



MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto de 2022

Focus

Alemania: la espada de Damocles

• Índice

01• Editorial	P3
¿DEL ENDURECIMIENTO MONETARIO AL ENDURECIMIENTO ENERGÉTICO?	
02• Focus	P4
ALEMANIA: LA ESPADA DE DAMOCLES	
03• Macroeconomía	P6
PUNTOS CRÍTICOS	
04• Renta fija	P8
¿QUÉ VIENE DESPUÉS DE LA INFLACIÓN?	
05• Renta variable	P10
NAVEGAR EN UN MERCADO BAJISTA	
06• Divisas	P12
VOLATILIDAD E INCERTIDUMBRE EXTREMAS 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

¿DEL ENDURECIMIENTO MONETARIO AL ENDURECIMIENTO ENERGÉTICO?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Estimado/a lector/a:

¿Será el verano tan caluroso en los mercados como en las playas y en nuestras sofocantes ciudades?

Aunque ya hemos entrado en el periodo de bajo consumo del año, en el que suelen reponerse las reservas de gas, el temor a que los rusos cierren el grifo ha añadido otro factor de tensión a unos mercados que ya lidiaban con la estanflación y el endurecimiento monetario. A pesar de que el cierre del gasoducto Nordstream 1 al final será solo temporal, debería servir de recordatorio de la vulnerabilidad de Europa, tanto en el plano geopolítico como en el industrial. Aunque Rusia no tiene ningún interés en cortar sus entradas de divisas, mantiene una espada de Damocles sobre Europa, un arma disuasoria vinculada a la energía que probablemente siga lista para su uso, y que también sirve para mantener los precios de la energía altos.

Este nuevo culebrón sustenta y amplía la situación de estanflación, que ahora es algo consensuado. En realidad, los economistas y los inversores están sopesando básicamente dos hipótesis en la zona euro: una implica una fuerte desaceleración con la posibilidad de una contracción limitada del PIB durante uno o dos trimestres, y la otra, más grave, con una recesión a finales de 2022 o principios de 2023. La materialización de alguna de estas dos hipótesis depende en gran medida de que se mantenga el nivel actual de suministro de gas. Es probable que una situación de este tipo dé lugar a una inflación elevada hasta la primavera de 2023, con una relajación (quizás más lenta) de la inflación el año siguiente. Además, las expectativas de inflación a dos años son ahora mayores en Alemania que en EE. UU. ¡Cómo ha cambiado la suerte de Europa tras una década de inflación casi nula!

Este entorno complica aún más la tarea del Banco Central Europeo (BCE), ya que está atrapado entre la lucha contra la inflación y la gestión del riesgo de fragmentación. Lo racional es que la situación le lleve a ir en contra de la sabiduría que prevalecía hasta hace poco en Fráncfort (el fin de la compra de activos, y una subida moderada y muy gradual

de los tipos de interés). En este contexto, parecen más apropiados una subida rápida de los tipos hacia territorio positivo y la continuación del programa de compra de activos para contrarrestar el aumento de las primas de riesgo soberano. Así lo confirmó Christine Lagarde en la conferencia de prensa celebrada el 21 de julio.

Paradójicamente, este deterioro de las perspectivas macroeconómicas aún no se ha traducido en una rebaja de las expectativas de beneficios corporativos, que suelen tardar en ajustarse. Esta es otra de la larga lista de discrepancias en estos tiempos tan extraordinarios. Por el momento, los mensajes de los equipos directivos sobre la resistencia de los beneficios, tanto en la cartera de pedidos como en los márgenes de beneficio, siguen sorprendiendo por su optimismo, con un gran potencial para repercutir las subidas de costes en los precios. Esto es preocupante en dos aspectos. En primer lugar, confirma la formación de una espiral de precios (el poder de fijación de precios de las empresas fue una señal precisa de la inflación en 2021). En segundo lugar, el debilitamiento de la tendencia del crecimiento y la caída del poder adquisitivo repercutirán sin duda en los volúmenes de ventas, y los bienes de consumo y la distribución serán los más afectados.

Tras la conmoción del conflicto de Ucrania a finales de febrero, los mercados de renta variable han pasado de una corrección generada por la subida de los tipos a largo plazo a un ajuste de valoración (corrección de abril) por el temor a una recesión (corrección de junio), y la cuestión este verano es si los márgenes y los balances pasarán a encabezar la lista de preocupaciones. Esto no hace más que reforzar nuestra convicción desde mayo en los valores de gran calidad y en la vuelta a los valores tecnológicos rentables y a ciertos sectores Defensivos, después de haber priorizado las acciones *Value* desde principios de 2021. Las acciones con derecho a dividendo también siguen destacando, ya que los inversores buscan rendimientos superiores a la inflación.



5,6
PUNTOS
PORCENTUALES
del PIB de 2023
desaparecerán
con un corte del
gas ruso

Alemania está en el centro de la crisis energética de la UE. El DAX ha sufrido mucho en los mercados de valores europeos este año, y lo peor podría estar aún por llegar si Rusia sigue amenazando el suministro de gas. Sin embargo, desde una perspectiva a más largo plazo, la economía alemana podría presentar oportunidades interesantes, aunque habrá que tener paciencia.

LA TORMENTA PERFECTA: 2S 2022

La economía alemana se enfrenta actualmente a una serie de importantes desafíos: un enorme choque de la oferta por su exposición a la energía rusa y un choque de la demanda inoportuno por parte de los principales socios comerciales debido a los confinamientos intermitentes en China y a una probable recesión en EE. UU. Los datos de la actividad de mayo se mantuvieron relativamente resistentes dadas las circunstancias (la producción industrial bajó solo un 0,2% intermensual y las ventas minoristas subieron un 0,6%). Las exportaciones fueron un 19% mayores que en mayo de 2021, mientras que los atrasos en la fabricación siguen siendo grandes, ya que los cuellos de botella de la oferta han limitado la producción industrial (gráfico 1). Las importaciones, sin embargo, han aumentado un 34% interanual debido a la subida de los precios de importación de las materias primas, lo que ha provocado el primer déficit comercial alemán en 20 años.

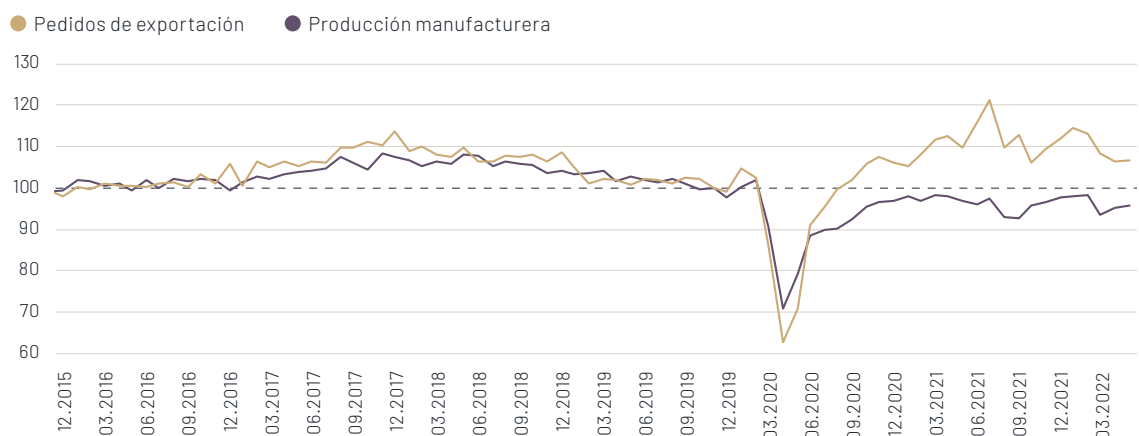
Gracias a la limitación temporal de los precios del transporte y el carburante por parte del Gobierno, la inflación experimentó un cierto alivio en junio (7,6% interanual frente al 7,9% de mayo). Los salarios aumentaron un 4% interanual en el 1T de 2022, mientras que el aumento de la tasa de desempleo en junio (hasta el 5,3%) está vinculado básica-

mente a la inscripción de los refugiados ucranianos en el mercado laboral. Sin embargo, los datos de las encuestas muestran los niveles extremos de incertidumbre que rodean a la crisis energética. El índice IFO de clima empresarial cayó a 92,3 puntos en junio (frente a los 98 de febrero), mientras que la encuesta de consumo GfK está muy por debajo de los niveles de marzo de 2020. El ritmo de creación de empleo también se ralentiza en las encuestas. La posible decisión de Rusia de interrumpir el suministro de gas supone una grave amenaza para el conjunto de la economía: podría restar -1,4 puntos porcentuales (pp) al crecimiento en 2022 y 5,6 pp en 2023 (tabla 1, página 7). Una vez más, es inoportuno, ya que los exportadores alemanes están empezando a recuperarse con la reapertura de la cadena de producción china, que se espera que favorezca el crecimiento en 2023, así como la debilidad del euro, que amortigua ligeramente el impacto en la competitividad del reciente repunte de los precios de producción (+33% interanual en junio).

RENTA VARIABLE EUROPEA: PLAN DE CONTINGENCIA

Alemania ha sufrido mucho en los mercados de renta variable europeos en lo que va de año: el DAX ha caído un 18% y el MDAX (muy expuesto a

GRÁFICO 1: LA PRODUCCIÓN MANUFACTURERA SUFRE CUELLOS DE BOTELLA EN LA CADENA DE SUMINISTRO (100=31.12.2015)



Fuentes: Estadísticas federales de Alemania, Indosuez Wealth Management.

la economía alemana), un 27%. El actual entorno de extrema incertidumbre y de incremento de los riesgos de recesión exige un aumento de la infraponderación en la renta variable europea (en particular, la alemana), a pesar de esta corrección, ya de por sí muy acusada. No obstante, dada su exposición internacional, el DAX podría beneficiarse a corto plazo de la debilidad del euro o de una buena noticia sobre las importaciones de gas ruso, aunque la volatilidad seguirá siendo elevada y estará condicionada por los acontecimientos. Por el contrario, las áreas de inversión verde deberían ser testigos de un crecimiento dinámico del capex el próximo año que sustente el crecimiento futuro de los beneficios.

gran cantidad de gas, sobre todo, los sectores de la automoción y la química. Para hacer frente al riesgo de escasez, el país se ha visto obligado a reactivar las centrales de carbón, lo que retrasa así la neutralidad de sus emisiones de gases de efecto invernadero después de 2035. También prevé un importante impulso a las soluciones de gas natural licuado (GNL): aumento de las importaciones de GNL, 200.000 millones de euros de aquí a 2026 en infraestructuras de recarga, tecnología del hidrógeno y modernización de la industria, 3.000 millones de euros para la adquisición de cuatro FSRU (unidad flotante de almacenamiento y regasificación) y 500 millones de euros en la construcción de una terminal de GNL, un regalo inesperado para los constructores de este tipo de infraestructuras.



OBJETIVO 2030: EL

80%

de la energía producida en Alemania, de energías renovables

TRANSFORMAR LOS RETOS EN OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

En medio de la incertidumbre, Alemania alberga, de hecho, varias fuentes de crecimiento futuro. Su reducido nivel de deuda pública¹, la política aún acomodaticia del BCE, junto con la debilidad del euro y la estabilidad política deberían ayudar a la economía a atravesar las grandes transiciones que se avecinan.

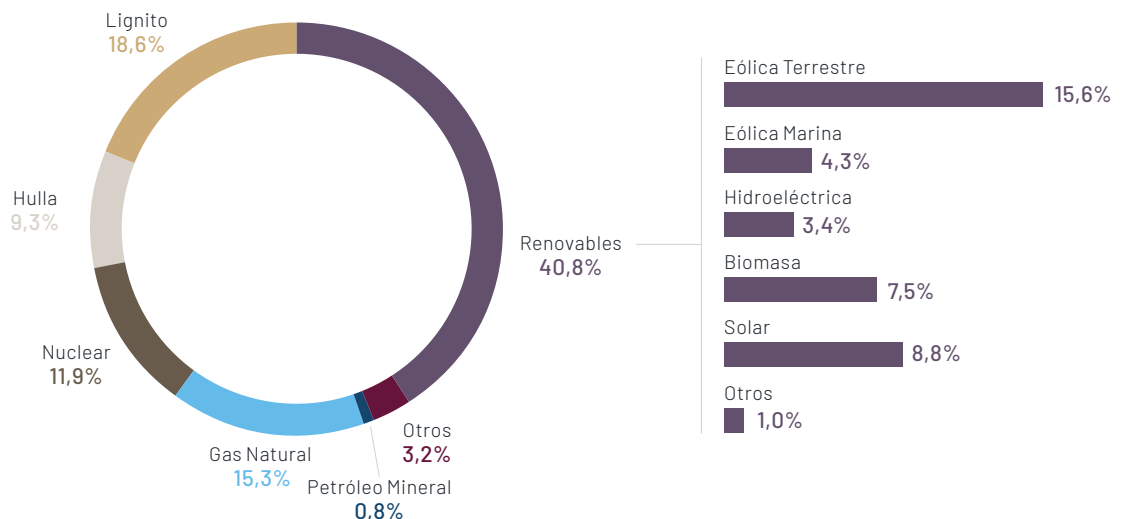
El aumento de los precios de los combustibles fósiles es un nuevo catalizador para una energía más limpia

Incluso antes de la guerra de Ucrania, las reformas energéticas eran noticia en Alemania. Sin embargo, la industria alemana sigue precisando

Además, el Parlamento anunció el 8 de julio su mayor plan de expansión de las energías renovables. La hoja de ruta prevé: racionalizar la legislación, duplicar la capacidad de energía eólica terrestre de Alemania (hasta 115 GW), triplicar la energía solar (hasta 215 GW) y ampliar la energía eólica marina (hasta 30 GW) antes de 2030.

El nuevo objetivo es producir el 80% de su energía a partir de energías renovables para 2030 (frente al 41% actual, gráfico 2). Se espera que se anuncien las correspondientes inversiones en infraestructuras, pero la zona gris sigue siendo el carácter intermitente de las energías renovables y las tecnologías de almacenamiento, que actualmente acentúan la dependencia del gas en invierno.

GRÁFICO 2: PROPORCIÓN DE LAS FUENTES DE ENERGÍA EN LA PRODUCCIÓN BRUTA DE ELECTRICIDAD EN ALEMANIA (2021), %



Fuentes: BDEW-Asociación Alemana de Industrias de la Energía y el Agua, Indosuez Wealth Management.

1-A pesar de los 30.000 millones de euros en medidas de apoyo a la energía, el ratio de deuda caerá del 69% del PIB en 2021 al 63% en 2022 gracias al fin de las medidas COVID-19 y al impacto positivo de la inflación en el denominador del PIB nominal.



EE. UU. y Europa se enfrentan a diferentes desafíos, aunque se espera que ambos esquiven por poco la recesión en el 2S de 2022, y los riesgos se concentran a la baja en Europa. Los mercados emergentes están más o menos preparados para afrontar el endurecimiento monetario mundial, y algunos países se beneficiarán de la actual recuperación de China, que debería amortiguar el golpe de la caída de los precios de las materias primas.

EE. UU.: ELIGE TU VENENO

Inflación o recesión, esa es la cuestión para la Fed. La combinación de un sólido informe sobre el empleo y una inflación superior a la prevista en junio (9,1% interanual) confirma otra subida de los tipos de la Fed de 75 puntos básicos (pb) a finales de julio. El mercado inmobiliario es el primero en sufrir las consecuencias, con unos tipos hipotecarios fijos a 30 años en el 5,5% en julio y las ventas de viviendas existentes ya a la baja un 9% interanual a mayo. El gasto global de consumo, ajustado a la inflación, cayó un 0,4% en mayo. Sin embargo, los consumidores pesimistas parecen estar atentos al duro discurso de la Fed y han estabilizado sus expectativas de inflación a 12 meses en las encuestas en una tasa todavía elevada del 5,3%. Además, las encuestas del PMI (índice de gestores de compras) de julio apuntan a una relajación del elevado crecimiento de los precios de los insumos, aunque muestran una caída generalizada de la demanda tanto en los servicios como en la industria. Las expectativas de producción futura y los nuevos pedidos indican un descenso de la actividad en los meses de verano. Las encuestas, al igual que los mercados, pueden ser demasiado pesimistas, pero hay mucho en juego dada

la proximidad de las elecciones de mitad de mandato de noviembre. El FMI ha rebajado su previsión de crecimiento de EE. UU. para 2022 del 2,9% al 2,3% de finales de junio, y del 1,7% al 1,0% en 2023, con lo que la economía evitará por poco la recesión, mientras que la Fed reevaluará el efecto de sus medidas a finales de este año. Se espera que el impacto de su política haya reducido la demanda interna al entrar en 2023 para reducir la inflación.

CHINA: REAPERTURA

China sigue en su mundo particular, con una inflación reducida envidiable, un mercado inmobiliario que hay que sanear (véase la página 8 de Renta Fija) y la necesidad de estimular su economía con un plan de infraestructuras muy esperado, ya que sus confinamientos por la COVID-19 siguen limitando la economía. Las ventas minoristas sorprendieron al alza en junio (subida del 3,1%), mientras que la producción industrial creció un 3,9% interanual. En contraste con Occidente, se espera que tanto la política fiscal como la monetaria sigan siendo acomodaticias y prevemos que la economía se acelere a partir del 3T, con un crecimiento previsto del 5,3% en 2023 (tras el 3,5% de 2022). La mejora del comercio chino debería sustentar



Las expectativas de
**INFLACIÓN
A 12 MESES**
del consumo
estadounidense,
estables en el
5,3%



AUMENTO DE
>10 PP
en el tipo de
interés del banco
central de Brasil
desde el 3T de 2021

la recuperación de sus principales socios comerciales, especialmente, Corea del Sur (9% de las importaciones de China en 2021), Japón (8,4%), Australia (6,7%), Alemania (4,9%) y Brasil (4,5%).

MERCADOS EMERGENTES: ADELANTARSE A LOS ACONTECIMIENTOS

Los países latinoamericanos se enfrentan a diversos obstáculos políticos este otoño, aunque disponen de suficiente experiencia con la hiperinflación como para encabezar las medidas de endurecimiento, a pesar de la reciente penalización del peso chileno por no haberse ajustado tanto como se esperaba. Estas economías también se verán afectadas de forma diferente por las variaciones de los precios de las materias primas, por un lado, con un alivio en la inflación de los precios de los alimentos y la energía, y, por otro, con una caída de los ingresos públicos y de las exportaciones de materias primas, especialmente de los exportadores de metales, a la espera del efecto de la total recuperación de la demanda china. Los países del Golfo siguen beneficiándose de los altos precios de la energía y de la demanda (tanto de petróleo como de gas), al tiempo que endurecen su política monetaria para salvaguardar su vinculación a un dólar estadounidense al alza. La subida de esta moneda es el mayor riesgo para los mercados emergentes, ya que aumenta el precio de las importaciones y encarece el coste de la deuda denominada en divisa extranjera. Tras el impago de Sri Lanka, los seguros de impago han aumentado hasta niveles extremos para El Salvador,

Ghana, Egipto, Túnez y Pakistán. Turquía también permanece en alerta debido a su hiperinflación (79% interanual). Sin embargo, a medida que la inflación se estabiliza y el dólar se relaja, los países que lideran el ciclo de tipos pueden ver el retorno de las corrientes de entrada, dada la persistencia de la incertidumbre en las economías avanzadas. Este es el caso, en particular, de Brasil, que ha elevado su tipo de interés más de 10 pp desde marzo de 2021. El país también debería conseguir reducir, al menos temporalmente, su ratio de deuda pública del 89% de 2020 al 78%, gracias a un impulso excepcional de las entradas de materias primas.

EUROPA: EL PRINCIPAL RIESGO PARA NUESTRO ESCENARIO

Las ventas minoristas de la zona euro aumentaron un 0,2% interanual en mayo (frente al descenso del 0,4 previsto por el consenso) y parecen haber vuelto a su tendencia pre-COVID-19 gracias a los importantes colchones fiscales y a un mercado de trabajo aún sólido (la tasa de desempleo sigue en mínimos históricos, en el 6,6% en mayo). Es una buena noticia para el 2T, pero no garantiza nada en el 3T, ya que los indicadores de confianza han caído tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. La crisis energética de Europa (véase la página 4) será el punto crítico de la actividad económica del 2S. El BCE y otros bancos centrales europeos publicaron en junio una hipótesis adversa según la cual el PIB caería un 1,7% en 2023 si las exportaciones de energía rusa se detuvieran por completo en el 3T de 2022 (tabla 1).

TABLA 1: BANCOS CENTRALES NACIONALES DE LA ZONA DEL EURO:
ESCENARIO DE REFERENCIA FRENTE A ESCENARIO ADVERSO
(CORTE DE LA ENERGÍA RUSA), %

	CRECIMIENTO DEL PIB, %			INFLACIÓN, %		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Alemania referencia	1,9%	2,4%	1,8%	7,1%	4,5%	2,6%
Alemania adversa	0,5%	-3,2%	4,3%	7,6%	6,1%	2,8%
Francia referencia	2,3%	1,2%	1,7%	5,6%	3,4%	1,9%
Francia adversa	1,5%	-1,3%	1,3%	6,1%	7,0%	0,7%
Zona euro referencia	2,8%	2,1%	2,1%	6,8%	3,5%	2,1%
Zona euro adversa	1,3%	-1,7%	3,0%	8,0%	6,4%	1,9%

Fuentes: Amundi Institute, BCE, Bundesbank, Banque de France, Banco de España (junio de 2022), Indosuez Wealth Management.

Aunque el presidente de Sri Lanka es la primera figura política en pagar el precio de la inflación, las tensiones aumentan en Europa por los precios disparados de la energía, en Asia por la caída del sector inmobiliario y en el Reino Unido por la inflación generalizada. Tras los históricos resultados negativos del primer trimestre, ¿es la renta fija una inversión imprescindible en el segundo trimestre de este año?

BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales luchan contra la inflación y siguen subiendo los tipos de interés. La liquidez está agotándose con rapidez en las economías y la última encuesta bancaria publicada por el BCE muestra un rápido endurecimiento de las condiciones de crédito para el sector privado, tanto consumidores como empresas.

Las curvas de rentabilidades se aplanan (gráfico 3) debido a las sombrías perspectivas de crecimiento de los próximos trimestres: los tipos a largo plazo descuentan unos bancos centrales conciliadores en 2023, mientras que los vencimientos a corto plazo se disparan cuando se producen subidas de tipos.

Los mercados vinculados a la inflación han retrocedido con fuerza desde mediados de junio, debido al descenso de los precios de la energía y los metales.

El BCE realizó una subida de 50 pb en su reunión de julio, una magnitud que no se veía desde finales de los años 90. La presidenta Lagarde también anunció la forma del Instrumento para la Protección de la Transmisión, diseñado para garantizar una financiación fluida de los Estados. Lo comentaremos con más detalle en la próxima publicación.

DEUDA CORPORATIVA

En cuanto al crédito europeo, mantenemos una postura prudente sobre el crédito *investment grade* (IG) en euros, a pesar de que los diferencia-

les y las rentabilidades parecen interesantes en este momento.

Algunos participantes en el mercado prevén que, en caso de cierre total del suministro de gas, el diferencial de crédito se ampliaría en unos 100 pb en el IG y 325 pb en el *high yield* (HY).

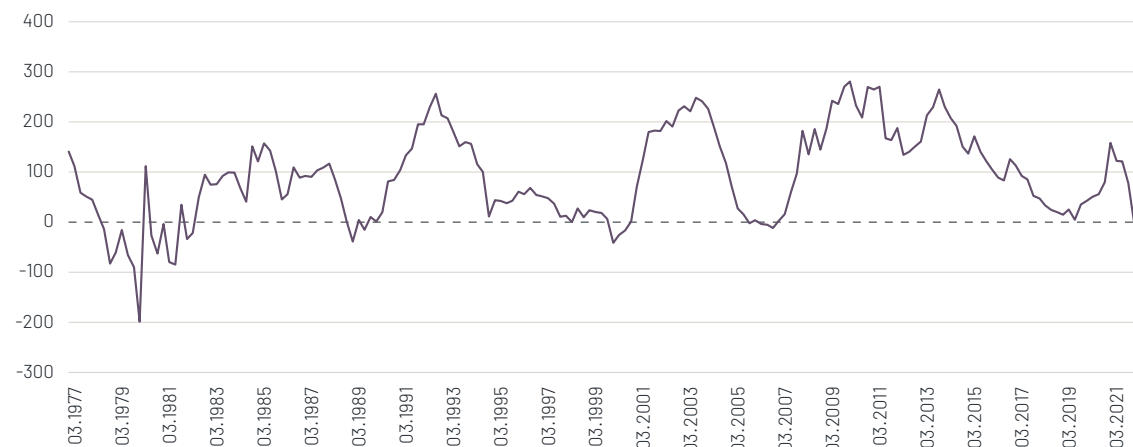
Sin embargo, identificamos algunos puntos interesantes en este contexto. En los niveles actuales, la tasa de impago implícita se acerca al 10% (niveles acumulados a 5 años), lo que supone más de 10 veces la tasa de impago histórica del IG. La oferta debería moderarse en los próximos meses, hasta el punto de que algunos analistas prevén una oferta neta del IG en euros cercana a cero para el segundo semestre del año.

Respecto al HY, los niveles actuales de unos 600 pb para el índice Xover implican una tasa de impago acumulada de casi el 40% en 5 años, muy por encima de los niveles históricos de las tasas realizadas.

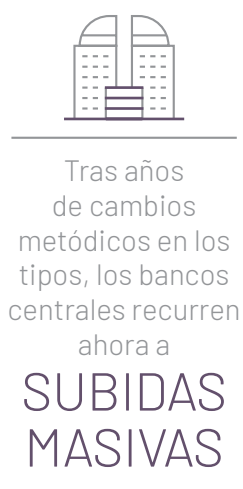
En el caso de los híbridos corporativos, hemos asistido a una subida mítica de los diferenciales y una caída de los precios de los bonos, provocada principalmente por los mercados inmobiliarios.

Como aspecto positivo, algunos emisores han estado activos en la gestión del pasivo y han comprado deuda en el mercado con grandes descuentos, lo que ha enviado una señal positiva al mercado.

GRÁFICO 3: PENDIENTE DE 2-10 AÑOS Y RECESIONES EN EE. UU



Fuentes: Bloomberg LP, Indosuez Wealth Management.



FUNDAMENTALES

El S&P ha realizado una prueba de resistencia a la recesión de la deuda corporativa europea de alto rendimiento en cuatro hipótesis diferentes, aunque la hipótesis principal sigue siendo la ausencia de recesión en Europa. Los bonos corporativos con calificación B e inferior, que serían las más vulnerables a una recesión, han aumentado proporcionalmente después de la pandemia. Por sectores, los servicios públicos, los productos químicos, los hoteles, los videojuegos y el ocio podrían ver un apalancamiento mucho mayor en una hipótesis de recesión grave. La fuerza de la recuperación de la pandemia ha mejorado los beneficios y los balances de las empresas. En la hipótesis de mayor tensión de una recesión total, con una disminución del 20% en el EBITDA de las empresas, alrededor del 50% del alto rendimiento europeo podría tener un flujo de caja operativo libre negativo. No obstante, el alcance y el ritmo de las rebajas dependerán de la persistencia de los déficits de tesorería según las agencias de calificación, ya que la mayoría de los emisores se enfrentan a riesgos de liquidez limitados a corto plazo, gracias a unos amplios vencimientos de deuda.

CRÉDITO ASIÁTICO

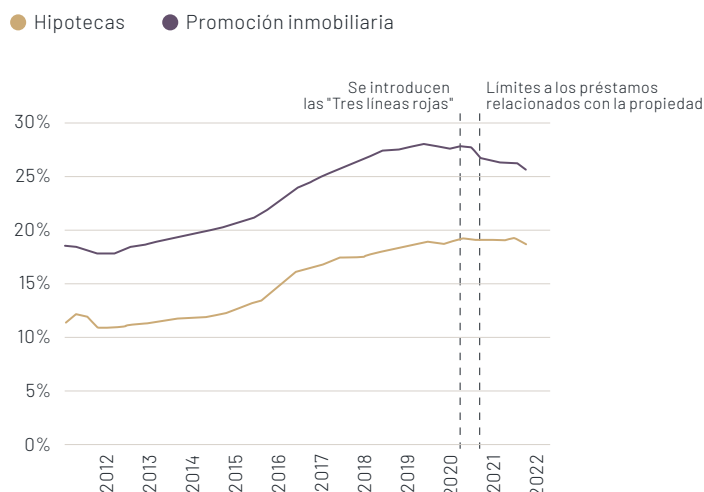
Prosiguen los desafíos para el crédito de Asia, ya que tanto el *investment grade* como el *high yield* de Asia siguieron sufriendo presiones en múltiples frentes. Las condiciones empeoraron aún más por las continuas salidas de los fondos de los mercados emergentes y, por consiguiente, del crédito asiático. Además, este se enfrenta a sus propios retos, ya que la política china de "COVID cero" ha llevado a confinamientos en las principales ciudades. A pesar de las medidas para amortiguar el impacto y estimular la economía, los confinamientos llevaron a

una ralentización sustancial de la actividad económica en muchos sectores, incluidas las ventas de inmuebles en abril y mayo. Las políticas siguen siendo favorables, lo que ha dado lugar a la aparición de indicadores preliminares de recuperación, aunque los inversores mantienen la prudencia y siguen al margen.

Dadas las tensiones en el HY de Asia, se ha producido un cambio estructural en el universo del crédito asiático. El HY de Asia solía representar el 18% del crédito del continente, mientras que el sector inmobiliario chino representaba el 45% del HY de Asia, casi la mitad de la cesta. En la actualidad, el sector inmobiliario chino ha caído a solo el 15% del HY de Asia, con lo que este ha descendido a solo el 11% del universo de crédito de Asia en un año.

Es una situación sin precedentes en la historia del crédito asiático: al menos 21 promotores con un total agregado de 80.000 millones de dólares en bonos han caído en impago desde julio del año pasado, mientras que otros 16 promotores con otros 6.000 millones de dólares han prorrogado sus obligaciones este año. Sin embargo, el sector inmobiliario chino ha recibido un nuevo golpe en julio, ya que los compradores de al menos 230 proyectos en 80 ciudades han boicoteado el pago de las hipotecas: se calcula que el total de hipotecas paralizadas asciende a unos 2 billones de yuanes (300.000 millones de dólares). El último anuncio de medidas establece una posible carencia en el pago de los proyectos paralizados sin incurrir en penalizaciones, ya que las autoridades intentan evitar una crisis de confianza en el mercado inmobiliario. Aunque mantenemos el optimismo con respecto a la renta variable china y la reapertura en el 2S, el mercado de crédito inmobiliario chino (gráfico 4) es un factor de riesgo que hay que tener presente.

GRÁFICO 4: PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS EN CHINA (% DEL TOTAL DE PRÉSTAMOS)



Fuentes: Refinitiv Datastream/Fathom Consulting, Indosuez Wealth Management.



Priorizamos
LA CALIDAD
A UN PRECIO
RAZONABLE
(QARP)

En las últimas semanas se ha producido un fuerte cambio en la percepción del riesgo de mercado, ya que el riesgo de recesión domina ahora sobre los temores de inflación, lo que se ha reflejado en la reciente caída de los rendimientos a largo plazo. Las expectativas de crecimiento de los beneficios resisten, aunque la nueva temporada de presentación de resultados será la prueba definitiva. En este contexto, los valores chinos y los valores temáticos de Calidad y Medio ambiente ofrecen ciertos focos de resistencia y diversificación.

BENEFICIOS Y VALORACIÓN

La temporada de resultados del 2T de 2022 ya está avanzada en EE. UU. y empieza ahora en Europa. Las revisiones de los beneficios siguen aguantando (gráfico 5), aunque muy impulsadas por las materias primas. En EE. UU., la tendencia de los beneficio por acción (BPA) empieza a disminuir, pero a un ritmo moderado. En el contexto actual de mayor volatilidad, los inversores seguirán con atención y desconfianza las proyecciones de las empresas.

En cuanto a la valoración, los rendimientos reales se han estabilizado en las últimas semanas. A escala mundial, los niveles absolutos se mantienen por debajo de su media de largo plazo, con la excepción del S&P 500, que, a pesar de su marcado descenso, apenas ha vuelto a su media histórica.

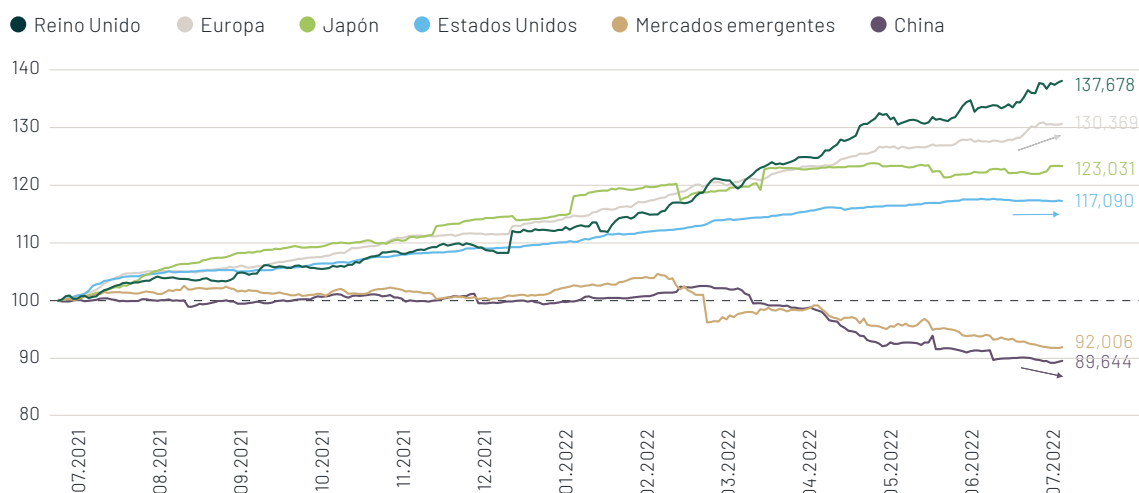
ESTADOS UNIDOS

La prudencia sigue justificada, ya que los últimos datos macroeconómicos muestran que la inflación no ha tocado techo y está empezando a afectar al

gasto en consumo (el principal motor del crecimiento de EE. UU., con un descenso del -0,4% ajustado por inflación). Los inversores esperan ahora una subida de tipos de entre 75 y 100 pb en julio. Sin embargo, los índices de renta variable están estabilizados desde hace varias semanas. El rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años se ha consolidado en un rango cercano al 3%, lo que aporta una breve tregua al mercado, en particular, para las acciones de Crecimiento.

Los mercados estadounidenses siguen siendo un refugio para algunos inversores durante los periodos de incertidumbre geopolítica, como se refleja en el reciente fortalecimiento del dólar. En este entorno, somos partidarios de la calidad a un precio razonable (QARP), pero seguimos siendo prudentes con los valores Cíclicos. Las recientes revisiones negativas y las decepciones en las presentaciones de resultados del 2T en EE. UU. están afectando principalmente a los valores Cíclicos (industria, banca y consumo discrecional), pero la tecnología (sorpresa de crecimiento del BPA del 6%) y la sanidad (+7%) se mantienen bien en este momento, lo que valida nuestra preferencia por la Calidad.

GRÁFICO 5: REVISIONES DE BENEFICIOS POR ZONAS, 100 = JULIO DE 2021



Nota: El BPA a 12 meses sigue aumentando en los principales mercados desarrollados. Europa y el Reino Unido se aceleran al alza, mientras que EE. UU. se estabiliza. Sin embargo, en los mercados emergentes y China, la tendencia sigue siendo a la baja.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPA

El entorno macroeconómico sigue siendo difícil para la zona euro por el impacto desmesurado del conflicto entre Rusia y Ucrania en términos de inflación y costes energéticos. La atención de los inversores ha pasado del endurecimiento de la política monetaria a la recesión. A pesar de las proyecciones positivas de los directivos y una temporada de resultados que ha empezado con una revisión al alza de las expectativas, los inversores creen que la falta de visibilidad para los próximos trimestres llevará a revisiones negativas importantes. Por lo tanto, las valoraciones históricamente bajas de los mercados europeos ya no son un catalizador, por lo que mantenemos la prudencia a la espera de una señal o una tregua clara, ya sea de la inflación, los tipos o la guerra. Mientras tanto, nos inclinamos por una postura defensiva por medio del mercado británico y suizo, pero, una vez más, en términos relativos.

ESTILO: CENTRADO EN LA CALIDAD, COMPLETADO CON EL VALUE

La reciente caída de los rendimientos a largo plazo ha sido un fuerte catalizador para el buen comportamiento de las temáticas de Calidad (gráfico 6). Se espera que la próxima temporada de resultados suponga otro apoyo para estos valores de Calidad, ya que los inversores deberían recompensar a las empresas con mayor visibilidad en sus proyecciones y que muestren beneficios resistentes. En el contexto de la estanflación, nos orientamos hacia las acciones con derecho a dividendo resistentes que ofrezcan una buena protección contra la inflación.

Con los rendimientos a la baja, el *Value* ha perdido uno de sus principales motores. La reciente corrección de los precios del petróleo y las materias primas también ha afectado a la estrategia. En cuanto a la fuerza de la reciente corrección, preferimos esperar a ver un repunte técnico del estilo para reducir la exposición.

La rotación actual ha beneficiado a los valores de Crecimiento, gracias a la caída de los rendimientos de los bonos, lo que ha favorecido una revalorización a corto plazo de los valores de larga duración. Consideramos que aún es pronto para volver de forma general a las empresas de Crecimiento, pero tenemos cierta preferencia por la temática del Enfoque Medioambiental (ya que la escasez de gas reforzará las inversiones en energías alternativas, véase Focus en la página 4) y la de la Edad de Plata por sus aspectos defensivos.

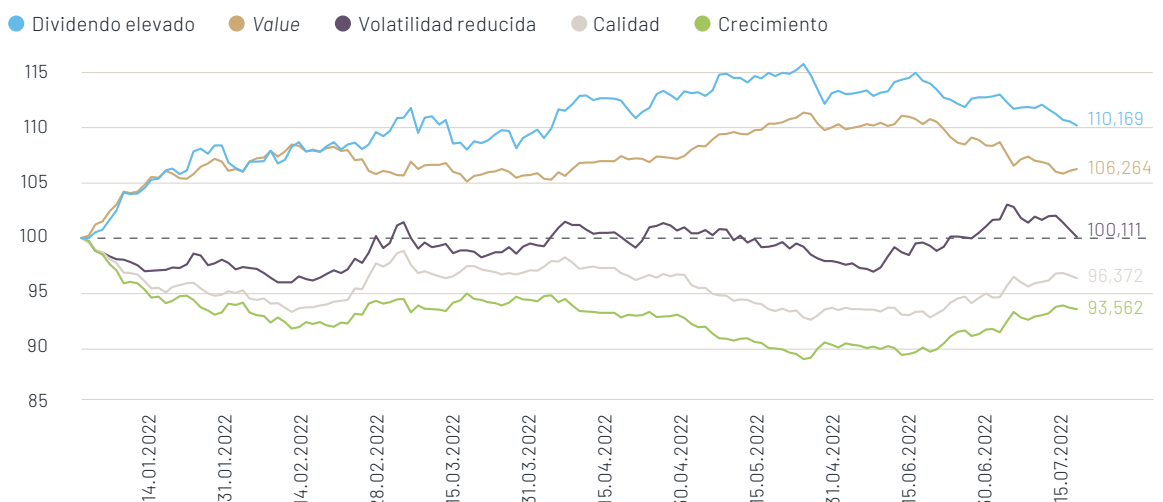


Optimistas con respecto a la
RENTA VARIABLE CHINA
para el 2S de 2022

MERCADOS EMERGENTES

Mantenemos el optimismo en la renta variable china a partir del 2S de 2022. La economía china ha seguido mejorando. Las exportaciones volvieron a ser el punto destacado en junio, ya que los datos publicados superaron con creces las expectativas. En las últimas semanas ha habido una corriente constante de mensajes sobre políticas de apoyo por parte del Gobierno. Esperamos un importante aumento del gasto en infraestructuras a lo largo del año. Aunque estamos atentos a las posibles medidas de supresión para la COVID-19, creemos que un cambio en el mensaje oficial sobre la regulación de la economía de plataformas debería ser un buen augurio para los valores estrella de crecimiento de la tecnología y el consumo durante el 2S.

GRÁFICO 6: RENTABILIDAD RELATIVA ACUMULADA EN EL AÑO, MSCI EUROPA FACTORES



Nota: El *Value* y los dividendos elevados han sido los mejores factores en lo que va de año, pero están perdiendo impetu porque el rendimiento a largo plazo ya no está subiendo. La volatilidad reducida (defensiva) y la Calidad, por el contrario, están ganando impetu, al igual que el Crecimiento.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

VOLATILIDAD E INCERTIDUMBRE EXTREMAS EN EL MERCADO DE DIVISAS



En el verano de 2022 se han superado muchos niveles significativos a largo plazo en el mercado de divisas, ya que el dólar alcanza nuevas cotas en medio de una amplia aversión al riesgo, mientras que los bancos centrales cambian la política monetaria a grandes pasos y a un ritmo rápido. El futuro de algunas monedas, especialmente en Europa, es más incierto que nunca.



El franco suizo es,
probablemente,

**LA MEJOR
DIVISA
REFUGIO**

a largo plazo

CHF

El franco suizo es una divisa refugio fiable para la tormenta de inflación que se cierne sobre los mercados. De hecho, creemos que es la única divisa refugio, aparte del dólar, dentro del universo de divisas del G10. Desde diciembre, el Banco Nacional Suizo (BNS) ha introducido cambios muy significativos en su política monetaria, lo que supone que el franco será, probablemente, la moneda más resistente a la inflación:

- En el 4T de 2021 permitieron que el tipo de cambio del franco volviera a apreciarse para mitigar las presiones inflacionistas mundiales.
- A mediados de junio de 2022 subieron los tipos un 0,5% y añadieron que intervendrían para comprar francos suizos en los mercados de divisas si se debilitaba demasiado.

Teniendo en cuenta las ingentes reservas de divisas del BNS (> 900.000 millones de francos, es decir, alrededor del 125% del PIB anual), y su determinación de luchar contra la inflación, hay pocos motivos para creer que el franco suizo pueda depreciarse de forma significativa. Además, la escasa dependencia de Suiza de los combustibles fósiles significa que es probable que su superávit por cuenta corriente procedente de las exportaciones de alto valor añadido siga resistiendo bien.

Aunque es probable que el dólar sea la primera moneda en beneficiarse de un entorno de gran aversión al riesgo, la baja inflación y los fundamentales tan sólidos que rodean al franco suizo significan que es probable que esta sea la mejor moneda refugio a largo plazo.

EUR

Aunque el BCE aumentó los tipos de interés en unos sorprendentes 50 pb, el euro no subió mucho por la percepción de falta de peso (o más bien exceso de condicionalidad) en el Instrumento para la Protección de la Transmisión: los mercados parecen poner en duda su influencia. También hay que tener en cuenta que, incluso con las subidas de tipos y la herramienta antifragmentación, las perspectivas del euro siguen empañadas por la guerra y los temores a la recesión, por lo que, incluso con una herramienta más fuerte, habría sido difícil volver a superar el 1,04. Sin embargo, el euro seguirá por ahora en el limbo y habrá que seguir muy de cerca los datos de la zona euro durante el verano.



El ororebasa el nivel de soporte de **1.800 DÓLARES**

GBP

El GBP/USD se ha visto sometido a presión recientemente tras la última serie de datos macroeconómicos positivos de la economía estadounidense, lo que ha allanado el camino para una Fed “agresiva” durante la reunión de julio del FOMC.

Aunque la dimisión de Boris Johnson en el Reino Unido no ha tenido un efecto significativo sobre la libra esterlina, la economía británica sigue enfrentándose a grandes desafíos, empezando por unas cifras de inflación en alza (9,4% interanual) que obligan al Banco de Inglaterra a subir los tipos, justo en el momento en que su economía podría contraerse en junio por la presión de la reducción de la renta real.

Además, la perspectiva de un nuevo punto muerto con la UE —en caso de que el protocolo de Irlanda del Norte sea suspendido unilateralmente por el Gobierno británico— se suma al clima bajista de la libra.

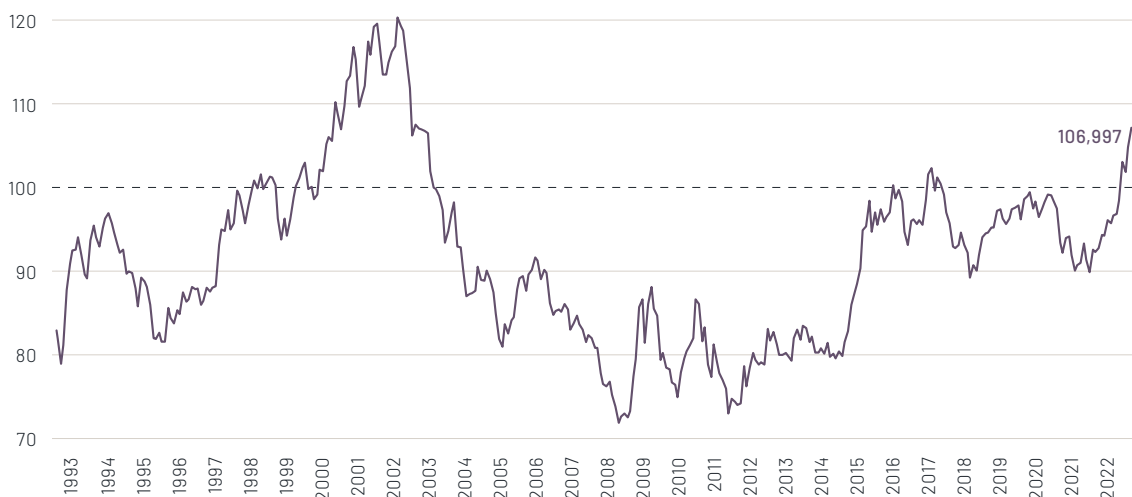
USD

El dólar ha alcanzado nuevas cotas (gráfico 7), ya que la volatilidad de los mercados sigue siendo fuerte y los inversores se enfrentan a una abundancia de incertidumbres macroeconómicas. La comodidad de poder obtener rendimientos de los depósitos a corto plazo superiores al 3% en la principal moneda de reserva del mundo es una opción demasiado seductora para unos inversores con la confianza mermada por los mercados bajistas y los riesgos de recesión. Sin embargo, se trata de niveles extremos de fortaleza a largo plazo y, aunque el dólar servirá de refugio en las tormentas que sacuden los mercados, comprarlo a este precio tampoco es una opción fácil.

ORO

El oro cedió finalmente a la presión de múltiples frentes en julio y cayó más allá del nivel de soporte de 1.800 dólares por la presión de las grandes corrientes de ventas en los ETF de oro y las posiciones cortas que se colocan por medio de los futuros. Desde el punto de vista macroeconómico, la fortaleza de los tipos de interés del dólar estadounidense y el propio dólar fueron los factores más importantes. Después de poner a prueba los 1.680 dólares, es evidente que, en este nivel, el soporte es sólido, sin embargo, será necesario un nuevo discurso o un catalizador para favorecer una recuperación adecuada (o que los tipos de interés estadounidenses se relajen).

GRÁFICO 7: ÍNDICE USD MULTIDÉCADA



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

07 • Asignación de activos

ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN



MAYOR
PROBABILIDAD
de entrar
en recesión

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

- **Geopolítica y energía:** el nivel de incertidumbre probablemente seguirá siendo muy elevado este verano, con el riesgo de que la política italiana, el conflicto en Ucrania y las tensiones energéticas sigan llevando a la aversión al riesgo.
- **Crecimiento:** una mayor probabilidad de entrar en recesión, con un abanico de hipótesis que van desde una contracción temporal del PIB de uno o dos trimestres, hasta una recesión más grave. El factor desencadenante sigue siendo la hipótesis del gas ruso, ya que una reducción total del gasoducto podría afectar al PIB de la zona euro en varios puntos. Los consumidores se llevan la peor parte de este contexto de estanflación, como refleja el nivel de recesión de la confianza de los consumidores. Los consumidores estadounidenses empiezan a reducir sus expectativas de inflación, pero están pagando cara la política agresiva de la Fed. Las perspectivas mejoran en China, aunque gradualmente, con un riesgo en el mercado inmobiliario que hay que tener presente.
- **Inflación:** la inflación seguirá siendo elevada (en torno al 8% en 2022) debido a los elevados precios de la energía y los alimentos, mientras que las tensiones sociales provocadas por la inflación alimentarán las subidas salariales y aumentarán las tensiones inflacionistas. La inflación de 2023 podría ser una mezcla de contribuciones menores (o negativas) a la inflación de la energía debido a los efectos de base, mientras que la inflación subyacente debería mantenerse por encima del 3%, a menos que una recesión debilite significativamente el empleo.
- **Bancos centrales:** se confirma la aceleración de la normalización con la salida del BCE de los tipos negativos y la adaptación de su postura a este nuevo entorno, lo que requiere tipos más altos, pero también una mayor acción de balance para controlar los diferenciales periféricos. La Fed mantiene su compromiso de luchar contra la inflación, pero con un interrogante sobre la resistencia de la postura en caso de recesión. Es probable que la Fed ponga fin a las subidas de tipos en el 1T de 2023 y los temores de recesión alimentan las expectativas de recortes de tipos en el 2S de 2023. Diversos bancos centrales de los mercados emergentes están ya muy comprometidos en este camino de normalización, mientras que el banco central chino mantendrá su postura acomodaticia.
- **Rendimientos de los bonos a largo plazo:** como consecuencia, se espera que el aplanamiento de las curvas de rendimiento, especialmente en la

zona euro, que refleja tanto la aceleración de la normalización de los tipos a corto plazo como el impacto de los temores de recesión, y la introducción del nuevo Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI) del BCE en los rendimientos de los bonos a largo plazo.

- **Beneficios empresariales:** seguimos viendo una gran divergencia entre los pobres datos macroeconómicos y las previsiones optimistas de los analistas, las cuales se traducen en unas proyecciones confiadas de los directivos, sobre todo, por su poder de fijación de precios. Sin embargo, creemos que los beneficios pronto empezarán a reflejar un declive del entorno, ya sea por un menor crecimiento de los ingresos o por mayores provisiones/menores márgenes, especialmente, frente al excepcional nivel de beneficios generado en 2021. En cabeza se sitúan los mercados de renta variable, ya que, desde junio, la corrección se riga cada vez más por el temor a la recesión.
- **Tasas de morosidad y condiciones de liquidez:** las tasas de morosidad aumentarán sin duda en un contexto de estanflación más allá de lo que esperan las agencias de calificación, aunque no hasta el nivel implícito que refleja la gran ampliación de los diferenciales de crédito. Así, el mercado de crédito ofrece generosas primas de riesgo a los inversores, lo que compensa no solo la probabilidad de impago, sino también el riesgo de liquidez y la volatilidad. A corto plazo, la limitada liquidez del verano y los riesgos de recesión deberían seguir pesando sobre los precios del mercado.
- **Régimen de mercado:** como el régimen de mercado está pasando de los temores de normalización a una mayor probabilidad de recesión, estamos volviendo (posiblemente de forma temporal) a un régimen de correlación inversa entre bonos y acciones. No obstante, aunque el riesgo de recesión tenga su origen en la crisis energética, es probable que la comparación con los regímenes de mercado de recesiones pasadas sería engañosa. Por lo tanto, los inversores deben seguir siendo ágiles ante estas correlaciones inestables, mientras que la ausencia de "puts" de los bancos centrales está restableciendo la volatilidad de la renta variable y del crédito en niveles superiores.

ESTRATEGIA DE ASIGNACIÓN

- **Renta variable:** mantenemos una infraponderación moderada debido a las revisiones previstas del BPA, así como a los crecientes riesgos de recesión, aunque las valoraciones parecen ahora más atractivas. En un entorno complejo, aumentamos

nuestra preferencia por los activos de Calidad y por las empresas *Value* que se benefician de este contexto de estanflación, con una mayor orientación hacia acciones con derecho a dividendo resistentes que ofrezcan una buena protección contra la inflación. La inversión de la dirección del rendimiento de los bonos puede sustentar las acciones de Crecimiento, aunque los inversores deberían centrarse en la tecnología rentable. Seguimos infraponderando los valores Cíclicos, industriales y de consumo discrecional. Por zonas geográficas, mantenemos una exposición moderada a la renta variable de la zona euro, con preferencia por el Reino Unido y Suiza en este contexto, mientras que nos mantenemos neutrales en EE. UU. y sobreponderados en China.

- **Carry en los bonos corporativos:** se mantiene una visión optimista sobre los bonos corporativos de Calidad que ofrecen los diferenciales más atractivos desde el pico de la pandemia; más prudencia en el alto rendimiento a corto plazo, ya que los diferenciales de crédito pueden seguir ampliándose, especialmente, en caso de escasez de energía y de mayores riesgos de recesión, pero la paciencia será gratificante para los inversores a largo plazo con una gestión de compra y mantenimiento, y una filosofía selectiva.
- **Divisas:** hemos afirmado en varias ocasiones en esta publicación que era prematuro ponerse en corto en el dólar frente al euro, ya que significa ir contra la senda de normalización de la Fed o ignorar los retos de la zona euro, que son mucho mayores que los desequilibrios de la economía estadounidense. Creemos que es probable que el dólar se acerque al máximo, aunque los inversores pueden que quieran esperar a ver que la Fed adopte una postura menos intensa antes de comprar euros. Mantenemos opiniones optimistas a largo plazo sobre el yuan, pero vemos poco interés en el corto plazo en vista de la divergencia monetaria de China hacia la relajación. Los inversores pueden esperar más para tomar posiciones en otras divisas de mercados emergentes.
- **Coberturas macro:** la deuda pública ha empezado por fin a desempeñar un papel positivo en las carteras desde mediados de junio, lo que se ajusta a nuestras expectativas; la rotación de las inquietudes de los inversores de la normalización monetaria a la recesión ha comenzado a sustentar efectivamente los bonos de Gobierno. Ahora estamos neutrales en duración después de varios años de posicionamiento de corta duración. Tras la reciente corrección del oro y ante el aumento de la probabilidad de recesión, los niveles actuales nos parecen más atractivos, sin una clara convicción sobre la dirección del mercado a corto plazo, más bien como cobertura frente a los riesgos macroeconómicos.

- **Posicionamiento de riesgo:** en general, preferimos mantener un enfoque de riesgo moderado, con colchones de efectivo en los perfiles de inversión de mayor riesgo y un aumento de las coberturas macroeconómicas para reducir la volatilidad y tener la capacidad de aprovechar las oportunidades que ofrezca el mercado.

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuentes: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 22 DE JULIO DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	2,75%	-37,97	124,03
Francia 10A	1,62%	-35,10	142,20
Alemania 10A	1,03%	-41,00	120,90
España 10A	2,25%	-29,70	168,40
Suiza 10A	0,72%	-56,20	85,20
Japón 10A	0,21%	-1,60	14,40

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	33,45	-2,38%	-14,72%
Deuda pública EUR	205,45	1,62%	-6,00%
Deuda corporativa EUR (HY)	190,86	1,65%	-10,66%
Deuda corporativa USD (HY)	301,27	2,97%	-9,37%
Deuda pública EE, UU,	304,11	1,31%	-5,05%
Deuda corporativa emergente	42,66	-1,43%	-16,35%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9832	-2,76%	-5,23%
GBP/USD	1,1999	-2,19%	-11,33%
USD/CHF	0,9629	0,48%	5,48%
EUR/USD	1,0213	-3,22%	-10,18%
USD/JPY	136,12	0,66%	18,28%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	23,03	-4,20	5,81

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	3.961,63	1,28%	-16,88%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.276,37	0,94%	-1,46%
STOXX Europe 600	425,71	3,09%	-12,73%
Topix	1.955,97	4,78%	-1,82%
MSCI World	2.650,82	1,20%	-17,98%
Shanghai SE Composite	4.238,23	-3,56%	-14,21%
MSCI Emerging Markets	990,37	-2,06%	-19,61%
MSCI Latam (América Latina)	1.987,81	-3,07%	-6,67%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	198,87	1,91%	-27,87%
MSCI Asia Ex Japan	643,94	-2,32%	-18,41%
CAC 40 (Francia)	6.216,82	2,36%	-13,09%
DAX (Alemania)	13.253,68	1,03%	-16,56%
MIB (Italia)	21.211,98	-4,10%	-22,43%
IBEX (España)	8.051,60	-2,34%	-7,60%
SMI (Suiza)	11.096,12	2,52%	-13,82%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.829,00	-10,97%	-15,81%
Oro (USD/Onza)	1.727,64	-5,43%	-5,55%
Crudo WTI (USD/Barril)	94,70	-12,01%	25,91%
Plata (USD/Onza)	18,59	-12,02%	-20,41%
Cobre (USD/Tonelada)	7.452,50	-11,08%	-23,33%
Gas natural (USD/MMBtu)	8,30	33,42%	122,49%

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

ABRIL DE 2022	MAYO DE 2022	JUNIO DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 22.07.2022
0,38%	6,46%	8,79%	4,78%	-1,46%
-1,20%	1,87%	-0,42%	3,09%	-1,82%
-2,40%	0,84%	-1,38%	1,91%	-6,67%
-3,79%	0,69%	-2,70%	1,28%	-12,73%
-4,89%	0,20%	-6,46%	1,20%	-14,21%
-5,23%	0,14%	-7,10%	0,94%	-16,88%
-5,75%	0,01%	-7,20%	-2,06%	-17,98%
-8,43%	-0,16%	-7,43%	-2,32%	-18,41%
-8,80%	-1,56%	-8,07%	-3,07%	-19,61%
-13,86%	-4,29%	-16,81%	-3,56%	-27,87%

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 restarle 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^{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. 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, 29th 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 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4th 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 deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

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

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

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 22.07.2022.

