

MONTHLY HOUSE VIEW

Junio de 2023

Nunca existe certeza en lo peor

• Índice

01• Editorial	P3
NUNCA EXISTE CERTEZA EN LO PEOR	
02• Focus	P4
ZONA EURO: LA ESTABILIDAD ES POSITIVA	
03• Macroeconomía	P6
DOS MUNDOS DIFERENCIADOS	
04• Renta fija	P8
MANTENER LA FE	
05• Renta variable	P10
¿EXISTE CIERTA DICOTOMÍA EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE?	
06• Divisas	P12
LA TEMPORADA DE LAS DIVISAS REFUGIO	
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



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

Desde hace ya varios meses, los riesgos han ido en aumento en EE. UU. La crisis bancaria no ha avanzado. Los bancos estadounidenses con menos de 250.000 millones de dólares en activos no se consideran sistémicos y, por lo tanto, teóricamente, no son demasiado grandes para hundirse, según EE. UU. Sin embargo, estas entidades representan el 80% de los préstamos inmobiliarios comerciales y conceden aproximadamente la mitad de todos los préstamos al consumo y para inversión no inmobiliaria. La buena noticia es que esta crisis, al provocar una subida de los tipos del crédito, sustituye en cierto modo a una subida adicional de los tipos del banco central, ya que frena la economía y, por consiguiente, la inflación, exactamente el objetivo que pretendía alcanzar la Reserva Federal (Fed) aumentando los tipos. Este efecto de endurecimiento, unido a una ralentización de la creación de empleo y a los primeros indicios de debilitamiento de la inflación subyacente¹, nos lleva a pensar que es probable ya se haya alcanzado el límite de la Fed. Tras 10 subidas consecutivas, es posible que los tipos de interés oficiales hayan tocado techo, tras pasar del 0% (límite inferior) de principios de 2022 al 5% el 3 de mayo.

A esta crisis bancaria estadounidense se suma ahora el temor al techo de la deuda estadounidense. Janet Yellen, secretaria del Tesoro, ha declarado que un impago de la deuda estadounidense provocaría un "caos financiero y económico", mientras que la oposición republicana sigue negándose a elevar el techo de la deuda sin drásticos recortes del gasto público. No es la primera vez que se llega a esta situación, que ya empieza a parecerse un poco al cuento de *Pedro y el lobo*. De hecho, este procedimiento rutinario se ha iniciado 78 veces desde principios de los años sesenta. Tras recaudar este año menos impuestos de lo previsto, EE. UU. podría toparse con el muro de la deuda ya el 1 de junio. La incertidumbre que rodea al techo de la deuda ha sido siempre desfavorable para el dólar y una fuente de volatilidad. En 2011, la agencia de calificación S&P rebajó la nota de EE. UU. de AAA a AA+ y justificó su decisión con el impacto que tendría sobre el "riesgo político" que el país adoptara medidas insuficientes para afrontar su déficit presupuestario.

En aquel momento, su deuda era la mitad de la actual (14,5 billones de dólares frente a 31 billones). Aunque el riesgo sea real —es la primera vez desde 2008 que vemos tanta tensión en los CDS² estadounidenses—, es muy probable que se llegue a un acuerdo en el último momento.

Otro techo que probablemente saldrá a la palestra antes del final de año tendrá lugar en la COP28 de Dubái y se refiere al umbral de 1,5 grados para limitar el aumento de la temperatura respecto a los niveles preindustriales. Se estableció en 2015, en la COP21, durante los acuerdos de París para combatir el calentamiento global. No obstante, la acción política a favor de la transición energética nunca ha sido tan marcada en las economías avanzadas, tanto en EE. UU. (IRA³) como en Europa (REPowerEU⁴).

En este contexto, nuestra hipótesis macroeconómica sigue siendo positiva. Aunque a principios de año éramos más optimistas que el consenso, ahora este se ha acercado más a nuestras previsiones. No prevemos una recesión en EE. UU., solo una ligera contracción temporal de la actividad en el segundo semestre de 2023. Este año, los motores de la economía mundial serán China y la India, que representarán la mitad del crecimiento global. La inflación debería seguir normalizándose.

Hemos pasado de un entorno de tipos de interés negativos conocido como "TINA" (*There Is No Alternative*, "no hay alternativa" a las acciones) a "TARA" (*There Are Reasonable Alternatives*, "hay alternativas razonables" a las acciones) porque este nuevo entorno de tipos elevados fomenta las soluciones a corto plazo o garantizadas de gran rentabilidad y volatilidad reducida. Son buenas noticias para los inversores. El dicho popular del mercado dice "*sell in May and go away*" (vende en mayo y sal corriendo). ¿Puede que, este año, mayo sea el mes de las oportunidades?

Espero que disfruten de la lectura de este número. En él examinamos con más detalle las divergencias macroeconómicas dentro de la zona euro, además de las existentes entre EE. UU. y China, y su impacto en nuestras distintas clases de activos en un contexto en que la incertidumbre aún es considerable.

1 - Excluidos los precios de los alimentos y la energía.

2 - *Credit Default Swap*: derivado de crédito que asegura contra el impago.

3 - *Inflation Reduction Act* (ley de reducción de la inflación): uno de los ejes de este plan está dedicado al desarrollo de la transición energética en EE. UU.

4 - Plan europeo para reducir rápidamente la dependencia de los combustibles fósiles rusos y acelerar la transición ecológica.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Tras una importante perturbación energética, la economía de la zona euro evoluciona por debajo de las expectativas del mercado, pero está consiguiendo evitar la recesión en 2023. Nuestra previsión de crecimiento del PIB de la zona euro para 2023 sigue siendo moderada y oculta grandes divergencias, pero no ha variado desde principios de año. A veces la estabilidad es positiva. En este contexto, ¿podemos seguir siendo favorables a las inversiones en la zona euro?



La zona euro debería
EVITAR
LA RECESIÓN
en 2023

CRECIMIENTO DE LA ZONA EURO: AUMENTO DE LAS DIVERGENCIAS

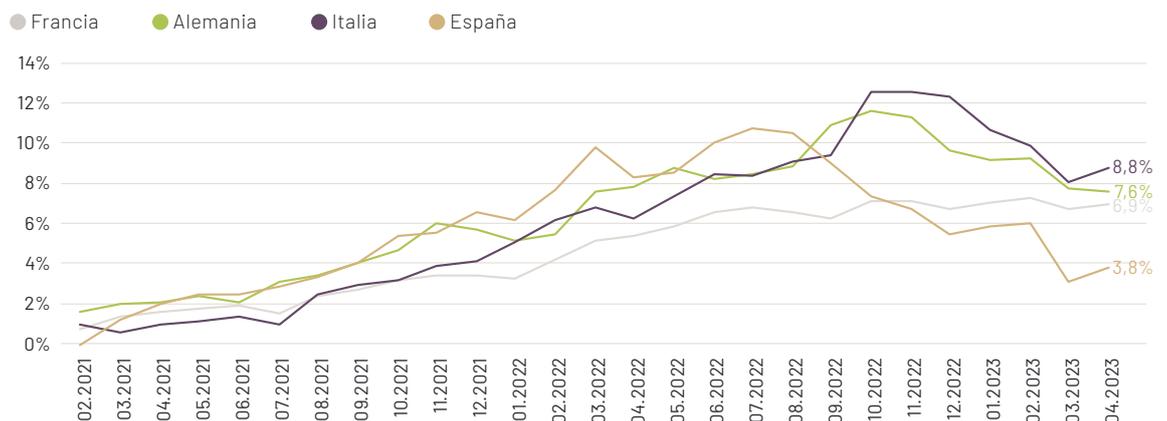
Después de haber evitado la recesión a finales de 2022, la zona euro partía de una posición mejor en 2023 y sorprendía al alza constantemente a los mercados con sus cifras más sólidas a medida que la región empezaba a estabilizarse junto con los precios de la energía. En la actualidad, las sorpresas son más bien a la baja en la zona euro, aunque con mayores divergencias entre los Estados miembros, dependiendo de su combinación energética, sus respuestas políticas y el peso de los servicios en su economía. La evolución de la economía alemana han sido nuestra mayor decepción hasta ahora, ya que apenas se ha beneficiado de la reapertura de la economía china y los consumidores siguen indecisos tras la enorme crisis energética de 2022. En Francia, las cifras de la industria y los servicios del 1T se vieron empañadas por el aumento de las tensiones sociales derivadas de las recientes reformas de las pensiones, aunque deberían propiciar un repunte en el 2T. Los países del sur de Europa son ahora los líderes del crecimiento en la zona. Al disminuir la incertidumbre política, el PIB italiano creció un 0,5% intertrimestral en el 1T de 2023, por encima de las expecta-

tivas del mercado (0,2%). El crecimiento estuvo liderado por los sectores de la industria y los servicios, y la demanda de exportaciones, gracias al fuerte turismo de invierno. Por último, España es el nuevo ejemplo de crecimiento para 2023, ya que disfruta de un consumo privado nacional todavía fuerte, al tiempo que experimenta una afluencia de turistas. La política fiscal también ha amortiguado la subida de la inflación española, aunque esta ya se situaba entre las más bajas de la zona euro.

MÁRGENES EMPRESARIALES: UN ASPECTO A SEGUIR DE CERCA

Las divergencias dentro de la zona euro no han ayudado a los responsables políticos, ni en el ámbito fiscal ni en el monetario. La política fiscal sigue siendo neutra para el conjunto de la zona, pero este otoño se avecinan duros debates presupuestarios. En cuanto a la inflación, los precios subieron un 7% interanual en abril y oscilan entre el 15% y el 2%, con una diferencia de cinco puntos entre las cuatro principales economías (gráfico 1), lo que provoca que sea difícil justificar una flexibilización de la política del Banco Central Europeo (BCE) desde el punto de vista macroeconómico.

GRÁFICO 1: INFLACIÓN EN LOS 4 GRANDES DE LA ZONA EURO, INTERANUAL, %



Fuentes: Reuters, Indosuez Wealth Management.

En el ámbito sectorial, el descenso de los precios de los bienes industriales se ha visto compensado hasta ahora por el incremento de la inflación de los servicios, la cual no muestra signos de desaceleración y se suma al malestar del BCE.

El comportamiento de las empresas influirá en la persistencia de la inflación. Hasta este momento, esta no ha afectado a los márgenes empresariales, ya que los precios se han trasladado a los consumidores. Sin embargo, con la relajación de las tensiones de la oferta, la retirada progresiva de las ayudas fiscales, el agotamiento del exceso de ahorro privado y el debilitamiento de la actividad económica mundial, las empresas deberían tener menos margen de maniobra para subir los precios y más presión para reducir los márgenes en 2023. La reciente restricción del crédito también debería añadir presión a la demanda. Sin embargo, como ha subrayado recientemente la Comisión Europea, si las participaciones en los beneficios no se ajustan, los aumentos salariales acabarán provocando un incremento de la inflación, lo que aumenta la preocupación por una espiral de precios y salarios. Los precios de los alimentos también son un riesgo creciente, dadas las duras condiciones meteorológicas existentes en Europa. En definitiva, los precios de la energía y los bienes industriales deberían contribuir a amortiguar la inflación, pero, como destaca el BCE, las perspectivas inflacionistas siguen siendo “demasiado elevadas durante demasiado tiempo”.

LAS VENTAJAS DEL TURISMO

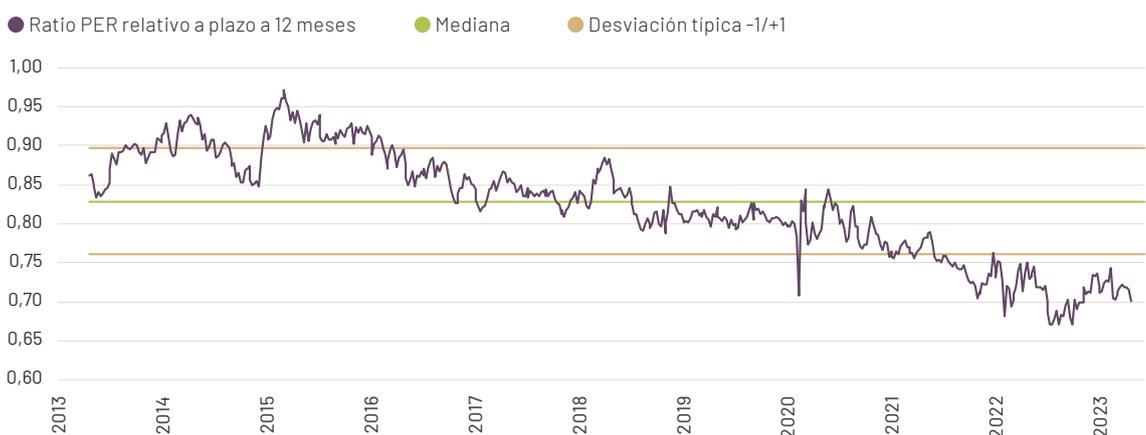
Por último, el turismo (que representa directamente el 5% de la economía de la zona euro) aún dispone de margen de mejora en la región.

Los últimos datos de la aviación europea sobre tráfico aéreo muestran que los vuelos de marzo de este año alcanzaron el 88% de los niveles de marzo de 2019. Es importante señalar que estas cifras aún no tienen en cuenta la plena recuperación de los turistas de larga distancia, que son más rentables porque sus gastos y sus estancias son mayores que los de los turistas regionales. Los viajeros estadounidenses se han recuperado, pero se prevé que en 2023 los viajes de China a destinos europeos sigan siendo un 60%-70% inferiores a los niveles prepandemia. El retraso en la renovación de pasaportes, la incertidumbre política y el aumento de los reclamos turísticos nacionales han retrasado la plena recuperación de los viajes chinos a Europa.

CONCLUSIONES CLAVE PARA LOS INVERSORES

A pesar de estas perspectivas poco halagüeñas, la renta variable europea sigue infravalorada en comparación con sus homólogas estadounidenses (gráfico 2) y se beneficia de un sesgo de calidad (especialmente, por medio de los bienes de lujo). Invertir en exportadores europeos ha sido una temática de inversión clave desde mediados de 2022, lo que permite obtener un sesgo de calidad y beneficiarse de una mejora de China (aunque el país se haya debilitado últimamente, véase Macroeconomía, página 6). Los inversores en renta fija europea deberán armarse de paciencia, ya que el BCE aún no ha terminado su ciclo de endurecimiento. Sin embargo, desde una perspectiva a más largo plazo, el nuevo plan de inversiones del Pacto Verde Europeo⁵ va por buen camino y ayuda a la región a competir por las inversiones en iniciativas sostenibles.

GRÁFICO 2: LA RENTA VARIABLE EUROPEA SIGUE INFRIVALORADA COMPARADA CON LA ESTADOUNIDENSE



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Plan que revisa actualmente las leyes existentes basándose en su importancia en el cambio climático y también introduce nueva legislación sobre la economía circular, la renovación de edificios, la biodiversidad, la agricultura y la innovación. Moviliza el 25% del presupuesto de la UE para financiación climática.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Por un lado, en EE. UU. se espera una contracción de la economía en el segundo semestre de 2023, a medida que el ciclo de endurecimiento monetario de la Fed llegue a su fin, mientras que la inflación se mantiene en niveles históricamente elevados. Por otro lado, se prevé que la economía china crezca un 5,6% en 2023, en un contexto sin inflación y con políticas económicas acomodaticias.



4,5%:
expectativas
incómodas en la
INFLACIÓN
ESTADOU-
NIDENSE
A 1 AÑO

EE. UU.: UN MERCADO LABORAL APARENTEMENTE INVENCIBLE

El PIB estadounidense supuso una gran decepción en el 1T 2023, ya que solo creció un 1,1% anualizado (frente al 1,9% esperado por el consenso), ralentizado por la caída de las existencias y a pesar de unos resultados aún sólidos en el consumo privado (3,7%).

Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones de financiación parece limitado por el momento, ya que la proporción de pequeñas empresas que afirman que “es más difícil obtener crédito” ha disminuido desde sus niveles máximos de abril (encuesta NFIB⁶), mientras que el último estudio de la Fed muestra una ralentización aguda del endurecimiento de las condiciones de préstamo bancario en el 1T de 2023. Los datos de la actividad repuntaron ligeramente en abril, pero siguieron poniendo de manifiesto la dicotomía existente entre el sector manufacturero, en recesión desde principios de año (el índice PMI⁷ es, de hecho, inferior al umbral de 50, en 47,1), y un sector de servicios en desaceleración, pero resistente (en 51,9), sustentado por la solidez de los nuevos

pedidos. La confianza de los consumidores cayó bruscamente en abril debido a la inquietud por la trayectoria de la economía estadounidense, y las expectativas de inflación a 1 año se situaron en un incómodo 4,5%. En este difícil contexto, seguimos viendo que el debilitamiento del gasto de consumo pesará sobre el crecimiento estadounidense en el segundo semestre de 2023, aunque no esperamos que la contracción sea prolongada, como opinan algunos analistas. El mercado laboral estadounidense siguió mostrando indicios de normalización tras la pandemia: la proporción de ofertas de empleo por desempleado ha descendido a 1,64 (desde 1,96 de diciembre de 2022), pero la creación de empleo sigue resistiendo. La tasa de desempleo se sitúa en un mínimo histórico del 3,4%, lo que ejerce presión sobre los salarios (los costes laborales unitarios aumentaron un 6,3% en el 1T de 2023). Esta persistencia salarial sigue actuando de suelo para la inflación de los servicios (excluida la vivienda, que en abril se desaceleró por primera vez en dos años), mientras que el componente de los alimentos continúa desacelerándose por los efectos de base.

6 - Federación Nacional de Empresas Independientes.
7 - Índice de Gestores de Compras.



La inflación, del
0,1%
INTERANUAL,
sigue muy
por debajo del
OBJETIVO
DEL BPC

La inflación subyacente (5,5% interanual) se mantiene ahora por encima de la inflación global (4,9%), debido a la contribución negativa de la energía. Para 2023, hemos revisado nuestra cifra de crecimiento al 1,1% (tabla 1), basándonos en un 1T de 2023 más débil de lo previsto. Seguimos previendo una ligera contracción de la economía estadounidense en el segundo semestre de 2023, sobre la base de un mercado laboral y unas condiciones crediticias menos favorables. Para 2024, esperamos una recuperación del crecimiento impulsada por el restablecimiento del poder adquisitivo de los hogares, unas tasas de utilización de la capacidad aún elevadas y el fin de la purga inmobiliaria residencial. No obstante, debido a un fuerte efecto de arrastre negativo al final de 2023, el crecimiento del PIB se situará en el 0,4% en 2024.

CHINA: AL OTRO LADO DEL CICLO ECONÓMICO

En China, el repunte de los servicios (PMI Caixin del 56,4 en abril) confirma el carácter interno de la reapertura. Los vuelos nacionales ya superan a los de 2019 y las ventas minoristas se han disparado. Como se esperaba, el sector manufacturero se ha mantenido a la zaga de la recuperación y ha vuelto a entrar en recesión, mientras que las importaciones cayeron un 7,9% interanual en abril. En definitiva, a pesar del repunte de los indicadores económicos, el ímpetu empieza ya a desvanecerse. El indicador de sorpresas económicas se desplomó en mayo tras alcanzar en abril su máximo desde 2006, lo que también puede expli-

carse por el excesivo optimismo de los economistas (en abril se esperaba un 21% en las ventas minoristas).

No obstante, como afirmábamos en el último número, una vez pasado el efecto de la reapertura, es esencial que la confianza de los consumidores chinos, actualmente débil, se recupere para dar un nuevo impulso al crecimiento del país. En este sentido, el inicio de la recuperación del sector inmobiliario es una buena señal para el consumo. En abril, los precios de la vivienda nueva subieron por tercer mes consecutivo en China y casi el 90% de las ciudades registró incrementos de precios. Mientras tanto, las ventas minoristas aumentaron un 18,6% interanual en el mismo mes. El desempleo entre los jóvenes de 16 a 24 años sigue siendo un lastre, ya que se sitúa por encima del 20%. Otro punto de atención es la inflación, apenas en el 0,1% interanual —muy por debajo del objetivo de inflación del 3% del Banco Popular de China (BPC)—, y, al mismo tiempo, las nuevas solicitudes de préstamos, que se ralentizaron bruscamente en abril, señal de que el consumo aún no parece haberse recuperado del todo. Sin embargo, la posibilidad de que estas malas noticias puedan desencadenar una mejora de las perspectivas resulta alentador. La situación china difiere de la de la mayoría de las economías desarrolladas en que las autoridades del país disponen de margen de maniobra, en un contexto de recuperación económica e inflación casi neutra. Esperamos que la política monetaria y fiscal siga siendo favorable este año, lo que permitirá que la economía china crezca un 5,6% en 2023.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2023-2024, %

● Revisado a la baja desde el mes pasado ● Revisado al alza

	PIB		INFLACIÓN	
	2023	2024	2023	2024
EE. UU.	1,1%	0,4%	4,0%	2,6%
Zona euro	0,5%	1,0%	5,7%	3,0%
China	5,6%	4,7%	1,3%	2,5%
Japón	1,1%	1,3%	2,7%	2,2%
India	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%
Brasil	0,9%	1,2%	5,0%	5,0%
Mundo	2,4%	2,8%	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija

¿Cómo reinventarse un mes tras otro cuando se trabaja en la clase de activos supuestamente más aburrida: los bonos? Pues bien, la respuesta es sencilla: los mercados de renta fija llevan más de un año con sobresaltos y las perspectivas están ligadas ahora a la capacidad o la voluntad de los bancos centrales de los mercados desarrollados de restablecer regímenes de inflación cercanos al 2%. Nosotros seguimos confiando en nuestra clase de activos, limitando las inversiones al tramo corto de la curva y evitando por ahora el riesgo de duración.



LA FED HA
AUMENTADO
su tipo de
referencia en
500 PB desde
marzo de 2022

BANCOS CENTRALES

La volatilidad es un nuevo factor que los inversores en renta fija deben tener en cuenta. Los bancos centrales han desempeñado un papel clave en este episodio: la Fed ha subido su tipo de referencia en 500 puntos básicos (pb) desde marzo de 2022, el ritmo más rápido desde los años setenta, y ahora ha empezado a adoptar una actitud de espera. El hecho de ser “dependiente de los datos” significa que Powell mantiene abierta la opción de seguir subiendo, aunque nuestro supuesto de base es un nivel estable, justo lo contrario de lo que están descontando los mercados, que esperan ya un primer recorte en septiembre de 2023. Este escenario que descuentan los mercados es coherente con una recesión en EE. UU. cercana y estrepitosa, alejada de nuestras expectativas y del consenso de los economistas.

La forma de la curva de rendimientos es otro interrogante para los inversores. La Fed mantiene deliberadamente una curva de rendimientos invertida (como explicó recientemente el presidente de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari). Así, las primas por plazo siguen siendo muy reducidas y los tipos a largo plazo corren peligro en caso de que la hipótesis de crecimiento no sea demasiado pesimista. En consecuencia, somos partidarios de invertir en el tramo corto de la curva estadounidense por los siguientes motivos: el *carry* y el *roll down*⁸ protegen a los inversores frente a la subida de los tipos a corto plazo.

8 - El efecto *roll down* en los bonos consiste en el cambio de valor debido al paso del tiempo. A medida que un bono se acerca a su vencimiento, su valor converge al precio de reembolso.

TECHO DE LA DEUDA

¿Qué está pasando con el techo de la deuda y los riesgos de impago del Tesoro estadounidense? El techo de la deuda es (en pocas palabras) un límite legislativo sobre la cantidad máxima que puede pedir prestada la Administración. Con 31,5 billones de dólares de deuda en circulación, el Tesoro llega a este límite muy a menudo. Sin embargo, en esta ocasión, las divergencias entre los demócratas y los republicanos en el Congreso son demasiado amplias para llegar a un acuerdo, lo que recuerda a los inversores el episodio de 2011, cuando EE. UU. perdió su calificación AAA por un acuerdo débil. En el momento de escribir este artículo, la probabilidad de impago, derivada del mercado de CDS (gráfico 3), se sitúa por debajo del 4%.

DEUDA CORPORATIVA

Al igual que en 2011, la falta de acuerdo y/o una resolución débil pesarán en todas las clases de activos, especialmente, en los mercados de crédito. El nuevo termómetro para descontar los tipos de interés será el mercado de swaps. Las curvas de los bonos del Tesoro se descontarán en consecuencia y, después, la deuda corporativa.

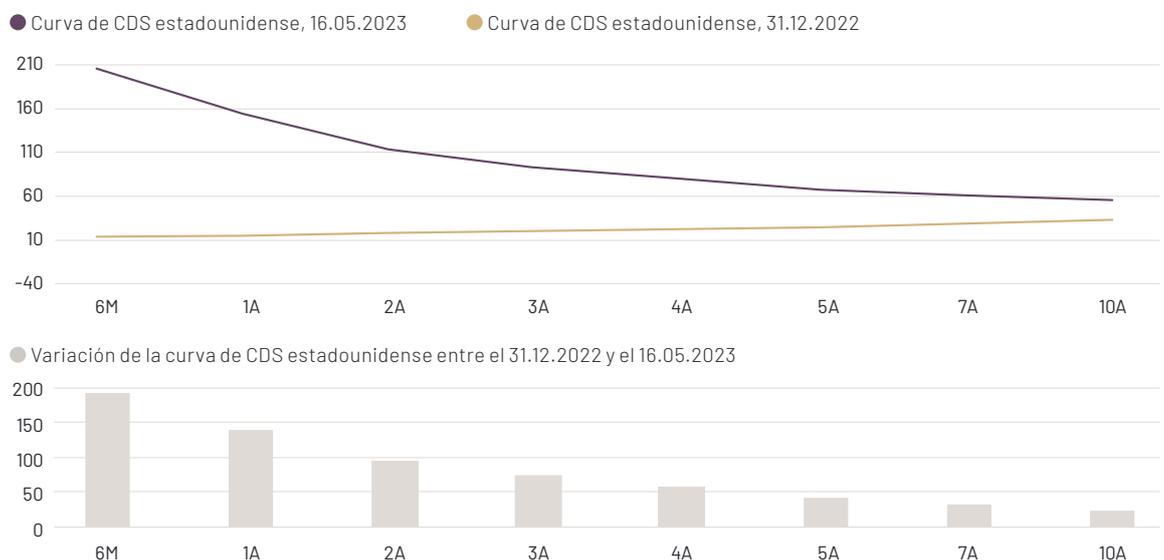
Por último, en lo que respecta a las tensiones bancarias, los inversores examinan ahora detenidamente los indicios de restricciones del crédito en toda la economía. Sin embargo, por el momento no existen pruebas contundentes evidentes.

Esto nos lleva a la zona euro, donde el caso parece más sencillo: un debilitamiento de los datos concretos y reales, que sorprende a la baja, mientras que la próxima medida monetaria del BCE gira en torno al endurecimiento cuantitativo (QT). La demanda de préstamos cayó en el 1T. Tras diez años en un entorno de tipos muy bajos o negativos, la llamada de atención parece muy dura para las economías europeas.

En abril, el mercado crediticio europeo recuperó parte del infrarrendimiento de marzo, gracias a la subida de los rendimientos, la solidez de los balances y la ausencia de señales perturbadoras procedentes del aumento de la volatilidad en los mercados de renta variable. Los tipos de interés de la inversión crediticia de gran calidad a uno o tres años están superando los rendimientos de los vencimientos más largos. Por consiguiente, los inversores en *carry* pueden mantenerse a salvo en estas inversiones a corto plazo, asumiendo el riesgo de reinversión, pero evitando el riesgo de duración (con lo que volvemos a la volatilidad mencionada en el primer párrafo).

Por lo general, en la clase de activos de renta fija, ser demasiado prudente en lugar de asumir demasiados riesgos se considera una buena gestión. Como equipo, hemos reducido tácticamente la exposición a las partes de mayor riesgo del crédito, es decir, la deuda subordinada, el alto rendimiento y el crédito asiático. Una vez más, apenas esperamos ganancias de capital por el descenso de los tipos o el ajuste de los diferenciales.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DE LA CURVA DE CDS EN EE. UU., PB



Nota: hay 9 países con calificación AAA en el mundo, teniendo en cuenta las 3 agencias de calificación.
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

¿EXISTE CIERTA DICOTOMÍA EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE?



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Esta temporada de resultados del 1T de 2023 ha sido globalmente satisfactoria y ha superado las expectativas. Sin embargo, parece que los inversores infravaloran este catalizador positivo, ya que parecen estar más centrados en el riesgo del techo de deuda estadounidense. Además, existe una discrepancia indudable entre la Fed, que no prevé ningún recorte de tipos, la resistencia de los mercados de renta variable y las expectativas de los mercados de renta fija, que integran recortes de tipos este año.

ESTADOS UNIDOS

En la actualidad, el mercado de renta variable estadounidense se caracteriza por una concentración muy elevada de la rentabilidad desde principios de año, ya que las 15 compañías de mayor capitalización aportan el 97% de la rentabilidad del S&P 500 (gráfico 4). En este mismo sentido, desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022, el índice NYSE FANG+⁹ ha superado al índice Russell 2000 en más de un 50%!

Durante el último mes, los inversores han estado muy atentos a las publicaciones de resultados del 1T de 2023, en las que se han visto varios avances positivos, entre ellos: unos beneficios superiores a las expectativas del mercado, una serie de previsiones positivas por parte de las compañías y, por último, las expectativas de los analistas, que empiezan a mejorar. Sin embargo, la reacción de precios de las compañías ante estas buenas publicaciones ha sido más bien decepcionante.

Hay que tener en cuenta que los beneficios han bajado en torno a un 3% en el trimestre con respecto al final del año. Esta temporada de resultados refuerza nuestra convicción de favorecer los valores de calidad con balances saneados y niveles de margen estables. De hecho, por un lado, algunas compañías hablan de dificultades para acceder al crédito, mientras que otras anuncian programas de recompra de acciones porque disponen de mucho efectivo.

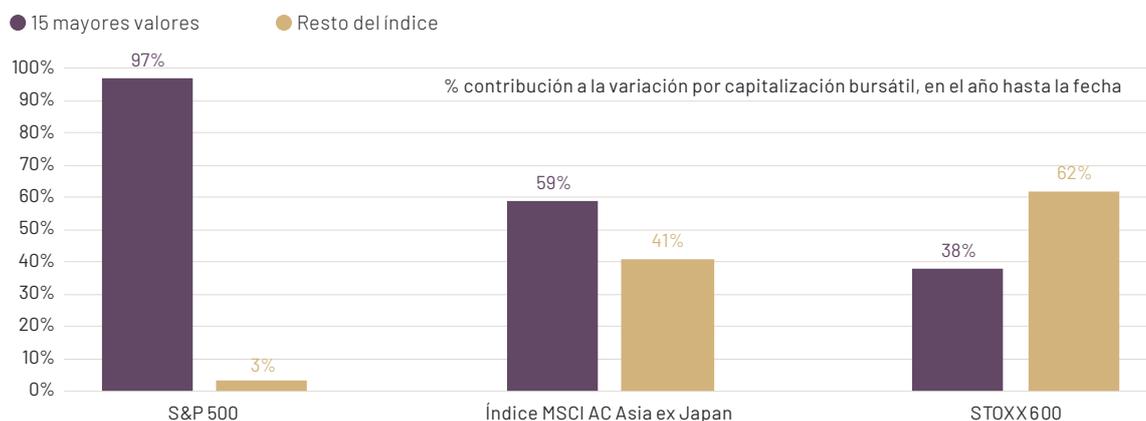
EUROPA

En el último mes, la renta variable europea ha continuado superando a la estadounidense. La zona euro sigue favorecida por varios factores, como la bajada de los precios de la energía y la reapertura de China (tanto directamente, con la recuperación de las exportaciones a China, como indirectamente, ya que muchos inversores se posicionaron en la reapertura de China por medio de las acciones europeas).



LOS
INVERSORES
están muy
atentos a los
RESULTADOS
DEL 1T

GRÁFICO 4: LAS COMPAÑÍAS DE GRAN CAPITALIZACIÓN SON LAS CLARAS VENCEDORAS



Nota: Divergencia extrema en el rendimiento, ya que el 97% de la contribución a la variación procede de los 15 mayores valores del índice S&P 500. Fuentes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

9 - Se refiere a las acciones, entre otras, de cuatro prominentes compañías tecnológicas estadounidenses: Meta (anteriormente, Facebook), Amazon, Netflix y Alphabet/Google.



En cuanto a las valoraciones, la renta variable europea mantiene su atractivo y cotiza con un descuento casi récord frente a la estadounidense. Además, la temporada de resultados del 1T de 2023, que llega a su fin, está siendo bastante buena, ya que la proporción de compañías que han superado las estimaciones de ventas y beneficios por acción (BPA) ha aumentado considerablemente este trimestre. El 80% de las compañías del STOXX 600 han presentado sus beneficios del 1T de 2023 hasta la fecha y, entre ellas, el 70% ha superado las estimaciones del mercado en BPA (muy por encima del trimestre anterior, cercano al 55%). Los beneficios globales sorprendieron positivamente en un 10%. Mantenemos el optimismo en cuanto a la renta variable de la zona euro y seguimos prefiriendo los emisores de calidad, habituales en una parte del mercado de la zona euro que puede encontrarse en sectores como el lujo o sanidad.

MERCADOS EMERGENTES

Hasta ahora, 2023 ha sido un año muy volátil en los mercados de renta variable asiáticos. En estos momentos, la incertidumbre y la preocupación siguen siendo elevadas en la región. Las actuales tensiones entre EE. UU. y China también preocupan a los inversores internacionales. Actualmente, existe una profunda desconexión entre los fundamentales económicos y empresariales reales de China y el rendimiento real del mercado de renta variable, aunque creemos que es temporal. Los inversores locales chinos aún tienen que hacer pleno uso de su excedente de ahorro y volver a los mercados de renta variable. La percepción

de los inversores occidentales con respecto a los riesgos asociados a China sigue siendo una amenaza a corto plazo y parece que será necesaria una mejora mayor de las cifras reales para superar esta situación. En este momento, seguimos prefiriendo a China entre los mercados de renta variable asiáticos en 2023 por sus atractivas valoraciones, el sustancial repunte económico y el ingente gasto potencial de los consumidores (gran apoyo al ahorro y ciclo crediticio), aún por materializar en todos los subsegmentos del consumo. No obstante, llegados a este punto, es necesaria una mayor mejora de la confianza de los consumidores.

ESTILO DE INVERSIÓN

Seguimos centrándonos en los valores de calidad, que tienden a obtener mejores resultados tanto en los periodos en que la Fed alcanza su tipo máximo como cuando los riesgos del techo de la deuda estadounidense son elevados.

Tras el marcado infrarrendimiento del *Value* frente al Crecimiento en el 1T de 2023, el rendimiento relativo se mueve ahora dentro de una horquilla. Seguimos esperando un repunte sustancial de las acciones de perfil *Value* para encontrar la oportunidad de recoger beneficios y aumentar nuestra exposición al Crecimiento. Entre los valores de Crecimiento, seguimos prefiriendo las compañías grandes y rentables, expuestas a la IA o con modelos de suscripción que podrían beneficiarse de unos tipos de interés a largo plazo más débiles, y que no necesiten créditos.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Aunque el dólar podría mostrar cierta resistencia a corto plazo, seguimos siendo positivos en cuanto a la tendencia a largo plazo del EUR/USD, ya que se espera que los diferenciales de tipos se muevan a favor del euro. El dólar australiano y el yuan chino siguen estrechamente ligados a la reapertura de China. El franco suizo, el oro y el yen japonés deberían beneficiarse de las incertidumbres macroeconómicas.



La tendencia a largo plazo de **DEBILIDAD DEL DÓLAR** se mantiene intacta

USD

Resistencia a corto plazo

El dólar podría recobrar su fortaleza en las próximas semanas gracias a un ímpetu macroeconómico positivo, que posiblemente llevará a una revisión al alza de las expectativas de tipos de la Fed después del agresivo recorte descontado por el mercado desde marzo. La condición de activo refugio de la moneda sigue empañada por las inquietudes sobre los bancos regionales estadounidenses y el techo de la deuda. No obstante, la historia demuestra que unas negociaciones fructíferas o una suspensión temporal del techo podrían dar un impulso al dólar, aunque la tendencia de debilidad a largo plazo de la moneda se mantenga intacta.

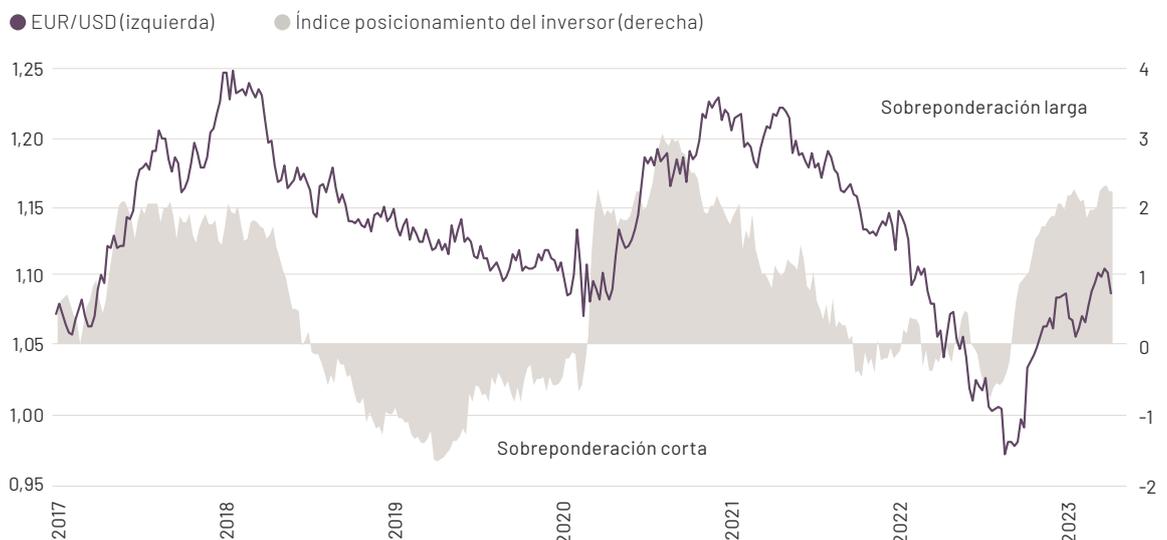
EUR

La moneda única pierde ímpetu

El euro podría perder terreno a corto plazo, ya que gran parte de los aspectos positivos ya están descontados. Con el tipo de cambio efectivo nominal del euro cerca de sus máximos históricos y un posicionamiento muy sobre ponderado de los inversores y largo en el euro (gráfico 5), parece que el potencial alcista se ha agotado por ahora.

Asimismo, el hecho de que las sorpresas sean menos negativas en EE. UU. deberían pesar sobre el EUR/USD a corto plazo. De cara al futuro, mantenemos nuestro objetivo de 1,08-1,12 para el euro, con un BCE más agresivo que debería apoyar al euro frente al dólar a medida que el diferencial de tipos se mueva a favor del euro. No se descarta que la moneda única salga del rango hacia 1,15 o incluso por encima de este nivel, pero para ello necesitaríamos una Fed mucho más conciliadora.

GRÁFICO 5: GRAN SOBREPONDERACIÓN DE LOS INVERSORES EN EL EURO



AUD

Dinámica de la inflación y reapertura de China

El Reserve Bank of Australia (RBA) sorprendió al mercado con una subida de los tipos de interés de 25 pb, después de la pausa de abril, y los mercados descuentan ahora en un 50% la posibilidad de una nueva subida del 3,85% al 4,10% para agosto. El banco central quiere que la inflación vuelva a situarse en un rango del 2%-3% dentro de un plazo razonable (7% en el 1T, tras un máximo del 7,9%). Las importaciones chinas procedentes de Australia se mantienen sólidas (+22% interanual, frente al -7,9% del total de las importaciones chinas de abril). China sigue siendo uno de los principales compradores de materias primas australianas, como el mineral de hierro y el carbón. Salvo que se produzca un bache económico significativo, la caída del dólar australiano es limitada. El soporte se sitúa cerca de 0,6630 antes de la subida del RBA y el punto crítico está en 0,6560, el repunte del reciente doble suelo.

CNY

Signos de fortaleza y debilidad

Actualmente, el yuan se encuentra sometido a presión a corto plazo, ya que los mercados temen que la reapertura de China pierda fuelle. Los servicios están impulsados por la demanda reprimida del consumo, pero la actividad industrial se enfrenta a factores adversos externos más determinantes. El BPC prosigue su política de relajación, pero, por ahora, no se ha anunciado ningún estímulo adicional. Sin embargo, mantenemos el optimismo a largo plazo con un USD/CNY en 6,8-6,6 en 2023/2024, sustentado por una economía que muestra las mejores expectativas de crecimiento mundial para 2023.

CHF

La fortaleza debería continuar

Desde principios de año, el franco suizo ha obtenido buenos resultados a pesar de las turbulencias de Credit Suisse. Aunque con ello se reduce el potencial de nuevas ganancias a corto plazo,

esperamos que la fortaleza de la moneda continúe, respaldada por nuevas subidas de tipos e intervenciones monetarias, ya que la inflación subyacente se mantiene muy por encima del objetivo de su banco central. Además, la condición de moneda refugio del franco suizo sigue siendo atractiva en un entorno marcado por numerosas incertidumbres. Esperamos que el EUR/CHF cotice entre 0,97 y la paridad, y el USD/CHF, en torno a 0,90.

JPY

A la espera de un cambio en la política monetaria

El nuevo gobernador se ha comprometido a mantener una postura acomodaticia, vinculando toda variación en el control de la curva de rendimientos a la tendencia subyacente de la inflación. Este discurso ha presionado a la baja al yen japonés. Sin embargo, con el aumento de los temores de recesión en EE. UU. y la aceleración de la inflación subyacente en Japón, la política monetaria del Banco de Japón (BJ) se revisará en los próximos meses. Mantenemos nuestra opinión positiva a medio plazo sobre el yen, que debería recuperar su atractivo como moneda refugio.

ORO

La demanda sigue siendo sólida

A pesar de la reciente corrección respecto a su último máximo cercano a 2.070 dólares/onza a principios de mayo, el metal amarillo se mantiene cerca de sus niveles altos históricos y su tendencia alcista a largo plazo permanece intacta, sustentada por los riesgos que pesan sobre la economía estadounidense. Los temores a una recesión y al techo de la deuda estadounidense podrían favorecer que el oro siguiera coqueteando con sus máximos. Los analistas de Bank of America prevén un precio cercano a los 2.500 dólares/onza este año en caso de impago estadounidense. Por otra parte, en vista de los precios históricamente altos, algunos bancos centrales emergentes que se habían fijado en el oro por motivos estratégicos/geopolíticos podrían dejar de comprarlo, lo que reduciría parte de su potencial alcista.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** Se prevé un crecimiento mundial moderado en 2023 impulsado por los mercados emergentes, especialmente China. El crecimiento estadounidense sigue ralentizándose y se prevén dos trimestres de contracción en el 2S de 2023, seguidos de un ligero repunte en 2024. Para la zona euro, no hay cambios en la hipótesis general, pero sí un aumento de las divergencias, ahora que el sur de Europa se beneficia de la recuperación de los servicios.

- **Inflación:** La desinflación está en marcha en las economías avanzadas, especialmente, en el ámbito industrial (favorecida por la relajación de las cadenas de suministro), mientras que la inflación de la vivienda, la energía y los alimentos empieza a mostrar signos de desaceleración. Por el contrario, se prevé que la inflación de los servicios siga siendo rígida, siempre que no se rompa la dinámica salarial, lo que justifica la forma de raíz cuadrada de la senda de inflación esperada.

- **Bancos centrales:** No compartimos la hipótesis del mercado de que la Fed dará un giro antes del verano de 2023, sino que creemos más bien que los tipos de interés alcanzarán un nivel estable durante más tiempo. Las recientes turbulencias bancarias en EE. UU. han vuelto a poner en primer plano la estabilidad financiera, lo que la ha convertido, por el momento, en uno de los principales objetivos de la Fed. El BCE aún no ha concluido su ciclo de subidas de tipos y debería realizar otra subida de 25 pb en junio.

- **Beneficios:** La temporada de resultados del 1T de 2023 ha demostrado la buena resistencia relativa de las empresas, ya que ha habido sorpresas positivas en los beneficios. Sin embargo, las empresas no han recibido la consiguiente recompensa por parte de los mercados. Mientras tanto, las proyecciones parecen mejores que lo habitual, aunque siguen existiendo riesgos sobre la capacidad de las empresas para mantener márgenes elevados de cara al futuro.

- **Entorno de riesgo:** La probabilidad de que se materialice la hipótesis de riesgo alternativa va en aumento debido a las consecuencias de las recientes turbulencias bancarias (aunque la tensión haya remitido), el deterioro de las condiciones crediticias y el incremento de la atención

del mercado a la cuestión del techo de la deuda estadounidense. Mientras tanto, los riesgos exteriores, en particular, los geopolíticos, siguen siendo elevados. El bajo nivel del índice de volatilidad de la renta variable aboga por estrategias de opciones adicionales, ya sea para protegerse en situaciones de descenso o para aumentar la participación en las subidas.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- En general, neutral en la renta variable, pero tácticamente algo infraponderado, teniendo en cuenta: la marcada subida de los mercados europeos en los dos últimos trimestres, la estacionalidad cada vez menos favorable y la falta de catalizadores claros para un mayor potencial alcista, lo que lleva a una disminución de la asimetría riesgo/remuneración. No obstante, estamos dispuestos a redistribuir las reservas de efectivo en caso de corrección del mercado.

- La renta variable de los mercados desarrollados es heterogénea, con unas perspectivas macroeconómicas más débiles con vistas al futuro, compensadas por los buenos fundamentales de las empresas en este momento. A pesar de que, hasta ahora, no ha sido muy apreciada por los inversores mundiales, se mantiene una sólida convicción en China, especialmente, en las acciones nacionales. Este segmento parece interesante desde el punto de vista de la valoración y debería beneficiarse de la actual recuperación económica y del consumo.

- Preferencia por empresas de calidad con gran visibilidad de beneficios en este complejo entorno macroeconómico. El estilo Crecimiento podría ser vulnerable a la subida de tipos a corto plazo, aunque una consolidación de los valores tecnológicos podría ofrecer puntos de entrada interesantes a medida que nos acercamos al final del ciclo de endurecimiento, mientras que el auge del discurso de la inteligencia artificial debería seguir beneficiando a este estilo de inversión. Se mantiene la prudencia en los valores de pequeña y mediana capitalización, ya que suelen estar más correlacionados con el ciclo económico.



SIN CAMBIOS

en la hipótesis
general de
la zona euro

Renta fija

- Se ha mantenido la duración infraponderada, ya que los riesgos sobre los tipos de interés siguen orientados al alza mientras la dinámica de la inflación subyacente esté alejada de las zonas de confort de los bancos centrales. El efecto de descorrelación de la deuda pública frente a los activos de riesgo parece limitado en comparación con el efectivo.
- En este sentido, somos más optimistas con respecto a la parte corta de la curva de rendimientos a ambos lados del Atlántico, que ofrece un *carry* atractivo, mientras que la parte más larga se ve penalizada por el aumento de la volatilidad y podría sufrir por la reconstitución de la prima a plazo.
- Seguimos viendo valor en las estrategias de aumento de la pendiente de la curva de rendimientos estadounidense: el nivel de inversión es elevado, fuera de normal en comparación con los niveles históricos, lo que ofrece a este tipo de estrategias un importante potencial alcista en caso de normalización, al tiempo que proporciona un *carry* positivo sin riesgo de duración y cobertura macroeconómica en caso de una desaceleración económica más pronunciada.
- Dentro del crédito, preferimos el *investment grade* (IG) a corto plazo frente al alto rendimiento (HY), debido al deterioro de las condiciones de financiación de los emisores. Rebajamos la recomendación sobre el IG estadounidenses, ya que la recuperación del rendimiento frente al efectivo ya no es tan interesante.

Mercado de divisas

- La apreciación del euro podría perder fuerza en un futuro próximo, tras dos trimestres de sobrerendimiento frente al dólar, gracias a unas sorpresas macroeconómicas menos negativas en EE. UU. y a la posición sobreponderada de los inversores internacionales. A largo plazo, es obvio que un BCE más "agresivo" supone un factor de apoyo.
- Las recientes declaraciones del nuevo gobernador del BJ han añadido presión sobre el yen japonés y parece que los posibles cambios del responsable de banco central en el control de la curva de rendimientos se han adelantado. No obstante, la dinámica de la inflación subyacente en Japón podría llevar a la institución financiera a actuar y mostrarse más contundente ante un posible cambio de política que apoye a la moneda.

- Aunque la subida de los tipos de interés podría pesar sobre el precio del oro a corto plazo, mantenemos el optimismo con respecto al lingote por motivos estructurales (compras continuas de los bancos centrales) y por su función de seguro en las carteras

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 19 MAYO DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,67%	10,08	-20,22
Francia 10A	3,00%	-3,90	-10,40
Alemania 10A	2,43%	-5,40	-14,00
España 10A	3,47%	-4,70	-18,00
Suiza 10A	1,03%	-10,90	-58,80
Japón 10A	0,39%	-7,40	-2,10

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	36,57	2,04%	5,36%
Deuda pública EUR	195,78	0,56%	1,62%
Deuda corporativa EUR (HY)	201,27	0,67%	4,00%
Deuda corporativa USD (HY)	306,62	-0,54%	3,34%
Deuda pública EE, UU,	301,31	-0,16%	2,01%
Deuda corporativa emergente	43,10	-0,76%	0,80%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9721	-0,87%	-1,76%
GBP/USD	1,2445	0,10%	3,00%
USD/CHF	0,8997	0,83%	-2,68%
EUR/USD	1,0805	-1,65%	0,93%
USD/JPY	137,98	2,85%	5,23%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	16,81	0,04	-4,86

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.191,98	1,41%	9,18%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.756,87	-1,99%	4,09%
STOXX Europe 600	468,85	-0,03%	10,35%
Topix	2.161,69	6,22%	14,27%
MSCI World	2.842,76	0,70%	9,22%
Shanghai SE Composite	3.944,54	-2,18%	1,88%
MSCI Emerging Markets	977,24	-0,36%	2,18%
MSCI Latam (América Latina)	2.299,84	3,16%	8,06%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	188,13	-2,84%	-2,01%
MSCI Asia Ex Japan	628,46	-0,82%	1,49%
CAC 40 (Francia)	7.491,96	-1,12%	15,73%
DAX (Alemania)	16.275,38	2,48%	16,89%
MIB (Italia)	27.520,33	-0,81%	16,09%
IBEX (España)	9.251,50	-1,74%	12,42%
SMI (Suiza)	11.571,16	0,96%	7,85%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.629,00	-6,40%	-11,38%
Oro (USD/Onza)	1.977,81	-0,26%	8,43%
Crudo WTI (USD/Barril)	71,55	-8,12%	-10,85%
Plata (USD/Onza)	23,92	-4,54%	-0,50%
Cobre (USD/Tonelada)	8.251,50	-6,17%	-1,44%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,59	15,76%	-42,23%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

FEBRERO DE 2023	MARZO DE 2023	ABRIL DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 19.05.2023
1,74%	3,51%	1,46%	6,22%	14,27%
1,35%	3,29%	3,13%	3,16%	10,35%
0,91%	2,83%	1,92%	1,41%	9,22%
-2,10%	2,73%	2,69%	0,70%	9,18%
-2,53%	0,51%	1,59%	-0,03%	8,06%
-2,61%	0,36%	-0,54%	-0,36%	4,09%
-4,41%	0,04%	-1,34%	-0,82%	2,18%
-6,36%	-0,46%	1,63%	-1,99%	1,88%
-6,54%	-0,71%	3,48%	-2,18%	1,49%
-6,86%	-3,10%	-2,19%	-2,84%	-2,01%

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.

Estanflación: 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.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados frente a las expectativas de los pronosticadores.

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 Gestores 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) 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. 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, Singapur 068912. 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 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 5th 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 fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 19.05.2023.

