



# MONTHLY HOUSE VIEW

Enero de 2023

¿Qué ha cambiado en 2022?

• Índice

01• Editorial	P3
¿QUÉ HA CAMBIADO EN 2022?	
02• Focus	P4
REAPERTURA DE CHINA: UNA MIRADA A LA COBERTURA DE LAS MATERIAS PRIMAS	
03• Macroeconomía	P6
DE UN RIESGO DE INFLACIÓN A UNO DE RECESIÓN	
04• Renta fija	P8
¡EL PEOR AÑO PARA LA RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA TERMINA POR TODO LO ALTO!	
05• Renta variable	P10
ESPERANDO EL GIRO...	
06• Divisas	P12
EL DESPERTAR DE LOS BANCOS CENTRALES	
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

### *"Hay que conquistar la libertad antes de organizarla"*

Jean Cavailès

Estimado/a lector/a:

Tras un año fuera de lo normal en todos los aspectos, es grande la tentación de mirar hacia 2023 con la esperanza de unas perspectivas más favorables. Sin embargo, de 2022 pueden extraerse lecciones para el futuro que pueden ser fructíferas, especialmente, qué cambios estructurales se han llevado a cabo.

En primer lugar, este ha sido el año del retorno violento de la historia. 2022 nos llevó a abandonar definitivamente la idea de que la paz y la estabilidad eran una característica ya permanente de Europa. La ruptura histórica generada por la invasión de Ucrania marca un punto de inflexión duradero para el continente: en el diseño de sus prioridades, su definición del poder y de sus condiciones (autonomía estratégica y política de defensa), y en su relación con las fronteras. Por último, nos remite volver a una noción más clásica de la guerra: "la continuación de la política por otros medios" (Clausewitz). También nos recuerda que, antes de diseñar planes de paz y organizar el período posterior al conflicto, lo que determina la realidad es el equilibrio del poder militar sobre el terreno. Por último, también hay una advertencia sobre el futuro de Taiwán. Por lo tanto, el riesgo país seguirá siendo un aspecto central en 2023.

En segundo lugar, 2022 también fue el año del retorno de la política, ya sea en China o en Europa. Las orientaciones políticas adoptadas por Xi Jinping en los dos últimos años cuestionan claramente la visión de China como motor del crecimiento mundial y modelo de pragmatismo reformista iniciada por Deng Xiaoping. Para los inversores, la conmoción de 2021-2022 ha sido darse cuenta de que su marco analítico está quedándose cada vez más obsoleto a medida que la ideología empieza a suplantar a la racionalidad, y de que la acumulación de deuda de los últimos 10 años y la reestructuración del sector inmobiliario no auguran nada bueno para el crecimiento en los próximos años. En Europa, el retorno de la política se refleja en un cambio de las ideas dominantes, en el que las políticas competitivas parecen estar dando paso a la autonomía estratégica.

En tercer lugar, 2022 marcó el regreso de la escasez: insuficiencia de mano de obra, cadenas de valor limitadas y racionamiento energético. Esta nueva ecuación es la base de las tensiones inflacionistas que vivimos y constituye un cambio

de perspectiva frente al modelo de producción abundante y disponibilidad inmediata que ha prevalecido hasta ahora. Este predominio de las restricciones de la oferta marca la revancha de los economistas llamados "clásicos" frente a los economistas keynesianos, que inspiraron una combinación de políticas monetarias y fiscales muy expansivas tras la crisis de la COVID-19.

En cuarto lugar, 2022 fue sin duda un año de aceleración del cambio climático. Este año, los cambios se han hecho más visibles y más intensos: desde olas de calor récord a incendios forestales, pasando por caídas de glaciares, ríos secándose y huracanes devastadores.

¿Qué puede enseñarnos la historia económica y política de cara a 2023? ¿Cuáles son los siguientes pasos, casi inevitables, en una crisis de este tipo? Las fases inflacionistas suelen dar lugar a un aumento de las tensiones sociales y probablemente será lo que marque los próximos meses. En Europa, ya hemos entrado en la fase política y social de la inflación, en la que las presiones de reindexación aniquilan los planes de reforma anteriores. Otra lección de las últimas décadas es el probable retorno del riesgo soberano; tras una pandemia que aumentó la deuda pública entre 10 y 15 puntos del PIB en el mundo occidental, la crisis energética está provocando ahora un incremento del déficit en Europa. Sin embargo, con una política monetaria menos acomodaticia, el margen presupuestario se reduce y la sostenibilidad de la deuda ya no está asegurada.

Por lo tanto, los inversores seguirán buscando las principales oportunidades de inversión en el sector empresarial. Tras un año 2022 sorprendentemente resistente en términos de márgenes, a pesar de este entorno de estanflación, 2023 debería ser testigo de una ralentización de los beneficios, sin que por ello se ponga en tela de juicio el atractivo de la renta variable y la deuda corporativa como principales fuentes de rentabilidad a largo plazo.

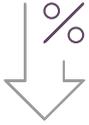
¡Les deseo a todos una lectura agradable y un feliz año nuevo!

# REAPERTURA DE CHINA: UNA MIRADA A LA COBERTURA DE LAS MATERIAS PRIMAS

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Adrien ROURE  
Investment Strategy  
Analyst

Además del ritmo de endurecimiento de la Fed y el fin de la guerra en Ucrania, la reapertura de China será un motor clave de 2023. Sin embargo, el impacto de la reapertura de la segunda mayor economía del mundo no será el de la típica recuperación impulsada por las infraestructuras y el sector manufacturero que hemos visto anteriormente, ni tampoco lo será su impacto en las materias primas.



Porcentaje de ciudades con confinamientos: del **20%** al **2%** del PIB en 15 días

## EL DIFÍCIL, AUNQUE RÁPIDO, CAMINO HACIA LA REAPERTURA DE CHINA

Aunque la vacunación sigue siendo un problema importante entre las personas mayores (el 60% de los mayores de 80 años no están vacunados) y no cabe duda de que el sistema sanitario se pondrá a prueba este invierno, la reapertura de China está en marcha y el porcentaje de ciudades con confinamientos se ha reducido al 2% del PIB (frente al 20% de finales de noviembre).

La reapertura será caótica en los primeros meses y el contexto macroeconómico tardará en mejorar: las ventas minoristas han caído un -0,6% intermensual y la producción industrial, un -0,3% en noviembre. La recuperación de la confianza de los consumidores será un aspecto clave para determinar el grado de liberación a corto plazo de la demanda de los consumidores reprimida, aunque a medio plazo se espera que el proceso de desapalancamiento siga lastrando el consumo chino. Vemos una clara tendencia alcista a corto plazo por el levantamiento de las restricciones en los viajes y el estímulo fiscal prometido por el Gobierno, que sigue en proyecto bloqueado por las restricciones a la circulación.

## METALES: LAS MATERIAS PRIMAS DE LA TRANSICIÓN ENERGÉTICA LLEVAN LAS DE GANAR

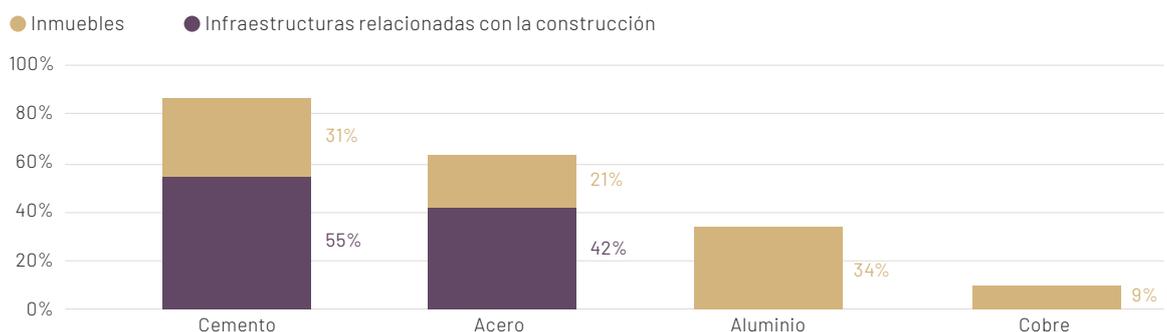
Los cambios estructurales de la economía china, que se aleja de su dependencia histórica del sector inmobiliario para orientarse a sectores más

productivos, repercutirán en las perspectivas de los metales, ya en 2023. La recesión inmobiliaria afecta principalmente al cemento y al acero, mientras que la exposición del cobre y el aluminio es significativamente menor (gráfico 1). Los precios de estos últimos se dispararon hasta esta primavera, pero los temores a una recesión han provocado una fuerte caída desde entonces, aunque, en las últimas semanas, la relajación de la política china de "COVID cero" los ha vuelto a reforzar. Creemos que el cobre y el aluminio serán coberturas sólidas para una reapertura de China en 2023. Además, se espera que el cobre se beneficie del auge de la demanda de vehículos eléctricos (VE): se prevé que la demanda de VE aumente un 80% entre 2022 y 2030. Los precios del cobre y del aluminio también deberían verse reforzados por unos niveles de existencias históricamente bajos.

## MERCADOS DEL PETRÓLEO: CHINA, ENTRE LAS VARIABLES EN JUEGO

El riesgo geopolítico impulsó los precios del petróleo hasta alcanzar un máximo de 128 dólares/barril el 3 de marzo de 2022, pero los temores a una recesión y los confinamientos en China han hecho retroceder los precios del petróleo hasta niveles planos en lo que va de año (gráfico 2, página 5). No obstante, tras un periodo a corto plazo de presiones negativas de la demanda, esperamos una recuperación de los mercados del petróleo en 2023 vinculada a una lista de factores favorables para los precios del petróleo, sobre todo, por el lado de la demanda.

GRÁFICO 1: EXPOSICIÓN EN LA DEMANDA DE CADA MATERIA PRIMA, % DEL VOLUMEN



Fuentes: GS, Indosuez Wealth Management.

En primer lugar, la recuperación del consumo del sector aeronáutico. Según la Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA), los ingresos totales de las aerolíneas deberían aumentar hasta un 93% del nivel prepandemia en 2023 (frente al 87% de 2022), impulsados por la recuperación del tráfico de pasajeros con la normalización de los ingresos del transporte aéreo de mercancías. El impacto de China en los precios del petróleo se dejará sentir, sobre todo, en la reanudación de los viajes aéreos, ya que Asia se ha quedado muy rezagada en la recuperación. Por último, por el lado de la demanda, EE. UU. ha utilizado gran parte de sus reservas estratégicas de petróleo (más de 185 millones de barriles hasta ahora) en un intento de limitar la subida de los precios del petróleo, pero la Administración Biden anunció recientemente la recompra de petróleo para las reservas estratégicas y declaró que un precio inferior a 70 dólares podría ser el umbral para reponer las reservas, lo que podría suponer un suelo en la caída de los precios.

Por el lado de la oferta, no se espera una mejora de las tensiones. La OPEP mantendrá una postura restrictiva tras haber anunciado ya en octubre un recorte de producción de 2 millones de barriles y Arabia Saudí, uno de los pocos países con capacidad excedentaria, haya ratificado su postura de mantener los recortes de producción hasta finales de 2023. El embargo de la UE al petróleo ruso también tendrá su efecto, ya que no se espera que la estrategia de diversificación de Rusia hacia los países asiáticos compense la demanda de los países europeos. La insuficiencia de inversiones estructurales en la capacidad petrolera también limitará un gran aumento de la producción.

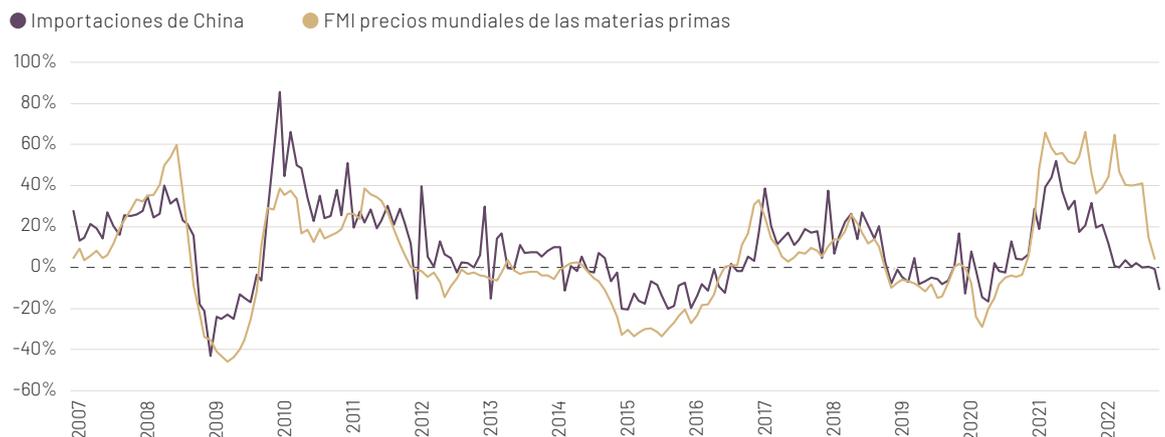
En general, tras un periodo difícil a principios de año, en el que la demanda se mantendrá por debajo de la oferta, esperamos una recuperación de los precios del petróleo hasta la parte superior de la franja 90-100 dólares/barril en 2023.

### EL IMPACTO DE LAS MATERIAS PRIMAS DE 2023 EN LA INFLACIÓN

En el plano macroeconómico, las materias primas tendrán, sobre todo, un impacto moderador sobre la inflación. Aunque nuestra horquilla de precios del petróleo sigue siendo elevada en términos históricos, creará importantes efectos de base negativos interanuales en los precios de la energía y la inflación en el 2T y 3T de 2023 en relación con 2022. El debilitamiento de la fortaleza del dólar será un factor de apoyo adicional para la inflación importada fuera de EE. UU. en 2023 (véase Divisas, página 12). Según las perspectivas de los metales industriales, a pesar del aumento del gasto en infraestructuras, los materiales relacionados con la construcción (como el mineral de hierro, el acero y el cemento) seguirán viéndose afectados por la actual ralentización del sector inmobiliario, tanto en los países desarrollados como, más concretamente, en China, donde la crisis inmobiliaria sigue su curso. Por otro lado, el litio y, en algún momento, el cobre, podrían beneficiarse a la inversa de un aumento de la demanda a medio plazo debido a su papel en la transición ecológica.

Aunque las perspectivas para las materias primas siguen siendo dispares debido a la actual desaceleración económica (véase Macroeconomía, página 6), la reciente corrección de los precios de la energía y de determinados metales industriales ofrece una oportunidad alternativa para apostar en la reapertura de China.

GRÁFICO 2: IMPACTO VISIBLE DE LAS IMPORTACIONES CHINAS EN LAS MATERIAS PRIMAS, INTERANUAL, %



Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Para la economía estadounidense, evitar la recesión solo da munición a la Fed para seguir endureciendo su política monetaria, aunque a un ritmo más lento que en 2022. En Europa, convertir la inflación en deuda para proteger a los consumidores está perdiendo adeptos. El crecimiento mundial de 2023 y 2024 estará impulsado por las economías emergentes, con un posible ímpetu positivo derivado de una mayor reapertura china.



-0,1%:

primer dato negativo  
de inflación  
intermensual  
en EE. UU  
DESDE  
NOVIEMBRE  
DE 2020

#### EE. UU. EVITA LA RECESIÓN, POR AHORA

En noviembre de 2022, EE. UU. registró su primer dato negativo de inflación intermensual en dos años. La desaceleración de los precios de los bienes y la energía ha sido brusca. Estas son las buenas noticias y ambos deberían seguir arrastrando la inflación en 2022, para alivio de los consumidores estadounidenses (las ventas minoristas de noviembre cayeron un -0,6% intermensual, a pesar de los grandes descuentos del *Black Friday* y del *Cyber Monday*). La noticia menos buena es que la Fed aún no está convencida del fin de la inflación, y nosotros tampoco. El riesgo reside en que la inflación sea más obstinada de lo previsto en el sector servicios (que actualmente representa el 55% de la inflación general estadounidense) y los salarios sigan aumentando. En efecto, el mercado laboral sigue muy desequilibrado (por cada desempleado, hay 2,2 ofertas de empleo, y 4 en el sector de la educación), debido al impacto de la pandemia en determinados sectores, que tarda en disiparse, y a cuestiones demográficas estructurales. Por lo tanto, la inercia de la inflación subyacente (que excluye los alimentos y la energía) tardará más de lo previsto. En definitiva, esperamos que los consumidores obtengan cierto respiro con el descenso de la inflación en 2023 (caída del 7,1% hasta el 3%-4% a fin de año).

Sin embargo, aunque los tipos hipotecarios a 30 años se han enfriado últimamente (del 7,1% al 6,3% en un mes), siguen siendo históricamente elevados, y serán un problema para el consumo y el crecimiento en 2023. A medida que disminuya la tasa de ahorro (en el 2,3% en octubre, su mínimo desde 2008), esperamos que el impacto más duro sobre el consumo llegue en 2023, que tardará en recuperarse en 2024.

#### POLÍTICA FISCAL EUROPEA: DE HÉROE A VILLANO

Aunque Europa parece haber esquivado la peor hipótesis (relacionada con la energía) en 2022, la economía europea sigue haciendo aguas y no ha encontrado una solución duradera a su crisis energética. Tras una caída del 2% de la producción industrial en octubre, que apunta a una contracción en el 4T de 2022. Los precios de producción, aún elevados, y los temores a una recesión empañan las perspectivas, aunque aún hay que tramitar grandes pedidos pendientes, sobre todo en Alemania, donde las encuestas de consumidores, productores y analistas apuntan a que la caída de la actividad ha tocado fondo, gracias a un invierno más cálido hasta ahora y a la confianza que inspira el paquete de medidas de protección de la energía, financiado por el Gobierno de 200.000 millones de euros, que se aplicará en enero de 2023.

La reapertura de China también es un aspecto positivo. Más allá de Alemania, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha reprochado a Francia la falta de una política fiscal selectiva, ya que ha limitado las medidas de apoyo a los más vulnerables. Se prevé que el ratio déficit público/PIB francés se mantenga por encima del 5% del PIB en 2022 hasta 2024, pero esto permitirá al país evitar la recesión en 2023 y contener la inflación para que no supere el 6%. A este respecto, la zona euro sufre divergencias extremas de inflación entre los Estados miembros, mientras que, por sectores, la inflación de los precios de la energía se extiende a las mercancías y, en menor medida, a los servicios. Dado el nivel aún tan alto de los precios de producción, que en parte se repercutirá a los consumidores, preveemos que la inflación al consumo seguirá siendo mucho más elevada que en EE. UU. en 2023 (tabla 1).

#### JAPÓN SE UNE A LA LUCHA CONTRA LA INFLACIÓN

Afectada por otra oleada de COVID-19 en agosto, la economía japonesa también está luchando contra la inflación importada y una ralentización del crecimiento con sus principales socios comerciales. La reapertura de China supone un riesgo al alza para nuestra moderada previsión de crecimiento para 2023, pero seguimos siendo escépticos respecto al crecimiento a medio plazo.

La inflación alcanzó recientemente un envidiable 3,8% interanual, su máximo en más de 25 años, y supera el objetivo del banco central por séptimo mes consecutivo. Al restringir su política monetaria y permitir que el rendimiento de los bonos a 10 años pasara al 0,5% (frente al 0,25% anterior), el Banco de Japón (BJ) ofreció una clara señal de que se avecinaban nuevos vientos y de que hasta Japón lucha ahora contra la inflación.

#### MERCADOS EMERGENTES: LOS MOTORES MUNDIALES

La economía india, muy centrada en el mercado interior, está resistiendo, ya que las encuestas de actividad apuntan a una reanudación del crecimiento de los servicios (PMI: 56,4) y el sector manufacturero (PMI: 55,7), mientras que la actividad en el sector manufacturero brasileño empeoró en noviembre (PMI en 44,3, por debajo del umbral de crecimiento de 50 puntos), esta última, relacionada principalmente con la incertidumbre política. Las economías asiáticas superarán a la mayoría de las economías latinoamericanas en 2023, gracias a la reapertura de China y la relajación de las tensiones en el suministro. Las economías de los mercados emergentes serán la mayor contribución al crecimiento mundial en 2023.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2022-2024, %

	CRECIMIENTO DEL PIB			INFLACIÓN		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mundo	3,4%	2,1%	2,7%	8,3%	6,3%	4,0%
Estados Unidos	1,9%	0,8%	0,6%	8,1%	4,1%	2,3%
Zona euro	3,2%	-0,7%	1,1%	8,7%	7,5%	3,2%
Japón	1,6%	0,5%	1,2%	2,4%	0,5%	0,4%
China	3,2%	4,5%	4,3%	2,0%	2,2%	2,1%
Brasil	3,1%	0,8%	1,7%	9,4%	4,6%	4,3%
India	7,3%	5,6%	6,0%	6,8%	6,0%	6,0%

Fuentes: Amundi (previsiones de diciembre), Indosuez Wealth Management.

## ¡EL PEOR AÑO PARA LA RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA TERMINA POR TODO LO ALTO!

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

En colaboración  
con el equipo de Renta fija



EE. UU.:  
EL QT  
podría terminar  
en verano

Los bancos centrales han cerrado el año con un aluvión de anuncios de endurecimiento monetario. De cara a 2023, el mercado de renta fija empieza con buen pie, con rendimientos más altos y oportunidades de *carry* que no se veían en años. No obstante, una de las hipótesis adversas sería, en realidad, que el crecimiento fuera superior al previsto, ya que impulsaría los ingresos reales, los beneficios de las empresas y, en última instancia, la inflación.

### OBJETIVO PRINCIPAL: MANTENER UNA AMPLIA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE Y EVITAR LA ESCASEZ

Ahora que el primer descenso de tipos de la Fed ya se descuenta en su totalidad para el 3T de 2023, el endurecimiento cuantitativo (QT) podría terminar en verano, ya que la Fed no querrá comunicar la aplicación y la retirada de la relajación monetaria al mismo tiempo. Se espera que el pacto de recompra inversa (RRP) alcance los 3 billones de euros a fin de 2023, mientras que las reservas se situarán cerca de los 4 billones de dólares, muy por encima del "régimen de amplias reservas" estimado en una horquilla del 8%-10%, frente al 12,5%, según los datos disponibles a mediados de diciembre.

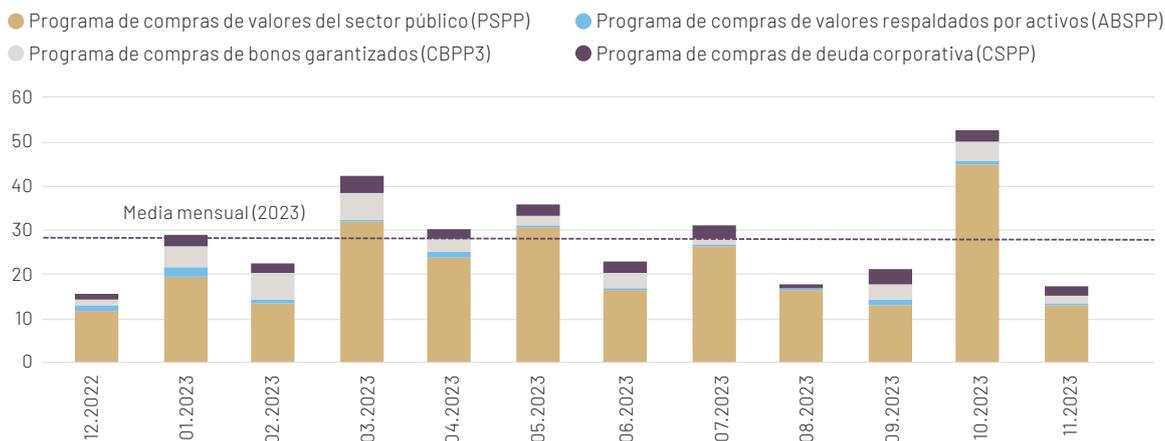
El Banco Central Europeo (BCE) va a subir los tipos 50 pb, tal como se esperaba, pero ha ofrecido una orientación "muy agresiva", basada en la "revisión al alza sustancial" de las previsiones de inflación y ha señalado que los tipos de interés aún tendrán que subir "significativamente a un ritmo constante" para llegar a niveles suficientemente restrictivos. Sin embargo, las perspectivas de QT del BCE son menos "agresivas": comenzarán en marzo de 2023 con límites a las reinversiones de los Programas de Compra de Activos (APP) (gráfico 3) (probable-

mente, los detalles llegarán en febrero), lo que se traducirá en un ritmo inicial de 15.000 millones de euros mensuales, que se revisará en el 3T.

### CONSECUENCIAS PARA LOS MERCADOS EUROPEOS DE TIPOS

En 2023, se espera un descenso de las emisiones netas, pero el mayor aumento del *free float* de la deuda<sup>1</sup>, lo que podría exponer los marcos de política macroeconómica y fiscal a una mayor disciplina de mercado, como explicó Isabelle Schnabel en su discurso del 24 de noviembre. La absorción de la oferta debería verse respaldada por el efectivo resultante del desapalancamiento, la rotación de la demanda hacia emisores de gran calidad y las valoraciones impulsadas por unos atractivos rendimientos reales. Francia e Italia van a aumentar la financiación del mercado, con una tenencia extranjera muy reducida de deuda italiana, mientras que la demanda de bonos franceses podría beneficiarse de la demanda de una calificación elevada. Sin embargo, no hay que ignorar los riesgos de las desviaciones presupuestarias, dado el panorama político y la naturaleza de la inflación. La minicrisis presupuestaria del Reino Unido demostró la necesidad de que los gobiernos colaboren en la lucha contra la inflación.

GRÁFICO 3: RECORTE DE 30 MIL MILLONES/MES EN 2023 EN EL PROGRAMA DE RECOMPRA DE BONOS DEL BCE, MILES DE MILLONES DE EUROS



Fuentes: BCE, HSBC Global Research, Indosuez Wealth Management.

1- El *free float* de la deuda es la proporción de títulos de deuda pública en circulación y en manos de inversores sensibles a los precios, es decir, excluidas la tenencia del banco central nacional (QE), los bancos centrales extranjeros (reservas de divisas), y los fondos de pensiones y compañías de seguros.

## TIPOS REALES POSITIVOS Y DEMANDA DEL TESORO

Como objetivo político, la Fed quiere “ver tipos reales muy positivos” (conferencia de prensa del presidente Powell, 21 de septiembre de 2022). La amplia demanda de fuentes nacionales, dados los rendimientos reales positivos, y las perspectivas cíclicas dieron lugar a un descenso de la demanda extranjera de bonos del Tesoro, debido a diversos factores, como la fortaleza del dólar, el aumento de los costes de cobertura de divisas y las intervenciones en las divisas.

Aunque es posible que los máximos de volatilidad hayan quedado atrás, no vamos a volver a un régimen de baja volatilidad, ya que la incertidumbre macroeconómica sigue siendo elevada. La mayor volatilidad del mercado y el QT han afectado de forma duradera a la liquidez del mercado del Tesoro. El Tesoro estadounidense abordará los problemas de liquidez mediante la recompra de bonos *off-the-run* (o pasados) este año, y gestionará así activamente su curva de rendimientos.

## LOS MERCADOS DE CRÉDITO ESTE AÑO

El posicionamiento para 2023 parece haberse aceptado de forma universal: preferencia por el *investment grade* (IG) frente al alto rendimiento (HY), y los valores financieros frente a los corporativos con duración entre corta y media. No hay motivo para ser contrario al consenso en este momento del ciclo. La oferta debería aumentar de forma moderada en 2023 (+10% nuevas emisiones IG). El BCE se retirará progresivamente. Lo más probable es que las empresas recurran más a la financiación bancaria, mientras que la financiación de mercado se ralentiza por el endurecimiento cuantitativo (gráfico 4).

Aparte del riesgo (exagerado) de prórroga de la deuda híbrida en el sector inmobiliario, los emisores que necesitaban sustituir bonos ya lo han hecho (p. ej., EDF, Orsted y Telefónica). Algunos han decidido “salir”, es decir, amortizar la deuda y

no sustituirla (Naturgy y Bertelsmann). La oferta de 2023 debería ser limitada y respaldar la clase de activos.

En general, sorprendió la resistencia de los diferenciales de crédito este año, con un ímpetu de nuevo positivo a finales de año tras la publicación de unas cifras de inflación en EE. UU. inferiores a lo esperado. La ralentización de la economía, el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de los costes de endeudamiento presionarán la capacidad de obtención de préstamos de las empresas más débiles y dificultarán el acceso a la financiación (las más débiles: B- e inferior). El riesgo de refinanciación está aumentando lentamente, ya que la refinanciación de la pandemia amortiguará las presiones sobre los tipos.

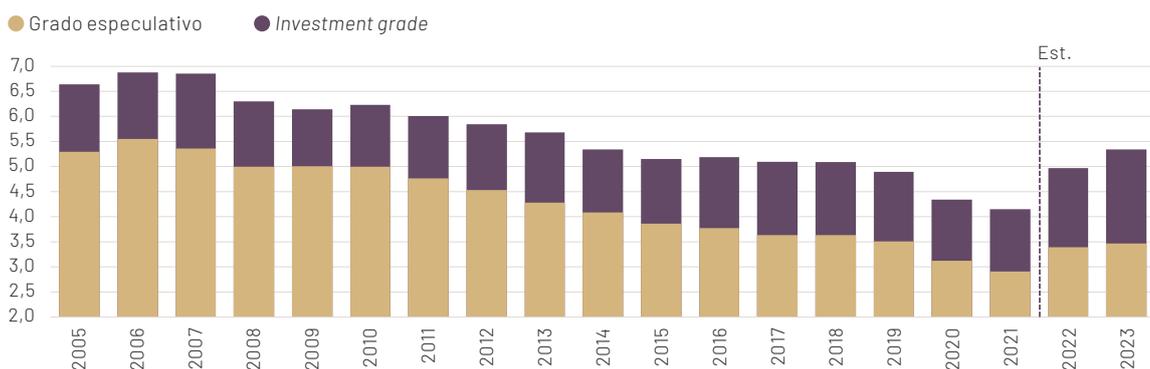
La oferta de 2023 debería normalizarse y aumentar sustancialmente (con una estimación de 50.000 millones en nuevas emisiones de bonos y 30.000 millones en préstamos, un 40% más que en 2022). Por lo tanto, esperamos presiones sobre las curvas del mercado secundario.

Las precarias estructuras de capital apalancado se pondrán a prueba y aquellas con liquidez limitada y únicamente con préstamos serán vulnerables a medida que se invierta el ciclo crediticio. El apalancamiento de la calificación B superaba las 6 veces a noviembre de 2022 y se acerca a los máximos históricos marcados en 2020.

Las tasas de morosidad siguen muy reducidas: ¡un 0,4% en Europa! Las expectativas de futuro oscilan entre el 3% y el 5% (frente al 9% “pesimista” de Moody’s). Acceder a los fondos podría no ser tan “fácil” como en 2020.

En cuanto a las tasas de impago de los mercados emergentes (EM), en noviembre observamos una ligera desaceleración en Asia (27% ponderado a las emisiones, frente al 29% de octubre), la estabilidad en EMEA, incluida Rusia, Ucrania y Bielorrusia (18%), y la persistencia del bajo nivel de impagos de Latam (2%).

GRÁFICO 4: GRÁFICO 4: PROGRAMAS DEL BCE: LA ERA DE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN BARATOS HA TERMINADO, INTERÉS MEDIO AL CONTADO PAGADO/DEUDA TOTAL, %\*



\* Empresas no financieras calificadas.  
Fuentes: S&P Capital IQ, S&P Global Ratings, Indosuez Wealth Management.

## 05 • Renta variable ESPERANDO EL GIRO...

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

En colaboración  
con el equipo  
de Renta variable



# -13%:

descenso del  
BPA MEDIO  
durante  
los mercados  
bajistas con  
inflación elevada

¿Cuáles son los puntos clave para los mercados en 2023? Probablemente sea el momento del giro de la Fed, que resultará decisivo para un posible punto de inflexión de la renta variable. Hasta ese momento, los inversores deben mantener la prudencia, lo que limita las subidas en los niveles actuales del mercado.

### TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Durante los últimos nueve mercados bajistas estadounidenses en periodos de inflación desde la década de los 60, el S&P 500 ha descendido un 33% y los beneficios por acción (BPA) se han contraído un 19%. En los mercados bajistas con fuerte inflación (superior al 5%), que solo se produjeron cinco veces entre 1969 y 1990, los BPA han caído un poco menos, una media del 13%.

Hasta ahora, los BPA se han reducido un 4,5%. En términos históricos, esto sugiere una posible caída del BPA de alrededor del 9% en los próximos meses, lo que podría someter al mercado a una presión considerable.

### ESTADOS UNIDOS

Mientras que los temores inflacionistas se desvanecen, aumentan los temores a una desaceleración o incluso a una recesión.

Las inquietudes macroeconómicas se están confirmando a nivel microeconómico; los analistas están revisando a la baja las expectativas de beneficios empresariales y es probable que esta tendencia continúe. Desde que el S&P 500 entró en un mercado bajista en 2022, hemos asistido a dos repuntes bajistas. El primero tuvo lugar de mediados de junio a mediados de agosto, alrededor del 17% y, más recientemente, una segunda subida de mediados de octubre a principios de diciembre, en que el mercado se recuperó otro 18%.

En este momento, el mercado sigue en configuración bajista (gráfico 5), aunque el S&P 500 haya logrado superar recientemente su media móvil de 200 días y, por el lado de la confianza, el índice de volatilidad (VIX) haya superado brevemente la marca simbólica de los 20 puntos. En ambos casos, sin embargo, el mercado fue incapaz de mantener estos niveles simbólicos y las acciones retrocedieron rápidamente y ha invalidado por ahora una reversión a una hipótesis de mercado alcista.

GRÁFICO 5: ¿HA TERMINADO EL REPUNTE DEL MERCADO BAJISTA?



Fuentes: Índice S&P 500, Indosuez Wealth Management.



## EUROPA

Las perspectivas parecen más positivas en Europa. De hecho, en las últimas semanas se han dado una serie de factores más favorables: los precios del gas han caído considerablemente, Rusia se ha retirado militarmente de algunas ciudades de Ucrania y han disminuido los temores a un contagio de los fondos de pensiones del Reino Unido. Asimismo, a pesar del fuerte repunte del mercado, la valoración relativa de la renta variable europea en comparación con otras regiones, especialmente el mercado estadounidense, sigue siendo muy atractiva. Sin embargo, todavía existen muchos factores adversos, sobre todo, en el aspecto geopolítico, con una inflación elevada y la política de línea dura del BCE, entre otros. Además, el crecimiento del BPA sigue indudablemente orientado a baja y las próximas revisiones bajistas podrían lastrar la confianza tras el fuerte repunte registrado desde octubre. Por lo tanto, mantengamos la prudencia en la renta variable europea y priorizamos los emisores de calidad/defensivos.

## MERCADOS EMERGENTES

Los mercados de renta variable chinos han seguido reflejando una gran volatilidad en las últimas semanas. Sin embargo, el MSCI China (en su mayoría, empresas chinas que cotizan en Hong Kong) se ha disparado un 32% desde el mínimo de 2022, el 31 de octubre<sup>2</sup>. Este fuerte repunte se ha debido principalmente al "giro de Xi Jinping": un total de 30 medidas de flexibilización de la política dinámica de "COVID cero" (DZC) y otras específicas de apoyo al sector inmobiliario. Últimamente, el discurso oficial ha pasado a fomentar mayores tasas de vacunación entre la población de edad avanzada y a hacer hincapié en la naturaleza menos letal de la actual variante de la COVID-19.

Esto representa un cambio importante en la línea del Partido y debería suponer un buen augurio para mejorar las reducidas cifras de consumo más adelante, sobre la base de la enorme demanda reprimida de China y a pesar del todavía largo proceso de desapalancamiento que queda por delante. Además, los inversores internacionales siguen infraponderando los mercados emergentes y la renta variable china. La volatilidad podría seguir elevada hasta el final de año ya que el proceso de reapertura real podría ser accidentado a corto plazo.

## ESTILO DE INVERSIÓN

Al igual que en la década de los setenta, es probable que la estrategia de la Fed después de su giro se caracterice por un movimiento sostenido hacia los valores cíclicos, especialmente, aquellos que ayuden a resolver la inflación. En cuanto al diferencial de valoración entre los estilos cíclico y *Value* frente a los prudente y crecimiento, se supone que los primeros superarán a los segundos en 2023, especialmente, después del giro. No obstante, es probable que el reciente repunte de los valores cíclicos sea prematuro, ya que deben realizarse revisiones negativas de los beneficios durante el 1S de 2023, por lo que una corrección de estos valores podría ofrecer un punto de entrada mejor. Del mismo modo, el giro debería ser un catalizador positivo para los valores de Crecimiento, aunque una parte de esta recuperación ya se ha producido con el reciente repunte del mercado y creemos que aún es pronto para adoptar esa postura. Seguimos priorizando las temáticas de calidad y de remuneración para el accionista (márgenes estables y poder de fijación de precios), que deberían beneficiarse del contexto macroeconómico e inflacionista, y presentar revisiones de beneficios más resistentes.

2 - Fuente: Bloomberg (hasta el 20 de diciembre de 2022, en dólares estadounidenses).

Davis HALL  
Head of Capital Markets,  
Asia

Sophie ICHE  
Active Advisor

Stéphane  
HOBLAINGRE  
Active Advisor



Se espera que los tipos terminales del BCE alcancen un máximo del

**3%**  
EN 2023

La Fed ya no está sola: los bancos centrales de todo el mundo están poniéndose al día. La dinámica del *carry* será el catalizador de 2023. Este no es el fin del poderoso dólar, ya que gran parte de la caída ya se ha producido en el último mes. 2023 debería ser un año menos direccional, menos volátil y, sin duda, más orientado al *carry*.

## EUR

### El BCE se endurece

En su última reunión, el BCE subió los tipos 50 pb y situó su tipo de depósito en el 2%, además de elevar significativamente las previsiones de inflación subyacente en 2023 y 2024. Ahora se espera que los tipos terminales alcancen un máximo del 3% en 2023. La subida de tipos en sí no sorprendió a los mercados, pero el tono de la declaración y la conferencia de prensa reflejaron indudablemente una línea dura. Christine Lagarde anunció a los mercados que esperasen nuevas subidas de tipos en incrementos de 50 pb, lo que supone un cambio significativo con respecto a las proyecciones anteriores (25 pb). Además, el BCE también está preocupado por los posibles efectos indirectos de su política de endurecimiento y ofreció más detalles sobre la reducción del balance. En consecuencia, el EUR/USD continuó su avance hacia 1,0735. Sin embargo, mantenemos la prudencia, ya que pueden reaparecer muchos factores adversos y los precios europeos de la energía seguirán siendo clave. Esperamos que el cruce euro/dólar suba de forma no lineal durante las próximas semanas con el objetivo de 1,0800.

## USD

### Vulnerabilidad histórica en noviembre

El mes pasado, el billete verde sufrió significativamente de forma generalizada tras quedar claro que el IPC estadounidense podría haber tocado techo. Esta percepción de que la Fed puede reducir gradualmente su postura "agresiva" a medida que la economía vaya perdiendo fuelle hasta mediados de 2023 ha llevado a que el Dolar Index sucumba a una repentina toma de beneficios del 10% desde el máximo reciente. El excedente del dólar derivado de su ímpetu parece haber tocado techo. Aunque todavía quedan por delante nuevas subidas de los tipos de interés, la curva a plazo ya ha empezado a prever una pausa y posibles recortes a finales del 2023. En este sentido, el dólar tendrá ahora un estatus más heterogéneo dentro del modo de consolidación hasta que llegue de verdad el giro de la Fed.

GRÁFICO 6: ÍNDICE DE VOLATILIDAD DE LAS DIVISAS, CVIX



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## CHF

### Tercera subida de tipos del Banco Nacional Suizo

En Suiza, el Banco Nacional Suizo (BNS) subió 50 pb el tipo de depósito, hasta el 1%. Todas las predicciones apuntaban a esta tercera subida consecutiva de tipos —que en septiembre puso fin a su experimento monetario de siete años de tipos negativos—, así que no hubo movimientos significativos en los mercados. Thomas Jordan reiteró su postura de línea dura, dado que la inflación suiza alcanzó, probablemente, su pico en agosto, junto con la caída de los precios del petróleo. La inflación bajó al 3% en noviembre, frente al 10% de su vecina, la zona euro. Sin embargo, es indudable que el banco central seguirá de cerca las tasas de inflación subyacente, ya que teme que las presiones sobre los precios estén afianzándose en algunas áreas de la economía y advirtió de importantes incertidumbres macroeconómicas para el 2023. Los mercados esperan otros 25 y 50 pb en subidas de tipos, lo que situaría el tipo terminal en el 1,5%. Las monedas refugio deberían mantener su buen comportamiento en el 1T de 2023 y, en consecuencia, mantenemos una opinión optimista respecto al franco suizo. Es probable que el EUR/CHF se mantenga en un rango de entre 0,97-0,99 y que el USD/CHF disminuya moderadamente por el debilitamiento del dólar hasta 0,9100.

## CNY

### Puede que lo peor ya haya pasado

Tras la renovación del liderazgo de Xi Jinping en octubre, se han puesto en marcha rápidamente diversas iniciativas políticas, incluida la importantísima revisión de la política de “COVID cero”. Así, la confianza ha mejorado drásticamente y las medidas de estímulo se han ampliado, unidas a la relajación monetaria. Aunque esta incipiente recuperación de la propensión al riesgo está creciendo a partir de unos niveles muy bajos, mantenemos una prudencia optimista respecto a que China haya tocado fondo también desde el punto de vista de las divisas. Al igual que el dólar de Hong Kong, que ha retrocedido rápidamente desde su horquilla límite inferior de intervención en 7,85 dólares, el yuan chino ha establecido una sólida formación de hombro-cabeza-hombro frente al billete verde.

Por lo tanto, como el dólar también alcanza máximos frente a los socios comerciales europeos de China, también el Banco Popular de China permitirá ahora que su divisa se estabilice sobre una base más firme en 2023.

## JPY

### El Banco de Japón ajusta su curva de rendimientos

El Banco de Japón sorprendió a los mercados al ajustar el programa de control de la curva de rendimientos del banco central duplicando el límite superior al 0,50%, lo que podría cambiar radicalmente las perspectivas para 2023 de un yen con un rendimiento inferior a lo esperado.

A medida que el ciclo de endurecimiento mundial surta efecto y el crecimiento mundial se ralentice, las curvas de rendimiento del G10 descontarán cada vez más los recortes de tipos y provocarán una compresión de los rendimientos del G10, lo cual coincidirá con la recuperación económica de Japón y el cambio de política del Banco de Japón. El riesgo para el USD/JPY apunta a la baja, hacia soportes de 131,50 y, después, por debajo de 130,00.

## ORO

### Muy demandado entre los bancos centrales

Ni que decir tiene que la subida del dólar estadounidense ha superado a todos en lo que va de año, excepto a uno. A pesar de las continuas subidas de los tipos de interés en todo el mundo en 2022, un oro de rendimiento cero ha conseguido mantener un comportamiento plano este año. La demanda de lingotes físicos por parte de los bancos centrales va camino de ser la más alta desde 1967, ya que los asignadores de reservas generales seguirán diversificando su exposición al dólar estadounidense en los periodos de fortaleza. Más allá del pico de la postura “agresiva” del FOMC, el oro debería encontrar un sólido apoyo en las caídas, dada la persistencia de las actuales tensiones geopolíticas imperantes. Sin embargo, el triple soporte técnico clave del nivel de 1.610 dólares/onza debe contener los posibles retrocesos para que nuestra opinión optimista se mantenga firme. Por último, el metal amarillo seguirá compitiendo con los activos que empiezan a ofrecer rentabilidad.

## HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** no habrá recesión en EE. UU., con un riesgo a la baja en el consumo después de que los hogares estadounidenses hayan recurrido a su excedente de ahorro. Se espera que Europa entre en una leve recesión en el 1S de 2023. La inflación se desacelera, pero sigue por encima de los objetivos de los bancos centrales, lo que justifica un mayor endurecimiento monetario. En términos generales, el crecimiento mundial se centrará principalmente en los mercados emergentes este año, y los riesgos estarán equilibrados en 2023 entre el ímpetu positivo derivado de una reapertura de China más amplia de lo esperado y la posible paz en Ucrania, y los aspectos negativos procedentes del excesivo endurecimiento de la Fed y el BCE.

- **Inflación:** aunque las materias primas sigan estando elevadas, su contribución a la inflación será menor que en 2022. La caída de los precios de la energía lastrará los precios de la inflación general, mientras que los precios subyacentes se mantienen más firmes debido a los servicios y los salarios en EE. UU., y la caída de los precios de la vivienda solo se reflejará en el IPC más avanzado 2023. En conjunto, la inflación se mantendrá por encima de los objetivos de los bancos centrales en el 4T de 2023.

- **Política fiscal:** favorable en Europa, más neutra en EE. UU. con un gobierno dividido (presidente y Senado demócratas, pero Cámara republicana). Riesgos crecientes por la sostenibilidad de la deuda si los tipos de interés se mantienen en niveles elevados mientras el crecimiento del PIB nominal se debilita.

- **Bancos centrales:** siguen centrados en la lucha contra la inflación y, por el momento, no son muy sensibles a los riesgos de recesión (tanto en el caso del BCE como de la Fed). Todavía se considera improbable que el giro de la Fed llegue en los próximos meses y se avecinan subidas de tipos menores, aunque los tipos terminales se han reajustado al alza y el riesgo se mantendrá mientras dure el estancamiento.

- **Beneficios:** se espera que las revisiones a la baja empeoren con la continuación de la ralentización macroeconómica mundial. Persisten los riesgos sobre los márgenes para las publicaciones del 4T de 2022, ya que a las empresas les resultará cada vez más difícil seguir subiendo los precios a medida que disminuya la demanda de los consumidores. Como consecuencia, podríamos asistir

a una contracción de la rentabilidad en los mercados desarrollados. Los BPA han tocado fondo en China y han empezado a repuntar con la reapertura del país, lo que contribuirá a la recuperación del mercado.

- **Entorno de riesgo:** de cara al futuro, la volatilidad se estabilizará en niveles superiores a los de años anteriores, mientras que a corto plazo los mercados siguen mostrando cierta complacencia, lo que aumenta su vulnerabilidad a las correcciones técnicas y justifica un enfoque prudente sobre una base de activos cruzados.

## CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

## RENTA VARIABLE

- Se mantiene una postura prudente en la renta variable, ya que parece pronto para comprar por el giro de la Fed con una continuación del repunte bajista del mercado de renta variable, mientras que algunos indicadores técnicos revelan cierta vulnerabilidad de los mercados de renta variable desarrollados a corto plazo.

- 2023 se dividirá probablemente en dos partes: se mantendrá la convicción en las estrategias de dividendos elevados, calidad y *Value* defensivo durante el primer semestre, para después volver a añadir riesgo potencialmente en las carteras, por medio de valores de crecimiento y cíclicos, en cuanto mejore la visibilidad, tanto en la política monetaria como en el ámbito económico.

- Desde el punto de vista geográfico, mantengamos la renta variable estadounidense, a pesar de sus valoraciones elevadas, centrados en la calidad, y seguimos menos expuestos a Europa en estos momentos, especialmente, tras el reciente repunte, aunque reconocemos que la zona ofrece niveles de valoración interesantes.

- Continúa el ímpetu positivo en la renta variable china, ya que los fundamentales empezaron a revertir con el proceso de reapertura, lo que justifica que se mantenga la exposición existente en las carteras. Prudencia a largo plazo debido al proceso de desapalancamiento en curso, y a una normativa y una combinación de políticas menos favorables.

## RENTA FIJA

- La duración se redujo tácticamente hace poco, ya que el repunte de la deuda pública estadounidense a principios de diciembre parecía exagerado. Se aplica un enfoque doble con exposición a vencimientos cortos (con un *carry* elevado y



## EL CRECIMIENTO MUNDIAL

estará impulsado por los países emergentes en

2023

buena visibilidad) y al extremo largo de la curva (con fines de cobertura macroeconómica frente a la recesión). Esperamos encontrar un mejor nivel de tipos para volver a añadir duración.

- Los tipos en la zona euro son sensibles al discurso de línea dura del BCE, mientras que la oferta neta este año podría ser motivo de preocupación, especialmente, para algunos países de los que todavía se espera una elevada emisión este año, mientras que el banco central empezará su endurecimiento cuantitativo en marzo de 2023.
- Mantenemos nuestra opinión positiva sobre la deuda corporativa de gran calidad, que se paga bien por el riesgo asumido. Los fundamentales seguirán siendo sólidos, con riesgos limitados al carecer de un muro de refinanciación a corto plazo. Mantenemos la prudencia en la clase de activos de alto rendimiento, que ofrece un perfil de riesgo/remuneración menos atractivo.
- Somos cada vez más optimistas respecto a la deuda emergente en moneda local, ya que la consideramos una buena diversificación para 2023, y la clase de activos se beneficiará potencialmente del debilitamiento del dólar y de una postura más acomodaticia de algunos bancos centrales emergentes este año, al tiempo que ofrece un rendimiento atractivo.

#### MERCADO DE DIVISAS

- Creemos que aún es algo pronto para comprar por la depreciación del dólar hasta que llegue el giro de la Fed. Esperamos un retroceso tras la exageración alcista del euro antes de reducir gradualmente nuestras posiciones en dólares, ya que el ajuste previsto del diferencial transatlántico podría lastrar el billete verde en los próximos trimestres.
- El oro también se ha beneficiado considerablemente del debilitamiento del dólar últimamente, pero puede que presente cierta vulnerabilidad a corto plazo en un mundo en el que los inversores siguen prefiriendo los activos que generan rentabilidad.
- Mientras tanto, seguimos considerando que las monedas de las materias primas son una buena diversificación para los inversores en dólares y que el franco suizo es la mejor cobertura más allá del dólar, especialmente, para los inversores en euros. El yen está en vías de recuperar potencialmente su atractivo tras la sorprendente actuación del Banco de Japón y actúa al mismo tiempo como una buena cobertura en las cartteras durante el último periodo.

#### TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
<b>RENTA FIJA</b>		
<b>DEUDA PÚBLICA</b>		
Potencias EUR 10A (Bund)	=/-	=
Periferia EUR	-	=/-
US 2A	=/+	=/+
US 10A	=/-	=
US 30A	=	=/+
EUR breakevens de inflación	=	=
US breakevens de inflación	=	=
<b>DEUDA CORPORATIVA</b>		
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 <	=/-	=/-
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
Deuda pública moneda fuerte	=/-	=/+
Deuda pública moneda local	=/+	=/+
Deuda corporativa iberoamérica USD	=	=
Deuda corporativa asia USD	=/-	=
Bonos chinos CNY	=/-	=
<b>RENTA VARIABLE</b>		
<b>GEOGRAFÍAS</b>		
Europa	=/-	=
EE.UU.	=	=
Japón	=/-	=/-
Iberoamérica	=/-	=
Asia ex-China	=/+	=/+
China	=	=/-
<b>ESTILOS</b>		
Crecimiento	=/-	+
Value	=/-	=/+
Calidad	+	=
Yield	+	=/+
Cíclico	-	=/+
Defensivo	+	=/-
<b>DIVISAS</b>		
EE.UU. (USD)	=	=/-
Zona euro (EUR)	=/-	=
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suiza (CHF)	=/+	=
Japón (JPY)	=	=/-
Brasil (BRL)	=	=
China (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=
Commodity currencies (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

# 08 • Estado del mercado (moneda local)

## VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 22 DE DICIEMBRE DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,68%	-1,41	216,85
Francia 10A	2,89%	60,50	269,90
Alemania 10A	2,36%	51,00	253,90
España 10A	3,42%	63,40	286,10
Suiza 10A	1,50%	53,50	163,80
Japón 10A	0,39%	14,70	32,60

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	34,65	1,23%	-11,65%
Deuda pública EUR	194,11	-2,33%	-11,18%
Deuda corporativa EUR (HY)	193,40	-0,56%	-9,47%
Deuda corporativa USD (HY)	300,34	0,20%	-9,65%
Deuda pública EE, UU,	296,83	0,69%	-7,32%
Deuda corporativa emergente	42,83	1,69%	-16,02%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9867	0,45%	-4,90%
GBP/USD	1,2038	-0,62%	-11,04%
USD/CHF	0,9311	-1,28%	1,99%
EUR/USD	1,0596	1,79%	-6,81%
USD/JPY	132,35	-4,47%	15,01%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	21,97	1,55	4,75

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.822,39	-5,09%	-19,80%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.469,28	0,04%	1,15%
STOXX Europe 600	427,26	-3,08%	-12,41%
Topix	1.908,17	-5,48%	-4,22%
MSCI World	2.595,25	-4,09%	-19,69%
Shanghai SE Composite	3.836,03	2,11%	-22,35%
MSCI Emerging Markets	964,06	1,96%	-21,75%
MSCI Latam (América Latina)	2.145,28	-3,01%	0,72%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	190,45	-3,41%	-30,92%
MSCI Asia Ex Japan	624,56	3,86%	-20,87%
CAC 40 (Francia)	6.517,97	-2,82%	-8,88%
DAX (Alemania)	13.914,07	-4,30%	-12,41%
MIB (Italia)	23.813,30	-3,71%	-12,92%
IBEX (España)	8.272,10	-1,38%	-5,07%
SMI (Suiza)	10.774,64	-3,43%	-16,32%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.984,00	6,87%	-12,40%
Oro (USD/Onza)	1.792,52	2,12%	-2,01%
Crudo WTI (USD/Barril)	77,49	-0,58%	3,03%
Plata (USD/Onza)	23,48	9,87%	0,53%
Cobre (USD/Tonelada)	8.310,50	3,35%	-14,51%
Gas natural (USD/MMBtu)	5,00	-31,60%	34,02%

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

SEPTIEMBRE DE 2022	OCTUBRE DE 2022	NOVIEMBRE DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 22.12.2022
-3,37%	9,59%	18,69%	3,86%	1,15%
-5,36%	7,99%	14,64%	2,11%	0,72%
-6,48%	7,11%	9,81%	1,96%	-4,22%
-6,57%	6,28%	6,80%	0,04%	-12,41%
-6,72%	5,09%	6,75%	-3,01%	-19,69%
-8,19%	4,17%	6,74%	-3,08%	-19,80%
-9,34%	2,91%	5,38%	-3,41%	-20,87%
-9,46%	-3,15%	4,55%	-4,09%	-21,75%
-11,90%	-6,13%	2,91%	-5,09%	-22,35%
-12,94%	-7,78%	-0,82%	-5,48%	-30,92%

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 extraerle 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 período prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

**Estañación:** 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 incrementar 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.

**TPI:** Nueva herramienta del Eurosistema que se puede activar por el ECB para contrarrestar la evolución desordenada e injustificada de los mercados si esto supone una amenaza para la transmisión fluida de la política monetaria en toda la zona del euro. El Consejo de Gobierno del BCE aprobó este instrumento el 21 de julio de 2022.

**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 guía informativa 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 572 171 635, 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](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://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).
- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, 20121 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<sup>er</sup>, 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. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO).
- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapur. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act 2001), de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- **En el DIFC:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubai («DFSA»). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado y ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.
- **En los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad 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, Adobe Stock.

Editado a 23.12.2022.



