



MONTHLY HOUSE VIEW

Septiembre de 2022

Un repunte engañoso

• Índice

| | |
|-------------------------------------------------------------|-----|
| 01• Editorial | P3 |
| UN REPUNTE ENGAÑOSO | |
| 02• Focus | P4 |
| CHINA Y JAPÓN: EL LAMENTO DE LAS POLÍTICAS CONCILIADORAS | |
| 03• Macroeconomía | P6 |
| EL MUNDO AL REVÉS | |
| 04• Renta fija | P8 |
| ¡75 SON LOS NUEVOS 25! | |
| 05• Renta variable | P10 |
| REPUNTE ESTIVAL | |
| 06• Divisas | P12 |
| LA FED Y EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SIGUEN A LA CABEZA | |
| 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

Estimado/a lector/a:

Al final, ha sido un verano tranquilo en los mercados, con un repunte bastante simétrico a la baja en los rendimientos largos y al alza en las sorpresas económicas en EE. UU. El parón veraniego terminó unos días antes de la reunión de los responsables de los bancos centrales en Jackson Hole, donde Jerome Powell confirmó su plan de subir los tipos y priorizar la inflación.

Este repunte estival también tuvo algo de paradójico y frágil. EE. UU. disfrutó tanto de una inflación más moderada de lo previsto (el índice de precios de julio no subió más respecto al mes anterior y el nivel de inflación anual se estabilizó) como de un mercado laboral más sano de lo esperado. Sin embargo, el resultado final de la mejora de los datos económicos sería detener la tendencia a la baja de los rendimientos a largo plazo iniciada a mediados de junio y, por lo tanto, reavivar los temores sobre la actuación de la Fed. La propia naturaleza del repunte planteó dudas sobre su sostenibilidad a mediados de agosto: bajos volúmenes, escasos o nulos flujos importantes de los inversores tradicionales, y una subida que, en última instancia, se logró mediante opciones a corto plazo.

Detrás del escaparate de las sorpresas económicas positivas se esconde también una realidad más compleja y una tendencia más difícil a medio plazo. En primer lugar, la comparación entre el crecimiento estadounidense y el europeo presenta una imagen engañosa de una realidad que podría invertirse: el PIB estadounidense lleva dos trimestres contrayéndose, mientras que el crecimiento europeo está arraigado en territorio positivo. Se espera que la situación se invierta, con una recesión breve, aunque probablemente inevitable, en la zona euro, y, como contraste, que el PIB de EE. UU. aumente en el tercer trimestre tras una contracción derivada en parte de los impactos excepcionales sobre las existencias. En segundo lugar, a pesar de su reconfortante fortaleza, el mercado laboral estadounidense acabará cambiando de dirección (tal como ha previsto y anunciado la Fed) y el ciclo de inversión empresarial debería empezar a sufrir el endurecimiento de las condiciones financieras.

También se prevé que los europeos se muestren escépticos ante los comentarios de la Comisión Europea sobre la realidad del reaprovisionamiento del gas. Un reaprovisionamiento total apenas cubriría la cuarta parte de las necesidades de la región, ya que la mayoría sigue siendo suministrada a diario por el gasoducto desde Rusia, a pesar de las iniciativas de diversificación ya en marcha.

Las sorpresas positivas de las empresas también deben tomarse con prudencia, dado el gran riesgo de tener poca visión de futuro. La sólida temporada de beneficios del segundo trimestre que alimentó el alza de los mercados en verano estuvo impulsada en gran medida por el sector energético, mientras que la debilidad del euro y la inflación estimularon artificialmente los ingresos de las empresas europeas. Por último, la magnitud de las recompras de acciones en EE. UU. confirma la importancia de la temática de la remuneración del accionista en un periodo de estanflación, y plantea interrogantes sobre la sostenibilidad de esta tendencia y la realidad que se esconde tras los beneficios sin el efecto relutivo generado por las recompras de acciones. Por lo tanto, el riesgo de una reversión del ciclo de beneficios sigue presente, aunque parece que esta se producirá más tarde de lo previsto. Mientras tanto, todo riesgo de aumento de los rendimientos a largo plazo podría debilitar la valoración de equilibrio del mercado de renta variable.

Por lo tanto, las esperanzas veraniegas de que la economía pueda evitar la recesión y el banco central pueda moderar inmediatamente sus comentarios como respuesta a la estabilización de la inflación son algo prematuras, y creemos que este otoño la prudencia está justificada. Existen otros factores de riesgo que también podrían captar la atención de los inversores, como el próximo congreso del Partido Comunista chino, las tensiones en torno a Taiwán, las elecciones legislativas de Italia, el conflicto de Ucrania o las elecciones de mitad de mandato en EE. UU.

Por lo tanto, estamos inmersos en un régimen de volatilidad estructuralmente más elevado, al que los inversores deberán acostumbrarse y adaptarse, y no prevemos un retorno rápido al régimen del ciclo anterior a la pandemia. Así, ha llegado el momento no tanto de perseguir los repuntes del mercado a corto plazo sino de identificar las fuentes de rentabilidad real a largo plazo.

CHINA Y JAPÓN: EL LAMENTO DE LAS POLÍTICAS CONCILIADORAS

El riesgo de una recesión de balance en China se asemeja al de Japón en la década de los 90, aunque podríamos decir que la recuperación china ha encontrado trabajas, pero no se da por perdida, y que los responsables políticos todavía cuentan con una fuerte munición para reactivar la economía. Japón sigue en su mundo particular, donde la inflación es bien recibida tras años de estanflación. A pesar de la caída libre del yen, el Banco de Japón (BJ) parece limitado a una postura conciliadora ante unos desequilibrios económicos aún marcados.

LOS RIESGOS SE CONCENTRAN A LA BAJA EN CHINA

Las ventas minoristas chinas crecieron un 2,7% interanual en julio (por debajo del 5% previsto por el sondeo de Reuters) y la producción industrial aumentó un 3,8% (no llegó al 4,6% esperado). Aunque estas cifras de crecimiento siguen siendo envidiables desde la perspectiva europea, reflejan una segunda reapertura económica mucho menos impresionante que en 2021. Las encuestas del PMI cayeron en zona de contracción en agosto (49,4), mientras que el PMI de servicios (52,6) benefició de la ligera relajación de la política de "COVID cero".

Las autoridades han anunciado más estímulos fiscales en forma de nuevo gasto en infraestructuras (300.000 millones de yuanes) y una ampliación de 500.000 millones de yuanes del préstamo a las administraciones locales. Sin embargo, el riesgo reside en que gran parte de este estímulo adicional se destine al ahorro y a la amortización de la deuda en el contexto de la actual crisis inmobiliaria (gráfico 1). Esto último ha desencadenado el debate sobre el riesgo de que China caiga en una "recesión de balance" similar a la de Japón en la década de los 90, cuando los agentes económicos redujeron la deuda recortando el gasto y la inversión, lo que frenó aún más la actividad económica.

Así, la deuda de los hogares chinos ha pasado del 28% de hace una década al 62% del PIB, mientras que la deuda empresarial se sitúa en el 160% del PIB. En la actualidad, los hogares se apresuran a reembolsar las hipotecas de forma anticipada, ya que la confianza y la rentabilidad de las inversiones inmobiliarias están cayendo.

RECUPERAR LA CONFIANZA ES LA CLAVE

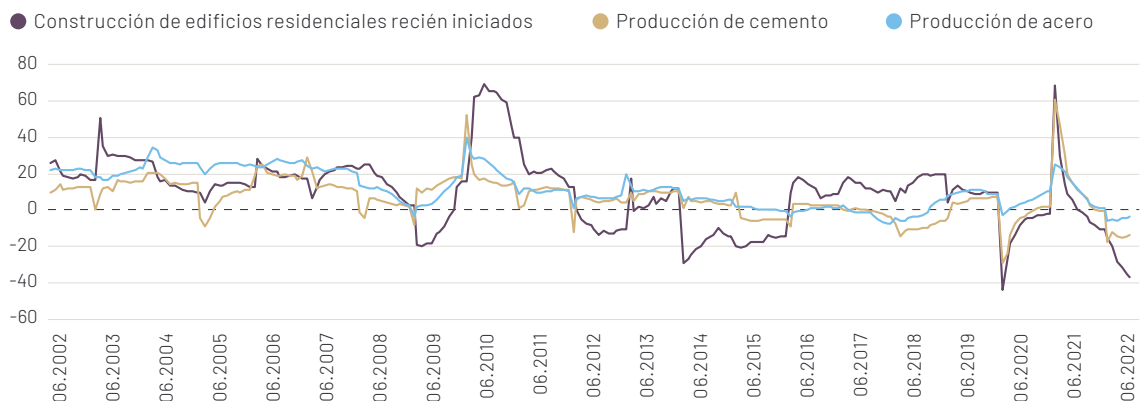
A medida que se acerca el 20º Congreso Nacional, las autoridades chinas no pueden permitirse dar un giro en su dura política sobre los préstamos imprudentes del mercado inmobiliario, como tampoco pueden retroceder mucho en su estrategia de "COVID cero". Sin embargo, se han adoptado múltiples medidas para recuperar la confianza en el sector inmobiliario, entre ellas, los préstamos garantizados por empresas estatales. La política monetaria de relajación ha sido relativamente modesta, aunque el Banco Popular de China (BPC) ya haya recortado los tipos dos veces este año como señal de apoyo. Recuperar la confianza será la clave. En general, creemos que en la economía china todavía existe cierta demanda reprimida derivada de los confinamientos, aunque prevemos que la contracción inmobiliaria seguirá lastrando el crecimiento en 2023.



EL BPC

ya ha bajado los tipos dos veces este año

GRÁFICO 1: DESACELERACIÓN DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN CHINA, CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA PRODUCCIÓN RELACIONADA CON LA CONSTRUCCIÓN, %



Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

Las previsiones de crecimiento del PIB chino se han reducido del 3,2% y del 5,5% en 2022 y 2023, respectivamente, al 2,9% y al 5,2%. Las exportaciones se verán frenadas por la desaceleración mundial, pero deberían seguir beneficiándose de los bajos precios de producción (mínimo de 17 meses, el 4,2%, en julio, inferior al consenso) y de las ventajas competitivas en ciertas áreas clave, especialmente, en los componentes para las energías renovables. En cuanto a la propia dependencia energética de China, su producción de carbón y su capacidad para depender de las fuentes de energía rusas han contribuido a alejar la economía de las turbulencias energéticas mundiales, aunque las actuales sequías del sur estén dificultando la producción de energía.

Hasta ahora, las empresas han limitado repercutir el aumento de costes de las materias primas a sus precios de venta. El repunte de la demanda interna se consolida (las ventas minoristas aumentaron un 2,4% interanual en julio, por encima de las expectativas del mercado del 1,5%). El desempleo se mantiene por debajo de su media histórica (2,5% en julio), mientras que los salarios nominales en Japón aumentaron un 2,2% en junio de 2022 con respecto a hace un año, el ritmo más rápido en cuatro años. Por el lado de la oferta, el sector manufacturero japonés se ve afectado por el debilitamiento de la demanda de exportaciones de China y EE. UU. El PMI manufacturero de Japón cayó a 51 en agosto y el componente de nuevos pedidos se redujo por primera vez en seis meses, lo que apunta a un mayor deterioro.



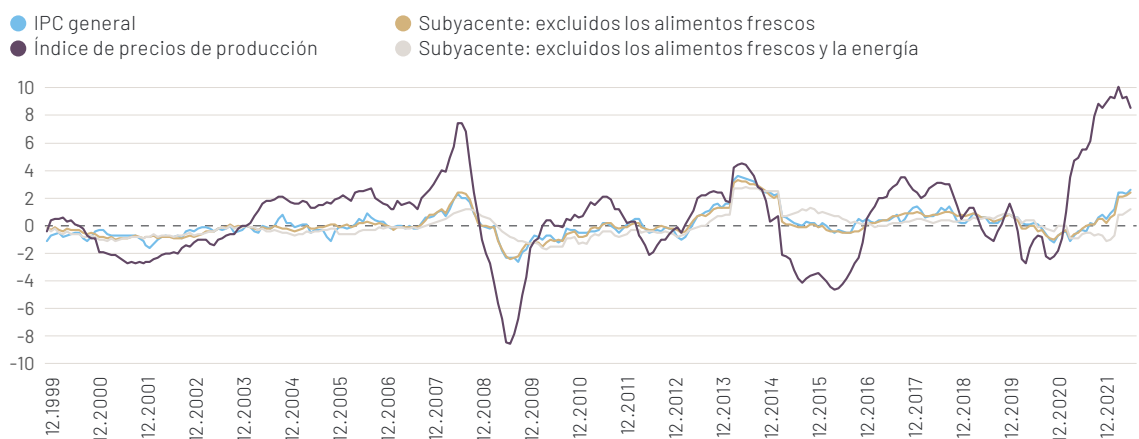
**EL YEN,
-17% EN
EL AÑO**
frente al dólar
estadounidense

JAPÓN: ¿HA VUELTO LA INFLACIÓN?

Lo más probable es que sea pronto para estar seguros. La inflación de los precios al consumo de Japón se aceleró más de lo previsto en julio (2,4% interanual, sin los productos frescos, tras el 2,2% de junio). Es su máximo desde agosto de 2008, si excluimos el periodo de repunte inflacionista del país en 2014-2015, provocado artificialmente por el aumento del IVA (gráfico 2). La inflación se extiende gradualmente, pero la mayor parte de las presiones sobre los precios procede de los productos importados, como los alimentos (alza del 4,4% frente al 3,7% de junio) y los precios de la energía (los carburantes, la luz y el agua, un 14,7% frente al 14,0% de junio). La inflación subyacente, que excluye los productos frescos y la energía, fue solo del 1,2% interanual en julio. Resulta alentador que los precios de producción empiecen a enfriarse a medida que los precios de las materias primas se relajan (8,6% interanual en julio de 2022 frente al 9,4% de junio).

Las cifras de la inflación de julio ya se sitúan por encima de las previsiones del BJ para este año y superan su objetivo del 2%. La debilidad extrema del yen (-17% en lo que va de año frente al dólar) exige una subida de tipos. Sin embargo, los bajos costes de financiación han ayudado a los hogares y a las empresas a absorber el aumento de la factura energética. También ayuda al Gobierno a mantener su enorme carga de la deuda (270% del PIB), que crecerá con los efectos del programa de apoyo a la pandemia y el aumento previsto del gasto militar ante los riesgos que rodean a Taiwán. Por lo tanto, el BJ sigue siendo la excepción entre los bancos centrales del mundo. Deberá ser más innovador para frenar la caída del yen, aunque la moneda podría beneficiarse de su condición de valor refugio en caso de que la recesión sea más fuerte de lo previsto en EE. UU. en 2023.

GRÁFICO 2: PRESIONES DE LOS PRECIOS EN JAPÓN, INTERANUAL, %



Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

03 • Macroeconomía

EL MUNDO AL REVÉS

Los datos macroeconómicos de este verano no han sido del todo malos en las economías avanzadas, sobre todo, en EE. UU. Sin embargo, las buenas noticias macroeconómicas se convirtieron rápidamente en un mal presagio, ya que otorgaron a los bancos centrales más confianza para endurecer la política monetaria. No nos equivoquemos, actualmente la inflación pesa más sobre el crecimiento que la subida de los tipos de interés. La recesión parece ya inevitable en Europa al agravarse el temor a la escasez de energía.

EE. UU.: NO HAY VUELTA ATRÁS

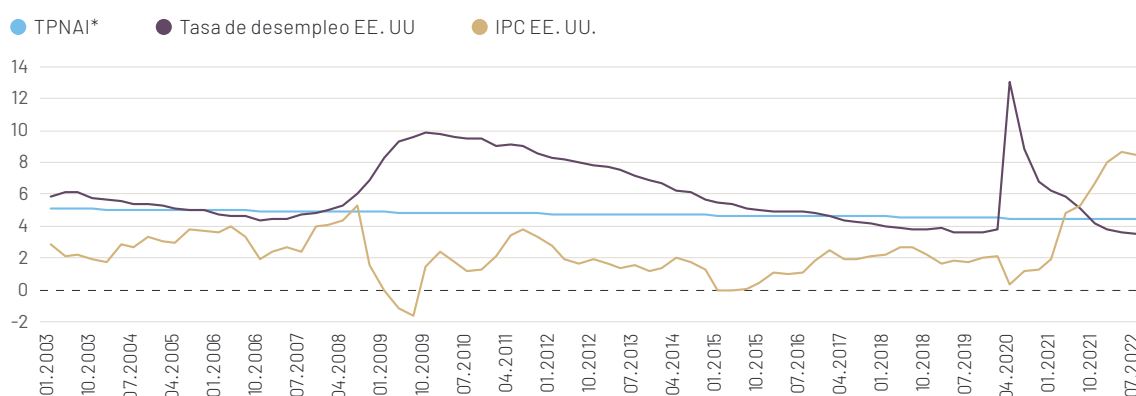
La desaceleración del PIB del 2T en EE. UU. se revisó al alza hasta el -0,6% en base trimestral anualizada (-0,9% estimado inicialmente), ya que el consumo fue más resistente de lo esperado. Las existencias representaron -2 pp de esta caída. Puede que el dato del PIB del 3T resulte ser mejor de lo esperado, dada la gran volatilidad de las existencias tras la COVID-19, lo que explica en parte por qué la NBER¹ se niega a declarar que la economía estadounidense está actualmente en recesión. En términos generales, este verano se produjo un fuerte repunte del índice Citi de sorpresas económicas de EE. UU. A pesar de que el ritmo de los precios al consumo fue superior al de los salarios (8,5% interanual frente al 6,7%), el consumo se ha mantenido relativamente desafiante (las ventas minoristas, sin los precios de la gasolina, aumentaron un 0,2% en julio). Por otra parte, el índice de precios del gasto de consumo personal de EE. UU. —el indicador preferido de la Fed para la inflación— cayó un 0,1% intermensual en julio de 2022, después de haber subido un 1% en junio. Los precios de los alimentos subieron un 1,3% intermensual, pero los costes de la energía cayeron un 4,8% intermensual.

De cara al futuro, lo más probable es que la inflación alcance su máximo en julio. Ciertamente llegará, ya que se espera que los precios del automóvil se debiliten a medida que la demanda se relaja, pero los precios de venta y alquiler de vivienda (un 30% de la cesta de inflación) son más rígidos (históricamente, van 15 meses por detrás de los precios de la vivienda en propiedad) y mantendrán la presión sobre los precios. El mercado laboral sigue siendo rígido (gráfico 3), mientras que las expectativas de inflación de los consumidores disminuyeron en julio, aunque siguen por encima del 6% (nivel alcanzado en noviembre de 2021). En este contexto, la Fed está firmemente embarcada en la lucha contra la inflación. El desplome de la demanda de viviendas (las viviendas iniciadas cayeron un 9,6% intermensual en julio) y la caída en picado de los indicadores de confianza no desbaratarán la misión de la Fed. No esperamos que la inflación de EE. UU. baje significativamente antes de la primavera de 2023. Los índices PMI advierten de la ralentización de la actividad que se avecina, ya que cae muy por debajo del umbral de los 50 en los servicios (en 44,1 en agosto) y se desacelera en la actividad manufacturera (hasta 51,3).



Los salarios en EE. UU. suben un **6,7%** INTERANUAL

GRÁFICO 3: TASA DE DESEMPLEO E INFLACIÓN, %



* TPNAI: tasa de paro no aceleradora de la inflación.

Fuentes: Refinitiv, CBO, Indosuez Wealth Management.

1 - National Bureau of Economic Research (Oficina Nacional de Análisis Económico).



El riesgo de recesión del país se sitúa ahora en el segundo semestre de 2023, cuando se abran las grietas que empiezan a manifestarse en el mercado laboral actual (como la ralentización de las ofertas de trabajo) y el nivel restrictivo de las condiciones de financiación rompa la recuperación de la demanda interna.

EUROPA: UNA RECESIÓN EN CIERNES

La inflación y el crecimiento del PIB en Europa siguen condicionados por la escasez de energía y la crisis de confianza que esta conlleva (Tabla 1). Se espera que la inflación se acerque a los dos dígitos hacia finales de año en el conjunto de la zona euro, especialmente, en Alemania y España. Como los precios del gas siguen una senda sin precedentes (alza del 368% interanual en agosto), la inflación aún no puede tocar techo, y los riesgos para la inflación europea siguen tendiendo al alza (especialmente, en la energía y los bienes industriales). No obstante, las expectativas de inflación siguen ancladas por el momento, probablemente debido a que en Europa la inflación está alimentada casi exclusivamente por los precios de la energía y los alimentos. Los datos del PIB del 2T sorprendieron al alza (+0,6% intertrimestral en

2T), gracias a una actividad sustentada por la relación de las medidas COVID-19 y una temporada turística de verano magnífica. España (1,1%), Italia (1%) y Francia (0,5%) crecieron a un ritmo sólido, mientras que la economía alemana se estancó. De cara al futuro, el PIB seguirá una tendencia a la baja a medida que el repunte de los servicios se modere, la demanda mundial se debilite y el poder adquisitivo siga siendo escaso. El índice alemán IFO de clima empresarial cayó en agosto en zona de recesión, en 88,5 puntos (frente a los 99 de febrero), mientras que la encuesta de consumo GFK está muy por debajo de los niveles de marzo de 2020. La previsión de Bloomberg sobre la probabilidad de recesión en la zona euro ya alcanza el 55%, frente al 30% de junio. Suponiendo un racionamiento del gas ruso en lugar de un corte total, prevemos una leve recesión en la zona euro a partir del segundo semestre de 2022 y hasta la primavera de 2023. La tasa de desempleo de la zona euro lleva tres meses estable en el 6,6%, pero con grandes disparidades (Alemania 2,8% de desempleados y España, 12,6%). Sin embargo, las finanzas públicas se deterioran en todos los Estados miembros. El proceso presupuestario europeo vuelve a empezar en octubre, poco después de las elecciones italianas, y podría ser una nueva fuente de tensiones.



LA INFLACIÓN
de la zona euro
AÚN NO
HA TOCADO
TECHO

TABLA 1: ACTUALIZACIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA INFLACIÓN, %

| | CRECIMIENTO | | | | | | | | | |
|------|-------------|-----------|----------|---------|--------|--------|-------------|-------|-------|--------|
| | EE. UU | Zona euro | Alemania | Francia | Italia | España | Reino Unido | China | Japón | Brasil |
| 2022 | 1,6% | 2,9% | 1,5% | 2,6% | 3,3% | 4,5% | 3,4% | 2,9% | 1,8% | 2,3% |
| 2023 | 1,0% | 0,3% | 0,1% | 0,4% | 0,4% | 1,1% | -0,5% | 5,2% | 1,5% | 1,0% |

| | INFLACIÓN | | | | | | | | | |
|------|-----------|-----------|----------|---------|--------|--------|-------------|-------|-------|--------|
| | EE. UU | Zona euro | Alemania | Francia | Italia | España | Reino Unido | China | Japón | Brasil |
| 2022 | 8,1% | 8,3% | 8,5% | 6,1% | 7,7% | 9,3% | 9,6% | 2,3% | 1,9% | 9,8% |
| 2023 | 4,0% | 5,7% | 6,0% | 4,7% | 5,3% | 4,9% | 8,7% | 2,4% | 0,3% | 5,6% |

Fuentes: Amundi, Indosuez Wealth Management.

Las economías y los mercados financieros están sufriendo el mayor ciclo de endurecimiento en décadas. ¿Recuerdan los buenos tiempos, cuando los bancos centrales de los mercados desarrollados subían los tipos 25 pb, tras un ejercicio largo y prudente de comunicación al mercado? Ahora la orientación futura de la política monetaria ha pasado a la historia y la mayoría de los bancos centrales están tomando las medidas de 50 a 75 pb, antes reservadas a los mercados emergentes.

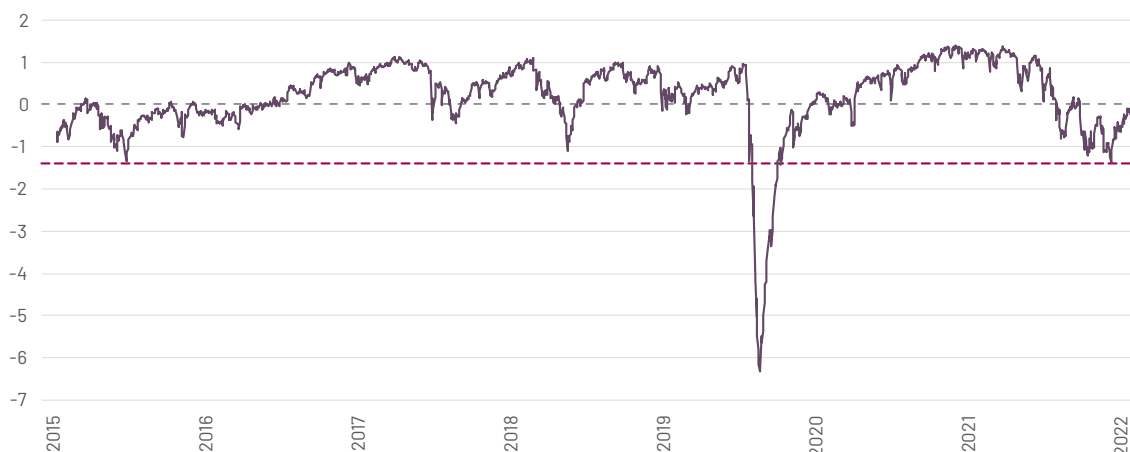
Ha sido un verano lleno de acontecimientos, en el que el mercado se ha revalorizado considerablemente, tanto en los mercados de diferenciales como en los de tipos. Los motivos están en un desapalancamiento marcado a finales de junio, un aumento de las reservas debido al gasto del Tesoro estadounidense y un "reverse repo" (RRP) relativamente sin cambios. Actualmente, el mercado de tipos ha vuelto a converger lentamente hacia una postura más agresiva sobre el endurecimiento tras el discurso del presidente de la Fed. La reacción a Jackson Hole fue bastante moderada en los bonos del Tesoro estadounidense y las presiones de aplanamiento de la curva de tipos de interés vigentes durante este primer semestre del año volvieron a dirigir la curva de rendimientos de EE. UU. Para el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BOE), la situación es grave. Los precios de la electricidad y del gas están debilitando la posición de estas dos zonas monetarias, y obligan a sus bancos centrales a mantener una postura muy dura a pesar de la creciente probabilidad de caer en una profunda recesión. El BCE se encuentra en una situación especialmente complicada dada la fuerte depreciación del euro.

Por último, aunque la ampliación de los diferenciales periféricos coincidía con la normalización de los tipos de interés de la zona euro en su conjunto, el BCE reaccionó este verano comprando más bonos del Tesoro italiano mediante la reinversión del programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP).

Dada la relajación de las condiciones financieras este verano (gráfico 4) y la solidez del mercado laboral en EE. UU., es más probable que los bancos centrales sigan endureciendo la política monetaria con rapidez y aún es pronto para pedir un giro de la Fed. Viendo los retrasos en la transmisión de la política monetaria, la situación debería pesar inevitablemente en una economía que ya está en estancamiento o recesión. Sin embargo, la lucha contra la inflación sigue siendo la prioridad absoluta de los bancos centrales, que parecen estar convencidos de que una recesión a corto plazo es mejor que un entorno inflacionista prolongado. En este contexto, el movimiento de aplanamiento va a continuar, con un posible giro de la Fed a finales de año que podría generar cierta presión alcista en el extremo corto de la curva.


EL BCE,
en una situación
delicada por la
**DEPRECIACIÓN
DEL EURO**

GRÁFICO 4: LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE EE. UU.
VUELVEN A SER CASI NEUTRALES, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

DEUDA CORPORATIVA

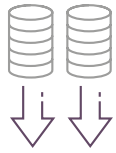
En los mercados de crédito, los diferenciales se negociaron a la baja de forma pronunciada en el investment grade y el alto rendimiento, tanto en el mercado estadounidense como en el europeo, lo que abrió las puertas a grandes rendimientos anormales en estos mercados en julio, para después consolidarse en agosto. Aunque los fundamentales siguen resistiendo en Europa, en EE. UU. se deterioran, con más deuda y menos efectivo en el balance de las empresas. Las tasas de impago realizadas se situaron por debajo del 1% en ambas regiones, mientras que las agencias de calificación prevén un aumento limitado en 2023, acorde con una desaceleración económica y justo por encima de sus medias a largo plazo (3,7% en EE. UU. y 3% en Europa sobre una base ponderada de emisores). Las agencias de calificación aún no han tenido en cuenta este cambio, ya que sigue habiendo más subidas que bajadas de calificación. La excepción es el sector inmobiliario chino, donde el 40% de los emisores están en observación negativa. En cuanto a los flujos, a pesar del ímpetu positivo de este verano, los inversores retiraron sus activos de los fondos abiertos, ya que las rentabilidades siguen siendo negativas en lo que va de año en un entorno de rendimientos crecientes. No obstante, cada vez son más las estrategias de gestión de compra y mantenimiento que atraen a los inversores. Diseñadas para consolidar un rendimiento al inicio, estas inversiones ofrecen más visibilidad que los fondos abiertos.

En Europa, la continua ampliación de los diferenciales de los swaps ofrece un carry adicional a los inversores y un posible colchón contra el aumento de los rendimientos.

En el mercado de alto rendimiento, las valoraciones ya no son tan interesantes y parecen estar en peligro teniendo en cuenta la postura agresiva del BCE, la perturbación energética europea que lastra los márgenes corporativos y la amplia desaceleración macroeconómica. Tanto los ratios B/BB como BB/BBB, ahora por debajo de su media de 5 años, indican mercados con una valoración elevada en estos niveles.

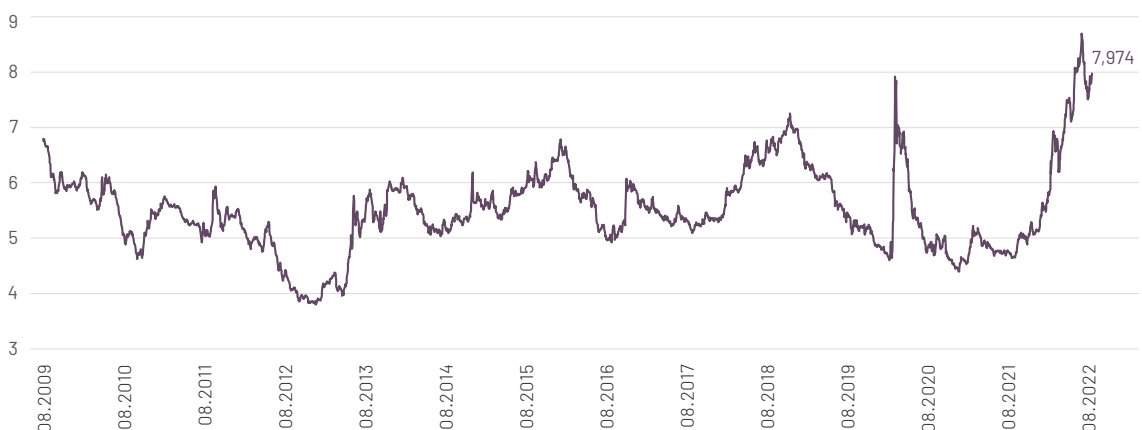
A pesar de las dificultades de los mercados primarios, las necesidades de refinanciación a corto plazo son reducidas. Las empresas tendrán que hacer frente a unos costes de endeudamiento más elevados con la nueva deuda, aunque se verán mitigados por una mayor proporción de deuda a tipo fijo hasta 2023. La vulnerabilidad está en B- y más abajo. El fortalecimiento del dólar provocó una contracción de la deuda corporativa de EE. UU. en circulación no denominada en dólares, mientras que algunas empresas europeas se benefician de su exposición a los ingresos en dólares.

En los mercados emergentes, el fortalecimiento del dólar lastró los rendimientos en moneda local. El desplome del sector inmobiliario chino también pesó sobre el clima inversor mundial y la falta de soluciones a corto plazo impidió que se asumieran riesgos en la región (gráfico 5).



130.000 MILLONES
estimados de pérdidas por la deuda de los promotores inmobiliarios chinos en dólares estadounidenses

GRÁFICO 5: EL AUMENTO DE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES EMERGENTES EXPLICA EL AUMENTO DE LOS IMPAGOS EN CHINA, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

El índice S&P 500 registró una notable ganancia de dos dígitos en ocho semanas, impulsado por 3 factores: la sensación inicial de que la Fed no estaba tan lejos de su punto pivote; una temporada de resultados que resultó ser mejor de lo que se temía; y un clima muy bajista entre los inversores antes del verano que les llevó a reducir el riesgo antes del periodo vacacional.

La reunión de Jackson Hole supuso una gran señal de alerta, ya que la inflación sigue siendo la principal preocupación de los bancos centrales.

TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Los resultados del 2T fueron favorables en general, con un panorama muy positivo en Europa y una temporada tranquilizadora globalmente en EE. UU. El consenso sigue esperando que las ventas crezcan un 12% en EE. UU. y un 14% en Europa, muy por encima de las medias históricas. Sin embargo, los márgenes de beneficios están empezando a presentar ciertos signos de deterioro, especialmente en EE. UU., una vez ajustado el sector energético. En Europa, los márgenes han resistido bien hasta ahora, gracias a un euro más débil y unos tipos de interés más bajos.

En este contexto, las revisiones de beneficios siguen resistiendo e incluso aumentando en Europa. No obstante, este es uno de los principales retos de los mercados de renta variable de cara al futuro. La capacidad de las empresas para seguir ofreciendo niveles de márgenes elevados y mantenerlos en el entorno actual será un elemento clave para la evolución bursátil de final de año.

ESTADOS UNIDOS

El repunte del mercado fue el resultado del cambio de tono (gráfico 6) de la Fed en julio (menos agresivo que antes), ya que Jerome Powell declaró que el tipo de los fondos federales ya era neutral, lo que llevó a una relajación de los tipos de interés estadounidenses y alimentó el repunte del mercado de renta variable.

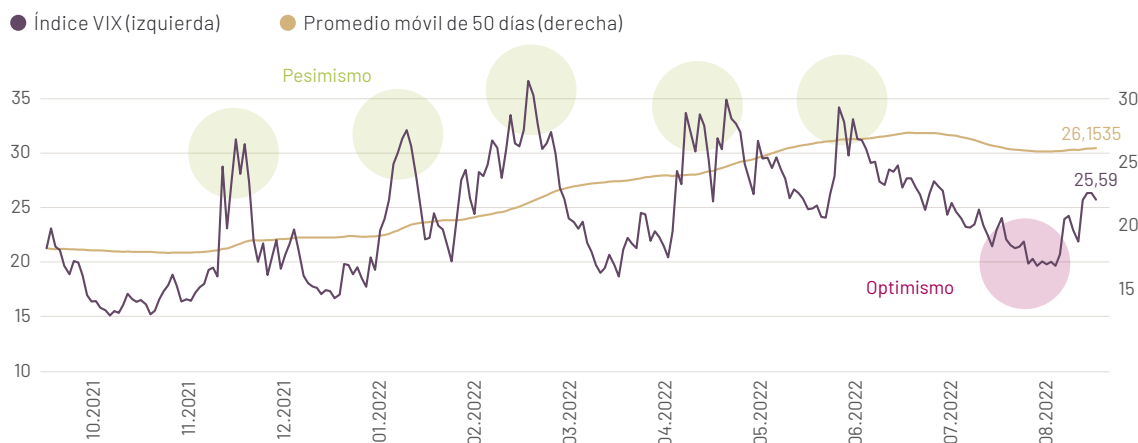
Sin embargo, la reunión de Jackson Hole ha alejado las esperanzas de un giro de la Fed a corto plazo hacia una postura de mayor relajación. Jerome Powell señaló que es probable que el banco central estadounidense siga subiendo los tipos de interés y los mantenga en un nivel elevado durante un tiempo para acabar con la inflación.

Así, seguimos en un entorno macroeconómico particularmente complejo que combina las tensiones geopolíticas, la elevada inflación, el riesgo de recesión, la política monetaria y las próximas elecciones de mitad de mandato en EE. UU. Todos estos elementos justifican nuestro actual mensaje de prudencia en el posicionamiento del riesgo, aunque seguimos considerando que el mercado estadounidense es el que ofrece más resistencia, con un mayor poder de fijación de precios y algunas de las empresas de mayor calidad.



Revisión de los **BENEFICIOS: RESISTENTES** hasta ahora, pero un reto para el final del año

GRÁFICO 6: ÍNDICE VIX



Nota: A mediados de junio se llegó al tope de la tendencia bajista, antes del periodo estival, lo que contribuyó al repunte del verano. Actualmente, los indicadores del clima económico muestran un relativo optimismo, lo que sugiere que los mercados podrían ser más sensibles a las corrientes de noticias negativas.
 Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPA

La situación global sigue siendo complicada en Europa, a pesar del alivio por el repunte del mercado desde finales de julio hasta mediados de agosto.

La posible escasez de energía durante el invierno representa un verdadero obstáculo para Europa. Algunos inversores temen incluso que varias industrias cesen su actividad, especialmente, en Alemania o Italia. La debilidad del euro está ayudando a los exportadores, pero la creciente presión inflacionista sobre los precios de la energía y los productos básicos afectará a la rentabilidad de los sectores con un gran consumo de energía. En el lado positivo, la temporada de resultados ha sido magnífica para las empresas europeas, lo que sigue llevando al alza de las revisiones de beneficios (gráfico 7).

Dentro de Europa, nos inclinamos por los mercados suizos, que se benefician de una moneda reforzada y un sesgo orientado a la calidad.



El estilo de
CALIDAD
sigue siendo
nuestra
PRINCIPAL
CONVICCIÓN

MERCADOS EMERGENTES

Los mercados de renta variable asiáticos se han encontrado con la creciente preocupación por la economía china en los últimos meses (véase la página 6), que ha obligado a las autoridades chinas a poner en marcha otra ronda de flexibilización monetaria a finales de agosto, con recortes de los tipos de interés y medidas de apoyo específicas para el sector inmobiliario. También esperamos un importante aumento del gasto en infraestructuras en lo que queda de año. Las reanudación de las tensiones con EE. UU. (en particular, por

Taiwán), así como la estricta política de “COVID cero” todavía vigente, también han agravado últimamente la preocupación de los inversores mundiales respecto a China, mientras que las revisiones del BPA siguen orientadas a la baja. Como aspecto positivo, últimamente hemos observado señales alentadoras en las principales empresas chinas de la economía de plataforma, con beneficios mejores de lo esperado en general y, sobre todo, una mejora de los márgenes.

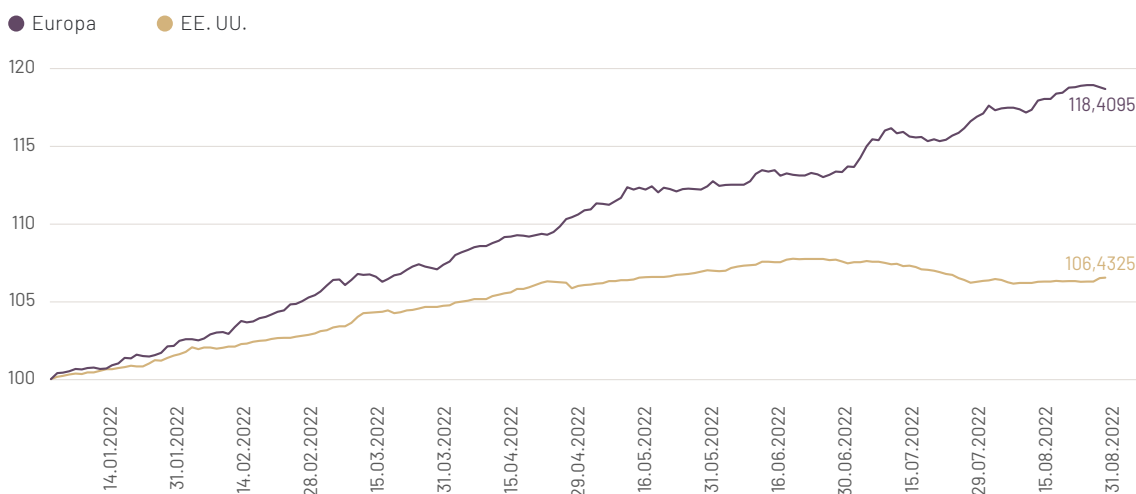
ESTILO DE INVERSIÓN

El repunte estival ha beneficiado principalmente a los valores de Crecimiento no rentables, ya que los rendimientos a largo plazo se estaban revirtiendo a principios del verano. Sin embargo, después de haberse beneficiado inicialmente de una caída de 100 pb en EE. UU., recientemente las tirs de los bonos han vuelto a subir. En este sentido, seguimos pensando que aún es pronto para volver a apostar ampliamente por las empresas de Crecimiento (a excepción de los valores renovables y verdes).

Por el contrario, vemos la oportunidad de ir más allá en el lado defensivo aumentando la Calidad y, en particular, la temática de “dividendo creciente”, que se centra en empresas capaces de mantener o aumentar su dividendo en el contexto actual.

Mientras tanto, aprovechamos el repunte del Value para tomar parte de los beneficios de esta estrategia. Nos centramos principalmente en la reducción de la parte cíclica de la cartera Value, que podría verse afectada por otro tramo de deterioro macroeconómico.

GRÁFICO 7: REVISIONES BPA



Nota: la temporada de resultados ha sido, en general, tranquilizadora para los inversores, sobre todo, por la sólida serie de resultados de Europa. Desde entonces, las revisiones de beneficios europeas se aceleran al alza, mientras que EE. UU. siguen estabilizándose.
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LA FED Y EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SIGUEN A LA CABEZA



El dólar sigue siendo el rey, las autoridades chinas permiten que el yuan se debilite para apoyar una economía que sufre y el yen sigue sometido a presión por los intentos de reactivar la inflación. El dólar australiano parece un factor de diversificación interesante, mientras que la plata está tan débil que el mercado está pagando por pedirla prestada en lugar de comprarla.

USD

Mantiene su fortaleza

El dólar estadounidense alcanzó nuevos máximos en agosto, ya que la Fed frustró las esperanzas del mercado de un cambio temprano en su política monetaria ultraagresiva. Impulsado no solo por la recuperación de los tipos de interés, el dólar también se ha visto bien sustentado por el entorno de aversión al riesgo que acompaña a estos tipos más altos, ya que los inversores buscan la seguridad de la moneda de reserva mundial, que resulta ser además la moneda de mayor rendimiento de los mercados desarrollados. Mantenemos el optimismo con respecto al dólar dentro de las incertidumbres del 3T y 4T, pero también reconocemos que las ganancias incrementales en cada repunte son cada vez menores.

CNY

El BPC se resiste a la tendencia mundial

La hipótesis del riesgo de ralentización del crecimiento en China ha cobrado más importancia que la lucha contra el aumento solo gradual de los precios al consumo. Por ello, el banco central siguió flexibilizando los tipos de interés de los préstamos a corto plazo y de las hipotecas para amortiguar la desaceleración y reforzar el sector inmobiliario. Este apoyo monetario en curso contrasta con la actuación de prácticamente todos los demás bancos centrales nacionales, que se apresuran a recuperar la credibilidad perdida y contrarrestar la inflación desbocada de su país. En este sentido, el BPC ofrece un estímulo adicional al permitir que el yuan se debilite frente a sus principales socios comerciales, que también sufren frente al dólar. Por lo tanto, no podemos descartar una mayor debilidad del yuan hacia los 7,00 y más allá, mientras el FOMC mantiene su senda de subida de tipos y los diferenciales de intereses se amplían aún más. Las iniciativas de estímulo están en camino, lo que debería contener toda salida considerable de divisas.



LOS
INVERSORES
BUSCAN
LA SEGURIDAD
de la moneda
de reserva
mundial

AUD

Intento de tocar fondo en marcha

El dólar australiano, calificado AAA, está intentando llegar al fondo frente al dólar estadounidense, que está subiendo por defecto. El pleno empleo de récord sigue siendo muy sólido, mientras que el IPC sube muy por encima del nivel de tolerancia de su banco central (RBA). Las subidas del RBA han sido rápidas y aún quedan otras por llegar. A este "retorno" a la categoría de alto rendimiento se une a un superávit comercial creciente y récord. Las exportaciones netas de trigo, carbón, mineral de hierro e incluso gas natural licuado, de gran demanda, seguirán impulsando la balanza por cuenta corriente y, por lo tanto, sustentando el dólar australiano en las caídas. Sin embargo, su talón de Aquiles sigue siendo el lastre comercial sancionado con su socio clave, China, y el apalancado sector inmobiliario, vulnerable a subidas de tipos aún más pronunciadas en su país. En conjunto, seguimos siendo muy optimistas en todas las caídas frente a sus homólogos del todo el mundo (gráfico 8).

JPY

Aún el último de la fila

Aunque la inflación se ha recuperado en Japón, el mercado no está nada convencido de que el BJ vaya a cambiar su política en un futuro próximo; la experiencia nos enseña por qué. Los anteriores intentos de reactivar la inflación en Japón fueron tan efímeros que los responsables políticos probablemente querrán ver una inflación totalmente

afianzada antes de indicar la posibilidad de abandonar su política. Los inversores deben seguir de cerca la actuación del BJ y del Gobierno japonés en busca de señales de tal giro, aunque, con una inflación todavía muy por debajo de otros mercados desarrollados, es probable que todavía tarde unos meses.

PLATA

Los soportes ceden

La plata ha vuelto a caer por debajo de los 20 dólares/onza ante un dólar especialmente fuerte. El precio ha acompañado el descenso general de los precios de los metales preciosos, que han visto caer el oro, el platino y el paladio en agosto. La fortaleza del dólar se debe a la postura de la política monetaria de la Fed, con una firmeza cada vez mayor en su lucha contra la inflación, y los mercados consideran ahora que los tipos de interés del dólar se acercarán al 4% a finales de 2022. Es interesante precisar que los precios de financiación de XAG también han subido, lo que permite a los titulares de XAG generar hasta un 2% anual en sus tenencias de plata en efectivo prestándolas al mercado, lo que podría ser una señal de que los mercados piensan que el metal seguirá cayendo, mientras que todavía existe una demanda sólida para utilizarlo a corto plazo, ya que esencialmente el elevado tipo de interés de la plata refleja que los participantes están más dispuestos a pedir prestado el metal que a comprarlo directamente para su uso.

GRÁFICO 8: EL DÓLAR AUSTRALIANO PONDERADO POR EL COMERCIO SIGUE RESPALDADO



Fuentes: RBA, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** mantenemos nuestra hipótesis principal en la que existe una gran probabilidad de entrar en recesión, especialmente en Europa, con un abanico de hipótesis que van desde una contracción temporal del PIB de uno o dos trimestres, hasta una recesión más grave. Más allá de los riesgos de escasez de energía para la industria, la confianza de los consumidores europeos sigue siendo baja, ya que son los que están pagando la mayor parte del precio de este contexto de estanflación. Fuera de Europa, el crecimiento del PIB estadounidense debería repuntar en el 3T tras dos trimestres consecutivos de contracción técnica, aunque debería verse afectado por el ciclo de subidas de tipos de la Fed a partir de entonces. Los datos chinos siguen siendo flojos y están lejos de los objetivos de crecimiento de su Gobierno.
- **La inflación** seguirá elevada en 2022 (en torno al 8%) y de base más amplia, más allá del efecto de los precios de la energía, que han empezado a corregir, mientras que las tensiones sociales provocadas por la erosión del poder adquisitivo alimenta las subidas salariales. La inflación de 2023 podría ser una mezcla de contribuciones menores (o negativas) a la inflación de la energía debido a los efectos de base, mientras que la inflación subyacente debería situarse entre el 3% y el 4%, muy por encima del objetivo de los bancos centrales.
- **Bancos centrales:** nuestra hipótesis no varía, con un endurecimiento en occidente y una relajación en China. La Fed ha vuelto a confirmar su compromiso de luchar contra la inflación, pero con un interrogante sobre la resistencia de la postura en caso de recesión. Es probable que la Fed indique un giro a finales de año y ponga fin a las subidas de tipos en el 1T de 2023. Los temores de recesión alimentan las expectativas de recortes de tipos en el 2S de 2023, algo que la Fed descarta por ahora. El BCE también ha confirmado una normalización acelerada. Tras abandonar los tipos negativos, podrían seguir los pasos de la Fed en cuanto al ajuste de las subidas de tipos, al tiempo que aportaría más claridad sobre el programa del Instrumento para la Protección de la Transmisión (IPT) para limitar la ampliación de los diferenciales periféricos en un contexto de déficits de saldos fiscales. El banco central chino ha confirmado y ha acentuado su política acomodaticia (con tipos reales neutros ahora por primera vez en cinco años).

- **Rendimientos de los bonos a largo plazo:** esta combinación de previsiones macroeconómicas débiles y bancos centrales de postura dura mantiene nuestra opinión de curvas de tipos planas o invertidas en EE. UU., así como en la zona euro.
- **Beneficios empresariales:** seguimos viendo una gran divergencia entre los pobres datos macroeconómicos y las previsiones optimistas de los analistas, las cuales se traducen en unas proyecciones confiadas de los directivos. Sin embargo, a pesar de la sólida temporada de resultados del 2T impulsada por el sector energético, los beneficios y las pérdidas deberían empezar a reflejar por fin el empeoramiento del entorno, ya sea por un menor crecimiento o por la reducción de los márgenes.
- **Tasas de morosidad y condiciones de liquidez:** las tasas de morosidad aumentarán sin duda en un contexto de estanflación, aunque no hasta el nivel implícito que refleja la ampliación de los diferenciales de crédito de este año. Los mercados de crédito habían recuperado primas de liquidez y volatilidad más atractivas durante la primavera, antes de repuntar este verano. Como la barrera de la refinanciación se producirá en su mayor parte en 2025/2026, el *carry* sigue siendo atractivo en los bonos de calidad de corta duración. Sin embargo, el ajuste estival de los diferenciales del alto rendimiento va a durar poco, ya que los riesgos macroeconómicos no se han evaporado con el calor del verano.
- **Régimen de mercado:** volvemos a las correlaciones positivas entre las acciones y los bonos, ya que la normalización monetaria vuelve a dominar y provoca la corrección simultánea de la renta fija y la renta variable, lo que contribuye a un régimen de mayor volatilidad en el que, más allá del efectivo en dólares estadounidenses, los valores refugio son especies en peligro de extinción.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

- **Renta variable:** seguimos infraponderados y aprovechamos el repunte del verano para reducir la exposición recomendada. Como se esperaba, los valores de Crecimiento fueron los principales beneficiarios de este repunte del mercado impulsado por los tipos. Nuestra opinión prudente se basa principalmente en un doble contexto de desaceleración macroeconómica y normalización monetaria que, en última instancia, dará lugar a revisiones negativas de los beneficios por acción (BPA).



VENDER
EL REPUNTE
DEL VERANO
y MANTENER
LA CALIDAD
en las carteras

Seguimos aumentando nuestra preferencia por los activos de calidad y los dividendos sostenibles, al tiempo que reducimos nuestra convicción en el Value ante los mayores riesgos macroeconómicos. Continuamos infraponderados en Europa y nos mantenemos neutrales en EE. UU. La renta variable china sigue sufriendo los desafíos macroeconómicos y la política de "COVID cero", pero podría beneficiarse de una política monetaria más favorable, de la resolución de las cotizaciones estadounidenses y de la mejora de los beneficios de los gigantes tecnológicos.

- **Deuda corporativa:** se mantiene una opinión optimista sobre los bonos corporativos de calidad que ofrecen diferenciales más atractivos desde el punto álgido de la pandemia. Más cautelosa en el alto rendimiento a corto plazo, ya que los diferenciales de crédito pueden seguir ampliándose, especialmente, en caso de escasez de energía y de aumento de los riesgos de recesión. Sin embargo, los inversores a largo plazo con un enfoque selectivo de compra y mantenimiento verán recompensada su paciencia.
- **Divisas:** hemos reiterado en los últimos meses que era prematuro pasar a ser negativos en el dólar frente al euro, ya que significa ir contra la senda de normalización de la Fed o ignorar los retos de la zona euro. Aunque esta opinión se ha visto confirmada cuando el dólar ha cruzado la paridad con el euro, creemos que ahora el potencial de mejora es limitado, pero las costosas coberturas de divisas y los retos de la zona euro limitan el riesgo bajista. Mantenemos nuestra falta de entusiasmo sobre el yuan ante la flexibilización monetaria de China y se mantiene la diversificación en las divisas de las materias primas, antes de que llegue un giro de la Fed en invierno y allane el camino a las corrientes de divisas de los mercados emergentes.
- **Coberturas macro:** hemos incrementado el optimismo con respecto a la duración en el pico de junio de los rendimientos de los bonos del Estado, aunque a principios de agosto redujimos la convicción sobre esta clase de activos. Volvimos a nuestra estrategia de duración infraponderada, hasta que veamos con más claridad el momento del punto de inflexión de la Fed.
- **Posicionamiento de riesgo:** en general, preferimos mantener un enfoque de riesgo moderado, con colchones de efectivo en los perfiles de inversión de mayor riesgo y un aumento de las coberturas macroeconómicas para reducir la volatilidad y tener la capacidad de aprovechar las oportunidades que ofrezca el mercado.

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 1 DE SEPTIEMBRE DE 2022

| DEUDA PÚBLICA | RENTABILIDAD | DESDE 4 SEMANAS (EN PB) | DESDE 1 ENERO (EN PB) |
|---------------------------|--------------|-------------------------|-----------------------|
| Deuda pública EE.UU., 10A | 3,25% | 56,50 | 174,32 |
| Francia 10A | 2,17% | 82,30 | 197,80 |
| Alemania 10A | 1,56% | 75,80 | 174,00 |
| España 10A | 2,76% | 86,40 | 219,60 |
| Suiza 10A | 0,88% | 45,60 | 101,80 |
| Japón 10A | 0,24% | 6,60 | 17,20 |

| DEUDA | ÚLTIMO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|-----------------------------|--------|-----------------|---------------|
| Deuda pública emergente | 33,77 | -1,76% | -13,91% |
| Deuda pública EUR | 200,34 | -3,80% | -8,33% |
| Deuda corporativa EUR (HY) | 190,37 | -2,45% | -10,89% |
| Deuda corporativa USD (HY) | 293,64 | -4,59% | -11,66% |
| Deuda pública EE, UU, | 298,72 | -2,12% | -6,73% |
| Deuda corporativa emergente | 43,06 | -1,51% | -15,57% |

| DIVISAS | ÚLTIMO SPOT | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---------|-------------|-----------------|---------------|
| EUR/CHF | 0,9764 | -0,23% | -5,90% |
| GBP/USD | 1,1545 | -5,06% | -14,68% |
| USD/CHF | 0,9818 | 2,76% | 7,55% |
| EUR/USD | 0,9946 | -2,93% | -12,52% |
| USD/JPY | 140,21 | 5,51% | 21,84% |

| ÍNDICE DE VOLATILIDAD | ÚLTIMO | DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS) | DESDE 1 ENERO (PUNTOS) |
|-----------------------|--------|--------------------------|------------------------|
| VIX | 25,56 | 4,12 | 8,34 |

| ÍNDICES BURSÁTILES | ÚLTIMO PRECIO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|-------------------------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| S&P 500 (EE,UU,) | 3.966,85 | -4,46% | -16,77% |
| FTSE 100 (Reino Unido) | 7.148,50 | -4,02% | -3,20% |
| STOXX Europe 600 | 407,66 | -7,15% | -16,43% |
| Topix | 1.935,49 | 0,25% | -2,85% |
| MSCI World | 2.610,26 | -5,48% | -19,23% |
| Shanghai SE Composite | 4.043,74 | -1,41% | -18,15% |
| MSCI Emerging Markets | 976,14 | -1,86% | -20,77% |
| MSCI Latam (América Latina) | 2.124,59 | 0,15% | -0,25% |
| MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África) | 194,28 | -3,53% | -29,53% |
| MSCI Asia Ex Japan | 628,92 | -2,17% | -20,32% |
| CAC 40 (Francia) | 6.034,31 | -7,36% | -15,64% |
| DAX (Alemania) | 12.630,23 | -7,56% | -20,49% |
| MIB (Italia) | 21.302,16 | -5,93% | -22,10% |
| IBEX (España) | 7.806,00 | -4,35% | -10,42% |
| SMI (Suiza) | 10.663,44 | -4,81% | -17,18% |

| MATERIAS PRIMAS | ÚLTIMO PRECIO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---------------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Varilla de acero (USD/Tonelada) | 3.901,00 | -3,94% | -14,23% |
| Oro (USD/Onza) | 1.697,52 | -5,23% | -7,20% |
| Crudo WTI (USD/Barril) | 86,61 | -2,18% | 15,16% |
| Plata (USD/Onza) | 17,55 | -12,78% | -24,84% |
| Cobre (USD/Tonelada) | 7.597,00 | -1,69% | -21,85% |
| Gas natural (USD/MMBtu) | 9,26 | 14,04% | 148,31% |

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

| JUNIO DE 2022 | JULIO DE 2022 | AGOSTO DE 2022 | DESDE 4 SEMANAS | 01.01.2022 A 01.09.2022 |
|---------------|---------------|----------------|-----------------|-------------------------|
| 8,79% | 9,11% | 1,18% | 0,25% | -0,25% |
| -0,42% | 7,86% | 0,03% | 0,15% | -2,85% |
| -1,38% | 7,64% | -0,04% | -1,41% | -3,20% |
| -2,70% | 4,22% | -0,22% | -1,86% | -16,43% |
| -6,46% | 3,71% | -1,04% | -2,17% | -16,77% |
| -7,10% | 3,54% | -1,88% | -3,53% | -18,15% |
| -7,20% | 3,18% | -2,19% | -4,02% | -19,23% |
| -7,43% | -0,69% | -4,24% | -4,46% | -20,32% |
| -8,07% | -1,66% | -4,33% | -5,48% | -20,77% |
| -16,81% | -7,02% | -5,29% | -7,15% | -29,53% |

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 Muhairi 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 02.09.2022.

