de los precios de la energía, así como un impacto más fuerte de lo esperado en el consumo, ya que los salarios están aumentando a un ritmo mucho más lento que en EE. UU. Los riesgos para el crecimiento de la zona euro se concentran a la baja, sobre todo, si las incertidumbres llevaran a un descenso del gasto de capital, mientras que el crecimiento y la inversión en el sector energético estadounidense podrían verse favorecidos por el mantenimiento de los precios del petróleo por encima de los 100 dólares y el aumento de la demanda energética extranjera de petróleo y gas.

CHINA NO ES TOTALMENTE INMUNE

Por último, la economía china también se ha visto arrastrada por la crisis ucraniana desde el punto de vista político y también económico, ya que el petróleo y el gas representan el 17% de sus importaciones totales. La inflación es significativamente menor (0,9% interanual en febrero), lo que salva al Banco Popular de China del dilema de tener que elegir entre crecimiento e inflación. La actividad se ralentizó a principios de 2022, aunque partía de niveles elevados y mucho menos de lo que esperaba el consenso (7,5% interanual en la producción industrial frente al 9,6% de diciembre, 6,7% en las ventas minoristas frente al 12,5% y 16% de las exportaciones frente al 21%). De cara al futuro, China se apoya en sus puntos fuertes históricos para estimular el crecimiento por el lado de la oferta, en particular, mediante un gran acuerdo de infraestructuras (gráfico 4). La reanudación de los confinamientos y la esperada ralentización de la demanda de los principales socios comerciales dificultarán seriamente la capacidad del país para alcanzar su (envidiable) objetivo de crecimiento del 5,5% en 2022. Los inversores extranjeros están cada vez más preocupados por el riesgo de que las sanciones de EE. UU. se extiendan a China si Pekín presta apoyo a Moscú. La fuerte corrección de la renta variable que se produjo a mediados de marzo llevó a las autoridades a tranquilizar a los mercados y a prestar un amplio apoyo, con una postura más constructiva que podría marcar el fin de la represión regulatoria iniciada en 2021.

GRÁFICO 4: INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS CHINOS, INTERANUAL, %



Fuentes: Oficina Nacional de Estadística de China, Indosuez Wealth Management.

La ampliación de los diferenciales de crédito ha sido enorme y el comportamiento de vender a cualquier precio ha generado distorsiones injustificadas en las valoraciones. Estas son ahora mucho más atractivas, especialmente, teniendo en cuenta el entorno de baja morosidad.

BANCOS CENTRALES

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) confirmó su reciente tono de endurecimiento haciendo hincapié en su mandato de inflación. El banco central aceleró inesperadamente la reducción del estímulo monetario y señaló que está más preocupado por la inflación récord que por un menor crecimiento económico. Los funcionarios del BCE se comprometieron a reducir el ritmo de compras de bonos a partir de principios de mayo y afirmaron que podrían suspender el programa ya en el tercer trimestre. Intentaron atenuar su mensaje con una subida posterior de los tipos de interés menos automática, manteniendo las puertas abiertas a todas las opciones, en función de las perspectivas macroeconómicas.

En EE. UU., la Reserva Federal (Fed) ha confirmado la subida de tipos prevista de 25 pb en la reunión de mediados de marzo. A pesar de los recientes acontecimientos geopolíticos y de la debilidad de los datos de consumo, Jerome Powell pareció sugerir que el plan de endurecimiento del FOMC sigue intacto, aunque el Comité "avanzará con prudencia siguiendo las directrices de este plan". La Fed debería comenzar la reducción de su balance en el verano. El *Dot Plot* de la Fed ha marcado 6 subidas de tipos adicionales de 25 pb para 2022, y de 3 a 4 subidas más en 2023, por lo que supone un plan de acción creíble para luchar contra la inflación, aunque podría aumentar los riesgos de desaceleración, algo que la Fed tendrá que vigilar de cerca.

DEUDA PÚBLICA

El cambio en la política monetaria de Europa impulsó la subida de las tires. A pesar del deterioro de la situación geopolítica en Europa, las perspectivas de un nuevo aumento de la inflación presionan al BCE.

En un horizonte a corto plazo, la volatilidad sigue siendo elevada y el mercado está reaccionando a diversas fuerzas contradictorias (huida hacia la seguridad, mayores expectativas de inflación, endurecimiento de la postura de los bancos centrales, etc.). En consecuencia, hemos decidido rebajar la calificación de la deuda pública en euros.

Con el giro de la Fed a una línea más dura, hacia el endurecimiento cuantitativo, el poder de "valor refugio" de los bonos del Tesoro estadounidense se ha reducido mucho. La parte más larga de la curva ha sido más sensible a la aversión al riesgo y a los efectos negativos sobre el crecimiento. La curva estadounidense ya se ha aplanado considerablemente, pero las crecientes presiones inflacionistas podrían seguir penalizando los rendimientos a corto plazo. Se espera que la reducción del balance afecte a la parte de la curva del medio al largo plazo, aunque la Facilidad de Repo Permanente debería ayudar a gestionar la reducción. En este momento, prevemos un movimiento paralelo bajista de la curva de rendimientos estadounidenses.

BONOS LIGADOS A LA INFLACIÓN

El punto de equilibrio de la inflación europea ha registrado un comportamiento impresionante desde el inicio del conflicto ucraniano. El de Alemania a 5 años ha llegado a rozar el 5%. Los mercados vinculados a la inflación de Europa siguen descontando una menor inflación a largo plazo frente al corto plazo. El riesgo sigue siendo que, si la dinámica actual se mantiene, las expectativas de inflación a largo plazo podrían empezar a aumentar significativamente y la percepción de que la inflación está fuera de control, también.



**6 SUBIDAS
DE TIPOS**
adicionales de
25 pb para 2022,
según *Dot Plot*,
de la Fed

En EE. UU., el IPC de febrero mostró una fortaleza persistente en los componentes básicos subyacentes. Ante el cambio hacia categorías de inflación con más inercia y la escalada del conflicto en Ucrania, los economistas esperan ahora una inflación más rápida a lo largo de 2022 y 2023. En consecuencia, el punto de equilibrio de la inflación de EE. UU. a 2 años alcanzó un máximo del 4,7%, por encima de los TIPS estadounidenses a corto plazo. En este punto, el mercado ya prevé una tasa de inflación estructural más elevada, con un punto de equilibrio a 10 años en EE. UU. del 2,9% a partir del 9 de marzo.

DEUDA CORPORATIVA

La clase de activos de crédito se ha visto muy afectada por el entorno de aversión al riesgo debido a los acontecimientos geopolíticos más generales. De hecho, los inversores tratan de evaluar el impacto que el aumento de los precios de las materias primas y la exposición a Rusia puedan tener sobre los beneficios y la solvencia empresarial. Los valores financieros europeos con mayor exposición directa e indirecta a Rusia fueron los que más sufrieron.

Los diferenciales de crédito del *investment grade* (IG) se han ampliado demasiado y, tras la actual corrección, el segmento ha recuperado su atractivo. En la coyuntura actual, el contexto favorable para el crédito IG sigue siendo el crecimiento económico por encima de la tendencia y la mejora neta de la calificación. La aversión al riesgo también ha perjudicado considerablemente a la deuda subordinada, con una gran reducción de las valoraciones.

En el Euro High Yield, los flujos de salida llevaron a ventas provocadas por el pánico. La ampliación de los diferenciales de crédito ha sido enorme (gráfico 5) y el comportamiento de vender a cualquier precio ha generado distorsiones injustificadas en las valoraciones. Las valoraciones son ahora mucho más atractivas, especialmente, teniendo en cuenta el entorno de baja morosidad.

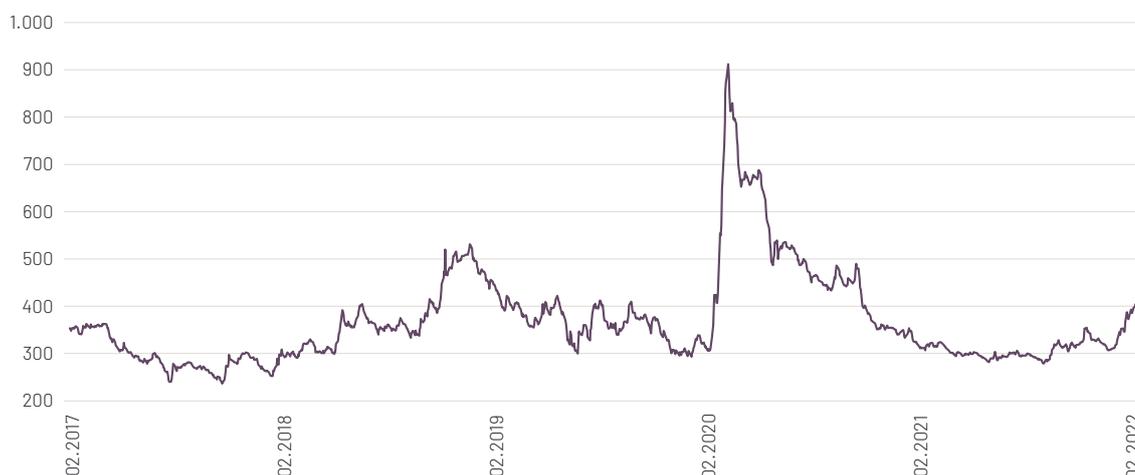
Los diferenciales de los bonos de alto rendimiento (HY) de EE. UU. se mostraron relativamente resistentes (+35 pb el mes pasado). Siguen siendo ajustados en comparación con los niveles históricos, aunque incluyen una previsión de tasas de impago muy reducidas y niveles bajos en los indicadores de dificultades. Mantenemos una postura defensiva en este segmento “de riesgo” y priorizamos los BB con duración reducida.

Hemos decidido elevar de forma generalizada la puntuación de la deuda corporativa y los mercados más favorecidos son el crédito IG en euros y en dólares estadounidenses, la deuda subordinada financiera y el crédito HY en euros.

MERCADOS EMERGENTES

El crédito emergente se vio perjudicado por la elevada incertidumbre derivada de los impagos de los emisores rusos y las posibles repercusiones en el resto de empresas de los mercados emergentes (EM). La subida de los precios de las materias primas favorece el crecimiento y las balanzas exteriores de los exportadores de materias primas EM, pero podría lastrar a los exportadores de productos manufactureros. Hemos aumentado ligeramente la calificación para Latam dado el gran peso de las empresas brasileñas.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE PANEUROPEO DE ALTO RENDIMIENTO, PB



Fuentes: Índice Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La invasión rusa supone un cambio radical evidente con respecto a la hipótesis principal anterior de la renta variable. El mercado se centra ahora en la guerra de Ucrania, con dos inquietudes principales: el impacto directo de las sanciones a Rusia sobre los beneficios empresariales y el impacto indirecto de la marcada subida de los precios de la energía y las materias primas —unido a las tensiones de las cadenas de suministro— sobre la inflación y el crecimiento.



LAS VALORACIONES
vuelven a niveles que no se veían desde hacía mucho tiempo

BENEFICIOS Y VALORACIÓN

En cuanto a los beneficios (gráfico 6) la magnitud de las revisiones a la baja dependerá de los movimientos de los precios de las materias primas, así como de la duración de la perturbación. Los cuellos de botella de la cadena de suministro siguen siendo igualmente preocupantes. Estos factores han empezado a lastrar las estimaciones de consenso y algunos indicadores de revisiones de las previsiones de beneficios son negativos por primera vez desde enero de 2021.

En el lado positivo, las valoraciones han vuelto a niveles que no se veían desde hacía mucho tiempo, con un descuento respecto a las medias históricas cercano al 15% para el STOXX 600.

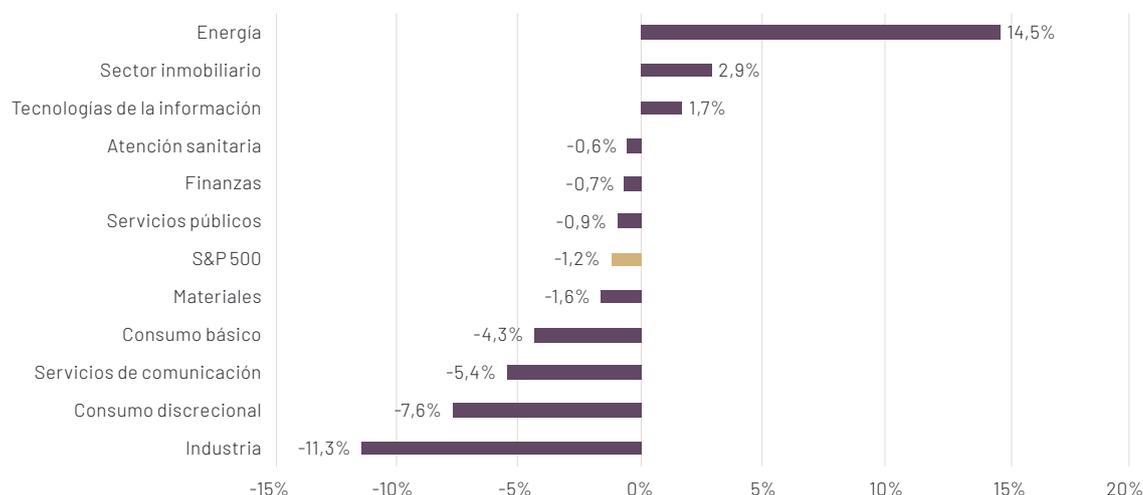
ESTADOS UNIDOS

Desde noviembre de 2021, el mercado estadounidense sufría, sobre todo, por la subida de los tipos a largo plazo ligada al aumento de los temores inflacionistas y a una política monetaria prevista mucho menos acomodaticia.

Desde el inicio del conflicto ucraniano, los mercados estadounidenses han vuelto a superar a los europeos, aunque, en lo que va de año, el rendimiento se acerca al de Europa. De hecho, EE. UU. está geográficamente alejado de la zona de conflicto, la economía estadounidense es básicamente nacional y, sobre todo, disfruta de una cuasi autonomía energética.

El mercado estadounidense parece estar menos amenazado por el conflicto, ya que la mayoría de sus grandes empresas cuentan con balances sólidos, márgenes elevados y un buen poder de fijación de precios. Sin embargo, la valoración de este mercado es especialmente sensible a los tipos de interés a largo plazo y la actuación de la Fed seguirá siendo determinante en la evolución de las cotizaciones. La principal vulnerabilidad radica en un incremento de los indicadores de valoración, sensibles a una nueva subida de los rendimientos de los bonos, lo que se traduce en una reducción de la prima de riesgo de la renta variable.

GRÁFICO 6: REVISIONES DE BENEFICIOS DE S&P 500 EN EL 1T 2022, %



Fuentes: FactSet a 04.03.2022, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

Europa será la región más afectada por la guerra de Ucrania, dada su dependencia de las importaciones de gas ruso y las repercusiones de las sanciones económicas a Rusia (trastornos en la cadena de suministro, y aumento de los precios de la energía y las materias primas). Mientras la geopolítica domine los debates, preferimos ser relativamente prudentes en los mercados europeos. Aunque las calificaciones se hayan reducido sustancialmente y coticen a precio reducido, el impacto negativo en los beneficios aún está por ver y la visibilidad de la magnitud de las próximas revisiones a la baja de los beneficios es limitada. No obstante, los inversores deben tener en cuenta que la reciente corrección ya integra las revisiones a la baja previstas.

MERCADOS EMERGENTES

El actual conflicto entre Ucrania y Rusia ha añadido una presión negativa enorme sobre la renta variable de Asia y, en particular, de China. A partir de la segunda semana de la contienda, la renta variable china se vio afectada por una importante oleada de ventas por el pánico que se extendió a todos los sectores, amplificada por los confinamientos selectivos debido al actual aumento de casos de la COVID-19 en China. En este momento, no esperamos un confinamiento total del país. El marco político es más favorable, ya que las autoridades chinas mantienen su sesgo de flexibilización monetaria y fiscal, y parecen haber pausado la represión reguladora. Prevemos nuevas ayudas fiscales (reducción de impuestos) y una mayor relajación monetaria, así como un afinamiento de las políticas en el sector inmobiliario.

A pesar de las difíciles condiciones del mercado, seguimos centrados en los fundamentales corporativos y mantenemos una postura optimista para 2022. Tras las revisiones a la baja de los beneficios de los últimos meses, todavía se espera un crecimiento de dos dígitos en el beneficio por acción en Asia. El repunte del 15% del MSCI China el 16 de marzo revela que el mercado ya había alcanzado niveles de pesimismo muy elevados.

ESTILO: ¿SE DISOCIARÁN EL CRECIMIENTO Y LA CALIDAD?

Una Fed "agresiva", unida a un perfil de crecimiento más lento y unos indicadores técnicos débiles, exigen una postura defensiva; la volatilidad va a seguir siendo elevada en el nuevo régimen de mercado, lo que reforzará el atractivo relativo de los fundamentales de la calidad, como la visibilidad, la estabilidad, la resistencia y la baja volatilidad. Este entorno favorece a los valores de Calidad, nuestro estilo favorito en este momento.

El estilo *Value* se encuentra en una fase esquizofrénica, con un rápido descenso de la calificación de los automóviles, los bancos y otros valores cíclicos, como los industriales y, por otro lado, un ímpetu positivo en los sectores de la energía y los materiales, impulsado por el marcado repunte de los precios de las materias primas. Nuestra intención es centrarnos en esta segunda parte. Este estilo seguirá siendo más volátil mientras domine la geopolítica, aunque ofrece un gran atractivo, sobre todo, si se combina con valores de Calidad en una estrategia de riesgo compensado.



La crisis ucraniana ha llevado a los mercados de divisas a cuestionar ciertos supuestos, como la correlación de las monedas de las materias primas con la propensión al riesgo, al tiempo que se confunden las perspectivas del euro, el dólar y otras monedas de reserva. Las mayores repercusiones se notarán en la gestión de las reservas, ya que las sanciones sin precedentes impuestas a las reservas rusas de divisas tendrán implicaciones a largo plazo para todas las opciones de reservas de los gestores.

EUR

Los riesgos parecen concentrados de forma asimétrica a favor de la recuperación del euro.

La caída del euro desde el inicio del conflicto de Ucrania es una reacción natural a un conflicto tan importante a las puertas de la zona euro, aunque la moneda se ha visto muy afectada igualmente por las perspectivas de un menor crecimiento del PIB y un encarecimiento de la energía. Se prevé que el ímpetu macroeconómico relativo perjudique al euro, ya que la previsión es que la economía estadounidense resista mejor este doble choque geopolítico y de materias primas. Sin embargo, con una inflación que ya es fuerte y un euro tan débil, existe un riesgo creciente de que el BCE quiera luchar contra la inflación con la finalización de la flexibilización cuantitativa y la vuelta de los tipos de interés positivos, lo que podría impulsar el euro. Sin embargo, se trata, en gran medida, de una cuestión de tipos de interés relativos, ya que se espera que la Fed suba los tipos mucho más rápido (véase más adelante). Hay claros factores adversos contra una fuerte apreciación del euro, pero a corto plazo creemos que los riesgos se inclinan a favor de la moneda única, a menos que el conflicto empeore significativamente.

LAS MONEDAS DE LAS MATERIAS PRIMAS

Resisten, siempre que la situación no empeore.

Los inversores han notado la fortaleza de las monedas de las materias primas en el universo del G10 (dólar australiano, dólar canadiense, corona noruega, dólar neozelandés) y de los EM (rand sudafricano y real brasileño), a pesar de la gran aversión al riesgo de los mercados. ¿Son un refugio o una cobertura en esta crisis? Su fortaleza está bien justificada por los elevados precios de las materias primas, pero si estos siguen subiendo (p. ej., el petróleo por encima de los 160 dólares/barril), el impacto de la consiguiente destrucción de la demanda sería tan grave para el crecimiento mundial, que estas divisas volverían a sufrir. Es probable que sigan viéndose favorecidas tanto en el actual conflicto como en una resolución del mismo, pero, después de la fortaleza ya observada, solo presentan oportunidades tácticas, más que ventajas de cobertura.



Crece el riesgo
de que el
BCE
quiera luchar
contra la inflación

USD

Una Fed "agresiva" que no consigue levantar el dólar.

Una Fed "agresiva", que consiguió incluso superar las expectativas de endurecimiento del mercado, se encontró inicialmente con un comportamiento mediocre del dólar, lo que pone de manifiesto que la atención del mercado de divisas se ha desviado de la Fed/COVID-19 a la geopolítica, y la relajación del mercado de mediados de marzo ayudó a otras divisas frente al dólar a corto plazo. Sin embargo, en frío se observa que la Fed promete tipos cercanos al 3% para finales de 2023 y la curva de tipos está plana, una perspectiva tentadora si la oleada de ventas por el riesgo comienza a empujar a los inversores hacia el efectivo.

ORO

Máximos históricos y nuevos soportes a largo plazo.

El máximo histórico del oro se puso a prueba, justo por encima de los 2.070 dólares/onza, ya que el cruce de la barrera de los 2.000 dólares llevó rápidamente a un mercado frenético (gráfico 7). Una resistencia técnica de "doble techo" en los 2.070 dólares y la subida de los tipos de interés del dólar crean factores adversos para el oro, que, muy probablemente, se intensificarán si se resuelve el conflicto.

Por otro lado, el precio de equilibrio a largo plazo del oro ha ganado un apoyo sutil, pero significativo, ya que las fuertes sanciones a las reservas de divisas de Rusia han demostrado que el metal amarillo es la única moneda de reserva verdaderamente líquida y libre de ruido político, y es posible que veamos un aumento silencioso de las ofertas de los gestores de reservas favorables al oro a largo plazo.

CNY

Primeros pasos como divisa de reserva mundial, aunque aún es pronto.

El yuan chino se vio sometido a presión por primera vez en meses, ya que la reanudación de los confinamientos por un aumento de casos de la COVID-19 asustó a los inversores del mercado de renta variable. Sin embargo, la debilidad duró tanto como la oleada de ventas, gracias a que las autoridades chinas se comprometieron a apoyar a los mercados. El yuan también recuperó un poco. En 6,35, la fortaleza del yuan empieza a parecer desfasada, ya que la relajación de la política monetaria en China frente al endurecimiento estadounidense empezará a pesar sobre los inversores que acudieron al yuan en busca de rendimientos reales. También cabe destacar que el yuan parece haber dado sus primeros pasos concretos como divisa de reserva mundial con la crisis de Ucrania, aunque aún le quede mucho camino por recorrer.

GRÁFICO 7: UMBRALES DE SUBIDAS, PRECIOS DEL ORO EN USD POR ONZA



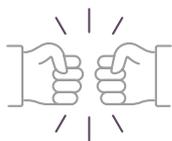
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

07 • Asignación de activos

ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN



HIPÓTESIS MACROECONÓMICAS Y DE MERCADO



El conflicto provoca un violento incremento de la VOLATILIDAD Y UNA CORRECCIÓN DEL MERCADO

- Este conflicto de Ucrania ha provocado un violento incremento de volatilidad y una corrección del mercado, con muchas implicaciones para los mercados a corto y medio plazo.
- La importante subida de los precios de las materias primas —el petróleo ya se ha corregido respecto a los recientes máximos en torno a los 140 dólares—, que debería mantener su gran volatilidad, está reduciendo las expectativas macroeconómicas y las perspectivas de los márgenes.
- La hipótesis de crecimiento se ha revisado a la baja y afecta más a Europa que a EE. UU. En la zona euro, se espera una reducción del crecimiento del ejercicio 2022 del 4% al 2,5% aproximadamente, mientras que el descenso en EE. UU. debería ser más limitado (aunque partiendo de una hipótesis inicial inferior), del 3,5% al 2,5%-3%.
- En el conjunto del año, prevemos que se evitará recesión mundial, pero, técnicamente, el crecimiento intertrimestral del PIB podría estancarse o ser negativo en el 2S, especialmente en Europa. Estas cifras siguen siendo inciertas y están condicionadas por las hipótesis, además, de cara al futuro, la resistencia del consumo y del gasto de capital de las empresas es clave para las perspectivas de crecimiento mundial.
- Las expectativas inflacionistas para el año se han revisado al alza al 5%-6% en Europa y EE. UU., con una gran incertidumbre en 2022, en función del contagio de la inflación de la energía a la estructural.

Por lo tanto, se espera que los bancos centrales aumenten los tipos de interés; la Fed ha llevado a cabo la primera subida y seguirá subiendo los tipos a lo largo del año, como demuestran las últimas proyecciones del FOMC, proponiendo la idea de que la estabilidad de los precios es una condición necesaria para el crecimiento sostenible de la economía estadounidense. Por lo tanto, los mercados se creen hasta ahora el *Dot Plot* del FOMC, según el cual los fondos federales llegarán al 2,8% a finales de 2023, aunque el resultado depende en gran medida de la capacidad de la economía estadounidense para soportar los factores adversos actuales y el mayor ritmo de subidas de tipos.

- Esta perspectiva más deteriorada podría reducir el período para subir los tipos a 2022, si el crecimiento pierde fuerza a finales de año. En Europa, el BCE ha acelerado el *tapering* para aumentar sus opciones y subir los tipos antes de lo previsto si la inflación sigue subiendo, y, también aquí, si el crecimiento se mantiene positivo.
- Se espera que los analistas revisen a la baja el crecimiento de los beneficios en 2022, ya que se acepta de forma general que una corrección del 1% en el PIB europeo lleva a un efecto negativo del 10% en los beneficios, lo que se traduciría en un crecimiento de los beneficios cercano al 1% este año en los mercados desarrollados (frente a cerca del 9% anterior). En términos sectoriales, este impacto será bastante asimétrico, ya que los sectores *Value* como la energía, los materiales, los bancos, la atención sanitaria y la tecnología deberían resistir mejor que la industria y los bienes de consumo, que son más propensos a verse afectados por las presiones sobre los márgenes.

- Los diferenciales corporativos se han ampliado significativamente en este choque de volatilidad sin expectativas de aumento de los impagos; este fenómeno ya comenzó antes del conflicto de Ucrania y parece estar relacionado con una tendencia de normalización de los precios relacionada con el aumento de los rendimientos de los bonos y la normalización de los bancos centrales.

ESTRATEGIA DE ASIGNACIÓN

- Este nuevo entorno, con mayores incertidumbres y perspectivas revisadas, justifica un enfoque neutral sobre el riesgo, aunque parece que ya se han descontado un gran volumen de malas noticias y que los mercados están dispuestos a repuntar ante cualquier noticia positiva sobre el conflicto de Ucrania o la política en China.
- Debido al riesgo y a las modificaciones de las expectativas de crecimiento, en las últimas semanas hemos reducido nuestro grado de convicción sobre la renta variable de la zona euro y hemos adoptado una posición más neutral entre Europa y EE. UU., aunque Europa podría repuntar con más rapidez a corto plazo. Mientras tanto, mantenemos nuestra convicción histórica sobre China, que ha sufrido recientemente, pero se beneficia de un mayor crecimiento de los beneficios y de un mejor apoyo político.
- Seguimos orientados hacia el largo plazo en las posiciones en el crédito, conscientes de una intensa revalorización, aunque, sin un gran deterioro de los fundamentales, la situación empieza a ofrecer rendimientos absolutos atractivos para los nuevos participantes con un horizonte a largo plazo y una filosofía de *carry*. Esto debería depender de las perspectivas de crecimiento, ya que la recesión suele llevar a una subida de los diferenciales.
- Este contexto ha impulsado una rotación en las coberturas macro en beneficio de los puntos de equilibrio de la inflación, mientras que las divisas refugio y el oro son vulnerables a un repunte de alivio. La duración de los bonos del Estado fue útil durante la fase de corrección, pero es vulnerable al rápido cambio de régimen de mercado, y al aumento de las expectativas de inflación y a las subidas de tipos previstas. Sin embargo, dentro del club de los valores refugio, el oro debería seguir viéndose favorecido en este régimen inflacionista en caso de que los bancos centrales duden en subir los tipos.

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
RENTA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
Potencias EUR 10A (Bund)	=/-	=
Periferia EUR	=	=/-
US 2A	=/-	=
US 10A	=/-	=
EUR breakevens de inflación	=	=
US breakevens de inflación	=	=
DEUDA CORPORATIVA		
Investment grade EUR	+	=/+
High yield EUR/BB- y >	=/+	=/+
High yield EUR/B+ y <	=	=
Bonos de entidades financieras EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	+	=/+
High yield USD/BB- y >	=	=/+
High yield USD/B+ y <	=	=
DEUDA EMERGENTE		
Deuda pública moneda fuerte	=	=/+
Deuda pública moneda local	=/-	=
Deuda corporativa iberoamérica USD	=/-	=/-
Deuda corporativa asia USD	=/+	=
Bonos chinos CNY	=	=/+
RENTA VARIABLE		
GEOGRAFÍAS		
Europa	-/=	=
EE.UU.	=/+	=/+
Japón	-/=	-/=
Iberoamérica	-/=	=
Asia ex-Japón	=	=
China	=/+	+
ESTILOS		
Crecimiento	=	+
Value	=/+	=
Calidad	=/+	=
Cíclico	-/=	=
Defensivo	-/=	-/=
DIVISAS		
EE.UU. (USD)	=	=/-
Zona euro (EUR)	=	=/+
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suiza (CHF)	=	=
Japón (JPY)	=/-	=
Brasil (BRL)	=/+	=
China (CNY)	=/-	+
Oro (XAU)	=	=

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 17 DE MARZO DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	2,17%	20,91	66,05
Francia 10A	0,83%	13,10	63,80
Alemania 10A	0,38%	15,30	56,40
España 10A	1,33%	11,20	76,30
Suiza 10A	0,40%	12,80	53,20
Japón 10A	0,20%	-1,90	13,60

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	36,92	-7,91%	-5,86%
Deuda pública EUR	212,90	-0,44%	-2,59%
Deuda corporativa EUR (HY)	202,98	-2,20%	-4,99%
Deuda corporativa USD (HY)	316,10	-0,60%	-4,91%
Deuda pública EE. UU.	309,75	-1,15%	-3,29%
Deuda corporativa emergente	46,07	-6,16%	-9,67%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,0393	-0,61%	0,17%
GBP/USD	1,3149	-3,43%	-2,83%
USD/CHF	0,9371	1,81%	2,65%
EUR/USD	1,1091	-2,38%	-2,45%
USD/JPY	118,60	3,18%	3,06%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	25,67	-2,44	8,45

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.411,67	0,72%	-7,44%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.385,34	-2,02%	0,01%
Stoxx Europe 600	450,49	-3,03%	-7,65%
Topix	1.899,01	-1,67%	-4,68%
MSCI World	2.981,31	-0,92%	-7,75%
Shanghai SE Composite	4.237,70	-8,46%	-14,22%
MSCI Emerging Markets	1.120,93	-9,81%	-9,02%
MSCI Latam (América Latina)	2.441,51	2,67%	14,63%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	230,70	-20,63%	-16,32%
MSCI Asia Ex Japan	717,52	-8,92%	-9,09%
CAC 40 (Francia)	6.612,52	-4,81%	-7,56%
DAX (Alemania)	14.388,06	-5,76%	-9,42%
MIB (Italia)	24.123,58	-9,55%	-11,79%
IBEX (España)	8.412,00	-2,99%	-3,46%
SMI (Suiza)	12.061,87	-0,11%	-6,32%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.920,00	2,84%	8,18%
Oro (USD/Onza)	1.942,89	2,34%	6,22%
Crudo WTI (USD/Barril)	102,98	12,23%	36,92%
Plata (USD/Onza)	25,58	7,16%	9,56%
Cobre (USD/Tonelada)	10.243,00	3,16%	5,38%
Gas natural (USD/MMBtu)	4,99	11,23%	33,78%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

DICIEMBRE DE 2021	ENERO DE 2022	FEBRERO DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 17.03.2022
-0,83%	7,29%	4,73%	2,67%	14,63%
-1,56%	2,43%	0,39%	0,72%	0,01%
-2,30%	1,08%	-0,08%	-0,92%	-4,68%
-2,46%	-1,93%	-0,47%	-1,67%	-7,44%
-2,64%	-3,12%	-2,40%	-2,02%	-7,65%
-3,40%	-3,88%	-2,65%	-3,03%	-7,75%
-3,64%	-4,84%	-3,06%	-8,46%	-9,02%
-3,92%	-5,26%	-3,14%	-8,92%	-9,09%
-4,14%	-5,34%	-3,36%	-9,81%	-14,22%
-7,05%	-7,62%	-10,33%	-20,63%	-16,32%

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

MÁS RENTABLE
+

MENOS RENTABLE
-



AIE: Agencia Internacional de la Energía.

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

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

BPA: Beneficio Por Acción.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

Gig economy: Sistema basado en el trabajo flexible, temporal o por cuenta propia.

IPC (índice de precios de consumo): El IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

IRENA: Agencia Internacional de Energías Renovables.

ISM: Institute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

ISR: Inversión sostenible y responsable.

Japonización de la economía: Se refiere al estancamiento al que se ha enfrentado la economía japonesa en las últimas tres décadas y suele aplicarse en referencia al temor de los economistas a que otros países desarrollados sigan su ejemplo.

Metaverso: Mundo virtual ficticio (del inglés «metaverse», contracción de «meta universe», es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Oligopolio: Situación en la que, en un mercado, existe un número reducido de oferentes (vendedores) que disponen de cierto poder de mercado y un gran número de demandantes (clientes).

OMC: Organización Mundial del Comercio.

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

OPEP+: OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

PIB (producto interior bruto): El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

PMI: Índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Punto básico (pb): Un punto básico equivale a 0,01%.

Punto de equilibrio de la inflación («inflation breakeven» en inglés): Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

Pricing power: Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa: Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

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

Tipo swap de inflación a 5 años dentro de 5 años: Indicador de mercado sobre las expectativas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Ofrece una visión de cómo pueden cambiar las expectativas de inflación en el futuro.

Uberización: Término inspirado en el nombre de la empresa estadounidense Uber, que desarrolla y opera plataformas digitales para conectar a conductores y usuarios. Designa a un nuevo modelo de negocio que aprovecha las nuevas tecnologías digitales y que forma parte de la economía colaborativa al poner en contacto directo a clientes y proveedores de servicios, con costes reducidos y precios más bajos.

Value: El estilo Value se refiere a las empresas que parecen cotizar a un precio reducido en relación con sus fundamentales. Las características comunes de las acciones Value incluyen una elevada rentabilidad por dividendo, y unos ratios precio-valor contable y precio-beneficio reducidos.

VIX: Índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices. amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

WTI (West Texas Intermediate): Junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez, sociedad de nacionalidad francesa, matriz de la actividad de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales o entidades vinculadas, esto es CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus filiales, sucursales y oficinas de representación respectivas, dondequiera que estén, operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás entidades de Indosuez Wealth Management se designarán individualmente el «Entidad», y conjuntamente, los «Entidades».

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo") y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o al garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o tratar de prestar servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o desde ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en la Guía Informativa, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales y normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

- **En Francia:** esta publicación es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.

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

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

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

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

- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 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, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. 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). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a Inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (Inversores profesionales)(Cap. 571D)).

- **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 aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-G07 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.

- **En Dubái:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación 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.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 22.03.2022.

