



**MONTHLY HOUSE VIEW**

Diciembre de 2022

El regreso del valor temporal

• Índice

01• Editorial	P3
EL REGRESO DEL VALOR TEMPORAL	
02• Focus	P4
LA INFLACIÓN NO HA LLEGADO A SU FIN	
03• Macroeconomía	P6
DEBILITAMIENTO DEL ÍMPETU MACROECONÓMICO	
04• Renta fija	P8
CURVAS INVERTIDAS EN EL REGRESO DEL CARRY: ¿DÓNDE INVERTIMOS?	
05• Renta variable	P10
¿VOLVEMOS A LA AUTOCOMPLACENCIA?	
06• Divisas	P12
EL DÓLAR PUEDE HABER TOCADO TECHO	
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



Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

Durante el periodo de gran trastorno del marco de inversión iniciado tras la introducción de los tipos negativos, los inversores tenían la sensación de haber perdido el norte y toda referencia que les sirviera de guía. No les faltaban motivos: ¿cómo puede analizarse el valor y la rentabilidad de los activos financieros cuando hay que compararlos con activos libres de riesgo con tipos de interés cero o negativos? Igual de inquietante era ver tipos negativos en los bonos a 10 años frente a un tipo cero en los depósitos.

Abandonar repentinamente este marco significa volver a un orden financiero más normal. Una de las manifestaciones de esta vuelta a la normalidad es el regreso del valor temporal del dinero, que sigue siendo la base de toda inversión en bonos o contrato de préstamo. ¿Qué base lógica tiene, en la teoría macroeconómica, la existencia de una rentabilidad asociada a un préstamo o una inversión? La preferencia por el presente, es decir, la capacidad de consumir ahora y no más tarde (el ahorro es un consumo diferido y el tipo de interés es, en cierto modo, el coste de sacrificar el disfrute inmediato).

Por lo tanto, es muy positivo que los depósitos y las inversiones en bonos vuelvan a dar rendimiento. En primer lugar, porque podría contribuir a disminuir el consumo y la inversión, y reducir las presiones inflacionistas. En segundo lugar, porque reintroduce interrelaciones más saludables entre el consumo y el ahorro, además de entre las clases de activos.

Aunque el regreso del valor temporal sigue siendo incompleto (como se observa en las curvas de rendimiento invertidas de esta fase de ajuste y de desaceleración monetaria), marca una relación más equilibrada entre ahorradores y prestatarios, y vuelve a darle sentido al ahorro, siempre que pueda superarse una inflación más persistente de lo previsto. En Europa, esta empieza ya a mostrar signos de estabilización y en EE. UU., de lenta relajación, lo que explica que se preste una mayor atención a la rentabilidad en todas las clases de activos, dejando de lado las esperanzas de un incremento de los índices.

Si el tiempo encuentra un nuevo valor, los inversores tendrán menos necesidad de sacrificar la liquidez o la calidad de la cartera para conseguir rentabilidad. La otra implicación de este trastorno es la muerte del TINA (el famoso “*there is no alternative*” —no hay alternativa— a la renta variable) que todavía se vaticinaba hace un par de meses. Primero, porque la subida de los tipos lleva un año afectando negativamente al valor actual de los flujos de caja futuros (otra señal de la reaparición del valor temporal). Segundo, porque el rendimiento de los bonos puede llevar el peso de la renta variable a su valor razonable dentro de una cartera. De hecho, el rendimiento se encuentra muy cerca del ratio beneficio neto/precio de las acciones en la renta variable estadounidense. Por lo tanto, necesitamos ver una mayor confirmación de unas perspectivas de crecimiento atractivas y/o de unos dividendos elevados y crecientes (o una corrección más significativa de las valoraciones) antes de poder justificar una ponderación elevada de la renta variable junto con los bonos corporativos de gran calidad, que ya ofrecen rendimientos.

Es probable que en 2023 veamos la vuelta de la cartera “60/40”, cuya desaparición definitiva y a largo plazo nos habíamos precipitado a anunciar. Por lo tanto, los bonos deberían volver a las carteras a principios de 2023, antes de que la mejora de los beneficios y la probable relajación de las políticas monetarias den un impulso a largo plazo al mercado de renta variable en el segundo semestre de 2023. Asimismo, como los mercados no esperarán la confirmación de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) para tomar una decisión, cualquier signo de caída de la inflación debería traducirse en un repunte de los mercados de renta variable. Solo el tiempo dirá si la subida de los mercados que siguió a la inflación de octubre estaba justificada, pero, en nuestra opinión, aún es pronto para apostar por un giro de la Fed a finales de año.

Le deseo una lectura agradable.

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Se acumulan las pruebas de que la inflación estadounidense ha tocado techo y ya está retrocediendo, mientras que los precios de la zona euro siguen subiendo sin cesar a medida que continúa el traspaso de la crisis energética a los consumidores. Sin embargo, los precios han resultado ser más rígidos de lo que se esperaba en EE. UU. y corren el riesgo de desbaratar las expectativas de inflación, la cual será más difícil de reducir de lo que prevén los mercados.



## LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA tardan en reflejarse plenamente en la INFLACIÓN DE LA ZONA EURO

La inflación de los precios al consumo en EE. UU. fue más débil de lo previsto en octubre: el 7,7% interanual, frente al 8,2% de septiembre y el 8% previsto por los mercados. En concreto, la inflación creció un 0,4% intermensual en comparación con septiembre de 2022 y la inflación subyacente creció aún más lentamente, un 0,3% intermensual, gracias a la continua caída de los precios de los coches usados (-2,4% intermensual).

En la zona euro, la inflación sigue en aumento y bate récords hasta el 10,7% interanual en octubre (por encima del 10,2% previsto por el mercado). Frente al mes anterior, los precios han subido un 1,5% en la zona monetaria. Todos los componentes de la inflación aumentaron y la energía tuvo el mayor impacto, seguida de los alimentos (gráfico 1). Los precios subyacentes (precios de bienes y servicios excluidos los alimentos y la energía) solo representan el 30% de la inflación de la zona euro, mientras que en EE. UU. suponen más del 60%.

### LA ENERGÍA SIGUE SIENDO LA BASE DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA EURO

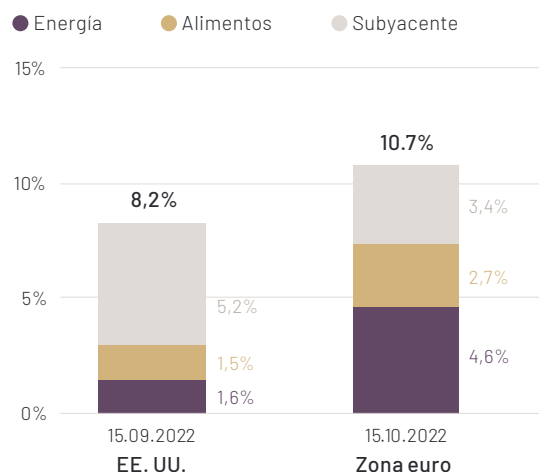
Los precios del gas seguirán siendo volátiles y estarán condicionados por los acontecimientos en Europa. El Mecanismo de Transferencia de Títulos holandés (TTF), el principal centro de negociación de Europa, cerró por debajo de los niveles anteriores a la guerra de Ucrania a finales de octubre, pero volvió a los máximos de mediados de año cuando volvieron las tensiones a mediados de noviembre. Estas son la principal fuente de divergencias entre los motores de la inflación de EE. UU. y la zona euro, aunque la brecha del crecimiento del PIB también es un factor importante, ya que se espera que EE. UU. evite la recesión en 2023 (tabla 1, página 6).

Los precios del petróleo también han probado su rigidez mientras la OPEP sigue recortando la oferta. Se espera que se mantengan por encima de los 90 dólares por barril, a pesar de la contracción de la demanda mundial. Según esta hipótesis, los marcados efectos de base anuales del petróleo pesarán sobre los precios a ambos lados del Atlántico en el 2T y 3T de 2023.

### EN EUROPA SEGUIRÁN LAS PRESIONES DE LA OFERTA SOBRE LOS PRECIOS

El índice de precios de producción (IPP) puede servir de indicador adelantado del componente de bienes del IPC. En EE. UU., la diferencia entre el IPP y el componente de bienes se ha ido reduciendo rápidamente. En la zona euro, los precios de producción se moderaron por primera vez en septiembre, hasta el 42% interanual, pero la diferencia con el componente de los bienes del IPC sigue siendo demasiado amplia y va en aumento (de 32 pp en junio a 36 pp en septiembre). Los factores relacionados con la oferta seguirán ejerciendo presión sobre los precios de consumo en 2023 en la zona euro, incluso en el contexto de un alto el fuego en Ucrania.

### GRÁFICO 1: ¿QUÉ COMPONENTES HAN CONTRIBUIDO MÁS A LA INFLACIÓN<sup>1</sup>, %



Fuentes: BEA, Eurostat, Indosuez Wealth Management.

1 - Inflación total interanual, componentes en puntos porcentuales de contribución a la inflación.



EN EE. UU.,  
los precios  
de la vivienda  
**INCREMENTARÁN**  
la inflación hasta el  
**2T DE 2023**

## LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS MEJORARÁN DESPUÉS DE FIN DE AÑO

Los precios al consumo de los alimentos superan el 10% interanual tanto en EE. UU. como en Europa. Algunas presiones mundiales sobre los precios de los alimentos se moderarán en 2023, como el descenso de los precios de la energía, el impacto de la guerra de Ucrania en los suministros de fertilizantes, trigo y otros cultivos, y los repuntes de precios derivados de los trastornos de la cadena de suministro por la pandemia. Sin embargo, es menos probable que los costes "de transformación" bajen, como confirman Coca-Cola y General Mills, que esperan que los aumentos de precios continúen hasta finales de año. Además, en el contexto del cambio climático, el mal tiempo ha provocado malas cosechas, un factor que seguirá aportando volatilidad a este componente.

## LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS SUBYACENTES SERÁN EL PUNTO DE INFLEXIÓN EN 2023

La inflación subyacente podría superar a la general en 2023 en EE. UU. Esperamos que los precios bajen en los productos que tuvieron una gran demanda durante la pandemia. La normalización de los precios de los coches usados en EE. UU. apenas comienza a normalizarse (siguen siendo un 42% más altos que antes de la pandemia). La principal partida de gasto de la inflación estadounidense sigue siendo los costes de la vivienda (33% de la cesta fija de bienes y servicios de consumo en la que se basa la inflación), afectados por la

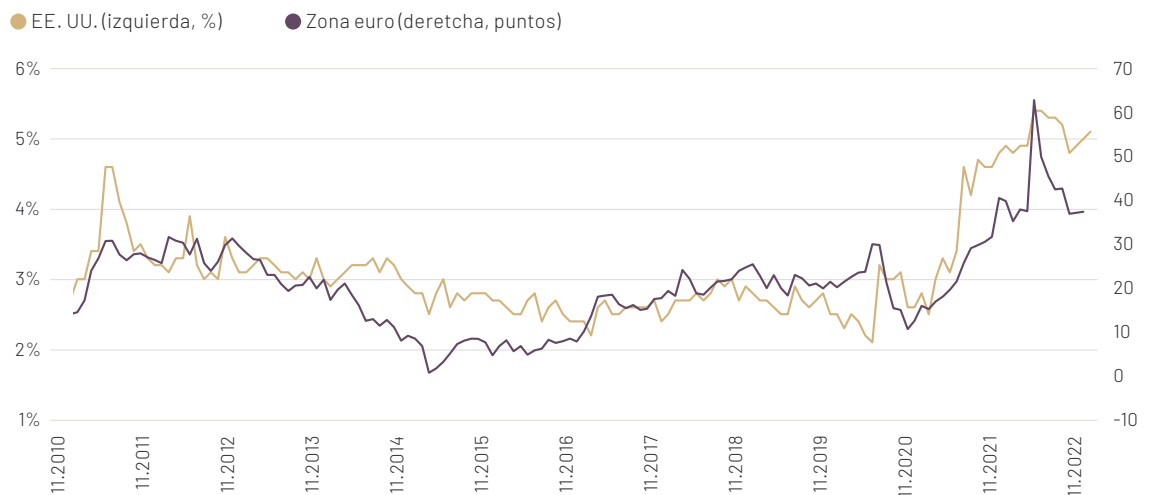
subida de los precios de los alquileres y el impacto retardado de los precios de vivienda en el componente del alojamiento de la inflación. En definitiva, la inflación subyacente seguirá subiendo en términos interanuales en EE. UU. hasta que el componente de la vivienda comience a moderarse en el 2T de 2023. En la zona euro, la crisis energética seguirá repercutiendo en los precios subyacentes hasta 2023.

## ESPERAR UNA MAYOR INFLACIÓN PUEDE CONVERTIRLA EN REALIDAD

La resistencia de la demanda de la zona euro en el 3T no ayudó a reducir el traspaso de los costes a los consumidores, pero debería moderarse con vistas al futuro. En este sentido, la divergencia en el apoyo fiscal será un determinante clave para la inflación en 2023, ya que incrementa el diferencial de inflación entre los miembros de la zona euro.

Por último, el riesgo de aumentos salariales y los efectos indirectos pueden aumentar la persistencia de la inflación. El mercado laboral estadounidense comienza a relajarse, pero los incrementos de los salarios siguen siendo generalizados. Además, las expectativas de inflación a 12 meses de los consumidores siguen aumentando en EE. UU., al revés que en la zona euro, y es un factor clave que hay que vigilar, sobre todo, para observar si continúa la espiral de precios de los salarios (gráfico 2). Con todo, en 2023 la inflación debería moderarse, pero seguirá siendo muy superior a los objetivos de los bancos centrales en EE. UU. (4,1%) y aún más en la zona euro (7,5%).

GRÁFICO 2: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES



Fuentes: Universidad de Michigan, Encuestas ESI Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Se espera que el crecimiento económico mundial se ralentice en 2023, ya que la recuperación china decepciona y no es capaz de compensar el lastre del crecimiento de EE. UU. y la recesión de la zona euro. Nuestra principal preocupación para 2023 es que la solidez del gasto de consumo perdure en un contexto de elevada inflación y endurecimiento de las condiciones de financiación.

#### EE. UU.: LOS COLCHONES SE DESVANECERÁN

Tras dos trimestres de contracción, la economía estadounidense se alejó de la recesión en el 3T, con una tasa de crecimiento trimestral anualizada del 2,6%. El crecimiento se vio impulsado por un comercio exterior excepcional, un gasto de consumo resistente y un aumento inesperado del gasto público. Los dos factores que lastraron el PIB fueron el desplome de la inversión residencial (-26,4% en el 3T) y las existencias. De cara al futuro, nuestra principal preocupación para 2023 es la solidez del gasto de consumo en el contexto de inflación elevada y el posible "aterrizaje forzoso" del mercado inmobiliario. Por lo que respecta a la producción, la industria manufacturera se estancó en octubre, aunque solo representa una pequeña parte (11% del PIB) de la economía en comparación con el consumo (aproximadamente, el 80%). El indicador de la confianza de los consumidores del Conference Board cayó a 102,5 en octubre (consenso: 106,5) en consonancia con el reciente deterioro de los datos laborales (las solicitudes iniciales de subsidio de desempleo en EE. UU. subieron de 218.000 a 226.000, por encima del consenso). Aunque empiezan a remitir, las presiones inflacionistas (véase Focus, página 4) seguirán suponiendo desafíos para el gasto de consumo, lo que podría dar lugar a una temporada navideña difícil para los minoristas.

La tasa de ahorro personal ha bajado en EE. UU. del 8,7% de diciembre de 2021 al 3,1% en septiembre. En el 3T, el crédito al consumo aumentó a una tasa anual desestacionalizada del 6,8%, por debajo del 8,7% del 2T. Este nivel actual de crecimiento de la deuda de los consumidores muestra que las subidas de tipos de la Fed todavía no han frenado de forma significativa el endeudamiento de los consumidores. En 2023, se prevé que la economía estadounidense crezca un 0,8%, tras una revisión al alza del 1,9% en 2022, a medida que se eliminan gradualmente estos colchones del consumo, y se contraen el mercado de la vivienda y la industria manufacturera.

#### ZONA EURO: LA RECESIÓN SE AVECINA

Al igual que en EE. UU., el PIB del 3T sorprendió al alza en la zona euro, especialmente en Italia, donde las elecciones de la primavera tan solo tuvieron un impacto moderado en el consumo. En sus previsiones de otoño, la Comisión Europea espera ahora que la mayoría de los Estados miembros entren en recesión en el último trimestre del año bajo la presión de la creciente factura energética, el deterioro del entorno exterior y el endurecimiento de las condiciones de financiación (tabla 1). La tasa de paro se mantiene en un mínimo histórico del 6,6% en septiembre (frente al 7,3% del año anterior).



Se acerca una  
TEMPORADA  
NAVIDEÑA  
DIFÍCIL

para los minoristas  
estadounidenses

TABLA 1: ACTUALIZACIÓN DE LAS PREVISIONES ECONÓMICAS PARA 2022 Y 2023, %

	CRECIMIENTO DEL PIB		INFLACIÓN	
	2022	2023	2022	2023
Mundo	3,4%	2,2%	8,3%	6,2%
EE. UU.	1,9%	0,8%	8,1%	4,1%
Zona euro	3,2%	-0,7%	8,7%	7,5%
China	3,2%	4,5%	2,1%	2,2%
Japón	1,6%	0,5%	2,3%	1,3%

Fuentes: Amundi (previsiones de noviembre), Indosuez Wealth Management.





El fuerte crecimiento del PIB nominal (impulsado por la inflación) y la eliminación progresiva de las ayudas relacionadas con la pandemia conducirán a una reducción de los déficits públicos de la zona euro en 2022, a pesar de las nuevas medidas adoptadas para proteger a los consumidores de la crisis energética. En 2023, se espera que el déficit vuelva a aumentar a medida que el PIB se debilite, el gasto en intereses aumente y los Gobiernos amplíen las medidas para mitigar el impacto de los elevados precios de la energía. Actualmente, las medidas fiscales para proteger a los consumidores de la crisis energética oscilan entre el 7,4% del PIB en Alemania y el 0,5% en Irlanda.

seguirá bajo presión a finales de año. Por otro lado, las exportaciones también cayeron inesperadamente un 0,3% interanual en octubre, la primera caída desde mayo de 2020, con una contracción en las dirigidas tanto a EE. UU. (-13%) como a Europa (-9%). Siguen existiendo riesgos en torno a la política macroeconómica de recuperación de China en un contexto de desapalancamiento y de peligro de trampa de liquidez excesiva. Por lo tanto, el crecimiento chino podría decepcionar en comparación con la expectativa actual de crecimiento del 4,5% del PIB en 2023, teniendo en cuenta su gran sensibilidad a una posible relajación de la política de "COVID cero". Las economías ASEAN<sup>2</sup> se han beneficiado de las corrientes de capitales de los inversores que salen de China, como alternativa interesante, situación que no se espera llegue a revertirse del todo. De hecho, cuando China se reabra, la inversión de la tendencia de los flujos de inversión puede no ser un juego de suma cero, teniendo en cuenta las necesidades de diversificación de los inversores, ya que los riesgos geopolíticos han aumentado en China y los países de la ASEAN están bien posicionados para beneficiarse de la reapertura, ya sea mediante el turismo (Tailandia, Vietnam y Malasia) y/o la demanda de materias primas (Malasia e Indonesia). Japón también debería beneficiarse de la reapertura de su vecino, aunque la inflación importada ligada al desplome de la divisa está pesando en su recuperación económica (el PIB se contrajo un 0,3% en el 3T).



PRIMERA  
CAÍDA DE LAS  
EXPORTACIONES  
CHINAS  
desde mayo  
de 2020

#### CHINA: LA ELEVADA INCERTIDUMBRE EMPAÑA LA MEJORA DE LA CONFIANZA

Los datos de actividad de octubre apuntan a un debilitamiento del crecimiento chino. Las ventas minoristas cayeron inesperadamente un 0,7% intermensual, lo que refleja una demanda interna todavía muy reducida, y la producción industrial se desaceleró hasta el 0,3% intermensual, frente al 0,8% de septiembre. Aunque la reciente relajación de la estrategia de la COVID-19 apunta a una mayor flexibilización, es probable que no haya un cambio significativo en la política "COVID cero" hasta después del 1T de 2023. El sector inmobiliario también seguirá lastrando el crecimiento, ya que el índice de precios de la vivienda cayó un 1,6% interanual en octubre (el más pronunciado desde agosto de 2015). En este sentido, la economía nacional china

2 - Asociación de Naciones del Sudeste Asiático.

## CURVAS INVERTIDAS EN EL REGRESO DEL CARRY: ¿DÓNDE INVERTIMOS?



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

With the contribution  
of the Fixed Income Team

A medida que nos adentramos en las últimas semanas del año, los inversores en renta fija recordarán 2022 como el peor año de su vida en términos de rendimiento en la mayoría de los segmentos del mercado. El colchón de rentabilidad para 2023 parece atractivo, pero la fuerte volatilidad seguirá presente.



Diferenciales:  
LA CREDIBILIDAD  
DEL BCE  
sigue intacta

Los bancos centrales siguen en su trayectoria de endurecimiento excesivo. Para nuestros lectores aficionados a la historia moderna, el esquema de inflación de los años setenta no se está repitiendo al pie de la letra. La Administración Nixon prometió inicialmente el control de los salarios y los precios en 1971, para después liberarlos tras su reelección. A principios de la década de ochenta, la política del anterior presidente de la Fed, Paul Volcker, llevó los tipos reales a un firme territorio positivo, la economía, a una recesión, y la inflación, a la baja. ¿Puede repetirse la historia? El hecho de que el ratio deuda/PIB estadounidense esté hoy por encima del 100% supone una gran diferencia (véase [Monthly House View, edición de noviembre](#)).

Hasta ahora, los mercados, en concreto, los futuros de los fondos de la Fed, han aplaudido un dato preliminar de inflación más moderado de lo esperado, publicado a principios de noviembre. En el momento de escribir estas líneas, el mercado monetario estadounidense prevé recortes de los tipos de interés ya el próximo otoño, aunque nos parece optimista, o bien indica una recesión que no descuenta nadie, a excepción de la forma de la curva estadounidense: la curva de 2 a 10 años se ha invertido hasta un punto que no se veía desde hace 40 años.

En Europa, los "halcones" llevan la delantera y presionan para que se produzca un endurecimiento cuantitativo, además de subir los tipos hasta un nivel restrictivo. Las TLTRO<sup>3</sup> (dinero barato proporcionado por el Banco Central Europeo (BCE) al sistema bancario) dejarán de ser acomodaticias a partir del 23 de noviembre. Lo más probable es que los bancos retiren parte de sus 2.200 millones de euros invertidos en el BCE, lo que provocará una caída del dinero en circulación en la zona euro. Hasta ahora, los inversores no han cuestionado la credibilidad del BCE a juzgar por los diferenciales intrazona: la diferencia entre los costes de financiación italianos y alemanes se ha mantenido estable y ha resistido la agitación política, las presentaciones de los presupuestos de 2023 y el ruido económico de 2022.

### ¿QUÉ PASA CON LOS RENDIMIENTOS Y LAS CURVAS?

Las curvas de tipos están planas, ya que los inversores conjugan la fuerte inflación a corto plazo con un crecimiento reducido o una recesión a la vuelta de la esquina. Por lo tanto, la inversión en las partes cortas de la curva tiene valor para los inversores en *carry* y existe la posibilidad de implementar estrategias de aplanamiento en la zona euro mediante derivados.

3 - Targeted longer-term refinancing operations, operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.





El rendimiento *investment grade* de EE. UU. supera el 6% ligeramente

Mientras los bancos centrales agotan rápidamente el exceso de liquidez proporcionado a los mercados y las economías en 2020, algunas burbujas ya han empezado a desinflarse. En el ámbito de la renta fija, ha vuelto el *carry*, ya que los rendimientos recuperan niveles que no se observaban desde hace más de 10 años.

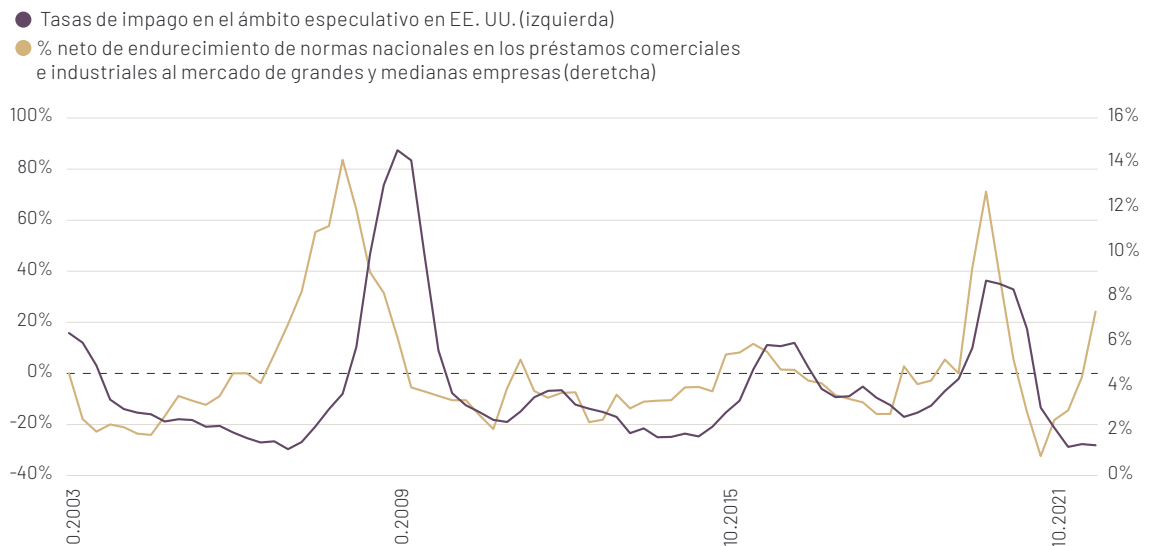
En el mercado de *investment grade*, el rendimiento de EE. UU. superó por un instante el 6%, mientras que Europa casi alcanzó la marca del 4,5% recientemente. La revalorización ha sido dolorosa para los inversores ya presentes en el mercado, pero muchas de las malas noticias ya han sido descontadas. Es probable que se produzcan rebajas de calificación, aunque las empresas mantienen reservas de liquidez y el EBITDA sigue siendo sólido por ahora. Los inversores también se han preparado bien. Cuando los rendimientos eran bajos, tenían que desplazarse hacia abajo en la curva de riesgo, es decir, aceptar más riesgo de duración y/o de crédito para mantener un nivel de rendimiento compatible con sus expectativas. Este año, los mercados de alto rendimiento e *investment grade* sufrieron enormes salidas de capitales, lo que indica un reflujó de los inversores (en su mayoría institucionales) hacia su tipo de riesgo de inversión principal. Nosotros lo denominaríamos el fin de la era del turismo: cada inversor se mantiene ahora dentro de su enfoque de inversión, ya no corre en busca de rendimientos, lo que, por extensión, significa que los mercados están descontando el riesgo en su nivel adecuado, teniendo en cuenta los riesgos de crédito y de duración.

### EL DILEMA DEL INVERSOR: ¿DÓNDE INVIERTO?

Desde este punto de vista, consideramos que existe más valor en el mercado *investment grade*, en términos relativos, que en el de alto rendimiento (*high yield*, HY). En la deuda subordinada, ya sea emitida por empresas o por bancos, la falta de reembolsos anticipados en la primera fecha de exigibilidad generó un gran nerviosismo en el mercado. Sin embargo, ofreció a los emisores la oportunidad de gestionar activamente su balance: emitir bonos de más larga duración, a cambio de recomprar bonos de corta duración bajo la par. Los nuevos bonos incluían cupones más altos, pero el precio de colocación, por debajo de la par, supone una mejora inmediata de la cuenta de resultados de la empresa. Todos salen ganando, tanto los inversores como los emisores.

Sin embargo, esto es aplicable a los mercados más líquidos, los productos ilíquidos, como los CLO, conllevan sus propios problemas específicos. En las operaciones de deuda LBO (como la financiación bancaria de 13.000 millones de dólares de la adquisición de Twitter) cuesta encontrar inversores que participen, lo que obliga a los bancos a retener préstamos en su balance. La evolución de esta parte del sector financiero será clave para capear los riesgos en 2023 (gráfico 3).

GRÁFICO 3: ENCUESTA DE OPINIÓN DE LOS RESPONSABLES DE CRÉDITOS SÉNIOR SOBRE LAS PRÁCTICAS DE PRÉSTAMO DE LOS BANCOS Y LAS TASAS HISTÓRICAS DE IMPAGO EN EL HY, %



Fuentes: FRED, Bloomberg, S&P, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

Mélanie GONTIER  
Equity Portfolio  
Manager

Gautier VENERATI  
CFA Senior Equity  
Portfolio Manager,  
Head of Asia Equity  
Portfolio Management



TEMA DE  
INVERSIÓN  
en acciones con  
base nacional

A partir de mediados de octubre, todos los mercados repuntaron con fuerza y el europeo subió un 10,7% (MSCI Europe) durante el periodo. En primer lugar, la subida puede explicarse por una temporada de resultados mejor de lo esperado en Europa y por el cambio en la confianza de los inversores, que han pasado de ser bajistas a ser autocomplacientes, en vista del desplome del VIX. Aunque parece que ciertas inquietudes se relajan (las elecciones de mitad de mandato en EE. UU. y el pico de la inflación), algunos índices de renta variable ya se encuentran en la zona de sobrecompra, por lo que es posible que se tomen un descanso.

### ESTADOS UNIDOS

Mientras que las anteriores temporadas de resultados se centraron sobre todo en la inflación y los problemas de la cadena de suministro, esta última se vio más afectada por los efectos negativos de la subida del dólar en muchas empresas estadounidenses. En este contexto, las megacaps fueron las más perjudicadas, ya que su exposición al mercado internacional es mayor (43% de media), mientras que las pequeñas y medianas capitalizaciones solo generan el 20% de sus ingresos fuera del país. Por lo tanto, en este momento, el tema de base nacional se ve favorecido, como no, por el efecto de las divisas, pero también porque se benefician, entre otras cosas, de los planes de estímulo fiscal, especialmente, mediante el tema de la transición energética.

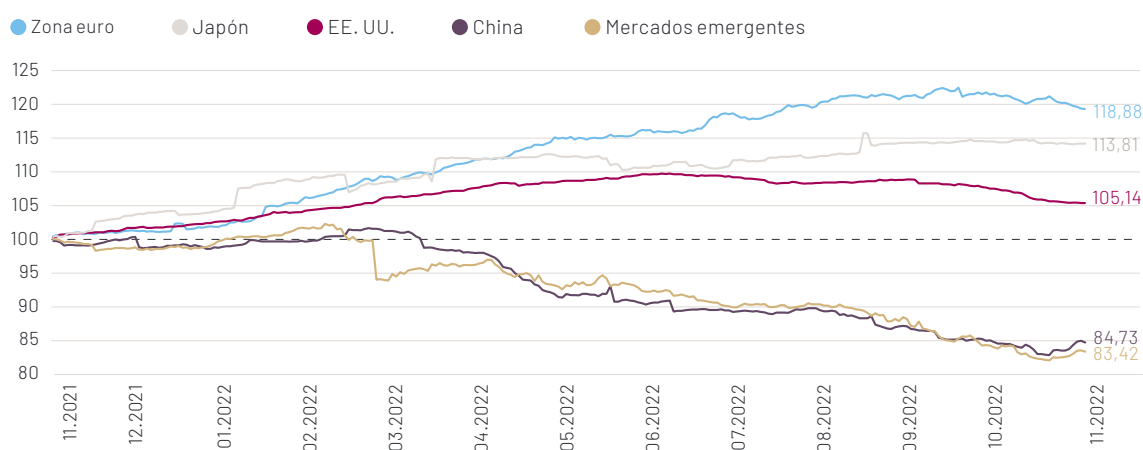
Más allá de la temporada de resultados, los inversores se han calmado con los datos de la inflación en EE. UU., que confirman su desaceleración y dejan entrever una política monetaria menos restrictiva. Las elecciones de mitad de mandato no han generado una "ola roja": los demócratas han conservado el control del Senado y aún estamos a la espera de los resultados de la Cámara de Representantes. Sin embargo, históricamente después de estas elecciones, la estacionalidad del

mercado suele ser positiva hasta el final del año. Sin embargo, el repentino repunte del mercado parece casi exagerado —la euforia ha vuelto de forma precipitada, probablemente con demasiada rapidez—, lo que nos lleva a ser prudentes en los próximos meses.

### EUROPA

Las perspectivas siguen siendo difíciles en Europa, a pesar del fuerte repunte observado en los mercados de renta variable europeos desde mediados de octubre. El marco macroeconómico sigue siendo complicado, sin signos de mejora en el conflicto entre Rusia y Ucrania, o en la lucha del BCE contra la inflación, mientras la economía se ralentiza. No obstante, la temporada de presentación de resultados del 3T ha sido bastante positiva para las empresas europeas hasta ahora, con un crecimiento del 25% interanual del BPA. Las revisiones a la baja para 2023 acaban de empezar (gráfico 4) y, aunque la valoración de las empresas europeas parece bastante atractiva en comparación con la media histórica, la probabilidad de que se produzcan nuevas revisiones a la baja podría lastrar la confianza tras el gran repunte de mediados de octubre.

GRÁFICO 4: ÍMPETU DEL BPA: EL INICIO DE LA CAÍDA, 100=NOVIEMBRE DE 2021



Nota: El beneficio por acción a 12 meses empieza a bajar en los principales mercados desarrollados.  
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Por lo tanto, mantenemos la prudencia en la renta variable europea y referimos los emisores de calidad/defensivos y el tema de la remuneración de los accionistas frente a los emisores *Value/cíclicos*, a la espera de señales tangibles de una inflexión de la postura de la política monetaria de la Reserva Federal para aumentar nuestra exposición a las empresas de crecimiento.

## ESTILO DE INVERSIÓN

Los datos de la inflación en EE. UU., más moderados de lo esperado, y la flexibilización de las restricciones de la COVID-19 en China han desencadenado una rotación del mercado hacia los valores cíclicos y de crecimiento, en detrimento del rendimiento relativo del segmento de calidad y del defensivo. Este cambio no se ve confirmado en las revisiones de beneficios, ya que los valores que mejor se han comportado en el reciente movimiento han sido, por lo general, los más perjudicados en los resultados. La aparición de signos más tangibles de desaceleración económica en los próximos meses debería favorecer de nuevo el rendimiento de los agentes más defensivos. Sin embargo, si el giro de la política de la Fed se produce antes de lo previsto y dada la valoración de los valores de crecimiento, en niveles muy bajos (sobre todo, en el caso de las tecnológicas no rentables), podríamos ver un repunte de este estilo, aunque creemos que aún es pronto para adoptar esa postura.

## MERCADOS EMERGENTES

Los mercados siguen preocupados por las cuestiones políticas chinas, dada la reacción negativa de los inversores mundiales a la conclusión del reciente Congreso del PCC. A pesar de cierta relajación en las medidas de la COVID-19 para empezar a adaptar la política local dinámica de "COVID cero" (DZC), el camino para llegar a la reapertura total será largo y gradual. Por ello, es probable que la elevada volatilidad siga presente hasta finales de año. Además, las revisiones de los beneficios continúan siendo flojas y mantenemos la prudencia ante posibles riesgos geopolíticos, como el de Taiwán. Por lo tanto, nuestra postura táctica es prudente, pero a corto plazo, lo que no varía nuestra visión positiva a medio plazo sobre la renta variable china, basada en unos niveles de valoración actuales reducidos y en los indicios de capitulación evidenciados a finales de octubre de 2022.



Signos tangibles de  
**DESACELERACIÓN  
ECONÓMICA**  
que confirman  
las posiciones defensivas

Davis HALL  
Head of Capital Markets,  
Asia

Hugo  
DE VASCONCELOS  
Active Advisor

El dólar estadounidense podría estar tocando techo, aunque eso no supone necesariamente una caída inminente, ya que la Fed mantendrá su sesgo «agresivo» durante algún tiempo. Existe un sinfín de oportunidades en el mercado de divisas mientras el mundo se ajusta a las cambiantes narrativas geopolíticas y monetarias que, por ahora, favorecen a los valores refugio y a las divisas de los países que pueden alimentarse y abastecerse de energía (así como a otros).

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE

#### El billete verde toca techo y pierde rápidamente su ímpetu

El dólar sucumbió finalmente a una especie de baño de realidad tras la publicación del IPC de octubre, inferior al consenso (gráfico 5). Aunque indudablemente es prematuro proclamar que el FOMC ha matado al dragón de la inflación desbocada, es posible que ahora veamos una senda de subida de tipos más moderada en EE. UU. Estos datos más débiles, unidos a un Congreso estadounidense probablemente bloqueado, garantizan menos legislación de estímulo más adelante, justo cuando la economía estadounidense sigue debilitándose. Esta combinación de factores era todo lo que necesitaba el dólar para perder un colosal 6% en apenas 48 horas, hasta los niveles de principios de julio. La correlación de la divisa con los tipos de los bonos del Tesoro estadounidense es ahora más estrecha que nunca. En este sentido, una mayor toma de beneficios en las posiciones largas, aún amplias, en caso de recuperación del dólar debería conducir a un nuevo rango inferior a finales de año, ya que la Fed estudia el riesgo creciente de endurecer demasiado la política monetaria.



El dólar cedió un colosal

6%

en apenas 48 HORAS

### YUAN CHINO

#### Abunda la esperanza del pragmatismo

Vaya cambio en una semana. Parece que la fase de subida de los tipos de interés del dólar ya está aquí, pero no solo eso, sino que las autoridades chinas han contribuido al clima de riesgo anunciando el rumoreado plan de 20 puntos para relajar gradualmente las normas de contención de la COVID-19 en el continente, además de emitir nuevas políticas de rescate del sector inmobiliario. Las novedades fueron bien acogidas con un fortalecimiento inmediato del yuan, junto con unos impresionantes repuntes de los índices bursátiles, en particular, el índice Hang-Seng, que ha subido un 23% desde su mínimo de finales de octubre.

### YEN JAPONÉS

#### Ha llegado el momento de corregir los niveles extremos

Hasta ahora, el Ministerio de Finanzas ha tenido éxito en sus intervenciones unilaterales en el mercado de divisas para suavizar la notable volatilidad intradía y la persistente debilidad del yen. La cifra de la inflación estadounidense, inferior a la esperada, les ha dado el respiro que necesitaban, lo que, al menos temporalmente, ha llevado a un descenso de los diferenciales de rendimiento estadounidenses, estrechamente vinculados.

GRÁFICO 5: ÍNDICE DÓLAR: ¿HA TOCADO TECHO EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE?



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Sin embargo, una sola cifra del IPC difícilmente representa una tendencia a la baja confirmada. Por lo tanto, es prematuro concluir que las subidas de los tipos de interés en EE. UU. alcanzarán pronto su máximo, mientras que Japón mantiene obstinadamente el control de la curva de tipos, siempre baja, hasta abril de 2023. Por lo tanto, es probable que las actuales oscilaciones desenfundadas diarias del USD/JPY persistan hasta que llegue el giro de la Fed, aunque mejor esperemos sentados.



## AAA AUD

establece  
una base sólida  
para una mayor  
recuperación

### DÓLAR AUSTRALIANO

#### Recuperación a pesar de la decepción de la subida de tipos

Sin prisa, pero sin pausa, el dólar australiano (AUD), calificado AAA, está estableciendo una base sólida para lograr una mayor recuperación como sustituto líquido y de mayor rendimiento de la esperanzadora reapertura de China que se avecina. Sin embargo, el Royal Bank of Australia es ahora algo más prudente a la hora de subir tipos, a pesar del aumento de la inflación nacional, situación que debe afrontar frente al riesgo de un sector inmobiliario muy apalancado y vulnerable. Dados los recientes acontecimientos de China y Washington, el dólar australiano, nuestro favorito, va por buen camino para beneficiarse de un posible episodio de debilidad procedentes de las nuevas corrientes de diversificación de divisas en 2023.

### DÓLAR DE SINGAPUR

#### Aún la divisa más resistente de Asia

Las Autoridades Monetarias de Singapur (MAS) siguen luchando contra el actual desafío de la inflación importada por medio de una pendiente pronunciada de la apreciación de la cesta del dólar de Singapur.

La divisa se utiliza en concreto como herramienta para anclar las presiones sobre los precios y, en este sentido, el dólar de Singapur, calificado AAA, ha superado a todos sus homólogos asiáticos en lo que va de año.

Esto sirve para estabilizar la economía y atraer inversiones extranjeras directas aún mayores que refuerzan la moneda y el PIB nacional. Mantengamos una visión optimista sobre esta asignación de divisas, ahora con un mayor rendimiento, ya que las políticas de apoyo de la MAS se mantendrán hasta 2023.

### REAL BRASILEÑO

#### Presidente nuevo, siga adelante

Los brasileños reeligieron al presidente Lula para dirigir el país ante una reacción moderadamente positiva de los mercados financieros brasileños: la divisa se apreció hasta cerca de los 5,00 reales/dólar. Es probable que un congreso y un senado muy centristas ayuden a contener el gasto, por lo que el real representa una asignación interesante gracias a su elevado *carry* y a una economía relativamente aislada (frente a las múltiples crisis que afectan al resto del mundo). A corto plazo, es probable que el presidente Lula anuncie políticas que generen volatilidad, lo que ofrecería oportunidades de entrada a los inversores interesados.

### ORO

#### El lustre perdido temporalmente vuelve a brillar

El metal amarillo (XAU) se ha beneficiado de manera repentina y notable de su triple mínimo de 1.615 dólares/onza gracias a la confluencia de varios acontecimientos y la corrección de los rendimientos reales estadounidenses. Con el telón de fondo de la compra récord de lingotes por parte de los bancos centrales desde 1967 con fines de diversificación de las reservas, el oro recuperó un 10% en apenas siete sesiones bursátiles. Desde el punto de vista técnico, siempre que el oro pueda mantenerse por encima de la zona de soporte de 1.700 dólares, podrían producirse nuevos intentos alcistas cerca de la resistencia clave de agosto, en 1.808 dólares/onza.

Aún existen diversos puntos críticos y tensiones geopolíticas muy importantes, a pesar de que la reunión del G20 en Bali ha supuesto un factor de apoyo adicional para el amortiguador por excelencia de los valores refugio en caso de caída. Además, no olvidemos que se avecina el periodo de tres meses más propicio para el consumo de oro (sobre todo, en la India), mientras los especuladores se posicionan en corto o infra ponderan el oro.

No obstante, más allá de cuestiones de estacionalidad y factores técnicos, el oro podría seguir siendo vulnerable en el corto plazo sin un pivote de la Fed antes de finales de 2022 y en un contexto marcado por el retorno del rendimiento de ciertas clases de activos, en particular los bonos corporativos de grado de inversión.

## 07 • Asignación de activos

# ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

### HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** la recesión sigue siendo el principal riesgo en 2023 para Europa (recesión muy probable en el 1S); cuasi estancamiento en EE. UU. (crecimiento del PIB inferior al 1%). El crecimiento chino podría decepcionar frente a las expectativas actuales de crecimiento del 4% del PIB en 2023, teniendo en cuenta su gran sensibilidad a la relajación de la política de "COVID cero".
- **Inflación:** se prevé que la inflación mundial siga situada en torno al 5% en 2023 (4% en EE. UU. y 6% en la zona euro). En EE. UU., la inflación subyacente debería seguir siendo elevada hasta que el componente de la vivienda empiece a revertir, lo que probablemente ocurrirá a finales del 1T o principios del 2T de 2023. En la zona euro, la inflación de los servicios continúa aumentando, mientras que la inflación general sigue impulsada por la oferta debido a la actual crisis energética.
- **Política fiscal:** favorable en Europa, más neutra en EE. UU. con un gobierno dividido (presidente y Senado demócratas, pero Cámara republicana), aunque con un creciente escrutinio sobre la sostenibilidad de la deuda si los tipos de interés se mantienen en niveles elevados mientras el crecimiento del PIB nominal se debilita.
- **Bancos centrales:** centrados en la inflación y poco sensibles en sus declaraciones al riesgo de recesión, especialmente en EE. UU. Los mercados están apostando por un giro cercano de la Fed, algo que nosotros aún consideramos poco probable (más bien creemos que habrá subidas de tipos más lentas y reducidas, sin giros antes del 2S, aunque la Fed se acerque al tipo final).
- **Beneficios:** tal como se esperaba, la temporada de resultados del 3T de 2022 dio lugar a revisiones negativas de los beneficios por acción (BPA) del 4T de 2022, por lo que mantenemos una opinión prudente sobre los beneficios de 2023, año en el que podríamos ver una contracción de la rentabilidad, especialmente, en Europa.
- **Volatilidad:** el régimen de volatilidad se ha reajustado a un rango más alto en 2022 y recientemente se ha comprimido hacia el rango de cercano a 21 tras superar los 30 puntos en octubre, lo que sugiere un mercado demasiado confiado, vulnerable a las correcciones técnicas.



LOS EXPOR-  
TADORES  
EUROPEOS  
se benefician de un  
DÓLAR  
FUERTE

### CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

#### RENTA VARIABLE

- En una hipótesis de estancamiento, con los bancos centrales subiendo los tipos y un elevado riesgo de revisiones negativas en los beneficios de 2023, los fundamentales no incitan a una sobre ponderación de la renta variable, aunque las valoraciones empiezan a ser más interesantes, especialmente, en Europa y China.
- Creemos que 2023 será un año dividido en dos partes: la atención a la calidad y el *carry* de dividendos debería prevalecer en los primeros meses, con una reanudación de la volatilidad, hasta que aparezcan indicios de un giro de la Fed que pueda llevar a una nueva tendencia alcista en el segundo semestre.
- Mantenemos la preferencia por la renta variable estadounidense y la de temática global, ya que seguimos viendo más resistencia en la economía estadounidense y los valores corporativos.
- En los últimos meses hemos aumentado continuamente la exposición a las estrategias de dividendos y seguimos centrándonos en la calidad a expensas de los sectores más cíclicos y, en particular, del industrial. Seguimos siendo inversores a largo plazo en la transición energética y las soluciones climáticas.
- A pesar de mantener una prudencia relativa en Europa, hace poco destacamos que la renta variable europea ha alcanzado un nivel récord de descuento frente a la estadounidense, y que los exportadores europeos deberían beneficiarse de la fortaleza del dólar. Estas empresas tuvieron un buen comportamiento el mes pasado, impulsadas por una combinación de resultados positivos, un dólar fuerte, y un contexto político y geopolítico más prometedor. Tácticamente, este repunte es vulnerable, aunque cabe destacar las atractivas primas de riesgo para la renta variable en Europa.
- El mes pasado destacamos los indicadores de valoración con descuento de la renta variable china, que reflejaban una visibilidad limitada; tras una reacción muy negativa del mercado a la Asamblea Popular Nacional china, estamos empezando a ver señales de relajación de la política de "COVID cero" y más medidas de apoyo al sector inmobiliario. Por lo tanto, creemos que los inversores deberían mantener su actual exposición a corto plazo.

## RENTA FIJA

- 2023 debería ser un año de buenos resultados en los bonos. Ya hemos sido testigos de la aparición de esta tendencia, con un aumento de los flujos de capitales, el aplanamiento de la curva y la compresión de los diferenciales en octubre.
- Mantenemos sin cambios la opinión adoptada en los dos últimos meses sobre la deuda pública, con una estrategia barbell entre los vencimientos muy cortos (que integran bien las próximas subidas de tipos) y la parte ultra larga de la curva (que podría actuar como cobertura macroeconómica ante la amenaza de recesión). La exposición a la duración se vio recompensada más allá de las expectativas en el último mes, ya que los mercados han reaccionado con energía a unos datos de inflación en EE. UU. más débiles de lo esperado, y esperan (probablemente demasiado) un giro de la Fed a corto plazo.
- Seguimos prefiriendo los bonos *investment grade* a los de alto rendimiento, debido a que estos poseen unos diferenciales relativamente poco atractivos en comparación con los primeros. Sin embargo, mantenemos una visión relativamente optimista sobre la deuda financiera, ya que consideramos que los balances de las compañías financieras son relativamente sólidos.
- Mantenemos una prudencia relativa con respecto a la deuda de los mercados emergentes en divisa fuerte y reconocemos que los bonos en moneda local representan una forma de diversificación interesante en 2023 para los inversores en euros.

## MERCADO DE DIVISAS

- Creemos que 2023 será un año de diversificación del mercado de divisas, ya que se prevé una disminución de la fortaleza del dólar.
- Hace poco escribimos que el dólar estadounidense estaba caro, pero que los fundamentales eran limitados para el potencial de repunte del euro y otras divisas. La inflación estadounidense, más débil de lo previsto (pero aún elevada), provocó una toma de beneficios en el billete verde. Esperamos un dólar más débil a medio plazo, pero no prevemos que la actual tendencia de debilitamiento llegue lejos a corto plazo, a menos que: i.) la Fed confirme un giro, ii.) la geopolítica empiece a despejarse, y/o iii.) la política de Washington debilite el dólar.
- El oro también se benefició considerablemente del debilitamiento del dólar, pero podría ser vulnerable a corto plazo en un mundo en el que los inversores siguen centrados en los activos que generan rentabilidad.
- Mientras tanto, seguimos considerando que las monedas de las materias primas son una buena diversificación para los inversores en dólares, y que el franco suizo es la mejor cobertura aparte del dólar, especialmente, para los inversores en euros.

## 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	=/-	=
US 30A	=/+	=/+
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	+	=/+
Yield	+	=/+
Cíclico	-	=
Defensivo	+	=/-
<b>DIVISAS</b>		
EE.UU. (USD)	=	=/-
Zona euro (EUR)	=/-	=
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suiza (CHF)	=/+	=
Japón (JPY)	=	=/-
Brasil (BRL)	=	=
China (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=
Commodity currencies (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

# 08 • Estado del mercado (moneda local)

## VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 17 DE NOVIEMBRE DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,77%	-46,26	225,56
Francia 10A	2,49%	-46,50	229,60
Alemania 10A	2,02%	-38,40	219,70
España 10A	3,03%	-49,50	246,80
Suiza 10A	1,06%	-28,20	119,40
Japón 10A	0,24%	-0,90	17,60

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	33,62	4,93%	-14,28%
Deuda pública EUR	197,15	1,82%	-9,79%
Deuda corporativa EUR (HY)	192,10	4,02%	-10,08%
Deuda corporativa USD (HY)	295,62	3,03%	-11,07%
Deuda pública EE, UU,	294,36	1,97%	-8,09%
Deuda corporativa emergente	41,79	4,08%	-18,06%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9868	0,50%	-4,89%
GBP/USD	1,1864	5,60%	-12,33%
USD/CHF	0,9517	-5,18%	4,25%
EUR/USD	1,0362	5,89%	-8,87%
USD/JPY	140,20	-6,63%	21,83%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	23,93	-6,05	6,71

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.946,56	7,66%	-17,20%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.346,54	5,80%	-0,51%
STOXX Europe 600	428,38	7,43%	-12,18%
Topix	1.966,28	3,74%	-1,31%
MSCI World	2.642,34	8,77%	-18,24%
Shanghai SE Composite	3.818,66	1,70%	-22,70%
MSCI Emerging Markets	942,36	8,97%	-23,51%
MSCI Latam (América Latina)	2.154,41	-3,36%	1,15%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	194,81	2,74%	-29,34%
MSCI Asia Ex Japan	603,04	11,77%	-23,60%
CAC 40 (Francia)	6.576,12	8,04%	-8,07%
DAX (Alemania)	14.266,38	11,74%	-10,19%
MIB (Italia)	24.339,67	12,16%	-11,00%
IBEX (España)	8.040,70	5,18%	-7,72%
SMI (Suiza)	10.917,88	4,24%	-15,21%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.734,00	1,03%	-17,90%
Oro (USD/Onza)	1.760,44	8,13%	-3,76%
Crudo WTI (USD/Barril)	81,64	-5,05%	8,55%
Plata (USD/Onza)	20,98	12,23%	-10,18%
Cobre (USD/Tonelada)	8.110,00	7,27%	-16,57%
Gas natural (USD/MMBtu)	6,37	18,87%	70,75%

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

AGOSTO DE 2022	SEPTIEMBRE DE 2022	OCTUBRE DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 17.11.2022
1,18%	-3,37%	9,59%	11,77%	1,15%
0,03%	-5,36%	7,99%	8,97%	-0,51%
-0,04%	-6,48%	7,11%	8,77%	-1,31%
-0,22%	-6,57%	6,28%	7,66%	-12,18%
-1,04%	-6,72%	5,09%	7,43%	-17,20%
-1,88%	-8,19%	4,17%	5,80%	-18,24%
-2,19%	-9,34%	2,91%	3,74%	-22,70%
-4,24%	-9,46%	-3,15%	2,74%	-23,51%
-4,33%	-11,90%	-6,13%	1,70%	-23,60%
-5,29%	-12,94%	-7,78%	-3,36%	-29,34%

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

MÁS RENTABLE



MENOS RENTABLE







**AIE:** Agencia Internacional de la Energía.

**ASG (ESG, en inglés):** Sistema de calificación extrafinanciera de las compañías en los ámbitos del medio ambiente, social y de la gobernanza que permite evaluar la sostenibilidad y el impacto ético de la inversión en una empresa.

**BCE:** Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

**Blockchain:** Tecnología de almacenamiento y transmisión de información que adopta la forma de una base de datos que posee la particularidad de ser compartida simultáneamente con todos sus usuarios y que, por lo general, no depende de ningún organismo central.

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

**BPA:** Beneficio Por Acción.

**Brent:** Tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

**Calidad:** Las acciones de Calidad se refieren a las empresas con beneficios más elevados y fiables, bajo endeudamiento, y otros indicadores de beneficios estables y gobernanza sólida. Las características comunes de las acciones de Calidad son un alto rendimiento del capital propio, un elevado ratio de deuda sobre capital propio y una gran variabilidad de los beneficios.

**Cíclicas:** Las acciones cíclicas se refieren a las empresas que dependen de los cambios de la economía general. Estas acciones representan a las empresas cuyos beneficios aumentan cuando la economía prospera.

**Combinación de políticas (policy-mix):** Estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

**Crecimiento:** El estilo Crecimiento se refiere a las empresas con una previsión de ritmo de crecimiento de ventas y beneficios superior al de la media del mercado. Por ello, las acciones de Crecimiento suelen caracterizarse por una valoración superior a la del mercado en su conjunto.

**Defensivas:** Las acciones defensivas se refieren a las empresas que son más o menos inmunes a los cambios en las condiciones económicas.

**Deflación:** Lo contrario de la inflación; a diferencia de esta, se caracteriza por una caída duradera y sostenida del nivel general de precios.

**Diferencial crediticio (spread):** Diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

**Duración:** Mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes):** Término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation):** El EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de extraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

**Economías de escala:** Disminución del coste unitario de un producto que una empresa obtiene al aumentar el volumen de producción.

**Estancamiento secular:** Se refiere a un período prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

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

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

**FMI:** Fondo Monetario Internacional.

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

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

**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 incrementar liquidez en la economía.

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

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

**TPI:** Nueva herramienta del Eurosistema que se puede activar por el ECB para contrarrestar la evolución desordenada e injustificada de los mercados si esto supone una amenaza para la transmisión fluida de la política monetaria en toda la zona del euro. El Consejo de Gobierno del BCE aprobó este instrumento el 21 de julio de 2022.

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

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

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

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

## EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

- **En Francia:** esta guía informativa es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://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. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.

- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO).

- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act 2001), de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.

- **En el DIFC-EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái («DFSA»). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado y ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.

- **En 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, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

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

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

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

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 18.11.2022.



