



MONTHLY HOUSE VIEW

Julio de 2023

¿La IA como herramienta contra el calentamiento global?

• Índice

01• Editorial	P3
"LOS SIETE MAGNÍFICOS"	
02• Focus	P4
¿LA IA COMO HERRAMIENTA CONTRA EL CALENTAMIENTO GLOBAL?	
03• Macroeconomía	P6
2023: LOS PESIMISTAS SE EQUIVOCAN	
04• Renta fija	P8
EN APARIENCIA, LA CALMA VUELVE A SER LA NORMA EN EL MERCADO DE RENTA FIJA	
05• Renta variable	P10
LA IA: ¿UN NUEVO PARADIGMA PARA LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE?	
06• Divisas	P12
LA POLÍTICA MONETARIA VUELVE A LA NORMALIDAD	
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



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

Los seis primeros meses del año han estado marcados por el notable comportamiento de los índices bursátiles, a pesar del entorno macroeconómico. Detrás de esta evolución se esconde, de hecho, un nivel de concentración sin precedentes. Los llamados "siete magníficos" (Apple, Microsoft, Google, Amazon, Tesla, Meta y Nvidia) han registrado una rentabilidad equiponderada superior al 50% desde principios de año. El "S&P 493", es decir, el emblemático índice estadounidense S&P 500 menos estos "siete magníficos", solo ha registrado una rentabilidad del 2%, lo que muestra que, bajo la superficie, el grueso del mercado está rezagado. En Europa se ha observado el mismo fenómeno y solo tres valores (ASML, LVMH y SAP) representan, en su conjunto, la mitad de la evolución de la renta variable de la zona euro desde principios de año.

El primer detonante fue el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022, seguido de los astronómicos resultados de Nvidia, que, en una sola sesión bursátil, vio cómo su capitalización se disparaba en 150.000 millones de dólares y entraba en el selectísimo club de compañías que han superado la barrera del billón de dólares. La Inteligencia Artificial (IA) se ha convertido así en el tema principal para los inversores. Aunque la tecnología y la revolución que supone son indiscutibles, es evidente que los inversores están dispuestos a pagar y mucho por cualquier empresa que tome parte en este movimiento. Este mes, Nicolas Mougeot comparte con nosotros un fascinante artículo sobre el tema (Focus, página 4). El debate está servido: ¿es una nueva burbuja? ¿O se trata tan solo de un epifenómeno similar al entusiasmo que suscitó el "metaverso" el año pasado? En cualquier caso, las grandes vencedoras serán un puñado de empresas, pero muchas otras estarán en peligro. Con 200 veces sus beneficios actuales y 40 veces sus ventas anuales, las cifras de Nvidia no dejan indiferente a nadie y es difícil imaginar cómo podría ir a mejor la compañía: dicho de otro modo, el mínimo paso en falso será doloroso.

En el ámbito macroeconómico, el crecimiento estadounidense resiste, y el consenso se ajusta al alza y concuerda ahora con nuestras previsiones. La inflación estadounidense sigue bajando

y se sitúa en el 4% interanual: la Reserva Federal (Fed) podría estar contenta, pero, para sorpresa de todos, ahora se escuda en que la inflación subyacente (que excluye los precios de la energía y los alimentos) es demasiado elevada para retomar un tono restrictivo en su política monetaria. No se trata de una pausa, según declaró Powell, sino de un "skip". Las dos subidas ya anunciadas por la Fed no convencen al mercado, ni a nosotros tampoco: lo que se espera es una única subida en julio, seguida de un nivel estable. La consecuencia directa de ello es una curva de rendimientos aún más invertida: los tipos de interés a corto plazo serán cada vez más atractivos y, en nuestra opinión, seguirá siendo la parte de la curva de rendimientos más interesante para los inversores y deberá evitarse la larga duración. Irán apareciendo puntos de entrada. Estaremos atentos para posicionarnos.

La sorpresa de las últimas semanas ha venido de China: las cifras muestran que la economía está perdiendo fuelle, lo que ha llevado al banco central a recortar los tipos, y el mercado empieza a considerar medidas fiscales de apoyo. Seguimos siendo optimistas en Asia y la renta variable china por tres motivos fundamentales: 1) el nivel de valoración se aproxima a 10 veces los beneficios futuros (frente a las 20 veces de la renta variable estadounidense), con una previsión de crecimiento positivo de los beneficios superior al 18%; 2) se esperan más ayudas fiscales y monetarias; 3) los inversores mundiales y nacionales están poco posicionados en este mercado. A los inversores les gusta comprar lo que sube: es lo que se conoce como ímpetu o *momentum*. Dado el posicionamiento infraponderado en China, todo cambio repentino podría tener un importante efecto *momentum* y llevar a un reajuste del país.

Les deseo una lectura agradable de este número. En él volvemos a abordar el impacto del endurecimiento monetario en la economía real y los mercados, a pesar de que el estallido de la temática de la IA ha alterado la tradicional correlación entre los tipos a largo plazo y los valores de crecimiento.

1 - En español, un "salto".

¿LA IA COMO HERRAMIENTA CONTRA EL CALENTAMIENTO GLOBAL?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment and Sustainability

La IA desempeña un papel importante en la lucha contra el calentamiento global, gracias a que permite optimizar determinados procesos de producción y minimizar el uso de recursos. Sin embargo, para que el impacto neto sea positivo, los diseñadores deben controlar los recursos necesarios para su desarrollo.

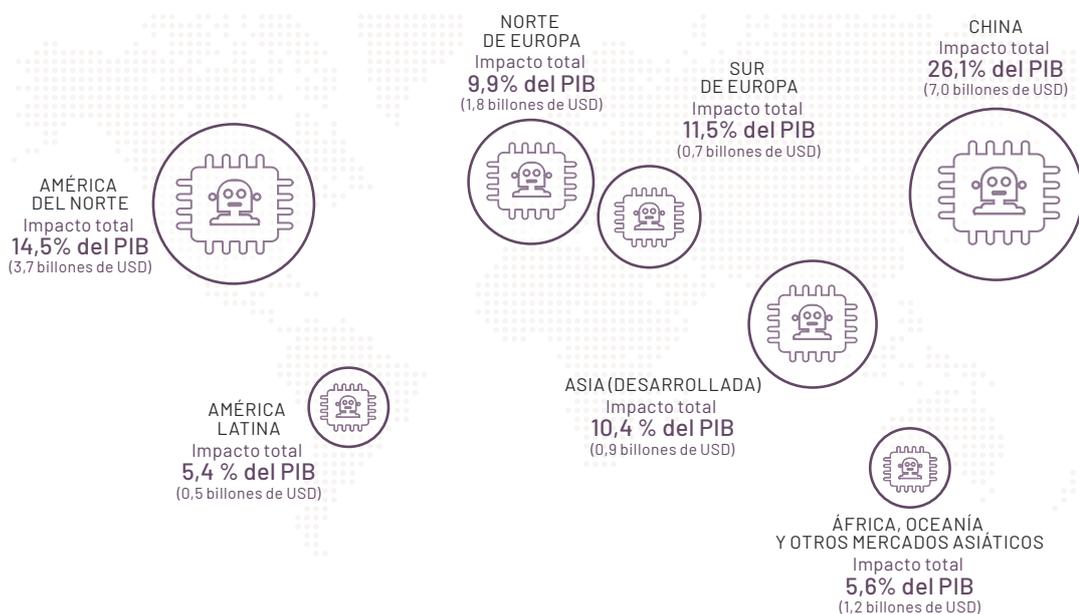
EL DESARROLLO DE LA IA, UN ACELERADOR DE LA PRODUCTIVIDAD

Es difícil pasar por alto el fenómeno de ChatGPT, la IA creada por OpenAI, que permite responder de forma muy coherente a preguntas diversas y variadas. Desde el punto de vista económico, más allá de la expectación mediática a corto plazo, el desarrollo de la IA podría acelerar la productividad en muchos sectores y contribuir al PIB mundial en 15,7 billones de dólares de aquí a 2030, según un estudio de PWC. Esta cifra supone un aumento significativo, dado que el PIB mundial era algo superior a los 96 billones de dólares a finales de 2021 (gráfico 1).

Son muchos los sectores que se beneficiarán de la adopción de métodos de IA, como la sanidad, el transporte y, por supuesto, la informática.

Sin embargo, la IA plantea una serie de cuestiones éticas, y se considera que algunos modelos repiten o incluso amplifican prejuicios de comportamiento, por ejemplo, asociando a determinadas minorías con empleos mal pagados. Pero, ¿Qué hay de su impacto medioambiental? ¿Participará esta nueva tecnología en la lucha contra el calentamiento global o, por el contrario, tendrá un impacto negativo neto?

GRÁFICO 1: ¿QUÉ REGIONES SE BENEFICIARÁN MÁS DE LA IA?



Fuentes: PWC, Indosuez Wealth Management.

LOS EFECTOS POSITIVOS DE LA IA

Veamos primero los efectos positivos. Como toda nueva tecnología, la IA unida al *big data* podría multiplicar por diez la productividad en determinados sectores, en beneficio del medio ambiente. Por ejemplo, algunas empresas de maquinaria agrícola, como John Deere y sus famosos tractores verdes, utilizan la IA para optimizar el cultivo. Esto incluye sistemas de drones capaces de visualizar las zonas áridas de un campo para minimizar el riego o el desarrollo de cámaras de alta resolución que diferencien entre las plantas cultivadas y las malas hierbas para optimizar el uso de fertilizantes. Por otro lado, el sector del transporte también es uno de los que más contribuyen a las emisiones de CO₂. La IA ya se encuentra presente en la automatización de procesos logísticos (uso de robots para trasladar paquetes) y debería permitir minimizar los tiempos de entrega mediante la optimización de rutas y la introducción de vehículos autónomos, lo que se traduciría en una reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero. La lucha contra el calentamiento global también pasa por reducir la huella de carbono de los hogares. El uso de la IA permite rebajarla tanto en hogares como oficinas mediante una mejora de la domótica y la adopción de contadores inteligentes, que nos permitan gestionar de forma óptima el uso de la electricidad y la calefacción y, por lo tanto, evitar el derroche de energía.



LA IA
PUEDE REDUCIR
LA HUELLA DE
CARBONO
de nuestros
hogares

LA IA Y EL MEDIO AMBIENTE

Sin embargo, la IA no es neutra en términos de emisiones de gases de efecto invernadero. El desarrollo de la IA en sí es caro: requiere no solo una enorme potencia de cálculo informático, sino también enormes bases de datos para entrenarlo. Sin acusar a nadie, GPT-3, el modelo detrás de ChatGPT, utiliza 175.000 millones de parámetros. Un estudio de la Universidad de California calcula que su entrenamiento con datos generó 552 toneladas equivalentes de CO₂, lo que equivale aproximadamente al impacto de 550 vuelos París-Nueva York.

Este modelo se ha entrenado con datos disponibles hasta 2021 y, por lo tanto, deberá actualizarse periódicamente, lo que aumentará otro tanto su huella de carbono. Además, los servidores utilizados para entrenar a ChatGPT necesitan agua para su refrigeración. Según un reciente estudio académico realizado por investigadores de la Universidad de California y la Universidad de Texas, ChatGPT "bebe" una botella de agua por cada 20-50 preguntas que se le formulan. En una época en la que la cuestión del acceso al agua está de actualidad, este nivel de consumo por parte de la IA podría llegar a ser problemático. Sin embargo, no todo está perdido, ya que los fabricantes de semiconductores y tarjetas gráficas están llevando a cabo importantes iniciativas para reducir su consumo de energía.

VÍAS DE CRECIMIENTO

En conclusión, la IA representa una vía de crecimiento formidable que debería dar lugar a importantes aumentos de productividad. De este modo, la IA será sin duda un aliado clave en la lucha contra el calentamiento global. No obstante, habrá que estar pendiente de su huella de carbono. Dado que el desarrollo de la IA está principalmente en manos de empresas estadounidenses y chinas, quizás deberíamos preguntarnos sobre su tributación en Europa. El pasado diciembre, la Unión Europea (UE) anunció la introducción de un mecanismo de ajuste del carbono en frontera para 2027, que supondrá que las importaciones de acero, cemento, fertilizantes, aluminio y electricidad estarán sujetas a la compra de certificados de emisión de carbono como si estos recursos se hubieran producido en la UE. Quizás deberíamos plantearnos añadir la IA a la lista para garantizar que estas nuevas tecnologías tengan un impacto energético "justo".



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

Mientras la economía estadounidense sigue resistiendo, Japón coge a los inversores desprevenidos y Europa podría sorprendernos todavía con un repunte del turismo este verano. Es indudable que China ha decepcionado en el segundo trimestre, pero el potencial de recuperación sigue siendo significativo.

JAPÓN: HACIA EL FINAL DE LA DEFLACIÓN

Japón ha sido objeto de un gran despliegue mediático muy positivo este mes y es cierto que parece que la situación es algo diferente. Actualmente en el 3,5% interanual, la inflación –punto débil estructural de Japón– se sitúa, desde hace nueve meses, por encima del objetivo del 2% del banco central. Lo mismo ocurre si excluimos los precios de los alimentos importados (3,4%). Resulta alentador observar que los salarios nominales empiezan a subir, pero con un 1% interanual, los consumidores siguen perdiendo poder adquisitivo, lo que pesa sobre el gasto (ventas minoristas: -1,2% intermensual). En este entorno, es probable que el Banco de Japón mantenga su política expansiva en 2023, lo que dará tiempo a la inflación para demostrar que su trayectoria es sostenible. Por el lado de la oferta, el sector manufacturero japonés resiste sorprendentemente bien en comparación con otros países desarrollados (el índice PMI de mayo fue de 50,6, frente al 43,2 de Alemania), mientras que los servicios se benefician de la reapertura post-pandemia nacional y china. A pesar de la ralentización mundial, la debilidad del yen ha favorecido las exportaciones, aunque se espera que el comercio se ralentice hacia finales de año. Nosotros hemos revisado ligeramente nuestra hipótesis de crecimiento del PIB de Japón, con un crecimiento más fuerte en 2023 que en 2024 (tabla 1, página 7).

ESTADOS UNIDOS: UNA DESACELERACIÓN NO ES UNA RECESIÓN

Una vez más, la economía estadounidense ha sorprendido por la resistencia de su mercado laboral (las ofertas de empleo siguen un 40% por encima

de los niveles anteriores a la pandemia) y del gasto de los consumidores (las ventas minoristas subieron un 0,3% en mayo, mientras que el mercado preveía una caída del 0,1%). Aunque la amenaza de una nueva restricción del crédito ha asustado a los inversores en cuanto al comportamiento de los consumidores, llevamos mucho tiempo destacando la resistencia de los consumidores estadounidenses, respaldada por la fortaleza de su mercado laboral, unos balances saneados y un exceso de ahorro. Sin embargo, observamos que el consumo empieza a debilitarse, ya que los tipos de interés de las tarjetas de crédito superan el 20% y la tasa de ahorro empieza a subir. Los consumidores lograron escapar de lo peor de las negociaciones sobre el techo de la deuda en junio, pero el fin de la moratoria sobre los préstamos estudiantiles frenará aún más su entusiasmo. Llegados a este punto, no vemos cómo la economía estadounidense puede evitar algún tipo de desaceleración en el segundo semestre. No obstante, será un fenómeno bienvenido, ya que es la única forma de mantener la inflación bajo control. El último dato del IPC fue alentador (4% interanual), entre otras cosas, porque los precios de la vivienda –el último factor importante que contribuye a la inflación– empiezan a tender a la baja (en variación mensual). Por último, la aparente recuperación del sector inmobiliario del país sigue siendo desequilibrada, ya que las limitaciones de la oferta siguen favoreciendo la construcción, aunque un repunte significativo del sector requiere una recuperación de la asequibilidad, ya sea por medio de una reducción de los tipos hipotecarios o de recortes significativos de los precios, aunque no prevemos ni el uno ni el otro en 2023.



Los salarios japoneses
SUBEN UN 1%
interanual en abril

ZONA EURO: DESINFLACIÓN A LA VISTA

La principal diferencia entre nuestras hipótesis macroeconómicas para EE. UU. y para la zona euro es el consumo privado. Los europeos no han gastado con tanta energía tras la pandemia, por lo que las tasas de ahorro siguen siendo elevadas en el Viejo Continente (14% en el primer trimestre de 2023). Sin embargo, seguimos convencidos de que Europa continuará beneficiándose de un sector servicios sólido durante el próximo verano, lo que podría incluso poner en peligro la reciente desaceleración de la inflación (del 7% al 6,1% interanual en mayo), sobre todo, porque persiste el riesgo de que los precios de los alimentos se vean afectados por las difíciles condiciones meteorológicas. Como dato alentador, los salarios han empezado a moderarse después de haber alcanzado niveles elevados (el índice de coste de la mano de obra pasó del 5,7% en el cuarto trimestre al 5% interanual en el primero) y la inflación de los bienes, antes impulsada por los precios de la energía, ha empezado a remitir. Esta última será el principal factor de descenso de los precios en los próximos meses, esperemos que lo suficiente para tranquilizar al Banco Central Europeo (BCE) y permitirle no ir más allá del tipo final del 4% que esperamos.

CHINA: LA RECUPERACIÓN NO HA TERMINADO

Concluimos la visión de conjunto de la macroeconomía mundial con nuestra principal convicción, China. La recuperación ha sido decepcionante en el segundo trimestre, con un retraso especialmente acusado de la producción industrial (3,5% interanual en mayo, tras el 5,6% de abril). Tal como se esperaba, la recuperación ha sido esencialmente interna y ha estado centrada en los servicios. En cierto modo, esta ha sido la parte más fácil, y los principales beneficiarios fueron los restaurantes y el turismo. La segunda parte de la recuperación, más general, llevará más tiempo de lo previsto por los inversores inicialmente. Para ello, es necesario que la confianza de los consumidores se recupere y que el sector inmobiliario se estabilice. En este sentido, los nuevos debates sobre las medidas de estímulo monetario y presupuestario destinadas a reactivar el empleo, principal punto débil de la recuperación china, son alentadores, al igual que la reciente estabilización de los precios inmobiliarios. Seguimos convencidos de que la recuperación china, aunque se haya ralentizado en el segundo trimestre, aún tiene un gran potencial, viendo la enorme cantidad de ahorro de los hogares que aún queda por desbloquear.

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%	5,5%	2,9%
China	5,6%	4,7%	1,3%	2,5%
Japón	1,3%	1,1%	2,7%	2,2%
India	6,0%	5,5%	6,0%	6,0%
Brasil	0,9%	1,2%	5,0%	5,0%
Mundo	2,5%	2,8%	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.

EN APARIENCIA, LA CALMA VUELVE A SER LA NORMA EN EL MERCADO DE RENTA FIJA



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija

Al tomarse el tiempo necesario para gestionar las carteras a medio plazo, los inversores en renta fija están recuperando visibilidad. Es muy probable que la Fed y el BCE estén llegando al final de sus programas de subidas de tipos. La retirada gradual de la liquidez inyectada en 2020 debería restablecer el equilibrio financiero anterior a la COVID-19.



LOS TIPOS DE INTERÉS BRITÁNICOS, en su NIVEL MÁXIMO

desde septiembre de 2022

BANCOS CENTRALES

Aún no puede darse por hecho que la inflación vuelva al objetivo del 2%, adoptado por los países desarrollados: Canadá, Australia y el Reino Unido siguen luchando contra una inflación subyacente superior a su objetivo utilizando el arma de los tipos a corto plazo. ¿Es un indicador adelantado de la situación que espera a EE. UU. y a la zona euro? No es esta nuestra hipótesis central, sobre todo, en la zona euro, donde la espiral precios-salarios no es tan intensa como en el Reino Unido. El Banco de Inglaterra no tiene más remedio que proseguir su endurecimiento monetario, con el objetivo de frenar el ímpetu del mercado laboral.

Las curvas de rendimientos siguen enviando señales contradictorias a los inversores en renta fija: a -97 puntos básicos (pb) en el momento de redactar este informe, la curva estadounidense a 2-10 años ha vuelto a los niveles de inversión alcanzados en marzo de 2023, antes de la crisis bancaria. No se veía un nivel así desde 1981. Aunque algunos miembros de la Fed expresan su deseo de mantener una curva invertida para anclar las expectativas de crecimiento e inflación a medio plazo, los inversores siguen previendo una recesión que tarda en materializarse, excepto en el sector manufacturero, donde la contracción perdura desde finales de 2022.

ACTIVOS NO COTIZADOS: IMPACTO DEL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

En todas las regiones geográficas se observa un endurecimiento de las condiciones crediticias. El mercado inmobiliario es el primero en verse afectado, de formas muy diferentes según el país, por ejemplo, el sector inmobiliario comercial en EE. UU., y el inmobiliario residencial en Suecia y Europa continental. En última instancia, el riesgo inmobiliario afecta a los inversores de activos no cotizados (bancos, aseguradoras y fondos de deuda inmobiliaria), y a los inversores en renta variable y renta fija del sector. Estos últimos ya han sufrido importantes caídas de precios desde finales de 2021 (gráfico 2, página 9), reflejo de la subida de las primas de riesgo. Las agencias de calificación empiezan a rebajar la nota de las empresas más débiles, que gestionan activamente su pasivo (ampliaciones de capital), reorganizan su cartera de activos (cesiones a precios razonables) y revisan su gobernanza (cambios en la dirección) para recuperar el favor de los inversores. Con su visión a largo plazo, este sector merece una atenta mirada: sin embargo, es necesaria una sólida capacidad analítica para evitar los escollos.

Otros segmentos de los mercados privados también están viéndose afectados por la subida de los tipos de interés y la disminución de los activos líquidos. Con un endeudamiento muy elevado, las empresas del segmento de los *leverage loans* (es decir, las que utilizan el efecto de apalancamiento mediante deuda) se enfrentan a un aumento exponencial de su gasto por intereses. En EE. UU., el mercado de deuda privada ha registrado 18 impagos desde principios de año, más que en 2021 y 2022 juntos. Es probable que esta tendencia continúe, debido a una combinación de tipos de financiación más elevados y la ralentización de las ventas o los beneficios.

DEUDA CORPORATIVA

La coincidencia de la caída de la volatilidad en los mercados de renta variable y de renta fija ha permitido a los mercados de crédito obtener mejores resultados últimamente. En una hipótesis estival sin grandes sobresaltos, los inversores están bien protegidos para mantener créditos emitidos por empresas de primer nivel, con buena calificación. La remuneración de los activos líquidos compite ahora con las primas de riesgo, incluida la renta variable. Sin embargo, el crédito a corto plazo presenta múltiples ventajas:

- Remuneración a lo largo del tiempo (entre 1 y 3 años);
- Protección contra una subida sostenida de los tipos de interés o las primas de riesgo (por ejemplo, el punto de equilibrio para un rendimiento actual del 5,10% en este segmento se sitúa en torno al 7,75% a un año vista);

- Asimetría favorable en comparación con el efectivo (los tipos a corto pueden bajar en un horizonte de 3 años) y la renta variable (se necesita una plusvalía para superar el rendimiento).

Ajustado a la volatilidad, la única forma relevante de comparar la rentabilidad de las clases de activos, el mercado de crédito supera a los demás mercados.

AMÉRICA LATINA

En términos de diversificación geográfica, el mercado latinoamericano ofrece una alternativa atractiva para las inversiones denominadas en dólares estadounidenses. Los ímpetus del crecimiento y la inflación son más previsibles que en Asia, y el riesgo geopolítico, no tanto. Las compañías nacionales se benefician del fuerte consumo local y, en un entorno de tensiones entre China y EE. UU., también del deseo de este país de integrar la producción industrial en el continente americano. Si tomamos Brasil como ejemplo, la moneda se aprecia frente al dólar, ayudada por un estancamiento del SELIC, el tipo del Banco Central de Brasil, desde el verano de 2022, aunque es cierto que a un nivel muy elevado del 13,65%.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DEL INMOBILIARIO, IBOXX, EUR



Fuentes: Iboxx, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LA IA: ¿UN NUEVO PARADIGMA PARA LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE?



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Los mercados de renta variable estadounidenses continuaron su ascenso, impulsados por las perspectivas de crecimiento de la IA y una Fed que mantuvo sin cambios su tipo de interés oficial por primera vez en 15 meses. El estallido de la temática de la IA generativa ha alterado la tradicional correlación entre los tipos a largo plazo y los valores de crecimiento, y ha devuelto el protagonismo al Nasdaq y a los valores tecnológicos.



El S&P 500 supera la simbólica barrera de los 4.200 PUNTOS

ESTADOS UNIDOS

Con el telón de fondo del resultado favorable de las negociaciones sobre el aumento del techo de la deuda estadounidense, el S&P 500 superó en junio la simbólica barrera de los 4.200 puntos, un nivel que el mercado ya había rozado varias veces desde principios de año. El mercado de renta variable estadounidense está beneficiándose, sobre todo, de la temática de la IA.

Las compañías a las que el mercado ya llama los “siete magníficos” representan casi el 85% del alza anual del Nasdaq 100. Todas estas grandes empresas tecnológicas estadounidenses son agentes clave y líderes de la IA. Así, en el propio mercado estadounidense observamos grandes divergencias: el Nasdaq 100 sube un 38% anual, mientras que el Russell 2000, el Dow Jones y el S&P 500, ponderados por igual, registran rentabilidades de entre el 3% y el 7%.

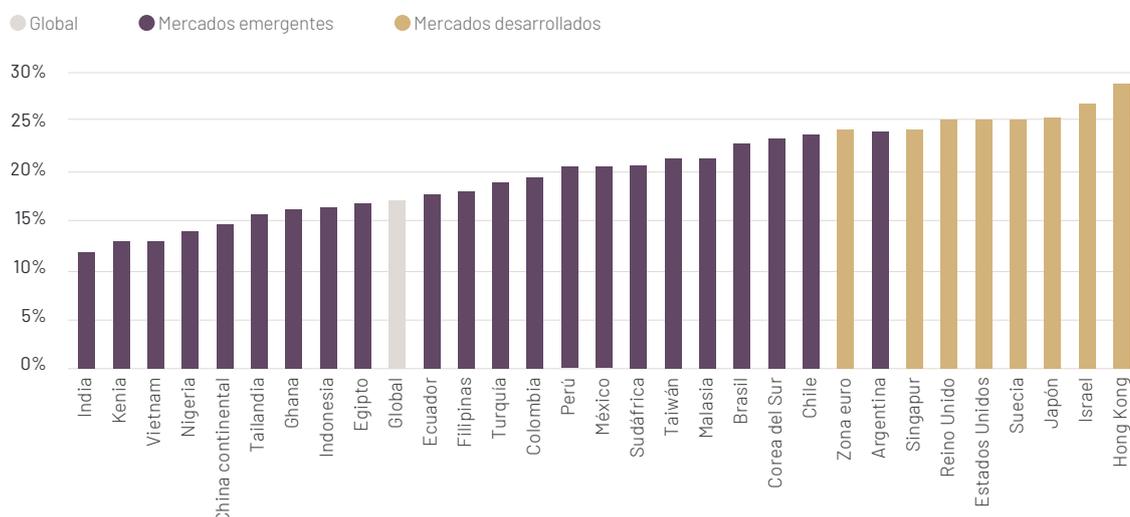
Por último, cabe señalar que, a pesar de un 2022 muy negativo para las grandes capitalizaciones tecnológicas estadounidenses, estas siguen siendo, con diferencia, las que más han contribuido a la rentabilidad del MSCI World en los últimos 10 años.

EUROPA

El mercado europeo de renta variable ha registrado recogidas de beneficios en las últimas semanas.

No obstante, nosotros mantenemos una opinión optimista sobre la renta variable europea. Los últimos datos publicados han mostrado una desaceleración de la inflación más rápida de lo previsto, debido en particular a que el precio del gas volvió a su nivel anterior a la guerra de Ucrania. Además, la recuperación china sigue beneficiando a los exportadores europeos. En consecuencia, el posicionamiento en la renta variable europea es actualmente débil, según los datos de las corrientes de capital acumuladas.

GRÁFICO 3: PORCENTAJE DEL EMPLEO EXPUESTO A LA AUTOMATIZACIÓN POR LA IA, %



Fuentes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

Asimismo, en Europa se han registrado las revisiones de los beneficios más importantes en el año anterior y la confianza respecto a los BPA (número de revisiones al alza frente a revisiones a la baja) sigue siendo tan buena en Europa como en EE. UU. En lo que respecta a los niveles de valoración, la renta variable europea sigue pareciendo interesante, tanto en términos históricos como en relativos (especialmente, en comparación con EE. UU.).

CHINA

En China, la fortaleza de la recuperación económica ha decepcionado a todos y las revisiones de los beneficios vuelven a orientarse a la baja. Sin embargo, mantenemos el optimismo a medio plazo, ya que las últimas cifras inferiores a las previstas deberían ir acompañadas de más estímulos y, en particular, de medidas de reactivación dirigidas a las industrias con problemas. Nuestra hipótesis sigue implicando una recuperación de la demanda de los consumidores. En términos más generales, China sigue ofreciendo una valoración atractiva, en un entorno de reapertura de su economía y de apoyo gradual de la política monetaria. Los riesgos geopolíticos también pesan en la percepción del mercado chino.

JAPÓN

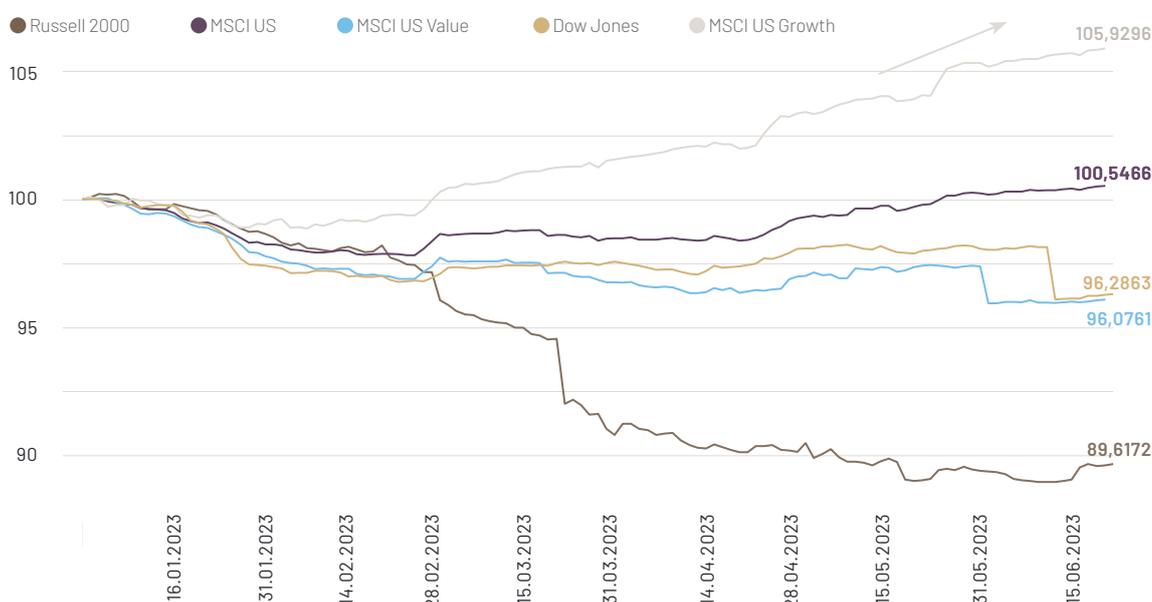
Japón podría ser otra alternativa para posicionarse en la reapertura de China. El retorno de la inflación tras años de deflación, el nuevo impulso del creci-

miento económico, las reformas estructurales en la Bolsa de Tokio en un mercado aún muy poco explotado... parece que los planetas se han alineado para el mercado japonés. Cuando se trata de mejorar la productividad mediante la IA, Japón podría ser uno de los principales beneficiarios potenciales (gráfico 3, página 10). El índice Nikkei acaba de volver a niveles que no se veían desde hacía tres décadas. Aunque el repunte ha sido impresionante y rápido, debe contrarrestarse con la fuerte caída del yen, lo que significa que el mercado sigue en niveles asequibles para los inversores extranjeros.

ESTILO DE INVERSIÓN

En cuanto al estilo, seguimos construyendo gradualmente nuestra exposición al crecimiento. La reciente subida de los tipos de interés a largo plazo, que tradicionalmente penaliza a los valores de crecimiento, no ha tenido el efecto previsto. Así, el estallido de la temática de la IA generativa ha alterado esta tradicional correlación y ha devuelto el protagonismo al Nasdaq y a los valores tecnológicos. Aunque la subida del índice ha sido impresionante, ha estado relativamente concentrada, por lo que queda una parte más estructural del mercado que aún podría revalorizarse, gracias sobre todo a la mejora del *momentum* de los beneficios (gráfico 4). Se espera que las temáticas de crecimiento más amplias sean capaces de tomar el relevo (nube, ciberseguridad, robótica, etc.).

GRÁFICO 4: GIRO DE LAS REVISIONES DE BENEFICIOS DE LA MAYORÍA DE LOS ÍNDICES ESTADOUNIDENSES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: El entusiasmo que rodea a la IA no es la única explicación del repunte de los mercados de renta variable estadounidenses de los últimos meses. Las revisiones de los beneficios del índice MSCI US Growth también son las más orientadas al alza.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Existe una fuerte correlación entre los diferenciales de los tipos de interés y el comportamiento del mercado de divisas. Es probable que el dólar pierda terreno con una Fed a la que le está costando convencer al mercado, mientras que el euro se beneficia de la percepción de un BCE más restrictivo. El yen espera un cambio en la política monetaria para obtener mejores resultados y el yuan chino podría verse afectado por un Banco Popular de China expansivo.

USD

Pérdida de impetu

El índice dólar (índice DXY) lleva perdiendo terreno desde principios de junio. En primer lugar, la resistencia de los datos macroeconómicos y la disminución del riesgo de crisis bancaria han avivado la propensión al riesgo de los inversores y, en consecuencia, han reducido la demanda del billete verde como valor refugio. Al mismo tiempo, la reaparición de una fuerte correlación entre la divergencia de política monetaria y la apreciación de las distintas monedas pesó sobre el dólar (gráfico 5). Este último perdió un 1,2% tras el último comité de la Fed, en el que el banco central decidió no subir los tipos de interés. La reunión también sembró el escepti-

cismo entre los inversores respecto a las dos nuevas subidas de tipos adicionales previstas antes de finales de año, según los *Dot Plots* (gráfico que representa las proyecciones relativas a la evolución de los tipos de interés).

EUR

Recuperación del retraso en el ciclo de endurecimiento

El euro se recuperó frente al dólar, con una subida del 1,6% desde la reunión del BCE de junio. La moneda única ha recibido el apoyo del banco central, que prosigue su ciclo de endurecimiento y mantiene un tono restrictivo, frente a una Fed menos convincente.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE LAS DIVISAS, 100 = 31.12.2022



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La reapertura de China y la ausencia de recesión en 2023 también deberían seguir repercutiendo de forma positiva en el euro. Por otra parte, están descontándose muchos factores positivos y los inversores ya están en posición de sobrecompra en el euro. Por lo tanto, seguimos siendo optimistas, pero prudentes, en el par EUR/USD y hemos rebajado nuestro objetivo a largo plazo a 1,07-1,11.



EL FRANCO SUIZO Y EL ORO

se benefician de su condición de VALORES REFUGIO

JPY

A la espera

La continuada postura expansiva del Banco de Japón ha impulsado al USD/JPY por encima de 140 y ha desencadenado nuevas declaraciones de los responsables políticos japoneses, por lo que no descartamos la posibilidad de una intervención en el mercado de divisas en los próximos meses. Así, aunque las presiones inflacionistas aún no están provocando todavía un cambio en la política monetaria, la tendencia podría invertirse a medida que el yen siga depreciándose. Por último, los inversores han reducido en gran medida sus posiciones largas en la divisa y la condición de valor refugio de la moneda japonesa debería ser un factor de apoyo. En caso de un cambio de política, el USD/JPY podría llegar a 130.

CNY

La expansión monetaria, motor de la debilidad

El USD/CNY sube ante una Fed relativamente mucho más restrictiva que el Banco Popular de China y unos datos chinos peores de lo esperado. No puede descartarse una subida a corto plazo del USD/CNY, especialmente, si los datos económicos chinos no cumplen las expectativas. Asimismo, el recorte de tipos del banco central chino lleva a presagiar una nueva ampliación de los diferenciales de rendimiento entre EE. UU. y China, lo que afectaría a la divisa. Preveamos un rango de negociación de 6,90-7,30 para el USD/CNY.

CHF

Entre valor refugio y un banco central restrictivo

El franco suizo debería seguir encontrando apoyo en su banco central, ya que la inflación continúa por encima del 2%. Es posible que haya intervenciones en el mercado de divisas e incluso que ya hayan ocurrido (aunque el Banco Nacional Suizo no lo ha confirmado oficialmente), ya que las reservas de divisas del banco central han caído de unos 900.000 millones de francos suizos en julio de 2022 a unos 700.000 millones en la actualidad. Además, la condición de valor refugio del franco suizo sigue siendo atractiva en un entorno marcado por numerosas incertidumbres. Aunque el potencial alcista adicional es limitado, seguimos siendo optimistas y preveamos un rango de 0,97-1,00 para el par EUR/CHF.

ORO

Todavía atractivo como cobertura contra la incertidumbre

El oro se aleja de sus máximos y pierde un 2% desde principios de mes, ya que el reajuste de la Fed y un dólar a niveles todavía elevados pesan sobre los precios. El acuerdo sobre el techo de la deuda disipó algunos temores del mercado y la demanda de los bancos centrales pasó a ser negativa en abril por primera vez en un año. Sin embargo, se trata más de un ímpetu local (el banco central turco ha sido el principal vendedor) que de un cambio de estrategia a largo plazo y la condición de valor refugio del metal amarillo se mantiene intacta, lo que debería permitirle seguir captando parte de la demanda de los inversores. Se espera que el oro continúe su evolución entre 1.900 y 2.000 dólares/onza.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** mantenemos nuestra hipótesis de un crecimiento mundial en 2023 impulsado en gran medida por los países emergentes (encabezados por China). Este año esperamos un crecimiento moderado en Europa (+0,5%), aunque este incluye divergencias económicas entre países. Al otro lado del Atlántico, la economía estadounidense es más resistente, lo que explica que la cifra de crecimiento de 2023 sea superior a la de la zona euro (+1,1%).
- **Inflación:** la desinflación está en marcha en las economías avanzadas, respaldada por importantes efectos de base en los precios de la energía y por la mejora de los problemas de abastecimiento del sector manufacturero. No obstante, el riesgo sigue orientado al alza.
- **Bancos centrales:** por lo tanto, es probable que la Fed suba los tipos 25 pb en su próxima reunión, antes de mantener los tipos a corto plazo en niveles elevados mientras la inflación subyacente siga una trayectoria ascendente. En la zona euro, el BCE seguirá subiendo los tipos (aún se esperan dos subidas) y también podría acelerar su endurecimiento cuantitativo en los próximos meses.
- **Beneficios:** las revisiones de beneficios resistieron bien, sobre todo, en Europa, donde las empresas pudieron mantener márgenes elevados al repercutir los aumentos de costes en sus precios de venta. Al otro lado del Atlántico, el ímpetu de las revisiones mejora, impulsado por las empresas tecnológicas, que se benefician de las perspectivas tan rentables que rodean a la IA.
- **Entorno de riesgo:** los factores de riesgo han disminuido en las últimas semanas (resolución del techo de deuda en EE. UU. y vuelta de las condiciones financieras a los niveles anteriores a Silicon Valley Bank). En este entorno, la volatilidad de la renta variable ha seguido cayendo y actúa como factor de apoyo para los activos de riesgo. Por el contrario, se espera que la volatilidad de la renta fija se mantenga en niveles elevados.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Renta variable

- Aunque reconocemos que el entorno actual es más propicio para los activos de riesgo, con la mejora de la confianza del mercado y el retorno gradual de las corrientes de capital a los mercados de renta variable en las últimas semanas, algunos indicadores técnicos aconsejan cierta prudencia a muy corto plazo. Sin embargo, seguimos atentos a toda oportunidad de redistribuir nuestros activos líquidos.
- Desde un punto de vista geográfico, mantenemos una opinión positiva sobre la renta variable europea, que sigue presentando una valoración interesante tanto en términos absolutos como relativos. Sin embargo, la resistencia de la actividad económica en EE. UU. y el auge de la Inteligencia Artificial nos llevan a adoptar una visión más optimista de los mercados de renta variable estadounidenses.
- En Asia, el cambio del entorno macroeconómico y financiero de Japón ha provocado un retorno de las corrientes de capital extranjero hacia los activos de riesgo. No obstante, la velocidad del repunte observado en la renta variable sigue invitando a la prudencia a corto plazo. De forma paralela, a pesar de la falta de apetito de los inversores extranjeros por la renta variable china, mantenemos sin cambios nuestra recomendación. La región podría beneficiarse de nuevas iniciativas de apoyo por parte del Gobierno, aunque las valoraciones del mercado nos parecen excesivamente reducidas.

Renta fija

- Mantenemos una opinión prudente con respecto a la deuda pública y preferimos una sensibilidad a los tipos de interés inferior en nuestras carteras.
- En términos de posicionamiento, continuamos priorizando la parte corta de la curva de rendimientos en la zona euro y EE. UU., que se benefician de un *carry* atractivo. Por el contrario, la deuda pública a más largo plazo sigue penalizada por una volatilidad elevada y la previsión de recuperación de la prima a plazo en los próximos trimestres.



Los factores
DE RIESGO HAN
DISMINUIDO

- En el segmento del crédito, la deuda corporativa de calidad a corto plazo sigue ofreciendo la mejor relación riesgo/remuneración. La valoración del mercado de alto rendimiento parece excesiva, sobre todo, teniendo en cuenta el nivel de los tipos de refinanciación de los emisores.
- Mantenemos el optimismo con respecto a la deuda de los mercados emergentes en moneda local, donde los fundamentales siguen siendo sólidos gracias a la buena gestión del ciclo inflacionista por parte de los bancos centrales emergentes.

Mercado de divisas

- La resistencia de la economía estadounidense y el excesivo optimismo de los mercados sobre posibles recortes de tipos por parte de la Fed nos han llevado a cambiar tácticamente nuestra opinión sobre el tipo de cambio EUR/USD. Tras la relajación de una serie de riesgos macroeconómicos y financieros, y un ciclo de endurecimiento más próximo a su fin en EE. UU. que en la zona euro, el tipo de cambio EUR/USD podría recuperar su ímpetu alcista en los próximos meses.
- Los inversores siguen rehuyendo el yen en estos momentos, ya que el Banco de Japón mantiene su política expansiva a pesar del aumento de la inflación. A corto plazo, sin embargo, los niveles alcanzados por la moneda japonesa podrían provocar una reacción de la institución financiera para frenar el ímpetu bajista. El retorno de las corrientes de compra en los mercados de renta variable japoneses también supone un factor de apoyo.
- El metal amarillo ha entrado en una fase de estabilización de precios, pero sigue siendo vulnerable a una subida de los tipos de interés reales a corto plazo. No obstante, seguimos siendo compradores de oro en momentos de corrección porque valoramos su papel como activo de cobertura en las carteras diversificadas.

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 22 JUNIO DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,79%	-2,28	-8,02
Francia 10A	3,02%	-7,60	-8,40
Alemania 10A	2,49%	-3,00	-7,40
España 10A	3,44%	-14,40	-20,50
Suiza 10A	1,03%	-5,50	-58,90
Japón 10A	0,37%	-5,00	-4,20

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	37,19	2,06%	7,14%
Deuda pública EUR	195,29	0,02%	1,36%
Deuda corporativa EUR (HY)	202,54	0,80%	4,66%
Deuda corporativa USD (HY)	309,11	1,36%	4,18%
Deuda pública EE, UU,	299,16	-0,09%	1,28%
Deuda corporativa emergente	43,43	1,57%	1,57%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9803	0,92%	-0,93%
GBP/USD	1,2748	3,47%	5,50%
USD/CHF	0,8948	-1,20%	-3,21%
EUR/USD	1,0956	2,15%	2,34%
USD/JPY	143,11	2,18%	9,14%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	12,91	-6,23	-8,76

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.381,89	5,56%	14,13%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.502,03	-0,91%	0,67%
STOXX Europe 600	454,70	-0,32%	7,02%
Topix	2.296,50	7,01%	21,40%
MSCI World	2.930,37	4,77%	12,59%
Shanghai SE Composite	3.924,24	0,35%	1,36%
MSCI Emerging Markets	1.001,14	3,85%	4,68%
MSCI Latam (América Latina)	2.469,07	8,70%	16,01%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	192,19	4,13%	0,11%
MSCI Asia Ex Japan	638,97	3,14%	3,19%
CAC 40 (Francia)	7.203,28	-0,36%	11,27%
DAX (Alemania)	15.988,16	1,23%	14,83%
MIB (Italia)	27.410,08	3,79%	15,62%
IBEX (España)	9.364,70	2,73%	13,80%
SMI (Suiza)	11.183,42	-1,25%	4,23%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.784,00	9,02%	-7,59%
Oro (USD/Onza)	1.914,01	-1,41%	4,93%
Crudo WTI (USD/Barril)	69,51	-3,23%	-13,39%
Plata (USD/Onza)	22,47	-1,40%	-6,54%
Cobre (USD/Tonelada)	8.574,00	7,68%	2,41%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,61	13,05%	-41,72%

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

MARZO DE 2023	ABRIL DE 2023	MAYO DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 22.06.2023
3,51%	1,46%	3,56%	8,70%	21,40%
3,29%	3,13%	0,25%	7,01%	16,01%
2,83%	1,92%	-1,25%	5,56%	14,13%
2,73%	2,69%	-1,41%	4,77%	12,59%
0,51%	1,59%	-1,90%	4,13%	7,02%
0,36%	-0,54%	-2,09%	3,85%	4,68%
0,04%	-1,34%	-3,19%	3,14%	3,19%
-0,46%	1,63%	-5,39%	0,35%	1,36%
-0,71%	3,48%	-5,72%	-0,32%	0,67%
-3,10%	-2,19%	-6,19%	-0,91%	0,11%

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 22.06.2023.

