

# MONTHLY HOUSE VIEW

Julio de 2022

Focus

Evaluar la perturbación de los precios de la energía

• Índice

01• Editorial	P3
¿RAPSDIA DE NORMALIZACIÓN... O TRAGEDIA DE LA INFLACIÓN?	
02• Focus	P4
EVALUAR LA PERTURBACIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA	
03• Macroeconomía	P6
LA PALABRA INNOMBRABLE	
04• Renta fija	P8
¿HAY RIESGO DE UN ENDURECIMIENTO EXCESIVO?	
05• Renta variable	P10
NAVEGAR EN UN MERCADO BAJISTA	
06• Divisas	P12
LAS DECISIONES DE LOS BANCOS CENTRALES REAVIVAN LA VOLATILIDAD EN EL MERCADO DE DIVISAS	
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

## ¿RAPSDIA DE NORMALIZACIÓN... O TRAGEDIA DE LA INFLACIÓN?

«*Toda acción requiere olvido*». Extracto de Nietzsche.



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Estimado/a lector/a:

La victoria nunca llega con un gran éxito en la vida real, ni tampoco es una vuelta rápida a la normalidad. Tras derrotar a sus enemigos, Ulises tardó diez años en abandonar las ruinas de Troya y regresar a su isla natal, Ítaca. Exactamente el tiempo que se tardó en ganar la lucha de diez años contra la inflación en los años 70. Los bancos centrales también tardaron el mismo tiempo en reactivar las expectativas de inflación; y ahora que lo han logrado, solo deseamos que vuelvan a estar como antes. ¿Es esto realista? ¿Y si no estuviéramos solo en un momento cíclico, sino en un cambio más estructural que podría tardar años en frenarse?

Los antiguos griegos tenían un sentido de la temporalidad y una forma de paciencia que quizá hayamos perdido. Probablemente este sea el motivo por el que el olvido — la doble condición para la acción y la felicidad para Nietzsche — y nuestra poca memoria nos han llevado a olvidar la larga dinámica de los ciclos inflacionarios. El recuerdo del tiempo pasado llama con poco éxito a la puerta de nuestras percepciones sesgadas por la esperanza, el optimismo, las creencias, y nuestro horizonte temporal reducido. Las esperanzas de una paz perpetua nos han hecho olvidar la larga historia de Rusia. La volatilidad de los mercados financieros también contribuye a reducir nuestro horizonte temporal, mientras que las emergencias sociales y las elecciones libres acortan el horizonte de los gobiernos. Estas demandas sociales exigen una rápida actuación de los bancos centrales en la actualidad. Sin embargo, también puede ser una trampa; los ciclos inflacionistas tardan más en enfriarse que en reactivarse.

El reducido horizonte temporal y el sesgo de percepción de los bancos centrales es una de las explicaciones de este importante error de política monetaria. En 2021, los bancos centrales seguían tan conmocionados por la perturbación que siguió a la pandemia y dudaban tanto de la recuperación del mercado laboral que siguieron proporcionando una acomodación monetaria injustificada. Más recientemente, se negaban a reconocer el retorno de la inflación cuando ya estaba presente, sesgados por una década de temores a la deflación.

Ahora que la inflación ya está aquí, los bancos centrales se apresuran a subir los tipos e intentan cerrar los ojos ante las consecuencias de un proceso de normalización brusco en una economía que ya está desacelerándose, lo que aumenta el riesgo de recesión, con muchas incógnitas geopolíticas. La normalización de la combinación de políticas no es el destino, sino el trayecto, con más altibajos de lo habitual y muchas posibles sorpresas en el camino. ¿Y si no se tratara de una rapsodia corta de final feliz, sino de una tragedia griega más oscura y larga, con héroes atrapados por un destino que se les escapa y sometidos a dilemas cornelianos?

Esta es la pregunta clave que los inversores plantean hoy a la Fed. ¿Está segura de que estas acciones puedan ser eficaces para controlar una senda inflacionista de una fortaleza sorprendente? ¿Está dispuesta a correr el riesgo de caer en la recesión para frenar las presiones inflacionistas?

La lectura de las tragedias griegas es útil hoy en día para recapacitar sobre nuestra percepción del tiempo y el impacto de las acciones humanas y políticas. En contra de nuestra noción moderna de la historia — considerada un camino dialéctico de progreso —, las tragedias nos enseñan que las historias no siempre terminan bien, y que nuestras acciones, a veces inútiles, pueden empeorarlas. Es una lección de humildad para nosotros, los inversores. Si no podemos predecir el futuro, lo mejor es adaptarse al presente, sin olvidar la historia.

## EVALUAR LA PERTURBACIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

Son muchas las fuerzas que impulsan la actual crisis energética. Los precios del petróleo se mantendrán altos, pero se enfrentarán a riesgos a la baja por la caída de la demanda. La escasez de gas será pronto una realidad en Europa y es el principal riesgo para nuestra hipótesis de crecimiento del PIB.

### LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO SE ENFRENTAN A UNA CAÍDA DE LA DEMANDA

El precio del petróleo cayó 10 dólares por barril (por debajo de 110 dólares) tras la reunión de junio de la Fed, lo que reavivó los temores de recesión, a pesar de la reapertura progresiva de China.

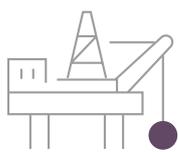
De cara al futuro, los riesgos de la oferta siguen siendo importantes. Hasta la fecha, el petróleo ruso (algo menos del 10% de la producción mundial) ha mostrado una relativa resistencia y ha podido dedicarse al juego de las sillas, transfiriendo la demanda de los compradores occidentales a los orientales (India ha superado ahora a Alemania como segundo importador de las exportaciones de petróleo ruso). Sin embargo, el sexto paquete de sanciones de la Unión Europea (UE), que incluye una prohibición parcial de las importaciones de petróleo ruso y la prohibición de asegurar el transporte de petróleo ruso a terceros países, ha supuesto un cambio radical para muchos analistas y su pleno impacto entrará en vigor en 2023.

En 2022, las liberaciones de reservas estratégicas de EE. UU. han aliviado a los mercados mundiales del petróleo, pero son temporales. El 2 de junio, la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) incrementó su compromiso de aumentar la producción, pero con los recientes resultados, inferiores a los objetivos, los mercados siguen preocupados por la capacidad real de reserva de la OPEP y su capacidad para estabilizar los mercados (el déficit de oferta de la OPEP frente a los objetivos oficiales de producción se amplió a 2,8 millones de barriles diarios o mb/d, frente a 2,5 mb/d en abril). Se prevé que los productores no pertenecientes a la OPEP lideren el crecimiento de la producción de petróleo en 2023. Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), se espera que la producción estadounidense continúe su senda de crecimiento en 2023, y que Brasil sea la mayor fuente de nuevos proyectos de suministro de petróleo convencional, seguido de Noruega y EE. UU.

En definitiva, el Instituto de Estudios Energéticos de Oxford (OIES), que utiliza un enfoque de mercado basado en modelos, calcula que, a partir del 4T de 2022, reaparecerá gradualmente un déficit en el mercado del petróleo, pero no lo suficiente como para mantener los precios en los niveles actuales. Proyectan un Brent de 112,8 dólares/barril en promedio en 2022 y 102,8 dólares/barril en 2023. La tendencia a la baja del precio del petróleo podría ser más pronunciada si siguen acentuándose los temores a una recesión, lo que llevaría a los inversores a prever un reequilibrio más rápido del mercado por medio de un descenso de la demanda mundial de petróleo.

### EL PRECIO DEL GAS: UNA PREOCUPACIÓN REGIONAL

El gas natural es comparativamente más difícil de sustituir que el carbón y el petróleo. Los precios del gas han subido mucho más en Europa, tanto en 2021 como en 2022, debido a los problemas de suministro de los Países Bajos y ahora de Rusia. El reciente giro de los acontecimientos (reducción repentina del suministro de los gasoductos rusos, cierre de un puerto de gas natural licuado en EE.UU.) ha llevado a Alemania a presentar un nuevo sistema de subastas para animar a los fabricantes a consumir menos gas. En cuanto a la oferta, el plan RePowerEU de la UE lucha por encontrar nuevas fuentes de gas. Resulta alentador que las importaciones de GNL de la UE procedentes de EE.UU. hayan aumentado un 45% en mayo en comparación con 2019 (+133 millones de metros cúbicos al día, el 40% de las exportaciones de Rusia a la UE en 2020), pero este casi ha alcanzado el tope de su capacidad. Con estos niveles extremos de incertidumbre y suponiendo solo un corte parcial del suministro ruso, los precios del gas podrían aumentar hasta los 170 euros/MWh en Europa a finales de año (según los especialistas de Crédit Agricole SA), con riesgos al alza, bien por la ampliación de las sanciones de la UE al gas ruso, o bien porque Rusia se adelante a este riesgo cortando intencionadamente el suministro a Europa, lo que impulsaría los precios a niveles mucho más altos y causaría una amplia recesión en la zona euro.



Los productores  
**NO PERTENECIENTES  
A LA OPEP**  
liderarán el  
**CRECIMIENTO  
DE LA  
PRODUCCIÓN**  
en 2023

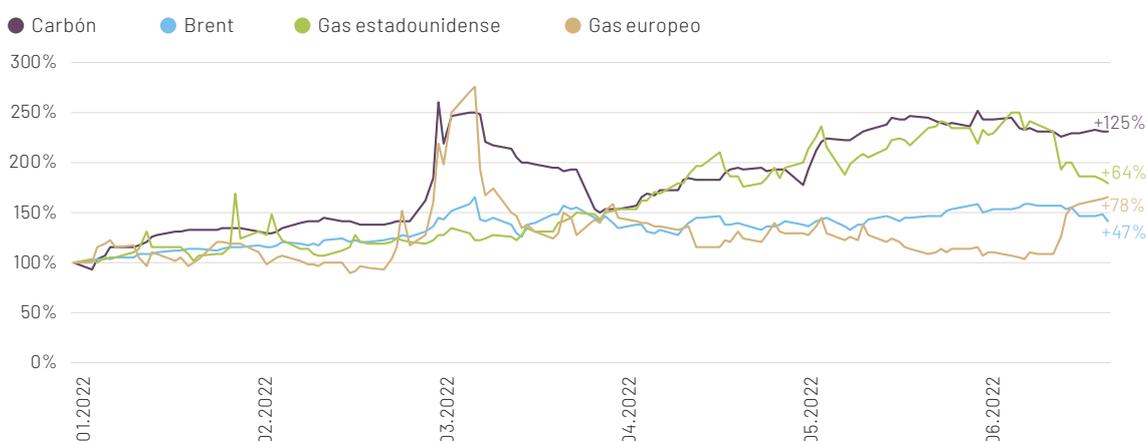
## LOS EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO SE NOTARÁN MÁS EN EUROPA

A diferencia de los años 70, nos encontramos en una situación única en la que todos los precios de la energía están al alza (gráfico 1). El aumento del gas ha provocado una subida de la electricidad (el 22% se alimenta de gas en Europa y el 38% en EE. UU.) y el carbón se ha disparado a medida que los gobiernos luchan por encontrar alternativas energéticas.

Algunos mercados emergentes importadores netos pueden beneficiarse del abaratamiento de la energía rusa, aunque será más complicado desde el punto de vista logístico y político de cara al futuro, y la subida de otras materias primas es una amenaza creciente para el crecimiento. A menudo, el mercado estadounidense se presenta como inmune a la escasez de gas y electricidad, y llamado a beneficiarse de una mayor inversión en el sector del GNL y del petróleo.

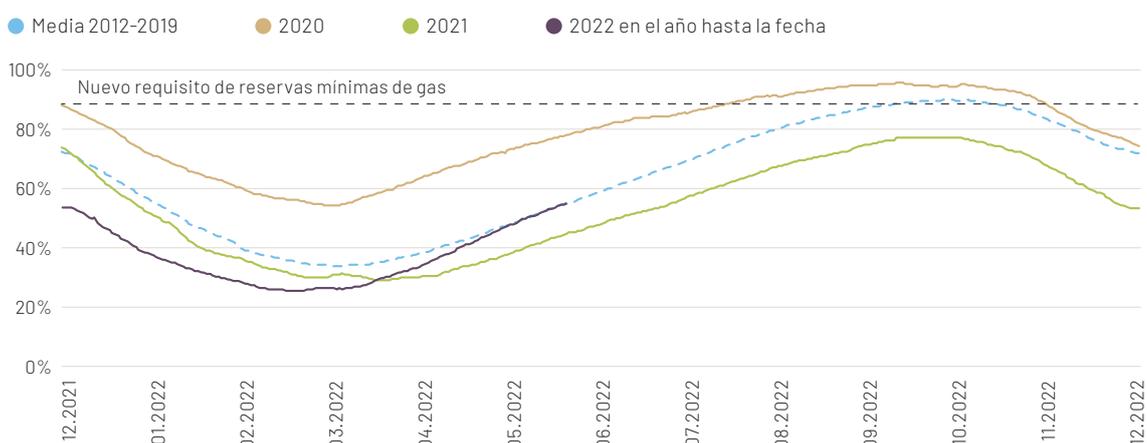
Sin embargo, la subida de los precios del petróleo ha agravado el fenómeno de la inflación en el país, que debería moderarse a partir del 3T de 2022, y posiblemente amortiguado por la propuesta de suspensión del impuesto a los combustibles. El continente europeo ha sido el más afectado por la crisis energética y lo seguirá siendo. El aumento de los precios del gas o la escasez de este también reducirán la eficiencia al aumentar la dependencia temporal de fuentes de energía alternativas/anticuadas y crearán interrupciones en el suministro. Prevemos que las perspectivas de consumo e inversión se tambaleen en el entorno actual, lo que llevará al PIB de la zona euro a cifras algo negativas en el segundo semestre (-0,2%), y los riesgos se concentran a la baja. Se espera que el ajuste de la demanda interna reduzca la presión sobre los precios, pero la necesidad de mantener las reservas (gráfico 2) y los costes logísticos, así como las necesidades de inversión, deberían mantener los precios de la energía altos en 2023.

GRÁFICO 1: PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS, 100=31.12.2021, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 2: RESERVAS DE GAS NATURAL, % GAS DISPONIBLE ALMACENADO



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Ninguna institución internacional quiere predecir una recesión, especialmente, Jerome Powell, que puede haber contribuido a crearla. Es verdad que las palabras pueden ser importantes y pueden repercutir en la realidad, pero el panorama de estancamiento en Occidente ya es visible en las cifras. China mira hacia adelante tras la caída de la actividad en el primer semestre, mientras que Europa teme el invierno, ya que la escasez de gas empaña su recuperación tras la COVID-19.



Las exportaciones chinas aumentaron un **16,9%** interanual en mayo

#### CHINA: REAPERTURA 2.0

Las exportaciones chinas aumentaron un 16,9% interanual en mayo (por encima de las previsiones del mercado del 8%). El PMI manufacturero aumentó a 49,1 en mayo de 2022, frente a 46 en abril, y batió las previsiones del mercado de 48. La actividad nacional en China sigue pasando apuros, pero mejora. Las ventas minoristas disminuyeron un 6,7% interanual (+0,5% intermensual), frente a las expectativas del mercado de una caída del 7,1%, y la tasa de desempleo cayó del máximo de 26 meses de abril (6,1%) al 5,9% en mayo. La todavía aparente debilidad de la demanda interna y la elevada tasa de desempleo han contribuido a mantener la inflación por debajo del objetivo del banco central (en el 2,1% frente al 3%), a diferencia de otras economías asiáticas (7% en la India y 5,4% en Corea del Sur) y a pesar de la subida de los precios de las materias primas. Sin embargo, en un mundo lleno de políticas agresivas contra la inflación, el Banco Popular de China (BPC) se abstuvo de seguir bajando los tipos en junio. El repunte del PIB debería recibir un espaldarazo por parte de la inversión en el 2S de 2022 gracias a la mejora de las perspectivas y de las condiciones financieras, y el impulso del Gobierno a los proyectos de infraestructuras. Sin embargo, la recuperación se verá cuestionada por la desaceleración mundial, así como por el riesgo de nuevos brotes.

En este contexto, esperamos que la política fiscal se intensifique y que la política monetaria permanezca más contenida por un creciente diferencial de tipos de interés con el resto del mundo y un dilema de desapalancamiento no resuelto. El crecimiento chino será del 3,5% en 2022 (0,5 p.p. menos que el mes pasado) y del 5,4% en 2023 (revisado 0,6 puntos al alza)(tabla 1).

#### EE. UU.: SUFRIR A CORTO PLAZO PARA OBTENER GANANCIAS A LARGO PLAZO

Las ventas minoristas estadounidenses cayeron un 0,3% intermensual en mayo, una primera señal en datos concretos de que el poder adquisitivo y las sombrías perspectivas estaban acabando con las compras de los consumidores. Los datos "subjetivos" llevan meses apuntando a esta desaceleración, las encuestas de confianza de los consumidores de la Universidad de Michigan son peores que en ningún otro momento (incluso durante la pandemia y la crisis financiera mundial de 2008). Es cierto su poder de predicción sobre el consumo estadounidense es menor que el del Conference Board Survey, que ha resistido mejor gracias a su tendencia a seguir el mercado laboral, aunque ahora apunta claramente a la baja.

TABLA 1: NUESTRAS PREVISIONES DE PIB E INFLACIÓN PARA 2022 Y 2023 ESTÁN POR DEBAJO DEL CONSENSO

	CRECIMIENTO DEL PIB				INFLACIÓN			
	2022	Frente al consenso	2023	Frente al consenso	2022	Frente al consenso	2023	Frente al consenso
EE. UU.	2,4%	2,8%	1,8%	2,0%	7,8%	7,3%	3,7%	3,4%
Zona euro	2,4%	2,6%	1,3%	2,1%	7,5%	6,6%	4,1%	2,8%
China	3,5%	4,7%	5,4%	5,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%

Fuentes: Amundi, Consenso de Focus Economics, Indosuez Wealth Management.

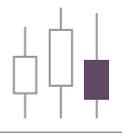


Así, la tasa de desempleo se sitúa en el 3,6%, algo reconfortante si la situación actual de la inflación se compara con la de los años 70 (cuando la tasa de desempleo superaba el 6%). No obstante, con una inflación por encima del 8% y una tasa de ahorro inferior al 5%, el riesgo de contracción de la demanda interna en el segundo semestre es elevado. Se espera que la inflación lastre el consumo privado a partir del 3T de 2022; la contracción se intensificará hacia finales de año, en consonancia con el deterioro del mercado laboral. También se espera que la inversión reciba un duro golpe por el agresivo endurecimiento monetario previsto para este año (los mercados prevén un tipo de referencia de los fondos federales del 3,75% para finales de año). La recomposición de existencias sigue llamando la atención en las cifras, pero creemos que es posible que se produzca una recesión técnica entre el 4T de 2022 y el 1T de 2023. Sin embargo, otra hipótesis, seguramente menos probable y menos positiva a largo plazo, sería que el consumidor estadounidense se viera favorecido por una política fiscal acomodaticia y una política monetaria menos agresiva, aunque esto no frenaría la inflación. Una contrapartida difícil para los responsables políticos, especialmente, con la cercanía de las elecciones de mitad de mandato de noviembre.

#### ZONA EURO: SE ACERCA EL INVIERNO

La recuperación de Europa después de la COVID-19 se ha visto empañada por la guerra. La producción industrial aumentó un 0,4% intermensual en abril, gracias exclusivamente al fuerte impulso de la producción energética (5,4% intermensual).

Sin embargo, el sector de los servicios ha aguantado sorprendentemente bien, como muestran los datos de movilidad de Google y los vuelos. En junio, el índice de gestores de compras (PMI) del sector servicios cayó 3,3 puntos, hasta 52,8, y otros 2,6 puntos, hasta 52, en el sector manufacturero. El descenso de los indicadores de confianza es un mal presagio para el otoño, una vez pasada la recuperación de los servicios del verano, en la que los hogares con mayores ingresos habrán recurrido a sus todavía sólidos ahorros privados antes de entrar en un invierno difícil. Por supuesto, los europeos podrán confiar en los amortiguadores fiscales; según el grupo de estudios Bruegel, se han aplicado recortes de impuestos sobre la energía/IVA en 20 de los 27 Estados miembros de la Unión Europea y transferencias a grupos vulnerables en 25 de ellos. Sin embargo, la inversión se verá afectada por los extremos niveles de incertidumbre y las perspectivas de descenso de la demanda de cara a 2023. Se prevé que la zona euro crezca un 2,4% en 2022 (con 2 p.p. arrastrados del sólido crecimiento de finales de 2021, lo que significa un estancamiento en el 2T de 2022 y una ligera contracción del PIB en el 3T y 4T) y un 1,3% en 2023 (revisado a la baja en 0,5 p.p. desde el mes pasado), y los riesgos se concentran a la baja (aumenta la probabilidad de un corte total del gas ruso que acabe con el crecimiento en 2023). Se espera que la inflación alcance su punto máximo en el 3T (en el 8,3%), pero la incertidumbre es elevada por la actual crisis energética (ver Focus).



La deuda de rendimiento negativo ha bajado un

**90%,  
HASTA LOS  
1.800 MILLONES  
DE DÓLARES**

Los bancos centrales de EE. UU., Europa y el Reino Unido están decididos a evitar los efectos indirectos en la inflación y endurecerán las condiciones monetarias. Puede existir una recesión suave en teoría, pero, ¿qué ocurrirá en la vida real?

## BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales, liderados por la Reserva Federal, han endurecido las condiciones monetarias de forma muy agresiva mediante la orientación futura y las subidas de tipos. Los tipos de mercado están sobrepasando los niveles neutrales, lo que supone un lastre para la economía. La demanda continúa ralentizándose y los componentes cíclicos empiezan a revertirse (precios de bienes y metales industriales), pero los precios de los alimentos y los alquileres siguen subiendo. El complejo energético no da tregua a los bancos centrales.

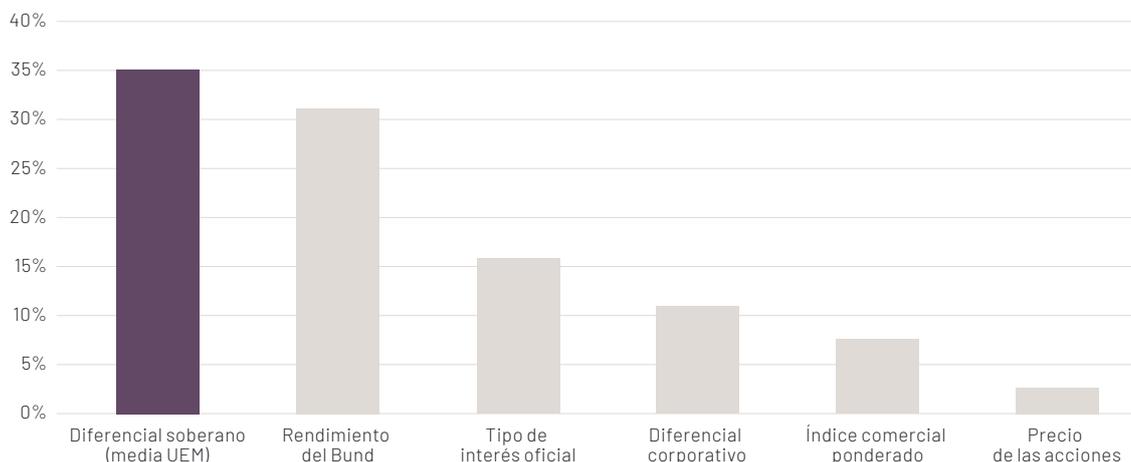
Las expectativas de inflación a largo plazo están retrocediendo tras una marcada corrección de las materias primas cíclicas y la agresiva senda de endurecimiento trazada por el mercado y aplicada por la Reserva Federal.

El endurecimiento de la Fed llevará a una desaceleración cíclica, y este ritmo de subidas de tipos podría pesar aún más sobre el crecimiento. Los riesgos de impacto negativo sobre la economía podrían materializarse en un fenómeno de *bull-steepening* (caída más rápida de los tipos a corto plazo respecto a los tipos a largo plazo) de la curva de rendimientos.

El cambio de dirección en la pendiente de la curva de rendimientos es un proceso que lleva tiempo, ya que implica un cambio en las expectativas sobre la fortaleza de la economía y la postura de los bancos centrales. Un caso alternativo podría ser una inversión de la curva de rendimientos impulsada por la estanflación, en el que los mercados lastran los rendimientos a largo plazo para reflejar los temores de recesión, mientras que los rendimientos a corto podrían comprimirse menos si la Fed mantiene su compromiso con la lucha contra la inflación.

El BCE se encuentra en una configuración mucho más complicada dada la fuerte depreciación del euro y la voluntad de endurecer la política monetaria. El banco central ha fijado una subida de 25 pb en julio y otra más en septiembre, mientras que los mercados de renta fija consideran que el tipo de depósito alcanzará el 1% a finales de 2022. Los tipos de interés de la zona subieron considerablemente desde el giro del BCE en febrero, pero aún vemos pocos indicios de fragmentación del mercado, aunque los niveles absolutos parecen interesantes en los valores periféricos. Las subastas siguen celebrándose con relativa "normalidad". La ampliación de los diferenciales periféricos fue acorde con la normalización de los tipos de la zona euro (gráfico 3) y se espera cierta volatilidad en las primas de riesgo en este entorno.

GRÁFICO 3: LOS DIFERENCIALES SOBERANOS SON EL PRINCIPAL RIESGO PARA LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LA ZONA EURO\*, %



\* Índice de condiciones financieras de la zona euro, ponderaciones.  
Fuentes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

Sin embargo, dos días de ampliación de los diferenciales italianos en la parte central de la curva fueron suficientes para provocar una reacción del Consejo de Gobierno del BCE. El banco central actuó de forma preventiva y ganó algo de tiempo. El impacto sobre los diferenciales fue inmediato. Por ahora, los mercados conceden al BCE el beneficio de la duda sobre la construcción de una herramienta creíble contra la fragmentación y la volatilidad ha retrocedido en línea con los diferenciales periféricos.

Continuará...

## BONOS CORPORATIVOS

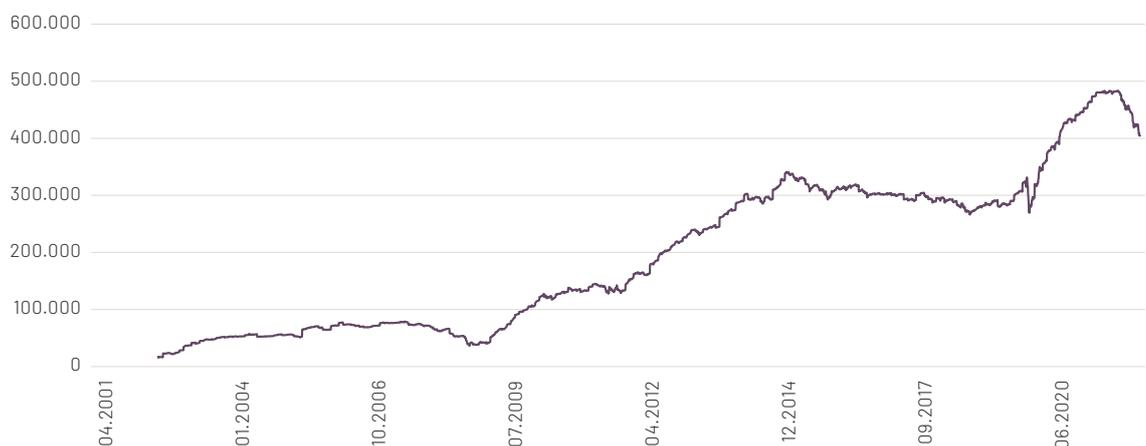
Los mercados de crédito se han visto sacudidos por la incertidumbre de los tipos de interés, medida por la volatilidad intrínseca (en máximos no vistos desde principios de la década de 2000) y por la caída de las bolsas.

Los flujos de salida siguen condicionando el comportamiento del mercado: los inversores retiraron cerca del 15% de sus activos del mercado europeo de alto rendimiento, que también ha perdido un 15% de rendimiento en lo que va de año: se trata de la mayor contracción del mercado en términos nominales jamás registrada (gráfico 4). Sin embargo, los mercados crediticios de los mercados desarrollados ya descuentan los riesgos de recesión, la limitación de la liquidez tanto para las

empresas como para los inversores y el aumento de los tipos nominales. En el ámbito fundamental, las empresas acumularon reservas de efectivo en el balance y las existencias de deuda abarcan tipos de financiación muy bajos. Obviamente, las nuevas necesidades de financiación se satisfacen con tipos y diferenciales más elevados, aunque esto no es suficiente para erosionar el altísimo perfil financiero en este momento.

Respecto a los fundamentales, el mercado espera rebajas de calificación, ya que las agencias podrían reaccionar ante la ampliación de los diferenciales. Por lo tanto, el riesgo crediticio debería aumentar en 2023 y se espera que los impagos aumenten en un futuro próximo en el segmento del alto rendimiento, aunque deberían mantenerse por debajo de los niveles de la última recesión. Sobre una base ajustada al riesgo, hay más valor en los rendimientos del *investment grade* que en los del alto rendimiento, que sufrirían más si los temores de recesión continuaran. La deuda subordinada vuelve a atraer la atención de los inversores, ya que el mercado cuestiona las amortizaciones anticipadas. Creemos que los temores a la falta de estas son exagerados en la mayoría de los emisores y recomendamos seguir siendo muy selectivos. Tanto las empresas como los emisores financieros quieren mantener su acceso al mercado y aceptan pagar un precio más alto.

GRÁFICO 4: TAMAÑO DEL MERCADO EUROPEO DE ALTO RENDIMIENTO, EN MILES DE MILLONES DE EUROS



Fuentes: ICE, Indosuez Wealth Management.

Los mercados de renta variable se encuentran ahora en un mercado bajista y los inversores tienen que navegar entre una inflación a niveles históricos y el riesgo de recesión. Este último es una cuestión clave, ya que la duración de las correcciones de la renta variable está correlacionada con la amplitud de la caída cíclica.

Por el lado de los resultados, las expectativas de crecimiento de los beneficios se mantienen estables a pesar de la tormenta del mercado, pero el aumento de los rendimientos reales es un factor adverso para las valoraciones de la renta variable mientras la volatilidad siga siendo elevada. Por lo tanto, aunque apreciamos la magnitud del movimiento de revaluación que ya se ha producido en los últimos meses, mantenemos la prudencia en cuanto a los fundamentales antes de que ver más catalizadores positivos que puedan indicar que el mercado ha tocado fondo.

frente a 17,1 veces)(gráfico 5). La rebaja de valoración se explica plenamente por los rendimientos reales de los bonos, que deterioraron la prima de riesgo de la renta variable, ahora en torno al 6%, y afectaron al atractivo de esta. Sin embargo, tras este semestre de corrección, las primas de riesgo de la renta variable vuelven a ser interesantes en Europa (>10%), pero ahora pasamos a centrarnos en el riesgo de revisión de beneficios.

## ESTADOS UNIDOS

El índice S&P 500 cerró el 13 de junio en territorio de "mercado bajista" (20% de caída) por primera vez desde marzo de 2020, lo que supone un obstáculo simbólico y psicológico para los inversores, ya que suele generar una presión adicional sobre los flujos.

En los últimos meses, como consecuencia del aumento de los rendimientos de la deuda pública estadounidense, el mercado de este país ha sufrido una fuerte caída. La energía es el único sector en positivo, ya que se beneficia de este contexto inflacionista. En este entorno, somos partidarios de los valores de dividendos sostenibles y los valores de calidad a un precio razonable (QARP), pero somos más prudentes con los valores cíclicos (consumo discrecional e industria).

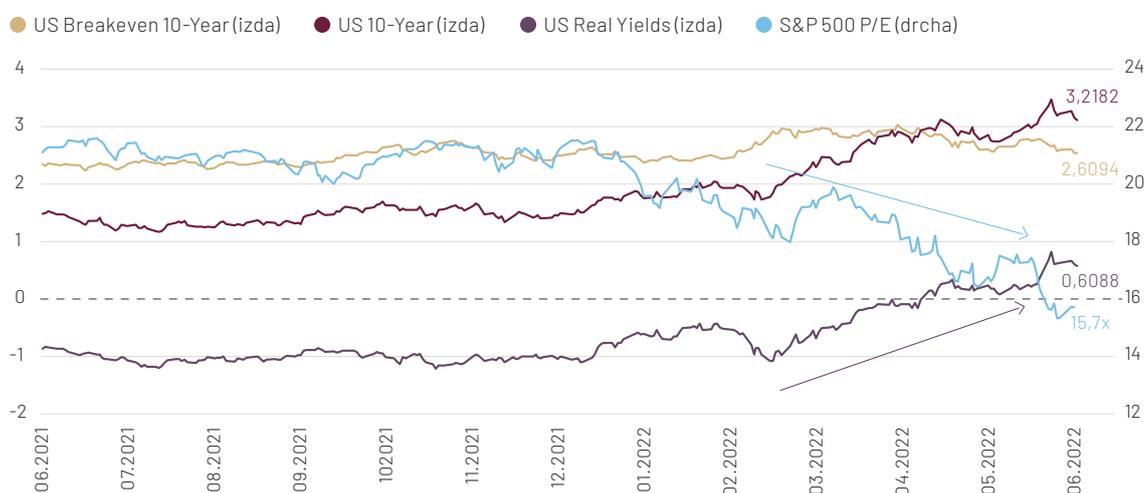
## BENEFICIOS Y VALORACIÓN

Respecto a los beneficios, los resultados siguen resistiendo bien... por ahora. El BPA a 12 meses ha aumentado un 8% desde principios de año, cuando el mercado perdió más de un 23%. Durante los anteriores mercados bajistas de 2000-2003 y 2007-2009, los precios del mercado lideraron el punto de inflexión en las revisiones de los beneficios, pero estas se sucedieron rápidamente, lo que aún no es el caso en el entorno actual. Pero, ¿durante cuánto tiempo?

En cuanto a la valoración, el S&P 500 se encuentra ahora por debajo de su nivel medio de PER (precio/beneficio) a largo plazo (actualmente, en 15,7 veces



GRÁFICO 5: ÍNDICE S&P 500 BPA Y RATIO PER A 12 MESES



Nota: Desde principios de año, la fuerte subida de los rendimientos reales (+170 pb) ha explicado la marcada rebaja de valoración observada en la renta variable (PER de 22 a 16 en el S&P 500).

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## EUROPA

Los factores adversos de los meses anteriores siguen presentes: el conflicto entre Rusia y Ucrania, los trastornos de la cadena de suministro, la inflación, la subida de los tipos, y las repercusiones de la política china de "COVID cero". El aspecto más positivo sigue siendo el mundo corporativo, ya que empresas que no sufren ninguna ralentización, excepto en algunos sectores específicos (en particular, los que más se beneficiaron de la tendencia de "quedarse en casa" en el lado del consumo).

Las valoraciones se han comprimido significativamente, pero con una prudencia legítima por parte de los inversores sobre el ritmo y la magnitud de la potencial revisión a la baja de los beneficios. Por lo tanto, a pesar de una importante corrección que ha dado lugar a atractivos múltiplos de valoración y primas de riesgo (10,7 veces para el Euro Stoxx 50<sup>1</sup>), mantenemos la prudencia en los mercados de renta variable de la zona euro y seguimos prefiriendo los mercados del Reino Unido y Suiza en términos relativos.

## MERCADOS EMERGENTES

Somos cada vez más optimistas con respecto a la renta variable china a partir del segundo semestre de 2022, gracias a la última relajación de los confinamientos en Shanghái y Pekín, y a las importantes políticas monetarias y fiscales favorables al crecimiento, así como al fuerte impulso de las infraestructuras. La evolución del ámbito de la regulación también ha sido positiva, con la reanudación de las autorizaciones de videojuegos en línea tras una congelación de 8 meses, un buen presagio para las posiciones en el sector chino de videojuegos e Internet. En las últimas semanas ha habido un flujo constante de mensajes de políticas de apoyo por parte del Gobierno chino.

Nuestro posicionamiento actual, inducido por un análisis *bottom-up*, es una estrategia táctica "de contrapeso" centrada en China e India/ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático) como flancos principales, mientras que es neutral en Corea del Sur e infraponderada en Taiwán.

## ESTILO: CENTRADO EN LA CALIDAD, COMPLETADO CON EL VALUE

El *Value* ha tenido un rendimiento superior al esperado, principalmente gracias al fuerte repunte de los tipos y a la subida de los precios de las materias primas. Tras la reciente aceleración de los tipos de los bonos, cabe preguntarse por el potencial restante de este motor, especialmente, si el mercado empieza a centrarse más en el crecimiento (en desaceleración) que en la inflación. En este caso, el rendimiento relativo del *Value* podría desvanecerse gradualmente, pero parece prematuro posicionarse.

Las acciones de Calidad siguen siendo la mejor opción en un régimen de mercado de elevada volatilidad y poca visibilidad. Los valores con sólidos fundamentales, como la visibilidad, la estabilidad, la resistencia y dividendos crecientes, son los que el mercado está cada vez más dispuesto a recompensar. Además, la estabilización de los rendimientos a largo plazo debería liberar su potencial de sobrerrendimiento.

No obstante, la persistente tendencia inflacionista justifica el mantenimiento de una importante asignación en las estrategias de dividendos, que requiere conjugar los sectores *Value/Cíclicos* con sectores más defensivos (como la sanidad, las telecomunicaciones y los servicios públicos).

Por lo que respecta al estilo Crecimiento, un repunte técnico del mercado podría suponer un alivio para el estilo a corto plazo, especialmente, tras la reciente oleada de ventas. Sin embargo, mientras veamos un aumento de los rendimientos de los bonos, preferimos no volver a este estilo, excepto en las estrategias opcionales que ofrecen una asimetría interesante.

1 - Precio de venta a 12 meses mixto.

## LAS DECISIONES DE LOS BANCOS CENTRALES REAVIVAN LA VOLATILIDAD EN EL MERCADO DE DIVISAS

Un mayor número de bancos centrales ha entrado en la carrera de las subidas en la lucha contra las presiones inflacionistas. A mediados de junio, el BNS, habitualmente «neutral», dio un primer paso sorprendente y subió los tipos en 50 pb. El BCE parece ansioso por seguirle y, hasta ahora, solo el Banco de Japón da largas para unirse a la tendencia, a pesar de que el yen ha perdido más del 17% frente al dólar en los últimos 3 meses.

### CHF

#### El BNS sube los tipos de forma inesperada

El Banco Nacional Suizo (BNS) subió los tipos de interés de forma inesperada en junio y sorprendió a todos tanto por el momento elegido, antes de que el BCE, como por la mayor subida, de 50 pb, hasta el -0,25%. El mensaje enviado al mercado es claro: el BNS se compromete a mantener la inflación cerca del objetivo y una depreciación del franco suizo es muy poco deseable.

El presidente Thomas Jordan declaró que podrían intervenir en el mercado de divisas y comprar divisa extranjera si “se produjera una apreciación excesiva del franco suizo”. Sin embargo, en caso de que el franco suizo se debilite, también estarían dispuestos a vender divisas para mantener una divisa fuerte, además de realizar más subidas de tipos si fuera necesario, con el objetivo principal de evitar la importación de inflación en el país. En este contexto, el franco suizo debería mantenerse fuerte frente al euro a corto y medio plazo, y podríamos ver que se acerca a la paridad en los próximos meses (gráfico 6).

### EUR

#### El BCE tiene previsto incrementar los tipos de interés

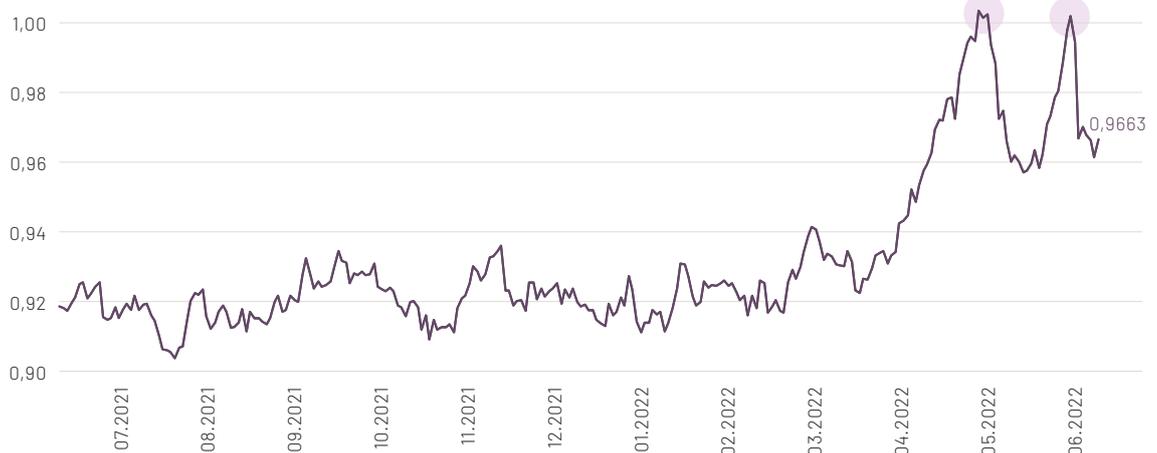
La presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Lagarde, tuvo que reiterar la intención de subir los tipos en julio y septiembre en medio del aumento del diferencial entre los bonos alemanes e italianos. A los inversores les preocupa que un aumento de los tipos de la zona euro pueda afectar a los países periféricos y debilitar aún más la moneda.

Si el clima de aversión al riesgo persiste, el euro debería seguir sometido a presión frente al dólar estadounidense y el franco suizo a corto y medio plazo. El EUR/USD a 1,0340 será un nivel clave que hay que seguir de cerca.



EL CHF  
SE MANTENDRÁ  
FUERTE  
frente al euro  
a corto plazo

GRÁFICO 6: GRÁFICO DIARIO USD/CHF - EL FRANCO SUIZO SE FORTALECE TRAS EL MOVIMIENTO AGRESIVO DEL BNS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## USD

### Impulsado por el nuevo aumento de las expectativas de subida de tipos del FOMC

El billete verde ha dejado atrás a todas las clases de activos y divisas tras la publicación del IPC, su máximo de los últimos 40 años. La senda prevista de subida de tipos de la Fed se ha elevado aún más, lo que ha agravado la hipótesis de un ajuste efectivo de márgenes que rodea al dólar. Unido al todavía frágil contexto geopolítico de Ucrania y al aumento de los precios de la energía y los alimentos, el clima de aversión al riesgo ha vuelto rápidamente y con fuerza.

A pesar de que el aumento de los tipos de interés se produce en otros lugares de forma paralela, ninguna divisa ha podido resistir hasta ahora la "tormenta perfecta" que empuja el dólar al alza. Sin embargo, más allá de este actual estrangulamiento de posiciones cortas, que probablemente persistirá hasta que el IPC de EE. UU. alcance un pico o hasta que el FOMC reaccione, hay que tener en cuenta la creciente posibilidad de un posible error de política en forma de recesión inducida. Subir los tipos de forma agresiva justo cuando el consumidor estadounidense está ajustando el gasto de forma drástica a la baja llevará inevitablemente a un replanteamiento total sobre la rentabilidad del dólar. Por ahora está más fuerte, aunque es indudable que será vulnerable a medio plazo, dado el posicionamiento actual del mercado y en caso de que la Fed comience a transmitir un mensaje menos "agresivo" a finales de 2022.

## AUD

### La política cambia el rumbo de la moneda AAA australiana

El partido laborista logró la victoria y batió al largo gobierno mayoritario de los liberales en un importante cambio de política. A su vez, el banco central de Australia (RBA) subió los tipos de interés por encima de lo previsto, ya que en Australia reina el pleno empleo.

Desde entonces, la divisa, de calificación AAA, se ha estabilizado y ha iniciado una tendencia alcista frente a sus pares regionales de Asia, a medida que el superávit de la balanza por cuenta corriente aumenta hasta niveles nunca vistos.

La envidiable situación comercial de Australia, basada en las materias primas, permitirá obtener importantes divisas que sustentarán el dólar australiano. En términos generales, el aumento de los diferenciales de tipos de interés con respecto a sus homólogos respaldará el dólar australiano en caso de caída. Su condición de moneda de alto rendimiento es un buen augurio para que vuelvan a aparecer posiciones de *carry trade* de divisas.

## CNY

### Confinar o no confinar?

El yuan chino ha perdido bastante terreno en su condición de moneda mundial más rentable desde finales de abril y ha cedido su corona a un dólar en repunte. Por regiones dentro de Asia, China no parece estar dispuesta a enfrentarse a las presiones de apreciación relativa, mientras su competidor, Japón, devalúa efectivamente su yen de forma agresiva mediante el control manipulado de la curva de tipos. El retroceso aparente del 8% del BPC frente al dólar estadounidense, de máximo a mínimo, debe considerarse desde esta perspectiva, en consonancia con el régimen de gestión de la cesta de divisas de su socio comercial. Desde entonces, ha vuelto la estabilidad, ya que el par USD/CNY se mantiene por debajo de 6,80 desde mediados de mayo. Todavía no podemos descartar un debilitamiento del yuan más allá de este punto, ya que los diferenciales de los tipos de interés con respecto a EE. UU. se ampliarán aún más en los próximos meses. Sin embargo, una cierta relajación gradual, muy esperada, de las estrictas políticas de confinamiento de "COVID cero" en las principales ciudades costeras chinas ayudará, sin duda, a disipar el actual pesimismo económico que rodea al PIB. Mantenemos un optimismo prudente en cuanto a que, con el tiempo, en estos episodios de debilidad, el yuan chino seguirá proporcionando estabilidad a la diversificación de las reservas de los bancos centrales y seguirá superando a sus competidores del G7, de menor rendimiento.

## 07 • Asignación de activos

# ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN



### PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y PANORAMA DE MERCADO



Se espera que el  
**CICLO  
MACRO-  
ECONÓMICO**  
continúe su  
**DESACELERACIÓN**

- Los discursos globales siguen combinando las sorpresas de la inflación con los temores de recesión. El pico de inflación se ha prolongado hasta finales de año en la zona euro y ya se espera que alcance más del 7% en términos anuales, para después retroceder hacia el 4% el próximo año.
- Se prevé que el ciclo macroeconómico prosiga su desaceleración y se acerque a la recesión en el segundo semestre, y un crecimiento reducido en 2023 por debajo del potencial. Aunque la zona euro es la más afectada por la crisis energética y el conflicto en Ucrania, el gasto fiscal debería limitar el riesgo de recesión a una recesión técnica. En EE. UU., el endurecimiento de las condiciones financieras será, sobre todo, lo que impulsará una desaceleración tanto entre las empresas como entre los consumidores, y estos últimos también sufrirán un descenso del poder adquisitivo.
- La normalización monetaria sigue acelerándose con el adelanto de las subidas de tipos por parte de la Fed. J. Powell parece estar dispuesto a generar una desaceleración y aumentar el desempleo. El BCE saldrá de los tipos negativos, mientras que la ampliación de los diferenciales consolida la ansiedad sobre la sostenibilidad de la deuda y presiona al BCE para que intensifique los debates sobre un mecanismo de protección para limitar los riesgos de fragmentación.

- Los fundamentales empresariales, que hasta ahora se han mantenido sólidos, deberían empezar a sufrir las consecuencias de esta desaceleración. El crecimiento de los beneficios ha sido revisado al alza tras la temporada de presentación de resultados del 1T de 2022, pero el riesgo de revisión a la baja está al acecho. El riesgo crediticio debería aumentar en 2023, pero se mantendrá contenido por debajo de los niveles de recesiones pasadas, y se espera que las tasas de impago del alto rendimiento alcancen el 4% (lejos de los récords de 2009).
- El régimen de mercado se ha embarcado en una configuración de mercado bajista sin un punto de estabilización todavía y en un marco de mayor volatilidad. Hasta ahora, la corrección del mercado se ha visto impulsada esencialmente por el aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo. Ahora que aumentan los temores de recesión y que podrían resurgir las revisiones de beneficios, los inversores están incrementando su exposición a los sectores defensivos y los valores decalidad.

### ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

- Renta variable: mantenemos una exposición moderada con un enfoque neutral del riesgo y una preferencia por las acciones *Value* y de Calidad/Defensivas que ofrecen una rentabilidad por dividendo atractiva, y siguen siendo una buena cobertura contra la inflación. Mantenemos la infrponderación en los valores de Crecimiento y las empresas con elevadas valoraciones. Redujimos tácticamente *Value* y aumentamos *Calidad* en un contexto de creciente temor a la recesión.

Seguimos infraponderados en la zona euro, entre neutrales y ligeramente infraponderados en EE.UU. y sobreponderados en China. Observamos un ímpetu renovado en la renta variable china, que superó a los mercados estadounidenses el mes pasado, lo que premia nuestra paciencia con este mercado, que seguirá siendo incierto y volátil en los próximos meses. La fuerte caída de los valores de Calidad en lo que va de año puede ofrecer buenos niveles de entrada.

- Renta fija: hemos mantenido una posición infraponderada en duración, pero recientemente hemos aumentado las posiciones en la deuda pública de muy larga duración para limitar la caída en caso de recesión. Seguimos siendo optimistas en las estrategias de compra y mantenimiento de bonos corporativos de duración moderada. También mantenemos el optimismo en la deuda subordinada y aumentamos el énfasis en los bonos verdes y el ASG (criterios medioambientales, sociales y de gobernanza).
- Divisas: todos los factores favorecen al dólar en la actualidad frente a la mayoría de las divisas: los diferenciales de tipos, los fundamentales macroeconómicos, los riesgos geopolíticos, así como los riesgos soberanos/de fragmentación. Sin embargo, estos factores están relativamente bien descontados y el dólar parece estar tocando techo, limitado por una normalización que está generalizándose a un mayor número de países.
- En general, consideramos que los activos inmobiliarios son una buena cobertura contra la inflación. Creemos que las infraestructuras están bien situadas para beneficiarse de este papel, sobre todo, en un contexto en el que se intensifican las inversiones en infraestructuras y la transición climática. El sector inmobiliario solía superar a la renta variable en los años 70, pero creemos que ahora entra en este ciclo de normalización monetaria en niveles de valoración elevados, con una mayor vulnerabilidad para el mercado residencial estadounidense (ya que el tipo hipotecario a 30 años supera con creces los rendimientos del alquiler). Seguimos siendo más optimistas con respecto al sector inmobiliario comercial y el logístico en Europa. Por último, es probable que el private equity (capital riesgo) refleje en parte, y de forma más gradual, los ajustes de los múltiplos de valoración observados en los mercados públicos. Sin embargo, este segmento sigue atrayendo grandes flujos de entrada, mientras que las salidas de los fundadores y la escisión de los negocios no esenciales continuarán y proporcionarán interesantes oportunidades en este entorno.

## TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

# 08 • Estado del mercado (moneda local)

## VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 23 DE JUNIO DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	3,09%	34,01	157,69
Francia 10A	1,97%	45,50	177,10
Alemania 10A	1,43%	42,90	160,70
España 10A	2,51%	45,80	194,80
Suiza 10A	1,23%	51,00	136,70
Japón 10A	0,23%	-0,50	16,40

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	34,16	-2,76%	-12,90%
Deuda pública EUR	202,33	-2,02%	-7,42%
Deuda corporativa EUR (HY)	188,09	-4,01%	-11,95%
Deuda corporativa USD (HY)	290,13	-5,36%	-12,72%
Deuda pública EE. UU.	300,55	-1,45%	-6,16%
Deuda corporativa emergente	43,19	-3,51%	-15,31%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,0114	-1,73%	-2,51%
GBP/USD	1,2260	-2,70%	-9,40%
USD/CHF	0,9609	0,10%	5,26%
EUR/USD	1,0523	-1,88%	-7,45%
USD/JPY	134,95	6,16%	17,27%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	29,05	1,55	11,83

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.795,73	-6,46%	-20,36%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.020,45	-7,20%	-4,93%
Stoxx Europe 600	402,4	-8,07%	-17,51%
Topix	1.851,74	-1,38%	-7,06%
MSCI World	2.549,05	-7,10%	-21,12%
Shanghai SE Composite	4.343,88	8,79%	-12,07%
MSCI Emerging Markets	995,34	-2,70%	-19,21%
MSCI Latam (América Latina)	2.040,53	-16,81%	-4,19%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	193,61	-7,43%	-29,78%
MSCI Asia Ex Japan	647,69	-0,42%	-17,94%
CAC 40 (Francia)	5.883,33	-8,22%	-17,75%
DAX (Alemania)	12.912,59	-9,27%	-18,71%
MIB (Italia)	2.1615,00	-11,94%	-20,96%
IBEX (España)	8.106,4	-8,80%	-6,97%
SMI (Suiza)	10.453,31	-9,04%	-18,81%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.289,00	-7,60%	-5,69%
Oro (USD/Onza)	1.822,77	-1,51%	-0,35%
Crudo WTI (USD/Barril)	104,27	-8,61%	38,64%
Plata (USD/Onza)	21,042	-4,10%	-9,89%
Cobre (USD/Tonelada)	8.409,00	-10,09%	-13,49%
Gas natural (USD/MMBtu)	6,24	-29,96%	67,27%

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 2022	ABRIL DE 2022	MAYO DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 23.06.2022
12,25%	0,38%	6,46%	8,79%	-4,19%
3,58%	-1,20%	1,87%	-0,42%	-4,93%
3,15%	-2,40%	0,84%	-1,38%	-7,06%
2,52%	-3,79%	0,69%	-2,70%	-12,07%
0,77%	-4,89%	0,20%	-6,46%	-17,51%
0,61%	-5,23%	0,14%	-7,10%	-17,94%
-2,52%	-5,75%	0,01%	-7,20%	-19,21%
-2,93%	-8,43%	-0,16%	-7,43%	-20,36%
-6,84%	-8,80%	-1,56%	-8,07%	-21,12%
-7,84%	-13,86%	-4,29%	-16,81%	-29,78%

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 periodo prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

**Estañflación:** Se refiere a una economía que experimenta simultáneamente un aumento de la inflación y un estancamiento de la producción económica.

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

**FMI:** Fondo Monetario Internacional.

**FOMC (Federal Open Market Committee):** Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

**GIEC:** Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

**Gig economy:** Sistema basado en el trabajo flexible, temporal o por cuenta propia.

**IPC (índice de precios de consumo):** El IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

**IRENA:** Agencia Internacional de Energías Renovables.

**ISM:** Institute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

**ISR:** Inversión sostenible y responsable.

**Japonización de la economía:** Se refiere al estancamiento al que se ha enfrentado la economía japonesa en las últimas tres décadas y suele aplicarse en referencia al temor de los economistas a que otros países desarrollados sigan su ejemplo.

**Metaverso:** Mundo virtual ficticio (del inglés «metaverse», contracción de «meta universe», es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**Oligopolio:** Situación en la que, en un mercado, existe un número reducido de oferentes (vendedores) que disponen de cierto poder de mercado y un gran número de demandantes (clientes).

**OMC:** Organización Mundial del Comercio.

**OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

**OPEP+:** OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

**PIB (producto interior bruto):** El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

**PMI:** Índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

**Punto básico (pb):** Un punto básico equivale a 0,01%.

**Punto de equilibrio de la inflación («inflation breakeven» en inglés):** Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

**Pricing power:** Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

**Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa:** Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

**SEC (Securities and Exchange Commission):** La SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

**Tipo swap de inflación a 5 años dentro de 5 años:** Indicador de mercado sobre las expectativas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Ofrece una visión de cómo pueden cambiar las expectativas de inflación en el futuro.

**Uberización:** Término inspirado en el nombre de la empresa estadounidense Uber, que desarrolla y opera plataformas digitales para conectar a conductores y usuarios. Designa a un nuevo modelo de negocio que aprovecha las nuevas tecnologías digitales y que forma parte de la economía colaborativa al poner en contacto directo a clientes y proveedores de servicios, con costes reducidos y precios más bajos.

**Value:** El estilo Value se refiere a las empresas que parecen cotizar a un precio reducido en relación con sus fundamentales. Las características comunes de las acciones Value incluyen una elevada rentabilidad por dividendo, y unos ratios precio-valor contable y precio-beneficio reducidos.

**VIX:** Índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices. amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

**WTI (West Texas Intermediate):** Junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

## EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez, sociedad de nacionalidad francesa, matriz de la actividad de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales o entidades vinculadas, esto es CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus filiales, sucursales y oficinas de representación respectivas, dondequiera que estén, operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás entidades de Indosuez Wealth Management se designarán individualmente el «Entidad», y conjuntamente, los «Entidades».

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo") y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o al garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o tratar de prestar servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o desde ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en la Guía Informativa, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales y normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** esta publicación es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.

- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.

- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.

- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.

- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.

- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a Inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (Inversores profesionales) (Cap. 571D)).

- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-G07 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.

- **En Dubái:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberán informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede fotocoparse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 23.06.2022.



