

MONTHLY HOUSE VIEW

Junio de 2022

Focus

Zona euro: en la encrucijada

• Índice

01• Editorial	P3
REBOBINE, POR FAVOR	
02• Focus	P4
ZONA EURO: EN LA ENCRUCIJADA	
03• Macroeconomía	P6
ATENCIÓN A LA BRECHA	
04• Renta fija	P8
MANTENER UNA VISIÓN OPTIMISTA SOBRE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO	
05• Renta variable	P10
LA TORMENTA PERFECTA	
06• Divisas	P12
VUELVE LA VOLATILIDAD AL MERCADO DE DIVISAS	
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

“La aversión a la pérdida contribuye a producir inercia, lo que significa un fuerte deseo de conservar las posesiones” Richard Thaler, Un pequeño empujón



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Estimado/a lector/a:

Probablemente, a muchos inversores les gustaría volver unos meses atrás y ajustar retroactivamente sus carteras para evitar las dos grandes correcciones de los últimos meses: la de la deuda pública y la de las acciones de Crecimiento. En retrospectiva, la conclusión extraída de esta corrección es que es difícil mantener la lucidez con precios de mercado elevados y resistirse a la idea de que el futuro será una continuación del presente, algo especialmente cierto en un año en el que la situación macroeconómica-financiera se ha visto gravemente perjudicada por el conflicto de Ucrania. No obstante, igualmente sería un gran riesgo pensar que la inflación seguirá aumentando y que los bancos centrales simplemente volverán a una postura tipo Fed al estilo de los años 70.

El gran nivel de incertidumbre, así como el malestar causado por las pérdidas de capital, puede llevar tanto a la parálisis del inversor como a la decisión emocional de capitular, que es lo que suele ocurrir después de que los mercados se desplomen un 20%, un famoso umbral de mercado bajista que refleja con acierto el paso del optimismo al pesimismo. Este riesgo de capitulación existente en 2022 puede considerarse la contrapartida de la tendencia del “miedo a perderse algo” (FOMO, por sus siglas en inglés) que dominó los mercados en 2021.

Para evitar la doble trampa emocional de la capitulación y la impulsividad, tal vez sea mejor intentar dar sentido al entorno actual. En las últimas semanas, hemos asistido a dos narrativas alternas y contrapuestas que, en realidad, son las dos caras de una misma moneda: por un lado, la inflación con normalización de la política monetaria y, por otro, el temor a una recesión.

Hasta principios o mediados de mayo, los mercados se regían principalmente por los datos de inflación (que volvieron a superar las expectativas) y por el tono más decidido de los bancos centrales (que alimentó la subida de los tipos a largo plazo). Paradójicamente, las expectativas de inflación futura se han corregido y reflejan ahora el impacto previsto de la desaceleración económica y el endurecimiento de las condiciones monetarias. Esta corrección también ha provocado una subida de los tipos de interés reales, que ha afectado

tanto a las acciones de Crecimiento como al oro, aunque, paralelamente, los tipos a largo plazo han disminuido por el aumento de la probabilidad de recesión en los últimos días.

Este choque entre el discurso inflacionista y el recesivo también se ha visto avivado por la fuerte divergencia entre los signos de una desaceleración del ciclo económico, por un lado, y la sorprendente resistencia de los beneficios empresariales, por otro. Podemos ver cierto paralelismo con la divergencia entre los indicadores económicos (como los PMI), que se estabilizan en niveles elevados, y los indicadores de la confianza de los consumidores, afectados por la disminución del poder adquisitivo de los hogares. Todo ello confirma que la perturbación actual viene de los consumidores y no de las empresas, aunque estas últimas pronto empezarán a sentir sus efectos en el volumen de ventas.

El auge del discurso recesivo conduce inevitablemente a cambios en el posicionamiento de mercado, con un mejor rendimiento de los sectores defensivos en detrimento del Crecimiento y el *Value*. Podría ser tentador ver la situación como un punto de entrada para las acciones de Crecimiento después de seis meses de corrección, pero la señal vendrá probablemente de los bancos centrales. Si la Fed suavizara su tono en los próximos meses como respuesta al riesgo de una desaceleración económica excesiva, los inversores probablemente volverían a acudir a estos valores. El momento también podría coincidir con el posible debilitamiento del dólar estadounidense, ya muy anunciado, algo difícil de imaginar mientras la Fed mantenga su tono duro. Sin embargo, el dólar podría volver a regirse por la ley de la gravedad si la Fed señala un punto de inflexión en su ciclo de endurecimiento y el Banco Central Europeo (BCE) sale de los tipos negativos.

El esperado fin de los tipos negativos es, al menos, un aspecto positivo al que los inversores pueden aferrarse en un entorno que induce a la ansiedad y que señala el regreso del *carry* de los bonos. Al mismo tiempo, la corrección del mercado de renta variable podría restablecer las tasas de rendimiento más atractivas que los inversores necesitan para combatir la erosión del capital que provoca la inflación.

El discurso de la estanflación en la zona euro se convierte poco a poco en realidad. Se espera que el BCE vuelva a situar los tipos de interés en terreno positivo, mientras que la política fiscal deberá seguir siendo excepcionalmente acomodaticia un año más. La solidaridad europea sigue siendo un elemento a seguir de cerca, aun cuando la sostenibilidad de la deuda soberana no debería cuestionarse a corto plazo.

EL PIB SE FRENARÁ EN EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2022

La economía de la zona euro creció un 0,3% intertrimestral en el primer trimestre de 2022, en línea con las expectativas del mercado. El crecimiento de España (0,3%) y Alemania compensó ligeramente la contracción de Italia (-0,2%) y el inesperado estancamiento de Francia. El empleo creció por cuarto trimestre consecutivo en la zona y llevó el total más allá del nivel anterior a la pandemia.

De cara al futuro, las encuestas indican que, en la actualidad, los consumidores europeos están llevándose realmente la peor parte de la crisis de los precios de la energía. Las ventas minoristas comenzaron a ralentizarse en marzo (-0,4% intermensual) y se espera que el consumo privado se contraiga en el 2S de 2022, en consonancia con el pico de la inflación. Sigue existiendo una gran incertidumbre, especialmente en lo que se refiere al suministro de energía, así como a las repercusiones de los confinamientos chinos, que crean fuertes cuellos de botella en el suministro de los estados manufactureros. Las matriculaciones de automóviles en la Unión Europea (UE) se desplomaron en abril (-20,6% interanual), en gran parte debido a las limitaciones de la oferta, que dificultan la producción. Sin embargo, el bloque monetario puede beneficiarse de dos factores de apoyo. En primer lugar, las economías basadas en los servicios se beneficiarán de la reapertura de la economía europea y de las perspectivas de una temporada turística estival

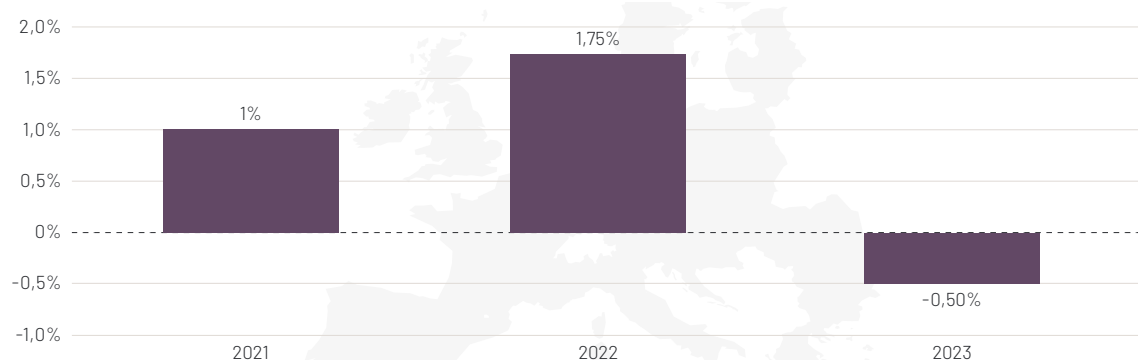
más "normal". En segundo lugar, la ralentización de la inversión privada, provocada por la mayor incertidumbre y la previsión de subida de tipos, se verá parcialmente compensada por un aumento del consumo y la inversión públicos. Así, se estima que el impulso fiscal sea más fuerte en 2022 que en 2021 (gráfico 1) con la aplicación de las dotaciones NextGenerationEU (NGEU) y las nuevas medidas nacionales para ayudar a los hogares y a las empresas a hacer frente a la fuerte subida de los precios de la energía. Sin embargo, esto no compensará totalmente el impacto de la ralentización de la demanda y, por lo tanto, esperamos que el crecimiento de la zona euro se estanque en el segundo semestre del año.

En definitiva, se espera que el PIB avance un 2,5% en la zona euro en 2022, cifra que se sustenta en un fuerte efecto de arrastre del sólido crecimiento de finales de 2021. En el 2S de 2022, la zona experimentará un estancamiento del crecimiento con el pico de la inflación. En 2023, se prevé que el crecimiento siga siendo moderado (hasta el 1,5%) a medida que los consumidores recuperen gradualmente cierto poder adquisitivo. Según las previsiones de la Comisión Europea, los salarios progresarán un 3,2%, por encima de la inflación prevista del 2,7%. Se espera que el gasto fiscal nacional deje de ser favorable en 2023. Los riesgos de impacto negativo prevalecen a corto plazo, sobre todo, por el corte de gas ruso; la Comisión Europea estima que tal posibilidad llevaría a la recesión (lo que anularía un porcentaje de crecimiento del 2,5% en 2022 y del 1% en 2023).



Prevalecen los
**RIESGOS
DE IMPACTO**
negativo a corto
plazo

GRÁFICO 1: IMPULSO FISCAL ESTIMADO DE LA ZONA EURO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB, %



Fuentes: Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.

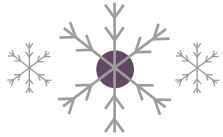
SUBIDA DE TIPOS: OTRO OBSTÁCULO

La inflación subyacente (que excluye los precios de la energía) de la zona euro subió un 3,5% en abril (frente al 2,9% de marzo). Se espera que siga subiendo en los próximos meses, ya que los salarios comienzan a tender al alza ahora que los trabajadores exigen subidas salariales en un mercado laboral todavía sólido. Se espera que la inflación general de la zona euro alcance el 7% en 2022 y se mantenga por encima del objetivo del BCE en el 2,7% en 2023. Ante el rápido aumento de la inflación y la debilidad del euro, que implica una inflación importada, el BCE se dispone a normalizar la política monetaria (véase Renta fija, página 8), pero solo de forma moderada, dada la debilidad de la demanda interna. Los tipos de depósito deberían volver a ser positivos a finales de 2022.

Dado que parece inevitable una subida del BCE a mediados de verano y que es probable que las normas fiscales europeas sigan paralizadas otro año, parece que los temores sobre la sostenibilidad de la deuda han vuelto a aumentar en los países europeos con una deuda elevada, como Italia (gráfico 2). Junto con el equilibrio fiscal, el diferencial de tipos de interés y crecimiento ($i-g$) es, en efecto, un importante factor determinante de la dinámica de la deuda pública y del análisis de la sostenibilidad soberana. En la práctica, estos dos factores nos indican, con todo lo demás constante, la evolución natural del gasto y los ingresos públicos. A corto plazo, el ratio de deuda/PIB de Italia se verá afectado de forma positiva desde ambos lados, gracias a los rendimientos medios de las emisiones de bonos, que siguen siendo históricamente bajos (en el 0,4% actual, frente al 3% de 2012), a

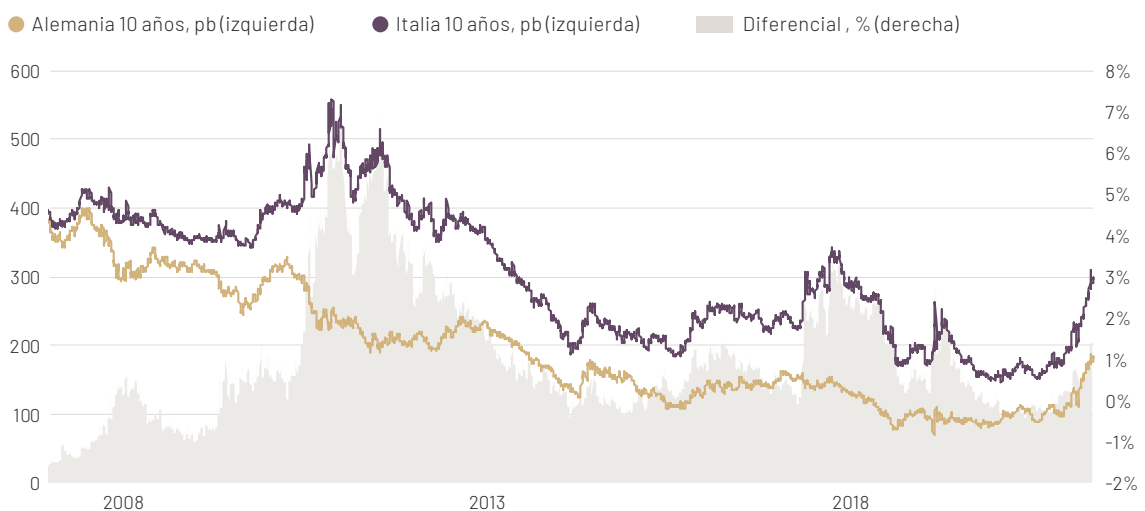
una prolongación del vencimiento medio de la deuda y una mayor inflación. El reciente aumento de los rendimientos italianos a 10 años hasta los niveles de tensión postelectoral de 2018, en torno al 3%, no constituye un riesgo de fragmentación financiera en la zona, ya que el crecimiento del PIB nominal este año sigue siendo significativamente superior a los tipos de interés. Además, los seguros de impago de deuda (CDS) italianos no se acercan a los niveles de tensión del pasado.

A medio plazo, la situación no es tan prometedora. Los pagos medios de intereses de la deuda italiana se verán gradualmente afectados por el aumento de los tipos de interés a medida que esta vaya refinanciándose y, suponiendo que el crecimiento nominal italiano vuelva a los niveles anteriores a la crisis, esto sugeriría la necesidad de una mayor disciplina fiscal (en forma de superávit presupuestario primario) para mantener una senda de deuda estable, una virtud que el Gobierno italiano ha mantenido, con pocas excepciones, durante los últimos 20 años. Por tanto, el aumento de los diferenciales puede atribuirse más bien a una revalorización del alto endeudamiento italiano tras periodos de tipos extremadamente bajos, especialmente a medida que se reduce el programa de compras del BCE y habrá que buscar nuevos compradores. Será necesario continuar con la mutualización de la deuda de la UE, ya que el BCE pasa a un segundo plano (Italia ya ha suscrito el importe máximo de los fondos del NGEU); las elecciones de junio son un aspecto a seguir, ya que el riesgo de que haya más figuras euroescépticas (M5S y Lega Nord) puede aumentar a medida que los consumidores italianos empiecen a pagar la dura postura de Draghi respecto a la energía rusa.



Es probable
que las
**NORMAS
FISCALES**
europeas
SIGAN
PARALIZADAS
UN AÑO MÁS

GRÁFICO 2: LOS MERCADOS REVALORIZAN LA DEUDA PÚBLICA ITALIANA



Fuentes: Ministerio de Economía y Finanzas italiano, Indosuez Wealth Management.



Es indudable que el Banco de Inglaterra (BoE) sabe cómo hacerse oír. Al anunciar una inflación de dos dígitos y una trayectoria de crecimiento posiblemente más realista que la de la Fed y el BCE, logró sacudir los mercados mundiales a principios de mayo. Europa está en el ojo del huracán de Ucrania y el Reino Unido ha agravado singularmente una crisis de poder adquisitivo con el Brexit, pero ¿podrá EE. UU. lograr un «aterrizaje sin sobresaltos» cuando incluso China está frenando la trayectoria de crecimiento mundial?

EL BoE ENSEÑA SUS CARTAS

A principios de mayo, el BoE subió los tipos de interés al 1%, al tiempo que señalaba los riesgos de recesión y aumentaba las previsiones de inflación al 10% en 2022 (con un máximo retrasado desde abril hasta el 4T de 2022) y al 3,5% en 2023. En abril, la inflación alcanzó un máximo de 30 años, el 9%, más del triple del objetivo del BoE. La factura de la energía habrá aumentado un 54% en abril y está previsto un nuevo incremento en octubre.

Las ventas minoristas cayeron un 4,5% en abril, aunque menos que la previsión del consenso (-7%). Puede que estas se hayan visto amortiguadas por el crecimiento de los salarios totales (incluidas las bonificaciones), del 9,9% durante el año a marzo, pero si se excluyen las bonificaciones, la cifra se reduce al 4,1% y, ajustando la inflación, los salarios ordinarios en realidad cayeron un 1,2%. En este contexto, el BoE prevé que el PIB caiga en el 4T de 2022 y se mantenga prácticamente plano en 2023.



UNA VACUNA
DE ARNm
EN CHINA,
un riesgo de
impacto positivo
para el crecimiento
mundial
EN EL 2S
DE 2022

LA FED LUCHA CONTRA OTRO TIPO DE INFLACIÓN

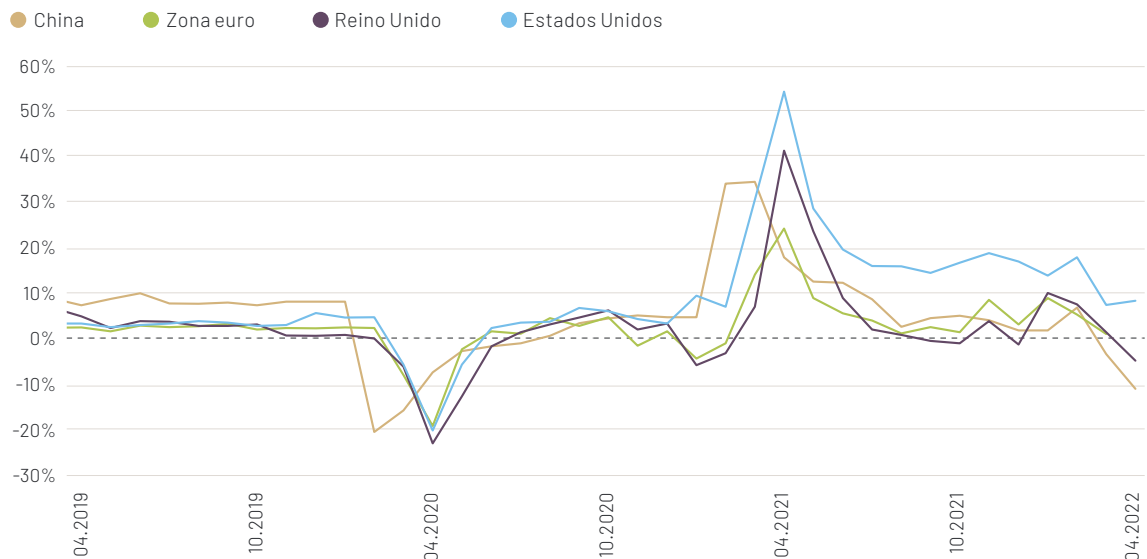
Por el contrario, la Fed anunció más subidas en un entorno más optimista, ya que parece que, hasta ahora, los consumidores estadounidenses han resistido mejor, lo que se explica en parte por la gran rigidez del mercado laboral y una menor exposición a las subidas de los precios de la energía provocadas por la guerra. Tras un aumento del 2,7% en el gasto de los consumidores en el 1T, las ventas minoristas siguieron avanzando en abril (0,9% intermensual y 8,2% interanual), a pesar del descenso de casi el 3% en las ventas de las gasolineras (gráfico 3). Esto supone un aliciente para el PIB del 2T de 2022 y retrasa el impacto esperado de las subidas de la Fed hasta finales de año. No obstante, la inflación está ya grabada en la mente de los consumidores y su descenso será lento, y se espera que la de los precios de producción, de dos dígitos, pese sobre el sector manufacturero. También seguimos vigilando de cerca el mercado de la vivienda en EE. UU. como primer afectado por las medidas de la Fed. Los tipos de interés hipotecarios han alcanzado en tres meses su máximo de los últimos 12 años (en mayo, en el 5,3%, con una subida de 43 puntos básicos (pb) en el mes, aunque menor que la subida de 78 pb de abril). En este contexto, el índice de la Asociación Nacional de Constructores de Viviendas (NAHB) muestra un marcado descenso de posibles compradores; los precios de la vivienda van por detrás, pero siguen apuntando al alza. En definitiva, a pesar de los mejores resultados, las encuestas de confianza de los consumidores siguen indicando claramente que el consumo se ralentizará hacia finales de año.

Para 2023 se presenta una perspectiva más sobria (1,7%), lo que podría justificar una postura menos agresiva de la Fed el próximo año.

CHINA: A LA ESPERA DE LA REAPERTURA

Los continuos confinamientos en China han llevado a una revisión de las previsiones de crecimiento de 2022, en las que la demanda interna se lleva la peor parte de la contracción. De hecho, las ventas minoristas cayeron bastante más que la producción industrial en abril (-11,1% interanual frente a -2,9%, respectivamente). Sin embargo, creemos que la reapertura de la economía, gracias a una vacuna de ARNm, es un riesgo de impacto positivo clave para el crecimiento mundial en el 2S de 2022. Se prevé que el crecimiento del PIB se sitúe en torno al 4% en 2022, dado el inevitable impacto de los confinamientos en el PIB del 2T. En un año electoral clave, no creemos que el Gobierno chino deje que el crecimiento del PIB se desvíe mucho de su objetivo anunciado del 5,5%, como tampoco puede permitirse el lujo de perder credibilidad en su política de "COVID cero" ni con el aumento actual de los precios de los alimentos. Esperamos ver más estímulos monetarios y fiscales en el próximo mes. El retorno de la actividad china debería mantener la presión sobre los precios del petróleo en los próximos trimestres, a pesar de la desaceleración de las economías avanzadas.

GRÁFICO 3: LOS CONSUMIDORES, EN PRIMERA LÍNEA, VENTAS MINORISTAS INTERANUALES, %



Fuentes: Refintiv, Indosuez Wealth Management.

MANTENER UNA VISIÓN OPTIMISTA SOBRE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO

Los tipos de interés han subido con fuerza desde principios de año, en un contexto de aumento de la inflación que ha llevado a los bancos centrales a abandonar su política monetaria ultraacomodatícia. Los mercados de crédito parecen estar valorando relativamente bien la ralentización de la actividad y un incremento moderado de las tasas de impago. Tenemos una opinión optimista a medio plazo sobre las estrategias de *carry* en los bonos corporativos con buenos fundamentales y suficiente visibilidad en este entorno complejo, con preferencia por las inversiones de corta duración.

BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales se encuentran en una situación difícil, con unas cifras de inflación históricamente elevadas y una desaceleración del crecimiento mundial. Sin embargo, la Fed se encuentra en una situación mucho mejor que sus homólogos, ya que su endurecimiento de las condiciones monetarias ya está en marcha. La orientación futura de su política monetaria y sus medidas ya se ven reflejadas en los mercados de tipos (tipos hipotecarios, corporativos y del Tesoro) y los rendimientos reales están en terreno positivo. Los componentes cíclicos de la inflación están moderándose (precios de los bienes, metales, etc.). El combustible, los alimentos y los alquileres siguen subiendo, pero las expectativas de inflación a largo plazo están bien ancladas.

El BCE se encuentra entre la espada y la pared, ya que la situación geopolítica amenaza el crecimiento y la depreciación del euro echa más leña al fuego. Se espera que el balance del BCE se reduzca como consecuencia del reembolso de las OFPML con objetivo específico. También se prevé el fin del programa de compra de activos y subidas de tipos este verano, en un intento de sustentar los tipos reales, que siguen en cifras muy negativas.

CURVA DE TIPOS

El aplanamiento de la curva de tipos estadounidense fue impulsado por el giro "agresivo" de Jerome Powell el pasado verano. La estructura temporal de los tipos de interés refleja un nivel de tipos de los fondos federales en torno al tipo neutral a finales de 2022. Mientras las expectativas de inflación a largo plazo se mantengan bien ancladas, el mercado podría esperar un mayor endurecimiento por parte del banco central, lo que debería relajar la presión sobre la curva de rendimientos.

Por otra parte, están aumentando los riesgos sobre el crecimiento del PIB y podrían llevar a los bancos centrales a abstenerse de llevar a cabo un endurecimiento demasiado agresivo. La consecuencia sería un fenómeno de *bull-steepening* (caída más rápida de los tipos a corto plazo respecto a los tipos a largo plazo) de la curva de rendimientos. También existen factores que podrían llevar a un *bear-steepening* (los tipos a largo plazo aumentan más rápido que los tipos a corto) de la curva, como un incremento de la prima a plazo y una prima de riesgo de inflación en el caso de un endurecimiento cuantitativo agresivo y/o un desanclaje de las expectativas de inflación.

DEUDA EUROPEA PERIFÉRICA

En el reciente contexto de subida de tipos y de aumento de los diferenciales, la deuda periférica europea ha visto aumentar su rendimiento global. Aunque estos niveles pueden parecer atractivos a primera vista, no compartimos esta interpretación. En línea con nuestro posicionamiento en la curva de deuda pública en euros, preferimos mantenernos alejados de la periférica por los siguientes motivos: en primer lugar, el compromiso del BCE de actuar ha ganado mucha fuerza en las últimas semanas y parece que ya es inevitable. La política de tipos de interés negativos del BCE ha tenido efectos secundarios en la rentabilidad de los bancos, por ejemplo, la distorsión del mercado de bonos y, en última instancia, unos niveles de divisas problemáticos. Si observamos los diferenciales dentro de la región, las divergencias que se han formado desde los mínimos observados hace tan solo unas semanas son lógicas si se comparan con los ratios deuda/PIB reales (véase Focus, página 4). Además, en nuestra opinión, el fin de los programas de compras del BCE probablemente conducirá a una tendencia al alza de los diferenciales, ya que los nuevos compradores necesitarán una mayor compensación para actuar.



Los diferenciales financieros subordinados han subido

100 PB
EN LO QUE VA DE AÑO

Los diferenciales actuales no descuentan un “modo de crisis” que lleve a una intervención del BCE. No consideramos que los niveles actuales sean un punto de entrada, más bien una buena forma de expresar nuestra opinión neutral/negativa sobre la curva en euros y sobre los mercados periféricos.

MERCADOS DE CRÉDITO

Los mercados de crédito siguen sometidos a presión en un contexto de desaceleración del crecimiento y de tensión sobre los márgenes de las compañías debido al aumento de la inflación. Aunque el crédito ha sido el más afectado por las recientes correcciones de los diferenciales, la rentabilidad total negativa de los principales índices debido a los efectos tanto de la subida de los tipos como de la ampliación de diferenciales ha dado lugar a mejores puntos de entrada para las perspectivas de *carry*, incluso entre el crédito más sólido. Siendo conscientes de que, por el momento, faltan catalizadores que lleven a un ajuste de los diferenciales, con el riesgo de que se produzcan más presiones, especialmente en el caso de las empresas, que serán las más afectadas por el aumento de los costes, seguimos sintiéndonos cómodos, con los fundamentales de las empresas en general y creemos que los tenedores de bonos están, por término medio, bien remunerados a los niveles actuales de diferenciales, sobre una base histórica, en comparación con los tipos de los bonos de gobierno.

DEUDA SUBORDINADA

El mercado de deuda subordinada ha sufrido por la ampliación de los diferenciales de crédito, la volatilidad de los tipos y la revalorización general de las primas de riesgo. Aunque la deuda sénior *investment grade* ofrece una rentabilidad atractiva, la brecha entre los diferenciales de los dos segmentos del mercado sigue favoreciendo a la deuda subordinada, especialmente, para los emisores de híbridos corporativos de gran calidad. El sector financiero también ofrece un buen perfil de riesgo/rentabilidad. Los principales bancos europeos —menos afectados por la presión inflacionista, por término medio, que las empresas— publicaron unos resultados del 1T de 2022 resistentes globalmente, mejores de lo esperado, solo ligeramente por debajo del 1T de 2021, impulsados por un sólido crecimiento de los ingresos gracias a la subida de los tipos. Aunque los ratios CET1 han disminuido debido a una combinación de factores adversos de la normativa y la recuperación de la distribución después de la COVID 19, los ratios de capital y liquidez siguen siendo sólidos, y los colchones de capital, muy cómodos. El coste del riesgo aumentó debido a los primeros efectos de Rusia/Ucrania, pero se mantiene significativamente por debajo de 2020. El entorno de tipos más elevados es positivo para los bancos y los costes de la inflación pesarán más en las empresas, por lo que, en términos relativos, los bancos deberían resistir mejor. Otro factor de resistencia es que la deuda bancaria no formaba parte del programa de compras del BCE, por lo que es menos probable que sufra por el fin de los programas de flexibilización cuantitativa (gráfico 4).

GRÁFICO 4: ÍNDICE FINANCIERO SUBORDINADO EUROPEO, DIFERENCIAL RESPECTO A LOS TIPOS DE LOS BONOS DE GOBIERNO



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Los inversores en renta variable se han enfrentado a una «tormenta perfecta» de factores adversos para empezar el año: ómicron, la inflación, la subida de tipos, y el conflicto entre Rusia y Ucrania. En este contexto, las expectativas de crecimiento de los beneficios se han mantenido estables y proporcionan los principales factores favorables para la renta variable. La temporada de resultados del 1T de 2022 fue tranquilizadora y las revisiones al alza continúan. Con la caída de los mercados, todos los indicadores del clima económico han llegado a extremos muy bajistas, lo que, desde un punto de vista opuesto, podría dejar a algunos inversores jugando con un repunte a corto plazo en la bolsa.



En Europa,
EL 79%
de las empresas
SUPERAN LAS
ESTIMACIONES
DE VENTAS
DEL 1T

BENEFICIOS Y VALORACIÓN

Respecto a los beneficios, los resultados siguen resistiendo bien. En general, las empresas han superado las expectativas en los mercados desarrollados. En Europa, el 79% de las empresas han superado las estimaciones de ventas (frente a una media histórica del 60%) y el crecimiento agregado del BPA se sitúa actualmente en el 7%, frente al -1% del consenso, lo que supone una sorpresa positiva del 8%.

A pesar de las buenas cifras, las expectativas reflejan prudencia respecto al futuro, ya que el aumento de la inflación de los costes de los insumos y los problemas de la cadena de suministro están empezando a calar.

Por lo que respecta a la valoración, la continua subida de los tipos de interés a largo plazo ha desbaratado rápidamente los ratios precio-beneficio del mercado de renta variable al integrar la tasa de descuento en la valoración. Mientras tanto, los rendimientos reales deterioraron la prima de riesgo de la renta variable, lo que redujo el atractivo de los mercados de renta variable.

ESTADOS UNIDOS

La temporada de presentación de resultados no logró levantar los mercados de valores a pesar de algunas sorpresas positivas: el 77% de las compañías del S&P 500 informaron de sorpresas positivas en el BPA del 1T de 2022. Es interesante precisar que el 85% de las empresas del S&P 500 que celebraron conferencias de presentación resultados del 1T citaron la palabra «inflación» (el mayor porcentaje desde 2010). No obstante, el impacto sobre los márgenes sigue siendo manejable en este momento: la estimación actual del margen de beneficio neto llega al 12,5% en el mercado estadounidense en el 2T de 2022, aunque por debajo de la estimación del 12,7% de fin de marzo.

De cara al futuro, los márgenes deberían seguir sometidos a presión, como reflejan las recientes publicaciones de resultados de los principales minoristas estadounidenses. Por último, los inversores están muy preocupados por la política monetaria más restrictiva de la Fed.

Mantenemos la prudencia con respecto a la renta variable, más sensible a los tipos a largo plazo y preferimos las empresas de Calidad. Los valores defensivos también están demostrando ser más resistentes en un entorno marcado por el aumento de los temores de recesión.

EUROPA

Son muchos los factores adversos que afectan a Europa: el conflicto entre Rusia y Ucrania, los trastornos de la cadena de suministro, la inflación, la subida de los tipos, las repercusiones de la política china de «COVID cero». Dada la falta de visibilidad sobre la senda de la recuperación, seguimos siendo cautos en los mercados de renta variable europeos, aunque su cotización sea relativamente barata en términos absolutos y relativos. La temporada de resultados del 1T de 2022 fue tranquilizadora para muchas empresas y sectores. En consecuencia, las revisiones del ímpetu de los beneficios fueron positivas, aunque sigue prevaleciendo la incertidumbre en el resto del año. Dentro de Europa, seguimos siendo optimistas con respecto a los mercados del Reino Unido y Suiza, como fuente de diversificación de nuestra exposición a la renta variable europea, ya que las dos zonas deberían tener menos exposición directa a la crisis de Ucrania, en comparación con la zona euro, y se benefician de una composición sectorial bursátil interesante (sesgado a los valores de la energía y la Calidad/Defensivos).

MERCADOS EMERGENTES

La preocupación por el actual ciclo de subidas de los tipos de interés en EE. UU., los temores de estancamiento a escala mundial y el impacto de los confinamientos por COVID-19 en la recuperación de la demanda interna de China están pesando en la mente de los inversores de los mercados emergentes (EM). Estas inquietudes se reflejan en los mercados bursátiles chinos, que ahora cotizan a 11 veces los beneficios y, por lo tanto, su valoración es interesante según los estándares históricos. Aunque las revisiones de beneficios siguen siendo a la baja y justifican la prudencia, somos optimistas con respecto al segundo semestre de 2022 por la progresiva relajación de las estrictas medidas COVID-19 de China, que llevan a una reapertura progresiva, y a la fuerte demanda de consumo reprimida que se espera. Además, las autoridades chinas mantienen sus políticas de flexibilización monetaria y fiscal, y se avecinan más medidas. En particular, esperamos un importante aumento del gasto en infraestructuras a lo largo del año.

ESTILO: ¿SE DISOCIARÁN EL CRECIMIENTO Y LA CALIDAD?

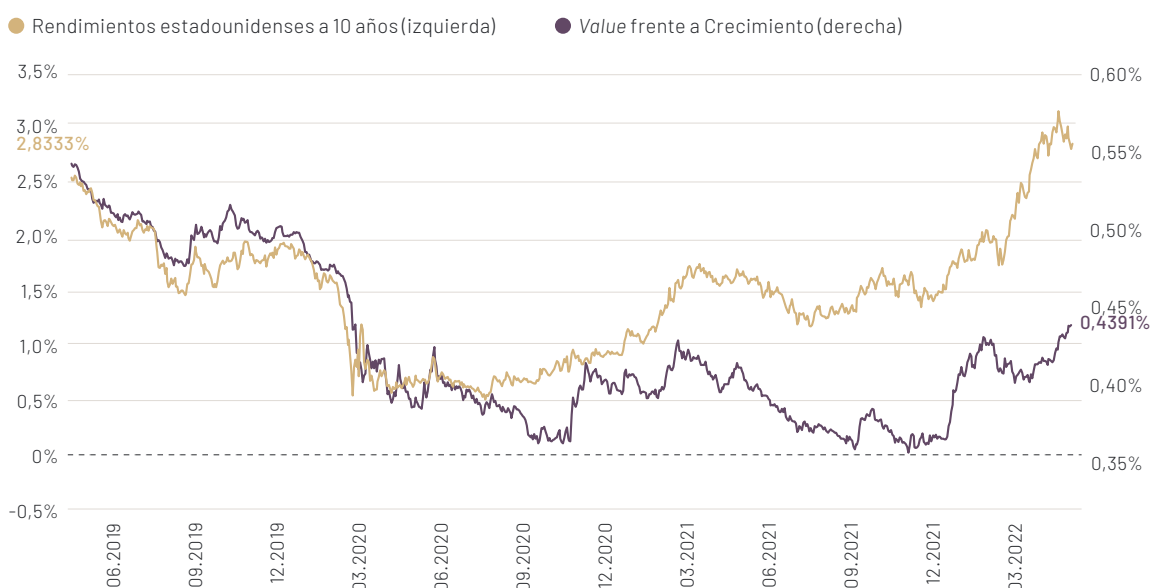
La temática de Calidad ha tenido que luchar recientemente contra un considerable factor adverso: el marcado repunte de los rendimientos a largo plazo ha dañado sus valoraciones de larga duración.

No obstante, este nuevo contexto de volatilidad implica una mayor prima para las temáticas de Calidad y Remuneración al accionista, que históricamente han resistido relativamente bien los periodos de estancamiento.

El *Value* ha obtenido mejores resultados gracias al fuerte repunte de los rendimientos, aunque la evolución de los valores financieros haya sido un poco decepcionante en este contexto. El ímpetu positivo de los sectores de la energía y los materiales, alimentado por las grandes revisiones de los beneficios, es también un sólido motor de la sobrerrendimiento, especialmente, porque los precios del crudo siguen sustentados por el actual contexto geopolítico y las reducidas existencias de petróleo estadounidense.

Respecto al Crecimiento, las acciones siguen sufriendo el aumento de los rendimientos de los bonos y algunos valores tecnológicos cotizan un 50% por debajo de sus máximos de 2021, mientras que el Nasdaq, de gran peso tecnológico, ya ha caído un 25% en lo que va de año. Aunque esto ya suponga un buen ajuste de la valoración, puede tener más recorrido si los tipos siguen subiendo. En este sentido, por ahora mantenemos la prudencia en este estilo de inversión, hasta que los tipos de interés comiencen a estabilizarse, en cuyo caso, los inversores podrían empezar a volver a apostar por el estilo Crecimiento (gráfico 5).

GRÁFICO 5: MSCI EUROPE VALUE FRENTE A CRECIMIENTO CORRELACIONADO CON LOS RENDIMIENTOS ESTADOUNIDENSES A 10 AÑOS, %



Nota: La elevada correlación entre los rendimientos estadounidenses, y el rendimiento relativo entre el *Value* y el Crecimiento sigue siendo relevante. Teniendo en cuenta el último repunte de los rendimientos, el *Value* todavía dispone de cierto potencial de recuperación.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Las tendencias monetarias divergentes son un factor que seguirá alimentando la dinámica monetaria con vistas al futuro. En mayo, los mercados de divisas también se vieron afectados por la sucesión de altibajos de la volatilidad de la propensión/aversión al riesgo, y el dólar ha subido a nuevos máximos de veinte años. Los principales perdedores fueron los anteriores vencedores: el yuan chino renunció finalmente a mantenerse en 6,40, así como las monedas de las materias primas, que probablemente sufrieron por una considerable liquidación de posiciones.



EL DÓLAR

se ha fortalecido más allá de nuestras expectativas

Los mercados de divisas han sido muy volátiles últimamente por el impulso del clima de riesgo y el temor a una desaceleración en China. El dólar se ha fortalecido más allá de nuestras expectativas y el índice del dólar estadounidense ha alcanzado su máximo desde diciembre de 2002 (gráfico 6). Los participantes en el mercado han destacado el creciente interés en que el EUR/USD cotice en paridad a corto plazo. Técnicamente, el soporte importante se encuentra en 1,0340, que es el mínimo observado por última vez en 2017.

¿DÓNDE COTIZARÁ EL EUR/USD EN LAS PRÓXIMAS SEMANAS?

Hipótesis 1: la más negativa.

La guerra entre Rusia y Ucrania se intensifica, y el suministro de gas a Europa queda interrumpido. Los confinamientos continúan en China hasta finales de año. La inflación sigue siendo elevada en EE. UU. En esta hipótesis, el EUR/USD supera el soporte de 1,0340 y alcanza la paridad.

Hipótesis 2: nuestra hipótesis principal.

Nuestra hipótesis principal es un statu quo. En este caso, el EUR/USD debería mantenerse en el rango de 1,0350 - 1,0850.

Hipótesis 3: la más optimista.

La retórica del BCE pasa a ser más agresiva que las tendencias actuales, mientras que la Fed empieza a relajar su mensaje si la inflación en EE. UU. muestra signos de tocar techo; creemos que son las posibilidades del segundo semestre de 2022. También cabe destacar que un final abrupto de la guerra entre Rusia y Ucrania impulsaría al euro. En estas hipótesis, el EUR/USD debería cotizar a 1,10 y más allá.

GRÁFICO 6: ¿EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE, EN UN PUNTO DE INFLEXIÓN? ÍNDICE DÓLAR ESTADOUNIDENSE, DXY



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



USD

Sumento hasta a niveles no vistos desde hace dos décadas.

El enorme clima negativo que floreció a principios de mayo condujo al dólar más fuerte de los últimos veinte años. Es probable que esta fortaleza se haya visto alimentada por la demanda de liquidez en unos mercados que estaban revertiendo a ojos vistas cantidades significativas de riesgo, con la tranquilidad añadida de la subida de los rendimientos del efectivo en dólares estadounidenses a medida que la Fed se embarca en subidas de 50 pb, al menos en las próximas reuniones. Cuando se rompen los máximos de varias décadas, sale a cuenta adoptar una visión a muy largo plazo, en cuyo caso, con el dólar en los máximos actuales, es probable que los inversores a más largo plazo empiecen a tomar beneficios en las posiciones sobreponderadas en dólares; sin embargo, para el efectivo a más corto plazo, merece la pena tener presente que los motivos que se esconden detrás del clima de riesgo negativo (las subidas de tipos y la inflación, la política de «COVID cero» de China, y la guerra entre Rusia y Ucrania) no han desaparecido y el dólar es el valor refugio preferido. En definitiva, el dólar sigue respaldado por ahora, pero el potencial alcista parece cada vez más limitado por los indicadores técnicos y los riesgos de recesión.

ORO

¿Rendimientos reales o geopolítica?

Los rendimientos reales estadounidenses volvieron a subir y el tipo a 10 años se situó en terreno positivo, en el 0,27%, como estaba antes de la pandemia. Al mismo tiempo, la guerra en Ucrania continúa sin tregua y, desgraciadamente, parece cada vez más probable que se prolongue un tiempo. De estas dos fuerzas opuestas sobre el precio del oro, la subida de los rendimientos reales parece ser el factor dominante, ya que el metal se vio presionado para volver al rango de 1.800-1.850 dólares en el que cotizaba antes de la invasión rusa. Seguimos creyendo que existe una prima de riesgo geopolítica en el precio (probablemente ya en torno a 50-100 dólares/onza), y que los "niveles de soporte" se han elevado permanentemente debido a las sanciones financieras occidentales sobre las reservas de divisas de Rusia, aunque por ahora esperamos que el oro arroje un infrarrendimiento.

CNY

Hacer frente a la fortaleza.

El USD/CNY está en su máximo desde 2020, ya que los rendimientos estadounidenses se han situado por encima de los chinos por primera vez desde 2010. Sin embargo, el sólido superávit comercial de China debería limitar la caída del yuan. En un contexto de ralentización inducida por la política "COVID cero", el Banco Popular de China (BPC) está haciendo frente a la fortaleza del yuan, tanteando el terreno mediante el establecimiento diario del tipo cambio. Si persiste la "COVID cero", el USD/CNH podría seguir subiendo.

07 • Asignación de activos

ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN



ENTORNO MACROECONÓMICO Y DE MERCADO

- **Crecimiento mundial:** nuestra hipótesis de ralentización sin recesión (con el fuerte recorte de nuestras previsiones macroeconómicas a finales de enero, peor para Europa que para EE. UU.) se ha visto confirmado por el PIB del 1T en la zona euro, del +0,3%. El PIB estadounidense del 1T de 2022 se vio perjudicado por la balanza comercial, que compensó una resistencia mayor de la esperada del consumo privado y la inversión, y que podría debilitarse en los próximos trimestres. Los datos macroeconómicos y los PMI de China están tocando fondo debido a los confinamientos, que se espera que disminuyan más adelante, mientras que se prevé una combinación de políticas más favorable.
- **Inflación:** el máximo se ha retrasado, ya que el continuo aumento de la inflación subyacente sugiere una inflación más generalizada, mientras que el efecto de los precios de la energía debería disiparse en los próximos trimestres. La presión salarial podría empezar a enfriarse en EE.UU., pero, en la zona euro, debería aumentar respecto a los niveles más bajos. Las tensiones sobre los precios de los alimentos seguirán fomentando un aumento de la inflación en los mercados emergentes, lo que podría traducirse en un aumento de las tensiones sociales más adelante.
- **Beneficios empresariales:** Los beneficios del 1T de 2022 han sorprendido al alza, con una evolución de los ingresos que no acusa la ralentización del crecimiento y una mayor resistencia de los márgenes corporativos, lo que confirma lo que ya se insinuaba en 2021: las empresas tienen poder de fijación de precios y, por lo tanto, tenemos más un problema de inflación que de márgenes por ahora. Tal como se esperaba, el consumo discrecional fue el que más sufrió, mientras que

la sanidad, la energía y los materiales obtuvieron buenos resultados. En términos generales, esta situación ha llevado a una revisión al alza del crecimiento del BPA en 2022 por encima del 10% en EE. UU. Con vistas al futuro, esperamos que los márgenes se ajusten y el crecimiento de los ingresos se ralentice.

- **Bancos centrales:** estas últimas semanas se han caracterizado por una aceleración del calendario de endurecimiento y una retórica más dura que los mercados están asumiendo sin descuento. Puede que el BCE siga por detrás de la Fed, pero la salida de los tipos negativos que se contempla sigue siendo un cambio de perspectiva radical respecto a 2021. Esto ha contribuido a avivar la ansiedad sobre la sostenibilidad de la deuda en la zona euro, con una ampliación de los diferenciales soberanos. En este contexto hay que destacar dos divergencias. En primer lugar, las previsiones de inflación y de crecimiento del PIB del Banco de Inglaterra, que son más sombrías que las de la Fed y el BCE, ya que ambos siguen siendo optimistas en cuanto a su capacidad para frenar la inflación subyacente hasta el 2,5% el próximo año y evitar el estancamiento. Por otro lado, el BPC sigue flexibilizando su política de forma progresiva y prudente.
- **Valoraciones:** la reciente corrección de la renta variable y el crédito ha reestablecido las primas de riesgo a niveles más interesantes, pero la tendencia a la reformulación de los precios puede no haber terminado todavía y seguirá influida por el aumento de los tipos a largo plazo y las perspectivas de crecimiento más lento. Los inversores seguirán de cerca los catalizadores procedentes de los bancos centrales y las políticas de confinamientos/vacunación en China, ya que los mercados ya integran un elevado nivel de pesimismo.



EL AJUSTE
DE LA RENTA
VARIABLE
podría no haber
terminado aún

CONVICCIONES DE INVERSIÓN/ASIGNACIÓN

- **Renta variable:** continúa la preferencia por una visión equilibrada entre el *Value*, Calidad y los valores Defensivos en este contexto. Hace unos meses redujimos nuestra convicción sobre el Crecimiento, mientras que, recientemente, hemos aumentado tanto las posiciones en *Value* (*Value* estadounidense y valores financieros) como la exposición a acciones con derecho a dividendo y a los sectores de Calidad/Defensivos, como la sanidad. Aunque el *Value* ha obtenido mejores resultados que los índices desde que iniciamos este estilo de inversión en noviembre de 2020, preferimos una reducción táctica en este contexto actual en el que se espera que los temores de estancamiento pesen sobre el estilo. Desde el punto de vista geográfico, mantenemos una gran diversificación y nos centramos en los mercados desarrollados, conservando al mismo tiempo la posición de siempre en Asia, que parece muy descontada y podría obtener mejores resultados si China pone en marcha una vacuna ARNm.
- **Renta fija:** seguimos infraponderados en duración y consideramos que, probablemente, sigue siendo pronto para volver a apostar por la deuda pública. Mantenemos una postura optimista respecto a los bonos corporativos y la deuda financiera, segmentos en que la normalización de los diferenciales es más una cuestión de revisión de precios inducida por los flujos dentro de un movimiento global de reajuste de los rendimientos, que una tendencia impulsada por los fundamentales que se explica por el aumento de las tasas de morosidad.
- **Divisas:** hace poco afirmamos que era pronto para ponerse en corto en el dólar. El dólar se encuentra probablemente cerca de su máximo en los niveles actuales, al descontar la aceleración del endurecimiento de la política de la Fed, mientras que, hasta ahora, la reducción de la incertidumbre política en Francia y las subidas de tipos previstas por el BCE no han sido suficientes para ayudar al euro a combatir la fortaleza del dólar. La aversión al riesgo y la restricción de la liquidez también pueden contribuir a la fortaleza del billete verde. Por lo tanto, el debilitamiento del dólar podría aplazarse hasta el segundo semestre de 2022, especialmente, si la Fed empieza a moderar su postura de endurecimiento o si el crecimiento del PIB estadounidense se ralentiza aún más, lo que podría resultar un punto de entrada para las monedas emergentes.

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 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 20 DE MAYO DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	2,78%	-11,76	127,10
Francia 10A	1,47%	4,80	127,30
Alemania 10A	0,94%	-2,80	112,30
España 10A	2,08%	14,30	151,40
Suiza 10A	0,70%	-20,10	83,80
Japón 10A	0,24%	-0,80	17,30

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	34,88	-2,87%	-11,07%
Deuda pública EUR	206,37	-0,25%	-5,57%
Deuda corporativa EUR (HY)	195,85	-3,25%	-8,32%
Deuda corporativa USD (HY)	296,94	-3,61%	-10,67%
Deuda pública EE. UU.	303,88	0,72%	-5,12%
Deuda corporativa emergente	44,16	-2,43%	-13,41%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,0295	-0,41%	-0,78%
GBP/USD	1,2480	-2,80%	-7,77%
USD/CHF	0,9746	1,79%	6,76%
EUR/USD	1,0564	-2,09%	-7,09%
USD/JPY	127,88	-0,48%	11,12%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	29,43	1,22	12,21

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.901,36	-8,67%	-18,14%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.389,98	-1,75%	0,07%
Stoxx Europe 600	431,10	-4,90%	-11,62%
Topix	1.877,37	-1,46%	-5,77%
MSCI World	2.655,91	-7,86%	-17,82%
Shanghai SE Composite	4.077,60	1,60%	-17,46%
MSCI Emerging Markets	1.035,31	-3,75%	-15,97%
MSCI Latam (América Latina)	2.376,10	-3,62%	11,56%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	208,37	-8,77%	-24,42%
MSCI Asia Ex Japan	663,33	-2,76%	-15,96%
CAC 40 (Francia)	6.285,24	-4,50%	-12,13%
DAX (Alemania)	13.981,91	-1,13%	-11,98%
MIB (Italia)	24.095,00	-0,76%	-11,89%
IBEX (España)	8.484,50	-1,94%	-2,63%
SMI (Suiza)	11.308,98	-7,74%	-12,17%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.817,00	-6,16%	5,91%
Oro (USD/Onza)	1.846,50	-4,41%	0,95%
Crudo WTI (USD/Barril)	113,23	10,93%	50,55%
Plata (USD/Onza)	21,67	-10,68%	-7,21%
Cobre (USD/Tonelada)	9.422,00	-6,81%	-3,07%
Gas natural (USD/MMBtu)	8,08	23,71%	116,70%

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

FEBRERO DE 2022	MARZO DE 2022	ABRIL DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 20.05.2022
4,73%	12,25%	0,38%	1,60%	11,56%
0,39%	3,58%	-1,20%	-1,46%	0,07%
-0,08%	3,15%	-2,40%	-1,75%	-5,77%
-0,47%	2,52%	-3,79%	-2,76%	-11,62%
-2,40%	0,77%	-4,89%	-3,62%	-15,96%
-2,65%	0,61%	-5,23%	-3,75%	-15,97%
-3,06%	-2,52%	-5,75%	-4,90%	-17,46%
-3,14%	-2,93%	-8,43%	-7,86%	-17,82%
-3,36%	-6,84%	-8,80%	-8,67%	-18,14%
-10,33%	-7,84%	-13,86%	-8,77%	-24,42%

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 deberían 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: Getty Images.

Editado a 23.05.2022.

