



MONTHLY HOUSE VIEW

Octubre 2023

Finanzas sostenibles: un verano paradójico

• Índice

01• Editorial	P3
"RICITOS DE ORO"	
02• Focus	P4
FINANZAS SOSTENIBLES: UN VERANO PARADÓJICO	
03• Macroeconomía	P6
EN LA ENCRUCIJADA	
04• Renta fija	P8
EL ENSAYO SUELE SER EL RESULTADO DEL TRABAJO EN EQUIPO	
05• Renta variable	P10
¿UN ENTORNO DE TIPOS DE INTERÉS ELEVADOS DURANTE MUCHO TIEMPO?	
06• Divisas	P12
EQUILIBRIO DE FUERZAS	
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:

Espero que hayan pasado un verano estupendo, con la familia o los amigos, en busca del sol o del fresco, según la región, o lejos de las redes sociales, disfrutando del momento presente.

Ni muy caliente, ni muy fría: así podemos describir el estado de la economía estadounidense, una situación económica llamada de "goldilocks". El verano llegó con su momento de pausa y reflexión: ¿quién iba a decir hace un año que la Reserva Federal (Fed) iba a dirigir el aterrizaje de la economía estadounidense y evitar una recesión que ya era inevitable? Hay que reconocer que, desde principios de año, la economía estadounidense no ha dejado de sorprendernos. Como prueba de ello, las previsiones de crecimiento del PIB estadounidense para 2023 eran cercanas a cero a principios de año, pero ahora se sitúan en torno al 2%. Ya en el segundo trimestre, nosotros mismos empezamos a revisar al alza nuestras previsiones, sin caer en el pesimismo excesivo. "La recesión que no llega nunca" bien podría ser el superventas del próximo verano.

Al final, el verano fue (demasiado) cálido para los rendimientos largos estadounidenses. En el momento de escribir estas líneas, el rendimiento de los bonos a 10 años ha pasado del 3,7% al 4,3%, aunque el tipo real es el principal factor explicativo. La primera fase de subidas de tipos estuvo vinculada al endurecimiento de la política monetaria tras los choques inflacionistas. Sin embargo, este reciente incremento de los tipos reales se tradujo en la estabilización de las expectativas de inflación a partir de ese momento, en torno al 2,3% (punto de equilibrio a 10 años), mientras que los tipos nominales han seguido aumentando. La Fed ha recuperado la credibilidad en su lucha contra la inflación manteniendo el discurso de que los tipos seguirán altos durante más tiempo, y el mercado ha ido aplazando y revisando las primeras bajadas de tipos a medida que pasan los meses. Así, la primera explicación de la subida de los tipos a largo plazo estaría vinculada a la solidez de la economía estadounidense, lo que justificaría un tipo real más elevado. La segunda es el restablecimiento de la prima por plazo que exigían los inversores: en otras palabras, una tasa de rendimiento más elevada para compensar el riesgo de mantener bonos del Estado a largo plazo en comparación con los vencimientos cortos. La subasta (emisión del Tesoro estadounidense para financiar la deuda pública) se encuentra constantemente a la deriva:

la deuda nacional se acerca a los 32 billones de dólares, un 50% más en 5 años y 1,5 billones más desde el acuerdo alcanzado en junio sobre el techo de la deuda. Se requiere una mayor inversión para financiar los déficits relacionados con la guerra y la transición energética, y apoyar el consumo.

Por otra parte, los inversores que suelen comprar bonos para invertir sus dólares se apartan del billete verde. Algunos por motivos de diversificación, de cambio de política monetaria interna, y otros por razones políticas, es decir, para reducir su dependencia de EE. UU. Como en cualquier ecuación entre oferta y demanda, el quid de la cuestión será el punto de equilibrio.

Este aspecto es crucial para la gestión de carteras. En los últimos meses, la correlación entre los mercados de renta variable y de renta fija ha vuelto a ser positiva: la renta variable cae con el aumento de los tipos de interés (y, al mismo tiempo, los precios de la renta fija bajan). Un inversor que compre este año un bono estadounidense a 10 años tendrá una rentabilidad negativa. La rentabilidad de los fondos diversificados llamados "50-50" se resiente, al igual que los flujos de capitales: según Morningstar, a fin de junio, las salidas eran de 20.000 millones de euros, frente a unas entradas de 100.000 millones de euros en bonos (principalmente, con vencimientos cortos) y activos monetarios. Para un cliente privado, esta volatilidad de los tipos a largo plazo es insostenible. Sin embargo, un punto de equilibrio restauraría el interés por los bonos a largo y proporcionaría la diversificación necesaria en las carteras diversificadas y, por lo tanto, su atractivo.

En general, nuestra posición es casi neutra en duración, aunque seguimos prefiriendo el *carry* hasta cinco años. A principios de verano, empezamos a ser optimistas respecto a la renta variable y ahora mantenemos una postura positiva. Dentro de la renta variable, los valores relacionados con las energías renovables han tenido un verano difícil: la subida de los tipos de interés a largo está teniendo un gran impacto en los planes de inversión a largo plazo de estos proyectos, a lo que se une la inflación de los costes, los cambios normativos en EE. UU. y los problemas de impago de las acciones existentes. Les invito a leer el fascinante artículo sobre este tema, "Finanzas sostenibles: un verano paradójico", que aparece en este número, así como los comentarios de nuestros especialistas sobre las distintas clases de activos.

Buena lectura.



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy & Sustainability



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager

Las empresas vinculadas a las energías renovables han pasado un verano difícil y algunas de ellas han registrado pérdidas sustanciales. Aunque no parecen haberse beneficiado a corto plazo de un efecto de ganancia inesperada ligado a la concienciación tras un verano históricamente cálido, las iniciativas públicas siguen siendo sólidas y deberían proporcionar un apoyo significativo a largo plazo.



2023:
el verano
MÁS CALUROSO
jamás registrado

El verano de 2023 puede haber marcado un punto de inflexión en la concienciación sobre el calentamiento global, debido a la acumulación de los llamados “fenómenos meteorológicos excepcionales”. Canadá ha sido asolado por los incendios, que han emitido más CO₂ que Japón durante todo un año. Europa sufrió alertas por olas de calor a mediados de septiembre, algo inédito. Además, de forma más general, el periodo junio-julio-agosto fue el más caluroso jamás registrado, con una media de 16,77 °C.

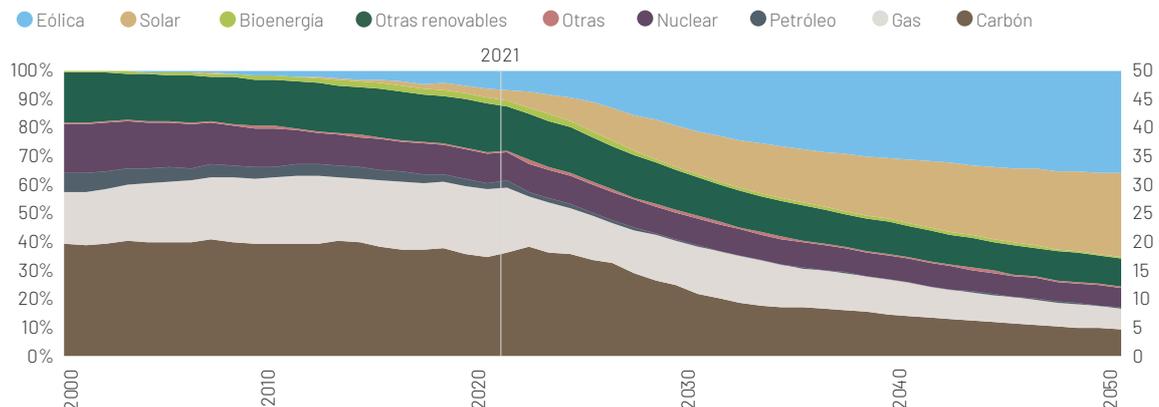
Resulta paradójico que, al mismo tiempo, muchas empresas especializadas en las energías renovables hayan visto caer su cotización bursátil tanto como han subido las temperaturas. Por ejemplo, el índice Solactive European Renewable perdió un 10% durante los meses de verano, mientras que el índice general STOXX 600 prácticamente no varió. ¿Por qué las empresas vinculadas a las energías renovables no son las grandes beneficiadas en lo que respecta al calentamiento global?

Orsted y Siemens Energy ilustran bien los problemas del sector y la crisis de confianza que este está sufriendo.

En primer lugar, estas empresas son jóvenes y se enfrentan a una crisis de crecimiento marcada por una calidad y un nivel de exigencia que no ha estado a la altura. Siemens Energy vio desplomarse su capitalización bursátil en más de 7.000 millones de euros a finales de junio, después de anunciar una provisión adicional de 1.300 millones de euros en su división eólica derivada de la compra de Gamesa. La calidad de algunas turbinas, sobre todo, las fabricadas en la nueva plataforma de montaje, está en entredicho. Teniendo en cuenta que podría afectar a 63.000 turbinas, el problema es considerable.

Otro obstáculo es el cuestionamiento del modelo de negocio del sector de las energías renovables. A finales de agosto, le tocó al líder danés de energías renovables Orsted perder casi una cuarta parte de su valor en un solo día debido a tres factores: los continuos problemas de la cadena de suministro tras la crisis de la COVID, el aumento del coste de la deuda como consecuencia de la subida de los tipos de interés y las ayudas públicas, como los créditos fiscales, que no cumplieron las expectativas ni de los inversores ni de la dirección de Orsted.

GRÁFICO 1: GENERACIÓN DE ELECTRICIDAD POR TECNOLOGÍA, %



Nota: representa el porcentaje de generación de electricidad por tecnología en la situación de «cero neto» del BNEF, una senda hacia las emisiones netas cero antes de 2050. Incluye la generación de electricidad para la producción de hidrógeno. «Otras» incluye la energía geotérmica y la bioenergía. Fuentes: BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

¿CÓMO PODEMOS ALCANZAR EL OBJETIVO CERO NETO?

Aunque el sector de la energía eólica se enfrenta actualmente a grandes desafíos, no deja de ser un eslabón muy importante en la transición energética, por lo que la inversión debería continuar a gran escala. Según Bloomberg, las energías renovables, encabezadas por la solar y la eólica, deberán representar más del 75% de la producción mundial de electricidad para poder alcanzar el objetivo "cero neto" (gráfico 1, página 4).



Pedidos de AERO-GENERADORES POR VALOR DE 40.000 MILLONES DE DÓLARES en el primer semestre de 2023

ENERGÍAS RENOVABLES, UN DESAFÍO GEOPOLÍTICO

Además, la transición energética sigue siendo un desafío geopolítico. Detrás de los comentarios oficiales, más bien tímidos, de las últimas reuniones del G20 y la COP 27, las grandes potencias compiten por dominar el sector de las energías renovables. Según un informe de la consultora Wood Mackenzie, los pedidos de aerogeneradores superaron los 40.000 millones de dólares en el primer semestre de 2023, lo que supone un aumento del 12%. Aunque China sigue siendo el mayor comprador, EE. UU. ha visto cuadruplicarse sus compras gracias a la Ley de Reducción de la Inflación (IRA) aprobada el año pasado por iniciativa de la Administración Biden.

Europa tomó la iniciativa gracias al Pacto Verde, cuyo objetivo era reactivar la economía y hacerla más ecológica en 2020. Sin embargo, el mecanismo del Pacto Verde para Europa es engorroso y está basado en la financiación, mientras que la IRA favorece las ayudas fiscales directas en forma de créditos fiscales.

La Unión Europea (UE) respondió a la IRA presentando en enero de este año la Ley de Industria Cero Neto (NZIA). El objetivo de esta nueva iniciativa es reforzar la capacidad europea de fabricación de tecnologías "neto cero". Como muestra el gráfico 2, abarca una gama muy amplia de tecnologías, más allá de las energías renovables, e incluye las baterías, los electrolizadores y el biogás.

Así, tanto la IRA como la NZIA se centran en diversas tecnologías para combatir el calentamiento global por medio de diferentes aspectos. Lo mismo ocurre con las energías renovables: es necesario diversificar la cartera invirtiendo en varios subsectores, ya sea la energía eólica, las baterías, el hidrógeno o las redes eléctricas.

Cabe recordar que, a principios del siglo XX, los coches eléctricos representaban casi un tercio de un mercado automovilístico ciertamente incipiente, y que el "Jamais Contente" fue el primer automóvil en alcanzar los 100 km/h en 1899.

A partir de entonces, se impusieron los motores de explosión, sobre todo, gracias a la abundancia de petróleo y su bajo coste. Hoy en día, los vehículos eléctricos siguen ofreciendo prestaciones de vanguardia y las energías renovables disponibles el año pasado costaron menos que la electricidad generada con combustibles fósiles, según la Agencia Internacional de Energías Renovables (IRENA).

Por desgracia, el cambio climático se está convirtiendo en una realidad día a día y las energías renovables forman parte de la solución, a pesar del bache que han sufrido este verano, y probablemente representarán un formidable motor de crecimiento en los próximos diez años.

GRÁFICO 2: INDUSTRIA CERO NETO



Energía solar fotovoltaica y solar térmica



Electrolizadores y pilas de combustible



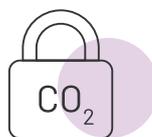
Energía eólica terrestre y energías renovables marinas



Biogás/biometano sostenible



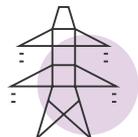
Baterías y almacenamiento



Captura y almacenamiento de carbono



Bombas de calor y geotermia



Tecnologías de red

Fuentes: Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Los cambios realizados en nuestra hipótesis posveraniega ponen de relieve la divergencia existente, en los últimos meses, entre una economía estadounidense resistente que coquetea con la posibilidad de un aterrizaje suave, y una economía china cuya atonía ha justificado la aplicación de numerosas medidas por parte de las autoridades. En Europa, el horizonte se ha ensombrecido un poco durante el verano, aunque no esperamos ninguna contracción en la zona euro.



EL SECTOR
INMOBILIARIO
representa
indirectamente
MÁS DEL 20%
DEL PIB CHINO

CHINA: TODAS LAS MIRADAS PUESTAS EN EL SECTOR INMOBILIARIO

Tras varios meses de datos macroeconómicos decepcionantes, el verano ha sido activo en el gigante asiático, ya que las autoridades chinas han intensificado las medidas fiscales, cuasifiscales y monetarias. ¿El objetivo? Reactivar una economía que se enfrenta a varios desafíos: una recuperación moderada, una inflación cercana a cero, una tendencia a la baja en la creación de crédito, incertidumbres crecientes en torno a la situación financiera de algunos promotores inmobiliarios chinos y la ralentización económica mundial, poco favorable para las exportaciones chinas. En nuestra opinión, estas medidas van por el buen camino, pero por el momento siguen siendo insuficientes para estabilizar un sector inmobiliario que se contrae bruscamente y lastra la confianza en la economía china.

Entre las buenas noticias, los datos de agosto mostraron los primeros signos de estabilización; las ventas minoristas y la producción industrial se aceleraron y superaron las expectativas, mientras que las exportaciones se contrajeron en

menor medida, al beneficiarse del fin gradual del ciclo de reducción de existencias a escala mundial y de unos efectos de base más favorables. Sin embargo, el sector inmobiliario ha seguido lastrando la inversión, mientras continúa la contracción de las ventas de vivienda nueva y no aparecen signos de estabilización de los precios de la vivienda en las ciudades de nivel 3 y 4, a diferencia de lo que ocurre en las ciudades más grandes. El sector inmobiliario representa indirectamente más del 20% del PIB en el país: antes de la pandemia constituía el 60% del patrimonio de los hogares el Estado obtiene de él casi el 30% de sus ingresos fiscales gracias a los impuestos sobre las transacciones inmobiliarias y la venta de terrenos. Por lo tanto, creemos que es crucial que las autoridades pongan en marcha los recursos necesarios para estabilizar el sector. En este entorno de confianza de capa caída y debilitamiento del consumo, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento y de inflación en China para 2023 y 2024, y preveemos que el crecimiento de este año se situará ligeramente por encima del objetivo del 5% fijado por el Gobierno chino el pasado mes de marzo (tabla 1).

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



ESTADOS UNIDOS: RESISTENCIA A PRUEBA DE VIENTOS DESFAVORABLES

La situación es muy diferente en EE. UU. La economía estadounidense sigue resistiendo y se mantiene a flote gracias al excedente de ahorro acumulado, que ha seguido favoreciendo el consumo, y a las políticas de apoyo a la inversión de los últimos meses. Al mismo tiempo, las tensiones en el mercado laboral estadounidense (a principios de año, la demanda de mano de obra por parte de las empresas era dos veces superior a la oferta de trabajadores) siguen atenuándose, y el número de ofertas de empleo desciende gradualmente, mientras que las pérdidas de puestos de trabajo se mantienen contenidas (las nuevas solicitudes de empleo siguen muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia). Esta dinámica positiva alimentó durante el verano las expectativas de un aterrizaje suave de la economía estadounidense, especialmente cuando la inflación se desaceleró hasta el 3% en julio, para después repuntar ligeramente debido a los efectos de base en la energía. Sin embargo, seguimos pensando que el consumo debería contraerse ligeramente hacia finales de año, penalizado por la evaporación del excedente de ahorro (la Fed de San Francisco estima que se habrá gastado totalmente a finales del tercer trimestre), un entorno de tipos de interés elevados (ya que los hogares estadounidenses recurren cada vez más a las tarjetas de crédito) y la reanudación del pago de las deudas de los estudiantes a partir de octubre.

No obstante, no creemos que el consumo vaya a desplomarse. El mercado laboral sigue resistiendo, el poder adquisitivo debería verse sustentado por la desinflación, aunque esta sea sinuosa

(la inflación debería repuntar ligeramente a finales de año por el componente energético), mientras que los hogares se encuentran en una posición financiera saneada, gracias, en particular, a los efectos positivos sobre la riqueza desde la pandemia, ya sea por medio del sector inmobiliario, los mercados de renta variable o un ahorro muy bien remunerado.

ZONA EURO: RIESGOS A LA VISTA, PERO SIN CONTRACCIÓN

En el Viejo Continente, la dinámica de crecimiento ha sido algo desigual este verano y la ralentización observada en el sector manufacturero se ha extendido ahora al sector servicios, aunque la contracción es más pronunciada en Alemania y Francia que en los países del sur de Europa. La recuperación del consumo en Europa nos parece más moderada de lo previsto, la confianza de los consumidores sigue deteriorándose y creemos que los salarios reales deberían tardar algo más en repuntar, ya que los salarios nominales han mostrado signos de desaceleración en los últimos meses. En este contexto, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2024, aunque mantenemos la hipótesis de crecimiento moderado y gradual en la zona euro. En los próximos meses, el consumo europeo debería verse favorecido por la desinflación en curso (impulsada, en particular, por la ralentización de los componentes de alimentación y servicios) y por la solidez del mercado laboral. En 2024, la zona euro también debería verse favorecida por la estabilización del ciclo manufacturero y el menor impacto de la política monetaria sobre la economía.

EL ENSAYO SUELE SER EL RESULTADO DEL TRABAJO EN EQUIPO



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija

Existe una diferencia básica entre los gestores de fondos de tipo abierto o multiestrategia, y los gestores de vencimientos: a los primeros aún les queda un trimestre de rentabilidad y riesgo después de un año que está llegando al nivel de 2022 dignamente. Para estos últimos, cada punto básico de subida de los tipos es una oportunidad de materializar el rendimiento para sus clientes.

BANCOS CENTRALES

Es indudable que la década de 2020 está tomando un rumbo diferente al de los últimos 15 años. Tras la reestructuración forzosa de su deuda a principios de 2010 y un largo camino económico hacia los estándares europeos, Moody's subió la calificación crediticia de Grecia en septiembre, en marcado contraste con la rebaja de la calificación de EE. UU. en agosto, donde la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) prevé un ratio deuda/PIB del 195% para 2053¹. Estos niveles plantean la cuestión de la sostenibilidad de la deuda, excepto en el caso de Japón, a modo de contraejemplo.

La carga de la deuda, indicador del coste anual pagado a los inversores, alcanzará los 1,429 billones de dólares, el 3,6% del PIB, en 2033, según la CBO.

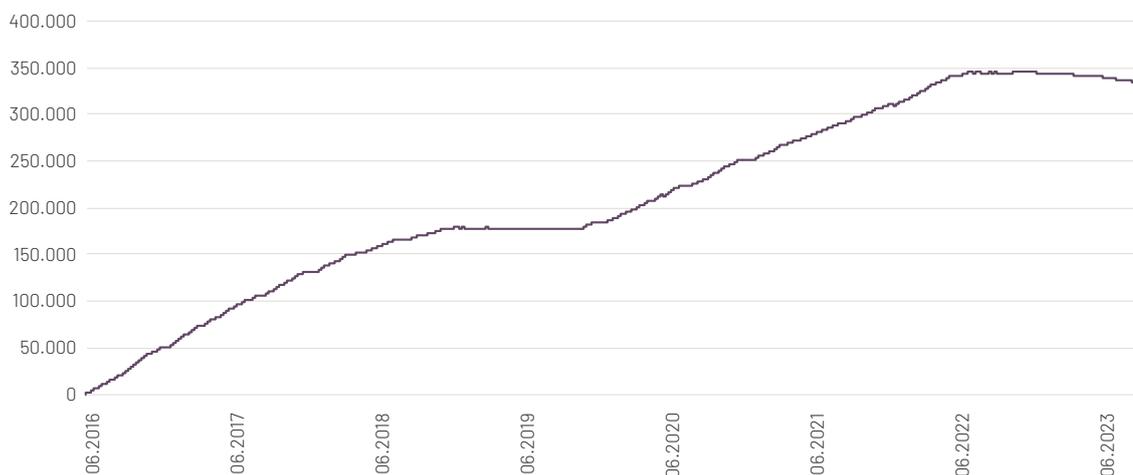
Como consecuencia, esta trayectoria está lastrando los rendimientos a largo plazo. En Estados Unidos, está volviendo a restablecerse la prima por plazo. Los tipos de interés nominales y reales están subiendo por diversos motivos: la demanda de los hogares se ha visto impulsada desde la COVID-19 por los estímulos presupuestarios, la inflación se mantiene en un nivel elevado y el Tesoro estadounidense está empezando a endeudarse de nuevo a largo plazo. Todos estos ingredientes están llevando al alza los tipos a largo plazo, mientras que los tipos a corto permanecen anclados gracias al *statu quo* de la Fed.

En Europa, la recesión se extiende sigilosamente: el crecimiento ronda el 0, pero la caída de la inflación no basta para devolver el poder adquisitivo a unos consumidores ya privados de apoyo presupuestario. Además, el mercado de promoción inmobiliaria ya está enviando señales de un gran deterioro.



SUBIDA DE LA CALIFICACIÓN de Grecia hasta la frontera del *investment grade*

GRÁFICO 3: BCE, PROGRAMA DE COMPRAS DE DEUDA CORPORATIVA, MILLONES DE EUROS



Fuentes: Bloomberg, BCE, Indosuez Wealth Management.

1- <https://www.cbo.gov/publication/58946>

La subida de tipos del Banco Central Europeo (BCE) del 14 de septiembre fue, sin duda, la última de este ciclo, además de una primicia histórica: desde la creación del banco central común, el tipo de depósito, en el 4%, nunca había sido tan elevado. Los tipos europeos a largo plazo también se resienten por el restablecimiento de la prima por plazo, la convergencia de los tipos reales en cifras positivas y las necesidades de financiación de los Estados. El BCE retirará gradualmente la liquidez inyectada durante los programas de compra de activos aplicados desde 2015. Esta medida será muy progresiva y llevará a una subida de los tipos de interés a largo plazo al modificar las expectativas de los inversores, lo que repercutirá negativamente en los precios de los bonos (gráfico 3, página 8).

DEUDA CORPORATIVA

Para los inversores, unos tipos reales positivos significan que por fin se les remunera por encima de la inflación (esperada). Este razonamiento va adquiriendo cada vez más sentido cuanto más comparamos las clases de activos. En el caso de la renta fija, el indicador de referencia suele ser el rendimiento de la deuda pública, para la que no existe riesgo de crédito (en principio). Al añadir la prima de riesgo de crédito, los rendimientos de la renta fija son ahora especialmente atractivos, en particular, si se comparan con la rentabilidad por dividendo de los mercados de renta variable estadounidenses (gráfico 4). Solo sobre esta base, la renta variable debería obtener un rendimiento

superior al 4% anual (después de comisiones) para alcanzar el rendimiento de la renta fija. Otro factor positivo para los mercados de renta fija es el punto de equilibrio a un año, que representa el nivel al que la tasa de rendimiento de un bono debe aumentar para que la inversión empiece a perder dinero. Según nuestros cálculos basados en los datos disponibles en Bloomberg a mediados de septiembre, el punto de equilibrio de una inversión en euros con un horizonte hasta 2026 es del 6,6%, frente a una tasa de rendimiento actual del 4,3% (es decir, una protección de más de 200 puntos básicos). Esta remuneración proporciona un colchón de seguridad considerable en comparación con otras clases de activos.

En sus previsiones para los próximos meses, los gestores de Indosuez tienen en cuenta la subida de los tipos de interés y priorizan los vencimientos cortos (a 2 años) para beneficiarse del *carry* en la deuda pública. Los tipos largos siguen infraponderados en el entorno de presión alcista descrito anteriormente. En los mercados de crédito, las valoraciones, medidas por las primas de riesgo, no son atractivas, sobre todo en el sector del alto rendimiento. Por otra parte, el rendimiento global nos permite esperar un rendimiento ajustado a la volatilidad superior al de otras clases de activos. Por último, el mercado asiático no ha completado todavía su larga corrección y los inversores mundiales se mantienen todavía al margen, por lo que los gestores locales de Indosuez aún actúan con prudencia.

GRÁFICO 4: RENTABILIDAD POR DIVIDENDO EN EL S&P 500 Y RENDIMIENTO DE LA DEUDA CORPORATIVA ESTADOUNIDENSE, %



Nota: rentabilidad por dividendo del S&P frente al rendimiento de la deuda corporativa estadounidense.

Fuentes: Bloomberg, índices Bloomberg Barclays, Indosuez Wealth Management.

¿UN ENTORNO DE TIPOS DE INTERÉS ELEVADOS DURANTE MUCHO TIEMPO?



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Los rendimientos a largo plazo siguen aumentando y ya han llegado a sus niveles máximos desde 2008 (en el bono estadounidense a 10 años).

Esto no ha mermado la propensión al riesgo de los inversores, en particular, en los valores estadounidenses de crecimiento, que siguen a la cabeza. Esta evolución se ve respaldada por la mejora de las revisiones de beneficios también en EE. UU. En Europa y Asia, los resultados y las revisiones son más dispares.

EUROPA

Desde principios de agosto, el comportamiento sectorial de la renta variable europea ha sido muy heterogéneo: peor comportamiento de los valores del consumo discrecional (en particular, los bienes de lujo) y los tecnológicos, y mayores subidas en los energéticos.

Los últimos datos macroeconómicos de Europa son mediocres: a pesar de una ligera desaceleración de la tasa de inflación en agosto, la reciente subida del precio del petróleo podría lastrar a los consumidores europeos en los próximos meses, y el BCE ha revisado recientemente a la baja sus previsiones de crecimiento de 2023 y 2024 para la zona euro.

Sin embargo, en términos de valoración, la renta variable europea sigue siendo atractiva y continúa cotizando con un descuento récord respecto a la estadounidense.

ESTADOS UNIDOS

Tras un primer semestre especialmente alcista, el mercado de renta variable estadounidense oscila ahora dentro de un rango lateral. El S&P 500 y/o el Nasdaq ya no son capaces de alcanzar nuevos máximos. Esta configuración se ajusta bastante bien al estándar histórico, en el que el verano suele ser bastante débil. Una vez superada la última temporada de presentación de resultados empresariales, los inversores se centran en los datos macroeconómicos y las perspectivas de la política monetaria del banco central estadounidense. La valoración del mercado no se apoya en los datos históricos ni en los tipos, que están alcanzando máximos. Es indudable que los inversores esperan el inicio de la temporada de resultados del tercer trimestre, a mediados de octubre, para reanudar sus posiciones.



BCE:
previsiones de
**CRECIMIENTO
A LA BAJA**
para 2023 y 2024

MERCADOS EMERGENTES

Por el momento, la incertidumbre y la volatilidad siguen siendo elevadas en los mercados bursátiles asiáticos. Persisten el pesimismo y el clima negativo hacia China. Las recientes corrientes de entrada a los mercados bursátiles chinos, unidas a unas políticas monetarias y fiscales expansivas, no han bastado para romper la tendencia bajista de los mercados de renta variable. Cabe recordar que las inquietudes estructurales siguen siendo importantes: la desconfianza del sector privado, la insuficiencia de la demanda interna y las persistentes tensiones en el sector inmobiliario siguen alimentando los temores de los inversores extranjeros. Sin embargo, las autoridades chinas han acelerado recientemente el ritmo de las medidas de estímulo (expansión monetaria y apoyo al sector inmobiliario, en particular) y los fundamentales de algunas empresas chinas son atractivos, tanto en términos de beneficios previstos como de valoraciones. Nosotros preferimos también ciertas empresas coreanas y taiwanesas (principalmente, de las cadenas de suministro de la tecnología relacionada con la Inteligencia Artificial (IA)).

ESTILO DE INVERSIÓN

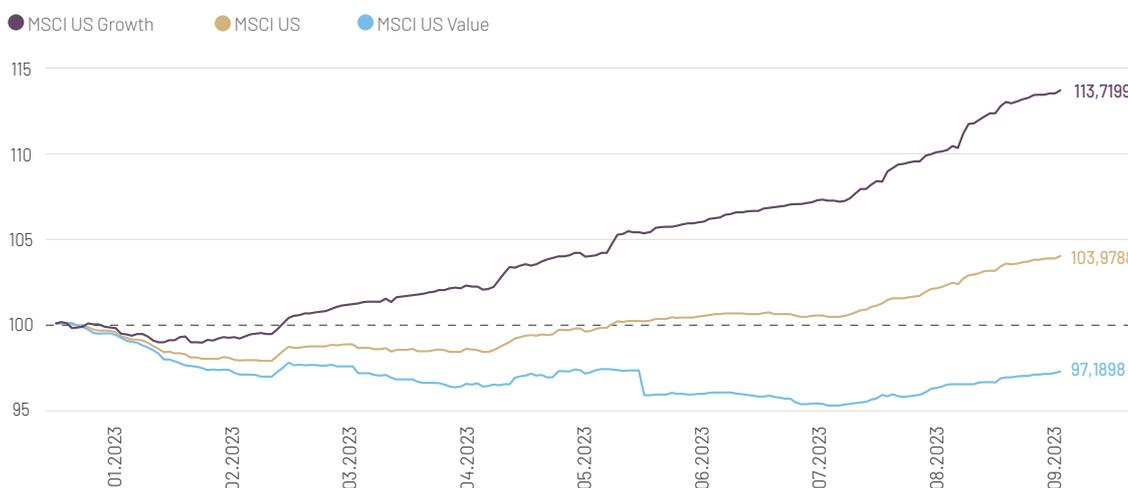
El mes pasado se caracterizó por una marcada divergencia en materia de rentabilidad entre los estilos de inversión tanto en EE. UU. como en Europa. En EE. UU., el crecimiento sigue a la cabeza, una tendencia confirmada por la aceleración de las revisiones de beneficios (gráfico 5).

En Europa, el estilo Crecimiento se mantuvo estable, debido principalmente a las dificultades a las que se enfrenta el sector de artículos de lujo y a una exposición menos pronunciada a la IA por parte de las empresas de la UE. Por el contrario, en EE. UU., el estilo *Value* se mantuvo estable, mientras que en Europa obtuvo mejores resultados, con una tendencia de nuevo más alcista. El motivo se encuentra principalmente en la elevada ponderación de los sectores bancario y energético en el índice europeo.

En consecuencia, mantenemos una actitud positiva respecto al crecimiento, especialmente en EE. UU. Los valores estadounidenses de Crecimiento siguen atrayendo a los inversores que buscan agentes clave de la IA en un entorno en el que las perspectivas macroeconómicas mantienen su solidez.

En Europa, el estilo *Value* se benefició del repunte de los tipos de interés a largo plazo. Las acciones *Value* también resultan muy interesantes por su valoración, tanto en términos absolutos como en relación con otros estilos. Sin embargo, seguimos siendo más prudentes en la parte cíclica del segmento, que tradicionalmente tiende a arrojar resultados inferiores cuando la inflación se normaliza. Por el contrario, algunos segmentos *Value* conservan su atractivo, en particular, los bancos y la energía, que se ven favorecidos por el repunte de los precios del petróleo.

GRÁFICO 5: REVISIONES DE BENEFICIOS EN EE. UU.



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

El entorno sigue siendo favorable al dólar estadounidense, aunque creemos que ya se han descontado muchos factores positivos y que las perspectivas para el par EUR/USD son ahora más equilibradas. En cuanto al franco suizo, los fundamentales ya no son tan favorables. El metal amarillo sigue atrapado entre la subida de los tipos reales y las compras de los bancos centrales.

USD

Un entorno favorable, pero con nubarrones en el horizonte

El dólar sigue reinando en los mercados de divisas (+2% este mes sobre la base del índice DXY, gráfico 6) y su ventaja en términos de diferenciales de crecimiento y tasas de rentabilidad, así como la demanda de activos refugio del alto rendimiento, podrían seguir sirviendo de apoyo a la moneda. Por otra parte, parece que muchos factores positivos ya se han tenido en cuenta en el precio del billete verde, y empiezan a formarse algunos nubarrones en el horizonte. A corto plazo, aumenta el riesgo de un "shutdown" del Gobierno estadounidense y observamos que, históricamente, el dólar ha tendido a perder terreno en estas situaciones. A más largo plazo, el final del ciclo de endurecimiento de la Fed debería pesar sobre el dólar. Por lo tanto, aunque creemos que su potencial alcista es limitado, adoptamos una postura menos negativa al respecto.



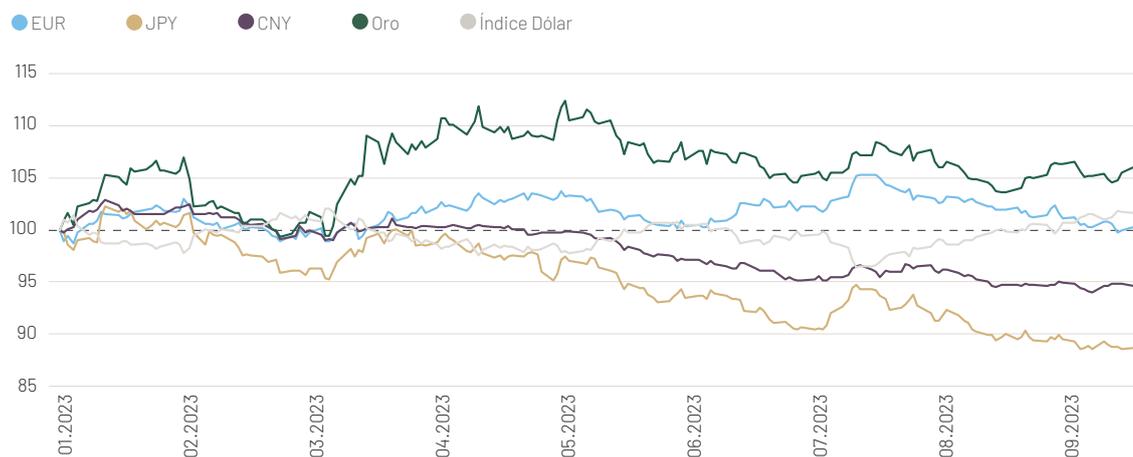
Las perspectivas para el EUR/USD nos parecen **MÁS EQUILIBRADAS**

EUR

Pesimismo ya incorporado

Los sólidos datos estadounidenses y la preocupación por las perspectivas de crecimiento de la zona euro pesaron sobre la moneda única, ya que los flujos que sustentaron al euro en 2023, gracias, sobre todo, a la mejora de la balanza comercial, empezaron a atenuarse. Por el contrario, los datos de posicionamiento nos muestran que el euro lleva sobreviviendo desde principios de mes, y observamos asimismo que muchos factores negativos, en particular, del ámbito macroeconómico, ya están descontados en el precio del euro. Por lo tanto, las perspectivas del EUR/USD parecen más equilibradas y esperamos que la divisa cotice entre 1,06 y 1,09 a medio plazo.

GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN DE LAS DIVISAS 100 = 31.12.2022, USD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

CHF

Fundamentales menos favorables

El franco suizo sigue encabezando la clasificación de divisas del G10 en el último año. Este último se ha beneficiado del respaldo de su banco central mediante una intervención directa en el mercado de divisas y la adopción de un tono restrictivo en su política monetaria. Sin embargo, cabe mencionar que es probable que los fundamentales ya no ofrezcan tanto apoyo. La inflación se encuentra dentro del rango objetivo del banco central y los mercados esperan que el ciclo de endurecimiento esté llegando a su fin. Además, la divisa podría verse afectada por su desventaja en términos de *carry* y nada indica que el Banco Nacional Suizo (BNS) vaya a seguir actuando en el mercado de divisas. Por lo tanto, adoptamos una postura más neutra con respecto al franco suizo y prevemos una cotización del USD/CHF en torno a 0,90 y del EUR/CHF entre 0,95 y 0,97.

JPY

¿Intervención a la vista?

El yen sigue sufriendo las consecuencias de la política monetaria japonesa, a contracorriente del resto de las principales economías desarrolladas. Con el par USD/JPY en 147, el nivel de preocupación de los responsables políticos va en aumento, así como la probabilidad de una intervención de las autoridades en el mercado de divisas, que creemos podría producirse en torno a 150 (gráfico 7), lo que favorecería al yen a corto plazo. Sin embargo, una apreciación duradera del yen requeriría de cambios en el entorno actual (como una pausa en la política de la Fed o una normalización de la política del Banco de Japón), y así el par USD/JPY podría situarse entre 138 y 140.

CNY

El Gobierno entra en juego

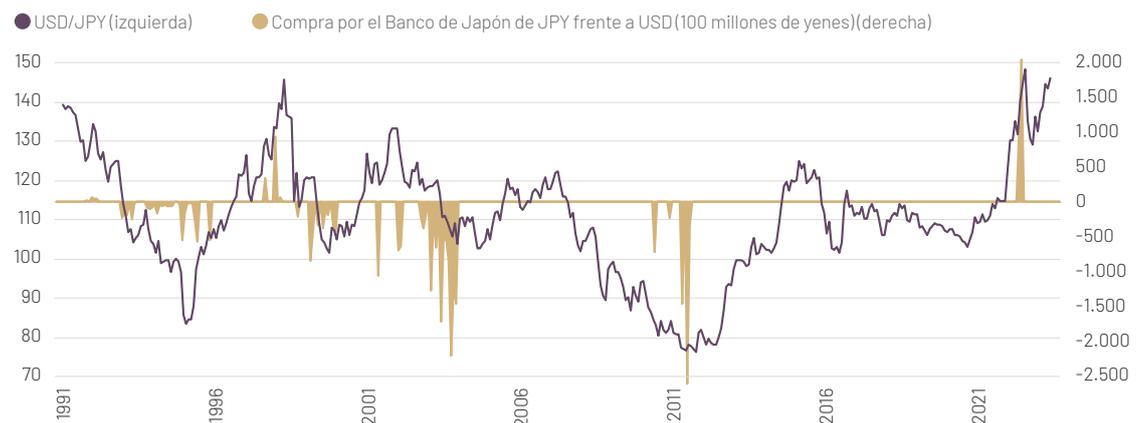
El entorno actual no es muy propicio para la moneda china, ya que la débil dinámica macroeconómica unida a la divergencia de tipos entre China y EE. UU. ha llevado al par USD/CNY a su máximo desde 2016. Sin embargo, mantenemos una postura neutra sobre la divisa, ya que el Banco Popular de China ha intensificado sus esfuerzos para frenar el ritmo de depreciación del yuan y los bancos estatales han declarado que han vendido dólares estadounidenses a 7,30. Por lo tanto, esperamos que el USD/CNY continúe cotizando dentro de su rango actual, entre 7,20 y 7,40.

ORO

Acorralado

La volatilidad del oro ha seguido disminuyendo este mes, el cual ha evolucionado de forma lateral desde el comienzo del verano y registra una rentabilidad casi neutra en el mes. Por un lado, el aumento de los rendimientos de la deuda pública y la fortaleza del dólar actúan como obstáculos del metal amarillo. Además, la confianza sigue siendo escasa, como demuestran las salidas de fondos de los ETF en el oro y el posicionamiento, que se sitúa en su mínimo de los últimos cinco meses. Por otra parte, la demanda de oro por parte de los bancos centrales es mayor que nunca, lo que debería seguir sirviendo de apoyo. Prevemos que el oro cotizará dentro de un rango entre 1.870 y 1.970.

GRÁFICO 7: ¿INTERVENCIÓN DEL BANCO DE JAPÓN EN EL MERCADO DE DIVISAS?



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



2024 :

las previsiones de
CRECIMIENTO
de Europa, a la baja

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** : nuestra hipótesis de crecimiento se mantiene prácticamente sin cambios. Mantenemos la opinión de que habrá una ligera contracción puntual en EE. UU., pero aplazada al último trimestre de 2023 debido a la fuerte resistencia de la actividad económica al otro lado del Atlántico. Ajustamos a la baja las previsiones de crecimiento de Europa en 2024, debido a efectos técnicos y a un consumo inferior al previsto inicialmente. Por último, revisamos a la baja el crecimiento chino a la vista de la persistencia de las dificultades del sector inmobiliario este verano. En cambio, seguimos siendo positivos en cuanto al crecimiento de los países emergentes en su conjunto.

- **Inflación:** el proceso de desinflación está en marcha y debería continuar en las economías avanzadas, en consonancia con la desaceleración observada en los precios de los alquileres y los alimentos, y los efectos de base favorables. Por otra parte, la desaparición de estos efectos técnicos a finales de año y la recuperación de los salarios deberían mantener la inflación en niveles elevados.

- **Bancos centrales:** el ciclo de subidas de tipos de la Fed y el BCE ha quedado atrás. Los tipos de interés deberían estabilizarse al menos hasta el comienzo del segundo semestre del año próximo. Para la Reserva Federal, prevemos 75 puntos básicos de recortes en el segundo semestre si la inflación subyacente se normaliza hacia el 3%. En cuanto al BCE, no esperamos recortes en 2024, pero reconocemos que las perspectivas económicas más débiles podrían empujar a los bancos centrales a revisar su política monetaria. Las reducciones de los balances están en curso y podrían ejercer más presión sobre el extremo largo de las curvas de tipos. La reducción de los balances continúa y podría ejercer más presión sobre la parte larga de la curva de rendimientos.

- **Beneficios empresariales:** se mantiene la divergencia entre las revisiones de beneficios de EE. UU. y Japón, por un lado, y Europa, por otro. Ahora se espera un crecimiento de los resultados en torno al 12% en EE. UU., frente al 6% de la zona euro.

- **Entorno de riesgo:** la volatilidad de la renta variable sigue evolucionando en un rango estrecho, mientras que la de los tipos de interés está volviendo a sus mínimos de un año, y varios operadores prevén ahora la hipótesis perfecta de un aterrizaje suave en EE. UU. Sin embargo, creemos que la incertidumbre sigue siendo elevada y, en este sentido, reconocemos el valor de las estrategias de opciones para aumentar la asimetría de las carteras.

CONVICCIONES EN MATERIA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Renta variable

- Durante la temporada estival, pasamos a ser más positivos respecto a los activos de riesgo gracias a un entorno económico más resistente (en particular, en EE. UU.), lo que se traduce en una preferencia por la renta variable estadounidense en nuestras carteras. La estacionalidad suele ser desfavorable para los mercados de renta variable en septiembre, pero mantenemos una opinión táctica positiva a corto plazo sobre esta parte del mundo.

- Mantenemos una opinión neutra sobre la renta variable europea. Aunque las valoraciones siguen siendo atractivas, el crecimiento económico no muestra signos claros de mejora por el momento, mientras que el endurecimiento monetario y la escasez de liquidez en la zona euro podrían seguir haciendo mella sobre la confianza a corto plazo. En cambio, creemos que determinados subsectores y zonas geográficas podrían recuperar su atractivo, como el mercado de renta variable del Reino Unido, que cotiza con ratios de valoración bajos y podría beneficiarse del reciente repunte de los precios de la energía.

- La renta variable de los países emergentes sigue siendo una convicción firme, ya que debería beneficiarse de un diferencial de crecimiento favorable para las economías en desarrollo respecto a las avanzadas.

Renta fija

- Creemos que los recientes movimientos en las curvas de rendimiento de EE. UU. y Europa pueden ofrecer puntos de entrada interesantes para reducir nuestra postura de duración infrapondeada.
- No obstante, seguimos pensando que el riesgo se mantiene al alza en la parte larga de las curvas. El cambio de la estructura de emisiones del Tesoro estadounidense en EE. UU. (y una posible aceleración de la reducción del balance del BCE en la zona euro) debería seguir ejerciendo presión sobre la parte larga. Nosotros seguimos prefiriendo la parte corta de las curvas, donde los niveles de rendimiento ofrecen una protección beneficiosa, sin esperar una gran volatilidad.
- En cambio, pedimos una mayor prudencia con respecto a los bonos del Estado periféricos, en particular, la deuda soberana italiana, en un contexto de desequilibrios entre la oferta y la demanda, y un entorno económico menos propicio en los próximos meses.
- En cuanto al crédito, mantenemos nuestra preferencia por la deuda corporativa de calidad con vencimientos cortos (ya que las curvas de crédito son relativamente planas) y nos mantenemos alejados del segmento del alto rendimiento, en particular, de las calificaciones más bajas, ya que creemos que sus valoraciones son relativamente elevadas.

Mercado de divisas

- A principios de verano, redujimos tácticamente nuestra convicción en el par EUR/USD. Desde entonces, el euro ha vuelto a sus mínimos de mayo, junto con la ampliación del diferencial transatlántico de tipos de interés. A corto plazo, el entorno macroeconómico podría seguir favoreciendo al dólar, pero los riesgos parecen ahora más equilibrados, lo que limita el potencial de apreciación de la moneda.
- Durante mucho tiempo, el franco suizo se benefició de un entorno casi único de tipos de interés reales positivos en todo el mundo, pero parece que esa época ya ha quedado atrás. Por lo tanto, mantenemos nuestra opinión neutra sobre la moneda suiza, a pesar de que se espera que el Banco Nacional Suizo haya finalizado su ciclo de subidas de tipos.
- El yen sigue cotizando a mínimos históricos, cerca de los anteriores niveles de intervención del Banco de Japón. Por lo tanto, no sería de extrañar observar una mayor volatilidad de la moneda a corto plazo, aunque sería necesario un cambio más estructural del entorno monetario para que el yen se aprecie frente al billete verde de forma duradera.

- El atractivo de los rendimientos de la deuda pública es un obstáculo para la tenencia de oro. Por el contrario, la fuerte demanda de metal amarillo por parte de los bancos centrales está limitando el potencial bajista. Seguimos esperando que los precios del oro se muevan dentro de un rango, sin ninguna tendencia primaria, mientras los tipos de interés reales se mantengan en estos niveles.

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	=/+	=
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 21 SEPTIEMBRE DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,49%	25,70	61,94
Francia 10A	3,28%	23,80	16,90
Alemania 10A	2,73%	22,40	16,90
España 10A	3,79%	26,10	14,50
Suiza 10A	1,08%	7,20	-54,20
Japón 10A	0,74%	8,90	32,50

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,43	-2,45%	2,07%
Deuda pública EUR	195,02	-0,86%	1,22%
Deuda corporativa EUR (HY)	206,57	0,93%	6,74%
Deuda corporativa USD (HY)	313,03	0,12%	5,50%
Deuda pública EE, UU,	295,95	-0,45%	0,19%
Deuda corporativa emergente	42,37	-0,59%	-0,91%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9643	0,85%	-2,55%
GBP/USD	1,2298	-2,41%	1,78%
USD/CHF	0,9045	2,26%	-2,16%
EUR/USD	1,0661	-1,38%	-0,41%
USD/JPY	147,59	1,21%	12,56%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	17,54	0,34	-4,13

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.330,00	-1,06%	12,78%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.678,62	4,70%	3,04%
STOXX Europe 600	454,67	0,69%	7,01%
Topix	2.383,41	4,23%	25,99%
MSCI World	2.886,07	-0,69%	10,89%
Shanghai SE Composite	3.672,45	-1,37%	-5,14%
MSCI Emerging Markets	956,25	-2,65%	-0,01%
MSCI Latam (América Latina)	2.343,94	-2,39%	10,13%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	186,09	-3,63%	-3,07%
MSCI Asia Ex Japan	605,32	-2,52%	-2,25%
CAC 40 (Francia)	7.213,90	-0,01%	11,43%
DAX (Alemania)	15.571,86	-0,32%	11,84%
MIB (Italia)	28.708,55	2,27%	21,10%
IBEX (España)	9.548,90	2,40%	16,04%
SMI (Suiza)	11.084,74	0,98%	3,31%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.730,00	2,36%	-8,91%
Oro (USD/Onza)	1.920,02	0,16%	5,26%
Crudo WTI (USD/Barril)	89,63	13,38%	11,67%
Plata (USD/Onza)	23,44	-3,24%	-2,48%
Cobre (USD/Tonelada)	8.194,00	-1,98%	-2,13%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,61	3,61%	-41,68%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

	JUNIO DE 2023	JULIO DE 2023	AGOSTO DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 21.09.2023
11,00%	0,41%	6,75%	4,70%	25,99%	
7,41%	-1,77%	5,80%	4,23%	12,78%	
6,47%	-2,55%	5,68%	0,69%	10,89%	
5,93%	-2,79%	5,01%	-0,69%	10,13%	
4,85%	-3,38%	4,48%	-1,06%	7,01%	
3,23%	-5,73%	3,29%	-1,37%	3,04%	
2,25%	-6,21%	3,11%	-2,39%	-0,01%	
2,17%	-6,36%	2,23%	-2,52%	-2,25%	
1,16%	-6,61%	2,04%	-2,65%	-3,07%	
1,15%	-7,90%	1,48%	-3,63%	-5,14%	

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 traerle 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 22.09.2023.

