

MONTHLY HOUSE VIEW

Febrero de 2023

¿Una recesión engañosa?

• Índice

01• Editorial	P3
¿NO HABRÁ ATERRIZAJE EN 2023?	
02• Focus	P4
¿UNA RECESIÓN ENGAÑOSA?	
03• Macroeconomía	P6
LA VENGANZA DEL CONSUMIDOR CHINO	
04• Renta fija	P8
2023, UN NUEVO COMIENZO PARA LA INVERSIÓN EN RENTA FIJA	
05• Renta variable	P10
¿VUELVE EL OPTIMISMO AL MERCADO?	
06• Divisas	P12
EL DÓLAR FRENTE A TODOS LOS DEMÁS	
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



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

En julio de 2022, en pleno pico de pesimismo, la palabra “recesión” apareció más de 50.000 veces en artículos de Bloomberg¹. Entre los últimos 12 y 14 meses, hemos asistido a revisiones invariablemente negativas de las previsiones macroeconómicas y el consenso ha realizado revisiones a la baja del crecimiento de forma sistemática en 2022 y 2023, y a mayores niveles de inflación. Sin embargo, al cabo de un tiempo, el ímpetu se frena y se invierte. La verdadera cuestión es si hemos llegado o no a ese punto de inflexión.

En 2023, el consenso apunta a un “aterrizaje sin sobresaltos” de la economía mundial, con desaceleración, pero sin recesión. ¿Es creíble de verdad? ¿El riesgo no es más bien que no haya aterrizaje? Puede darse el caso de que el crecimiento se acelere a un ritmo mucho más rápido de lo previsto debido al impulso de China y a unos niveles de consumo más sólidos en EE. UU. por la desinflación. De hecho, Europa roza la recesión, pero puede que el primer trimestre depare sorpresas, gracias a estos factores y a un invierno menos duro de lo esperado.

¿Será esto suficiente para resolver todos nuestros problemas, especialmente, los causados por las subidas de los tipos de interés y la inflación?

Solo en parte, ya que, en el entorno actual, parece que las subidas de los tipos de interés están tardando más en repercutirse en la economía real de lo que observado históricamente y su impacto será probablemente menos extremo:

- Así, la mayoría de los hogares estadounidenses y de la zona euro se han endeudado a tipos fijos a largo plazo y, por lo tanto, no se ven afectados por la subida de los tipos de interés hipotecarios. Aunque los tipos hipotecarios a 30 años en EE. UU. han subido del 3,5% anterior a la COVID-19 al 6,5% actual, solo el 10% de los hogares tiene préstamos a tipo variable (frente al 35% antes de la crisis de 2008).
- Además, el nivel de endeudamiento de los hogares es inferior al de antes de la pandemia (un 66% del PIB frente a un 85% en 2008).
- El mercado laboral también sigue siendo favorable. Con una tasa de desempleo estadounidense del 3,5%, se ha vuelto a los niveles de cuando el hombre pisó la luna por primera vez!

- Las empresas emisoras de bonos de EE. UU. y Europa se verán sometidas a menos presiones a la hora de reembolsar las deudas que vencen este año.

En cuanto a la inflación, la situación mejorará. Nuestra hipótesis tiene forma de raíz cuadrada: a corto plazo, la inflación puede descender mucho más rápidamente de lo previsto en lo que respecta a los factores más volátiles (energía, etc.), como consecuencia de los efectos de base², un invierno más suave en Europa, mayores niveles de oferta (reapertura de China) y ligero descenso de los niveles de demanda en los países desarrollados. Con el tiempo, sin embargo, nuestra opinión es que la inflación se estabilizará en un nivel mucho más alto que el previsto por los bancos centrales. Aunque es muy probable que, en los países emergentes (excepto China), los bancos centrales empiecen a bajar sus tipos de interés directores este año, también es probable que en Europa y EE. UU. también suavicen su tono restrictivo en materia de tipos de interés.

El factor clave sigue siendo China, que, a pesar de cierto endeudamiento a largo plazo, está en proceso de apertura con un importante potencial de consumo interno a corto plazo. Por ejemplo, los turistas chinos son los mayores consumidores a escala mundial: en 2019 consumieron el doble que los turistas estadounidenses. Actualmente, estamos muy lejos de los niveles de potencial anteriores a la crisis. Sabemos por las encuestas que los chinos tienen intención de tomarse muchas más semanas de vacaciones de lo habitual en el periodo vacacional del Año Nuevo chino y podrían empezar a aumentar considerablemente su nivel de consumo, al igual que los estadounidenses y los europeos cuando terminaron los confinamientos. La capacidad manufacturera de China volverá entonces a niveles normales y debería dar impulso a la economía mundial.

Al entrar en el año chino del conejo de agua, símbolo de prosperidad, paz, adaptación, riqueza y suerte, todos los equipos y yo mismo les deseamos un excelente 2023 y esperamos que disfruten de la lectura de este Monthly House View.

1 - Plataforma de datos financieros para profesionales de las finanzas.

2 - La inflación se mide a lo largo de un año y, tras la fortísima aceleración de los precios el año pasado, el nivel de inflación que sirve de referencia es actualmente especialmente elevado.

¿UNA RECESIÓN ENGAÑOSA?

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer



La inflación
sigue superando
en más de
4 VECES
EL OBJETIVO
DEL BCE

Llevamos meses señalando la existencia de un exceso de pesimismo respecto a la zona euro. Sin embargo, por el momento, Europa parece haber salido relativamente bien parada de su primer invierno sin gas ruso, aunque no será el último y las repercusiones están lejos de haber terminado. A corto plazo, podemos permitirnos ser más optimistas sobre la zona.

MÁS RESISTENCIA DE LA ESPERADA EN EL 4T

Los datos de actividad europeos han tendido a sorprender al alza en los últimos meses (gráfico 1). La zona euro ha demostrado más resistencia de lo previsto, sobre todo, en términos de producción (la industrial creció un 2% interanual en noviembre, frente al 0,5% esperado por el consenso). Respecto al consumo, las ventas minoristas han retrocedido menos de lo previsto tras el repunte de 2021 (-2,8% interanual en noviembre frente al -3,3% esperado). Parte de esta resistencia no ha sido más que buena suerte, ya que el tiempo más cálido ha limitado las necesidades de importación de gas y la presión sobre los precios (gráfico 2), pero también gracias a la ayuda de las medidas gubernamentales de apoyo a la energía.

El excepcional déficit comercial de la zona euro se va reabsorbiendo progresivamente y la recuperación de servicios después de la COVID-19 también ha supuesto un factor de apoyo en 2022.

Por países, la economía alemana desafió especialmente las expectativas. A pesar de la inflación histórica, las ventas minoristas resistieron y crecieron un 0,3% en el país en todo el año. La Oficina Federal de Estadística ha dado a entender que Alemania volvió a evitar la recesión en el 4T de 2022. A pesar de los problemas de los sectores con un gran consumo energético, la producción industrial ha oscilado poco, en parte porque la relajación de los problemas de la cadena de suministro ha permitido a las empresas liquidar su cartera de pedidos.

GRÁFICO 1: SORPRESAS ECONÓMICAS DE CITI



Fuentes: Citigroup, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 2: ASCENSO Y CAÍDA DE LOS PRECIOS EUROPEOS DEL GAS, DUTCH TTF, EUR/MWH



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.

2023: ¿YA HA PASADO LO PEOR?

La situación en Europa sigue siendo difícil y fragmentada, pero parece que hemos dejado a un lado la peor hipótesis de crecimiento, por ahora. Se espera que la reapertura de China reactive la demanda de exportaciones europeas en 2023. La inflación ya ha tocado techo, pero tan solo gracias a los precios de la energía, ya que la inflación subyacente (que excluye los volátiles precios de la energía y los alimentos) sigue subiendo (hasta el 5,2% interanual), ya que los precios de la energía se difunden por el resto de los precios de bienes y servicios. La baja tasa de desempleo sin precedentes y la escasez estructural de mano de obra favorecerán el crecimiento salarial en 2023 y restituirán parte del poder adquisitivo perdido en 2022 con el retroceso de la inflación. La política fiscal seguirá siendo acomodaticia, sobre todo, en Alemania y Francia.

Los balances de los consumidores se mantienen relativamente sólidos y la tasa de ahorro personal ha vuelto a su media histórica (13,2% frente al 2,3% en EE. UU.). Por último, la recomposición de existencias también podría favorecer la actividad a principios de 2023, mientras China reabre sus puertas y los directores de compras mantienen los hábitos de acumulación mayor de existencias adoptados durante la pandemia. Por último, los costes de financiación están aumentando, pero si se corrigen en función de la inflación, los tipos reales seguirán siendo negativos en la zona euro en 2023, lo que aliviará el sufrimiento de las empresas europeas. Hasta ahora, los tipos hipotecarios medios han aumentado en la zona euro hasta situarse justo por debajo del 3% en noviembre de 2022 (frente a cerca del 6% en EE. UU. en enero de 2023).

Sin embargo, persisten los factores adversos:

- **Es posible que el bajo nivel de los precios actuales del gas no sea permanente**, aunque los niveles de almacenamiento sigan en máximos históricos (al 82% de su capacidad, frente al 50% de hace un año y la media estacional de 5 años del 70%), pero Europa tendrá que prescindir de la aportación de gas ruso el próximo invierno, sobre todo, si se refuerza la voluntad europea de apoyar esa guerra. La competencia con Asia por las importaciones estadounidenses de gas natural licuado (GNL) ejercerá presión sobre los precios, y las condiciones meteorológicas pueden deteriorarse y aumentar la demanda.

- **El Banco Central Europeo (BCE) seguirá reduciendo su política monetaria con cautela.** En 2022, el BCE subió significativamente sus tipos de referencia en 250 pb (hasta el 2,5% en el tipo de refinanciación), aunque menos que la Reserva Federal (Fed) (+400 pb, hasta el 4,25%). Ante una crisis de oferta energética, el impacto de las subidas de tipos del BCE puede resultar limitado en comparación con la Fed, la cual se enfrenta a una perturbación de la inflación pos pandemia impulsada por la demanda. Los mercados prevén que el BCE alcance su tipo terminal a mediados de 2023 en el 3,3% (frente al 5% de EE. UU.).
- **Por último, aunque creemos que la sostenibilidad presupuestaria es una amenaza manejable en 2023**, esperamos que la vuelta a la disciplina fiscal sea un tema recurrente en el mercado este año, junto con la mutualización de la deuda. La sostenibilidad de la deuda italiana debe relativizarse a corto plazo, ya que se espera un crecimiento nominal (apoyado en la inflación) cercano al 6% en 2023, muy por encima del tipo de interés medio o implícito aplicado al conjunto de la deuda italiana (al 2,45% en 2022 frente al 2,38% de 2020). No obstante, podría surgir cierta presión en el mercado en el 2T de 2023, cuando salgan al mercado las grandes emisiones y el BCE ponga fin a sus programas de compra.

2023: LA SUBESTIMADA RENTA VARIABLE EUROPEA

Como consecuencia directa de este cambio de clima económico respecto a la zona euro, el euro ha ganado algo de color y la renta variable europea ha tenido el mejor comienzo de año de varias décadas (el EURO STOXX ha subido un 7% desde principios de año y el DAX alemán un 8,7%) y ha superado a sus homólogos mundiales, incluido EE. UU. (4,2% para el S&P 500), con lo que se sitúa ahora un 7% por detrás de su punto de partida de 2022. Los bancos europeos, bien provisionados, resultan especialmente atractivos para los mercados, ya que se espera que sus ingresos reciban un impulso en forma de ingresos por intereses gracias a las subidas previstas de los tipos de interés oficiales del BCE (aunque estos últimos sean históricamente menos sensibles a las subidas de los tipos de interés que los estadounidenses) y la morosidad debería seguir siendo limitada en un contexto de desempleo reducido.

Bénédict KUKLA
Senior Investment
Officer

La reapertura de la segunda economía mundial lleva a muchos a preguntarse sobre el impacto que esta pueda tener en el resto del mundo. Se espera que la mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas la reciban con los brazos abiertos, ya que las tensiones por el lado de la oferta deberían relajarse aún más, aunque los precios de las materias primas podrían reavivarse, aunque solo de forma parcial, ya que no se espera que los consumidores chinos compensen totalmente el impacto del deterioro del consumo estadounidense en 2023.



1/3

de los INGRESOS
chinos de 2022
ha ido al AHORRO

EL MUNDO ESPERA LA RECUPERACIÓN DE CONSUMO CHINO

A pesar del entusiasmo desenfrenado del mercado, aún es pronto para ver avances significativos en la situación económica china desde que comenzó su reapertura por la vía rápida a principios de diciembre. Los datos van con retraso y se espera que el accidentado camino hacia la reapertura alcance su punto álgido en el 1T de 2023. Pueden empezar a verse algunos brotes verdes, ya que las infecciones ya han tocado techo en la mayoría de las ciudades y la movilidad repunta en la mayor parte del país. Por el momento, las encuestas de consumo chinas dibujan un panorama bastante sombrío para la confianza de los consumidores (en mínimos históricos desde abril de 2022). No obstante, podemos observar que la tasa de desempleo está disminuyendo (del 5,7% al 5,5% en el sector urbano, comparable a los niveles anteriores a la pandemia) y el Gobierno parece haber adoptado una postura más acomodaticia en materia de política y regulación.

La inflación sigue siendo inexistente (1,8% interanual, estable en el mes). Según las estadísticas de la NBS³, la renta nominal disponible per cápita ha aumentado un 5,3%, mientras que los depósitos de ahorro se han inflado más de un 250% desde 2019. Los informes de Bloomberg indican que los consumidores chinos han ahorrado un tercio de su renta en 2022 (frente al 17% antes de la crisis) y se han desapalancado (el crédito a los hogares ha bajado un 5% interanual). Por tanto, los hogares se encuentran en una situación financiera más sólida que antes de la crisis. La recuperación de la confianza, sobre todo en el sector inmobiliario, y el descenso continuado de la tasa de desempleo, serán claves para desbloquear el exceso de ahorro acumulado por la falta de gasto en 2022.

Hemos revisado al alza las previsiones para China (tabla 1), aunque manteniendo la prudencia, ya que creemos que los hogares chinos volverán a salir, aunque con cautela a corto plazo, durante el Año Nuevo Lunar, mientras que la producción se espera que despegue más rápidamente.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2022-2024, %

● Revisado a la baja desde el mes pasado ● Revisado al alza

	CRECIMIENTO DEL PIB			INFLACIÓN		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mundo	3,4	2,2	2,8	8,2	6,2	4,0
Estados Unidos	2,0	0,9	0,6	8,1	4,3	2,3
Zona euro	3,3	-0,5	0,8	8,5	7,3	3,2
Japón	1,3	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
China	3,0	4,4	4,9	2,0	2,2	2,1
Brasil	3,1	0,5	1,7	9,3	4,5	4,3
India	7,0	5,4	6,0	6,7	5,4	5,9

Fuentes: Amundi (previsiones de enero de 2023), Indosuez Wealth Management.

3 - National Bureau of Statistics (Oficina Nacional de Estadística).



LAS EXPORTACIONES CHINAS a los miembros de la ASEAN AUMENTAN UN 7,5% INTERANUAL

SIGUE LA LIBERACIÓN DE TENSIONES EN LA CADENA DE SUMINISTRO

Los precios de los fletes se han ido normalizando desde el 3T de 2022. Se espera que la reapertura de China mejore el funcionamiento de las cadenas de suministro (sobre todo, para los bienes de consumo y el sector del automóvil), aunque hay que reconocer el efecto permanente de la pandemia sobre la acumulación de existencias. La mejora de las condiciones de la oferta se puso de manifiesto en las encuestas PMI de EE. UU. y Alemania, con una mejora de los plazos de entrega y los precios de los insumos, lo que debería reducir las presiones inflacionistas a corto plazo, como ha destacado recientemente la OCDE. Las exportaciones procedentes de China aún no se han recuperado (-8,7% en noviembre), pero con los precios a la producción (IPP) en cifras negativas por tercer mes consecutivo, los bienes chinos adicionales tendrán un impacto deflacionista sobre los bienes mundiales.

Hasta ahora, el impacto de la reapertura de China en los precios de las materias primas ha sido moderado. No obstante, esperábamos que los precios del petróleo se recuperaran tras caer por debajo de los 80 dólares por barril. China es uno de los motores de la demanda, pero los problemas relacionados con la oferta son el principal detonante, además de la falta de suministro a las reservas estratégicas estadounidenses en 2023, las complicaciones petroleras rusas y las tensiones internas de suministro de la OPEP. Sin embargo, la demanda de gas GNL por parte de China en 2023 puede tener un mayor impacto como competencia a las crecientes necesidades de Europa.

En conjunto, consideramos que la reapertura de China será más deflacionista que inflacionista, especialmente para los precios subyacentes (excluidos alimentos y energía), que son la principal preocupación de los bancos centrales.

¿EL ANTÍDOTO CONTRA LOS RIESGOS DE RECESIÓN MUNDIAL?

Las exportaciones chinas a EE. UU. y la zona euro se han desplomado con el deterioro de la demanda en estos países (-19,5% interanual y -17,5%, respectivamente), mientras que aumentaron con sus homólogos de la ASEAN (+7,5%) y Australia (+8%). Se espera que los países con fuertes vínculos comerciales con China y que sufrieron en 2022, entre ellos, Corea del Sur, Japón, Taiwán y Chile, se recuperen en 2023, en particular, con la reactivación del turismo regional. De hecho, la previsión es que el crecimiento mundial se vea impulsado por los mercados emergentes en 2023, aun cuando no hemos incluido completamente una reapertura plena de China en nuestra hipótesis. Se prevé que varios mercados emergentes introduzcan una política monetaria menos estricta a partir de 2023, ya que los países latinoamericanos, en particular, se adelantaron a la curva de endurecimientos en 2022 y deben paliar el sufrimiento ante la falta de dinamismo de la demanda mundial. De hecho, no se espera que los consumidores chinos compensen del todo la debilidad de la demanda de consumo estadounidense en 2023, aunque sí se prevé que la caída de la inflación, más rápida que la de los salarios, mejore el poder adquisitivo. De hecho, está previsto que la inflación descienda hasta el 3% en el 4T de 2023 en EE. UU. (frente a algo menos del 5% en la zona euro), a medida que disminuyen las tensiones de la oferta vinculadas a la pandemia en los mercados de bienes y de alquiler de inmuebles, mientras que los precios en el sector servicios aún podrían resultar inflacionistas, dada la rigidez de las condiciones del mercado laboral en este sector.

2023, UN NUEVO COMIENZO PARA LA INVERSIÓN EN RENTA FIJA

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija



Previsión de
SUBIDA DE
TIPOS DE
LA FED
hasta el
5% EN EL 2T
DE 2023

Los mercados de renta fija obtuvieron peores resultados en 2022. El motivo: los bancos centrales, primero, al retirar su política monetaria acomodaticia, y después el efecto se mantuvo con las retiradas de fondos de los inversores. En 2022 surgieron nichos de oportunidades, pero se necesitará selectividad y agilidad para pasar a 2023.

BANCOS CENTRALES

Se espera que la Fed suba los tipos a un ritmo menor y hasta el 5% antes del 2T de 2023 y los mantenga en niveles elevados durante más tiempo, pero el mercado de renta fija no comparte esta opinión y la curva de rendimientos sigue aplanándose.

La presión de aplanamiento de la curva de rendimientos de EE. UU. se produce en la parte central, ya que el vencimiento más elevado es ahora la letra del Tesoro a 6 meses, lo que significa que el mercado espera recortes de tipos ya a finales de 2023.

Creemos que estos recortes de tipos de interés reflejados en la curva de rendimientos de EE. UU. son exagerados. Es probable que las condiciones necesarias para que se produzcan en realidad incluyan una recesión con una inflación en niveles inferiores a los previstos a finales de año. Por ahora, el mercado laboral sigue tenso, la inflación subyacente continúa tendiendo a niveles incómodos y los datos reales no han confirmado el pesimismo de los datos "subjettivos". Con cifras de inflación consecutivas más reducidas, la próxima subida podría ser de 25 pb, pero indudablemente no será la última.

Los swaps de inflación y las curvas de puntos de equilibrio de la inflación, que se desplomaron junto con los mercados energéticos, se sitúan ahora en niveles coherentes con una inflación que regresa rápidamente a su objetivo y se mantiene en él a largo plazo.

En consecuencia, los tipos de interés reales han dejado de subir desde el simposio de Jackson Hole y se sitúan ahora en una horquilla de entre el 1,2% y el 2% a 5 años. Este nivel podría restringir el crecimiento estadounidense, dado que su economía ya está ralentizándose, lo que podría explicar la ausencia de presiones alcistas sobre los rendimientos nominales.

Con la reapertura de China, podríamos asistir a nuevas presiones sobre los mercados energéticos (en particular, los precios del gas), lo que elevaría los puntos de equilibrio. Además, también se espera que los precios del petróleo se recuperen en 2023.

La curva de rendimientos del euro muestra el mismo comportamiento que la de EE. UU., pero con retraso.

El BCE inició su ciclo de endurecimiento más tarde y, aunque la reducción en curso del balance debería ser más brutal que en EE. UU., el endurecimiento cuantitativo (QT) aún no ha comenzado y los tipos todavía no superan el nivel del 3% anunciado por los miembros del BCE, lo que significa que hay margen para una mayor inversión de la curva del euro.

Los segmentos a 2-10 años y 2-5 años están invirtiéndose rápidamente y la postura del BCE mantiene la presión alcista en la parte central de la curva, a pesar de que a mediados de enero se relajó tras los comentarios conciliadores de algunos gobernadores del BCE. Creemos que, por ahora, el retraso se mantiene, pero reconocemos que una nueva caída de los rendimientos estadounidenses podría arrastrar con ellos a sus homólogos de otros mercados desarrollados.

Los precios del gas cotizan a niveles de enero de 2022 en los mercados europeos, ya que, hasta ahora, el invierno ha sido suave. Además, sumado al gasto fiscal, ha reducido la inflación general y ha allanado el camino a una recesión, que podría llegar o no (véase Focus, página 4). El entorno actual deja cierto margen para que el BCE sea más "agresivo".

Por el momento, el banco central ha llevado a cabo un endurecimiento histórico de su política monetaria, con varias subidas de tipos, aumentos XL (75 pb) y la reducción de su balance (gráfico 3); los Estados miembros periféricos y los diferenciales de crédito están cumpliendo, en general.

El diferencial el BTP italiano y el Bund se encuentra en niveles elevados, pero se ha evitado una mayor ampliación gracias al descenso de los precios de la energía, el apoyo fiscal de la UE y, muy probablemente, el mecanismo de protección del BCE (Instrumento de Protección de la Transmisión, TPI).

DEUDA CORPORATIVA

En cuanto al crédito en los mercados desarrollados, seguimos prefiriendo las inversiones a corto plazo *investment grade* (IG) para beneficiarnos del *carry*. Los vencimientos a largo plazo encierran demasiado riesgo de duración para un repunte de los rendimientos tan pequeño. La actividad en los mercados primarios de Europa y EE. UU. atrae el

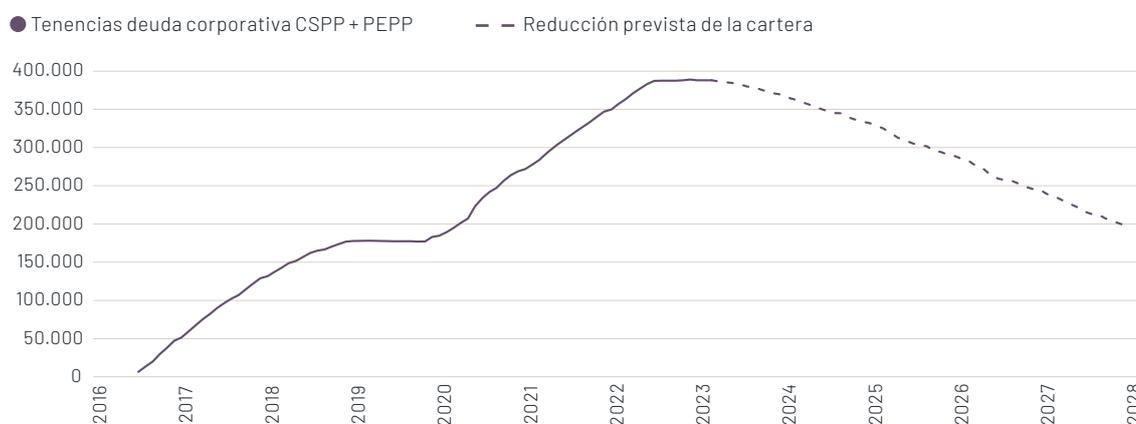
interés de los inversores hacia todos los segmentos del mercado, desde los bonos garantizados hasta la deuda muy subordinada. Se colocan pocas operaciones del alto rendimiento, las cuales cautivan a los inversores con los cupones más altos de la última década.

Los diferenciales periféricos también son indicadores de los mercados de riesgo y tienden a estar correlacionados con los diferenciales de crédito corporativo.

MERCADOS EMERGENTES

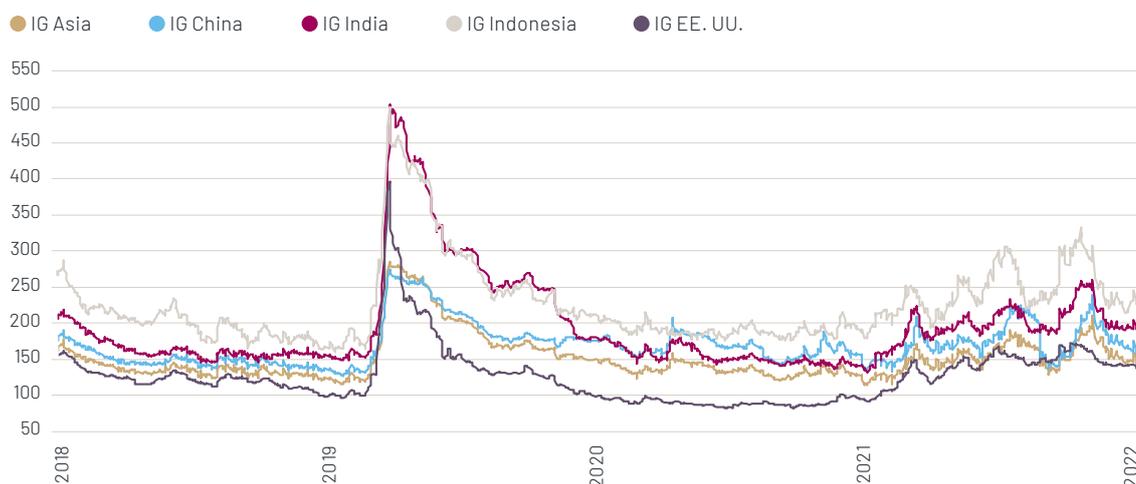
En los mercados emergentes, los fundamentales se han mantenido estables hasta 2022 en el IG de Asia. La escasa oferta neta y el retorno de los flujos de fondos a Asia sumarán apoyo al mercado (gráfico 4). En el alto rendimiento (HY) asiático, mantenemos la prudencia en los fundamentales y estamos a la espera de ver señales claras de transmisión de políticas en el HY chino.

GRÁFICO 3: LAS TENENCIAS DE BONOS CORPORATIVOS DEL BCE SE REDUCIRÁN A UNOS 200.000 MILLONES DE EUROS ANTES DEL FIN DE 2027, MILLONES DE EUROS



Fuentes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 4: EL REPUNTE DE LOS BONOS DEL TESORO HA ESTIMULADO LA DEMANDA DE CRÉDITO ASIÁTICO POR PARTE DE LOS INVERSORES, PUNTOS BÁSICOS



Fuentes: Índices ICE BofA Asian Dollar, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

En colaboración
con el equipo
de Renta variable

Por fin llegan buenas noticias para empezar el nuevo año 2023: la economía china vuelve a abrirse, se ha eludido la crisis energética en Europa por el momento, la inflación estadounidense está en retroceso y las economías, en su conjunto, han demostrado ser más resistentes de lo esperado. Este entorno aparentemente más favorable se ha reflejado en la subida de los mercados mundiales de renta variable. Sin embargo, hasta que no llegue el giro de la Fed, estos mercados seguirán siendo volátiles, lo que limitará un recorrido alcista sostenible.

TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Con la temporada de resultados del 4T de 2022 a la vuelta de la esquina, mantenemos la prudencia ante posibles revisiones a la baja del BPA (beneficio por acción). Sin embargo, el ratio previo al anuncio sugiere que esta no debería ser tan mala como parece: el 20% de las empresas del S&P 500 se han adelantado a las presentaciones de resultados en los últimos tres meses, entre las cuales, 65 han emitido proyecciones negativas del BPA y 35 han emitido proyecciones positivas (por debajo de la media a 25 años y en línea con la media a 10 años).

ESTADOS UNIDOS

A principios de este año, hemos asistido a una importante perturbación del "ímpetu". De hecho, las empresas con las peores revisiones a la baja están superando a las empresas con las mejores revisiones de beneficios. Sin embargo, este cambio de liderazgo parece estar relacionado con la cobertura de posiciones cortas por parte de los inversores, más que con un cambio en los fundamentales.

La confianza de los inversores refleja cierta euforia a corto plazo, especialmente, si observamos el nivel del índice de volatilidad (VIX). Sin embargo, debemos permanecer atentos a este nivel, dado que ya hemos caído por debajo de 20, lo que indica un exceso de euforia o un posible cambio en el régimen de volatilidad.

Desde el punto de vista macroeconómico, la preocupación por la inflación, la recesión y una política monetaria excesivamente restrictiva siguen siendo riesgos importantes para el mercado de renta variable y justifican un enfoque prudente. Cabe señalar que el mercado estadounidense sigue siendo más caro que otros mercados, sobre todo, debido a las mayores valoraciones de las empresas estadounidenses de gran capitalización (valoración > 200.000 millones de dólares), que debido a su considerable peso en los índices pueden elevar (o reducir) el rendimiento de todo un índice.



S&P 500:

65 empresas
presentan
proyecciones
negativas del BPA,
frente a
35 positivas

EUROPA

La zona euro parece alejarse de la recesión: el clima suave ha salvado a la zona de la crisis energética, los precios del gas han bajado bruscamente y, por último, la guerra de Ucrania no ha vuelto a recrudecerse, por ahora. La reapertura de China también debería beneficiar a la zona euro, junto con un euro aún débil que ayude a reestablecer la competitividad de las empresas europeas.

Además, entre mejores cifras macroeconómicas, comentarios más bien positivos de las empresas y un posible cambio en las políticas monetarias de los bancos centrales, los valores cíclicos, los tecnológicos y, en general, los más castigados el año pasado han recuperado ya algo de color. No obstante, en este momento, seguimos considerando que en Europa tiene un mayor atractivo en relación con EE. UU., pero ahora es más difícil aumentar la exposición a la zona a corto plazo ante la magnitud y la velocidad del repunte actual.

MERCADOS EMERGENTES

El índice MSCI China se ha disparado más de un 50% desde su mínimo del 31 de octubre de 2022⁴ (+11,2% en lo que va de año. Creemos que las valoraciones descontadas, las expectativas de BPA —que probablemente se redujeron a finales de 2022—, los flujos de inversión potencialmente masivos que vuelven a China y la gran mejora de la confianza de los inversores mundiales constituyen un argumento de inversión interesante para la renta variable china (acciones H y A) en 2023. Este fuerte repunte se ha debido principalmente al “giro de Xi Jinping”: un total de 30 medidas para levantar la política dinámica de “COVID cero” (DZC) y otras específicas de apoyo al sector inmobiliario.

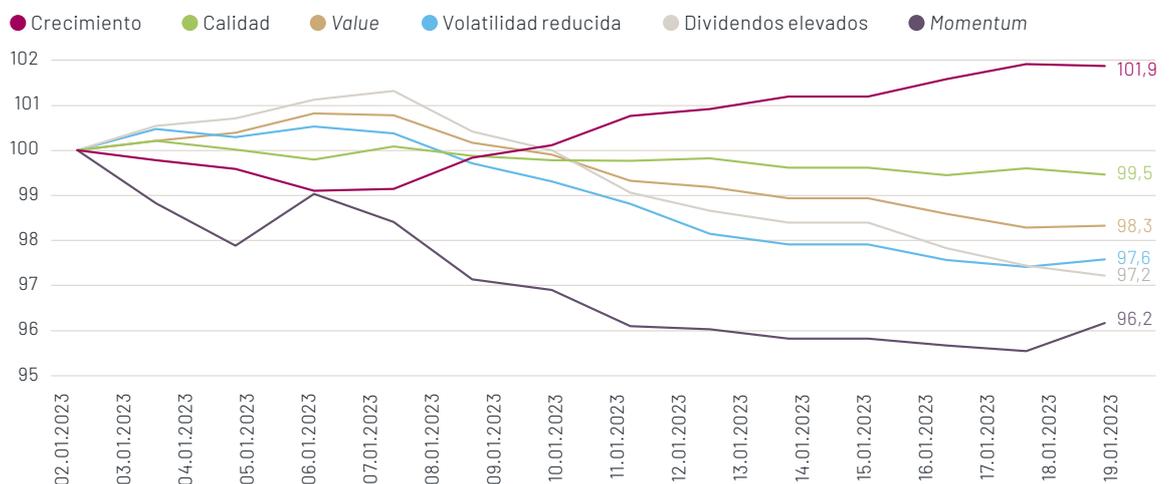
Además, la retórica oficial del partido ha venido insinuando la finalización de la “rectificación normativa” del sector de Internet, lo que debería eliminar una importante amenaza para la confianza de los inversores mundiales con respecto al sector. En 2023, la reapertura real y la demanda reprimida desatada (el “gasto de la venganza”) auguran repuntes masivos en los mercados de renta variable chinos más adelante.

ESTILO DE INVERSIÓN

Empezamos el nuevo año con un mensaje de prudencia. De hecho, persiste cierta incertidumbre sobre una posible recesión o el impacto de la política monetaria de la Fed. Por ello, seguimos centrándonos en valores de estilo Calidad (en particular, empresas que ofrecen una buena remuneración sostenible a los accionistas). Sin embargo, creemos que pueden surgir oportunidades a lo largo del año, especialmente, en los valores cíclicos y el estilo Crecimiento. La reapertura plena en China es, de hecho, un catalizador para varias acciones europeas de perfil *Value* con una fuerte exposición a la economía y el consumo chino. Además, el descenso continuado de los precios de la energía y la normalización de la cadena de suministro siguen favoreciendo a la industria mundial.

Por último, ahora somos un poco más optimistas con respecto al estilo Crecimiento. Los valores de crecimiento tienen potencial para repuntar en 2023 (gráfico 5), basándonos de la opinión de que los rendimientos de los bonos estadounidenses probablemente estén tocando techo, dada la mala racha del estilo el año pasado y el nivel de las valoraciones.

GRÁFICO 5: RENTABILIDAD POR ESTILO DE INVERSIÓN DE LA RENTA VARIABLE EN RELACIÓN CON EL MSCI US, 100=01.01.2023



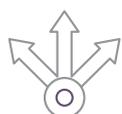
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

4 - Fuente: Bloomberg (a 17 de enero de 2023, en dólares estadounidenses).

Muriel ABOUD
SCHIRMANN
Head of Active Advisory

Hugo
DE VASCONCELOS
Active Advisor

Stéphane MAGNAN
Active Advisor



La gran
DIVERGENCIA:
lo que
AFIRMA LA FED
frente a lo que
PIENSAN LOS
INVERSORES

El comienzo de 2023 se ha caracterizado por una gran incertidumbre: en el mercado está calando el discurso de «la inflación va a corregir», mientras que todavía existen riesgos significativos en muchas direcciones.

USD

¿Más problemas?

El dólar ha sido una fuente de quebraderos de cabeza para la mayoría de los inversores que siguen las directrices de la Fed. Desde el máximo alcanzado en septiembre de 2022, el índice del dólar estadounidense (DXY)⁵ (gráfico 6) ha perdido más de un 10%, una tendencia bajista alimentada por los datos que reflejan que la inflación disminuye mes a mes. Por un lado, el mercado extrapola las tendencias más recientes de los datos macroeconómicos estadounidenses (moderación de la inflación y nerviosismo de los indicadores de actividad) para descontar una bajada de tipos antes de finales de año y el deseado “giro”. Por otra parte, la Fed no quiere repetir los mismos errores que en los años setenta, cuando la inflación se mantuvo en niveles elevados porque la política del banco central no fue lo suficientemente restrictiva. La Fed ha afirmado que mantendrá los tipos altos “hasta que cumplan su cometido”. ¿A quién deben seguir los inversores: a la Fed o al mercado? En nuestra opinión, las probabilidades están demasiado equilibradas en ambas direcciones, por lo que nos mantenemos neutrales respecto al dólar.

EUR

Un buen comienzo

El comienzo del año ha sido muy volátil para el euro, sustentado por varios factores ya mencionados en esta publicación: un invierno europeo suave que ha llevado a la baja los precios de la energía, el alza inesperada de los últimos datos que ha situado el Índice de Sorpresas de la zona euro en sus niveles máximos desde el primer semestre de 2021, el aumento de la inflación subyacente que obligó al BCE a volverse más “agresivo” en diciembre y, por último, la reapertura de la economía china, que ha reforzado las esperanzas del mercado de un “aterizaje sin sobresaltos”. A este nivel, gran parte de los aspectos positivos ya están incluidos en el precio del euro y no creemos que las ganancias observadas recientemente continúen por ahora.

GRÁFICO 6: EL ÍNDICE USD, UN -10% DESDE SU MÁXIMO DE 2022, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

⁵ -Indicador del valor del dólar estadounidense en relación con una cesta de monedas extranjeras.



GBP

De vuelta a niveles más elevados

La libra ha vuelto a cobrar fuerza a principios de 2023, gracias a la misma mejora de la confianza de los mercados que ha favorecido la resistencia de los mercados de renta variable. Algunos acontecimientos idiosincrásicos —el avance hacia la resolución de las conversaciones sobre el Brexit en Irlanda del Norte, el máximo de la inflación en el Reino Unido y un invierno suave (es decir, descenso de los precios de la energía)— también han ayudado a la divisa a recuperar el equilibrio. Sin embargo, entre las divisas del G10, creemos que la libra es la que se enfrenta a mayores factores adversos para lograr una recuperación firme, ya que sufre casi todos los problemas de los demás y algunos propios. Aunque sigue cotizando a niveles más débiles que en tiempos pasados, creemos que los posibles repuntes se verán limitados por la mejora de los fundamentales económicos de otras economías.

JPY

Una montaña rusa

El yen japonés ha experimentado una enorme volatilidad, ya que el ajuste inesperado del Banco de Japón en la política de control de la curva de rendimientos (YCC) en diciembre precipitó una enorme oleada de especulaciones sobre la posibilidad de nuevas medidas en su reunión de enero.

No las hubo y, por ello, el yen ha sufrido una enorme sucesión de altibajos del 10% que aún no ha terminado. La variación de diciembre, la fuerte inflación y el inminente cambio de gobernador del Banco de Japón en abril mantendrán al mercado apostando por el discurso del giro del Banco de Japón. Le guste o no al Banco de Japón, si va a seguir siendo conciliador, el mercado tardará algún tiempo en volver a creerle. Por lo tanto, pasamos a ser neutrales con respecto al yen, ya que los riesgos son significativos en cualquier dirección.

AUD

Reapertura de China

Prevedemos que el dólar australiano se beneficiará de la reapertura de China, lo que tendrá un impacto significativo en las exportaciones australianas. China es el socio comercial más importante de Australia y el mayor destino de varias exportaciones de gran valor, como el Hierro. La balanza comercial australiana sigue en máximos históricos. Mantenemos la opinión optimista sobre la divisa.

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** No habría "aterrizaje forzoso" en EE. UU. y los riesgos de recesión se retrasan hasta finales de 2023/2024. La actividad económica de Europa refleja una mayor resistencia, ya que se beneficia de la reapertura de China y de un invierno más suave, aunque persistan los factores adversos. En general, el crecimiento mundial se ralentizará en 2023 y se verá impulsado por los mercados emergentes.
- **Inflación:** Se ha iniciado el proceso de desinflación mundial, favorecido por la relajación de las tensiones en la cadena de suministro, la caída de los precios de la energía (aunque cuidado con la reapertura de China) y los efectos de base anuales. A medio plazo, los precios subyacentes deberían mantenerse más firmes debido a los servicios y los salarios.
- **Política fiscal:** Sigue siendo favorable en Europa, pero habrá menos anuncios en el ámbito fiscal tras los grandes esfuerzos realizados en 2022. El Gobierno dividido de EE. UU. también pondrá un tope al aumento del gasto. En términos generales, aunque creemos que la sostenibilidad presupuestaria es una amenaza manejable en 2023, esperamos que la vuelta a la disciplina fiscal sea un tema recurrente del mercado este año.
- **Bancos centrales:** Siguen centrados en la lucha contra la inflación. Unas perspectivas de crecimiento menos preocupantes les dejan más margen para seguir subiendo los tipos, aunque con menor amplitud que en otras ocasiones. Mantenemos nuestra hipótesis de un nivel estable elevado durante un período prolongado.
- **Beneficios:** Se espera que las revisiones negativas continúen a medida que prosigue la ralentización macroeconómica mundial, aunque a un ritmo más lento de lo observado anteriormente. El seguimiento de la rentabilidad será un factor clave, ya que los riesgos sobre los márgenes siguen orientados a baja en las publicaciones del 4T de 2022.
- **Entorno de riesgo:** La volatilidad de los activos ha bajado, lo que indica complacencia del mercado a corto plazo. Entre los riesgos externos que hay que vigilar se incluyen el riesgo geopolítico (Ucrania y Taiwán) y el riesgo financiero (fragmentación financiera de la zona euro). El riesgo a más largo plazo sigue vinculado al aumento de los niveles de deuda del sistema financiero mundial.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

RENTA VARIABLE

- Mantenemos una posición general prudente respecto a la renta variable, especialmente, tras el repunte de principios de año, ya que la subida de los tipos de interés, unida a los elevados costes derivados de la inflación, debería lastrar aún más los márgenes de las empresas y limitar su capacidad de obtener capital.
- Como la actividad económica ha empezado a demostrar una mayor resistencia, a principios de enero redujimos nuestra infraponderación en la renta variable y vamos reasignando gradualmente la exposición, pasando de los valores defensivos a aquellos sectores con grandes descuentos. Seguimos siendo prudentes y selectivos con los valores de crecimiento, ya que esperamos que la política monetaria siga siendo restrictiva durante varios trimestres más.
- Nuestra infraponderación en la renta variable europea se ha reducido, ya que la región ha registrado niveles de valoración atractivos y debería seguir beneficiándose de la reapertura de China y la disminución del riesgo de crisis energética. No obstante, consideramos que el riesgo de tipos de interés sigue siendo demasiado elevado y no justifica una sobreponderación en la región. Mantenemos la posición en la renta variable china mientras prosiga el *momentum* en la región. La prudencia a largo plazo se debe al actual proceso de desapalancamiento, y a una política y un entorno regulatorio menos favorables.

RENTA FIJA

- Mantenemos la cautela en el riesgo de duración, ya que el riesgo de cambios en política monetaria hacia un mayor endurecimiento debido a la buena resistencia económica y a la aceleración de la inflación en Japón podría dar lugar a una mayor volatilidad a corto plazo. En este entorno, seguimos siendo pacientes y esperamos una consolidación para volver a añadir deuda pública. Mientras tanto, continuamos aprovechando el *carry* atractivo que ofrece la deuda pública estadounidense a corto plazo.
- Los tipos en la zona euro son sensibles al discurso de línea dura del BCE, mientras que la oferta neta de este año podría ser motivo de preocupación, especialmente, para algunos países de los que todavía se espera un volumen elevado de emisiones el próximo año, a lo que hay que añadir que el banco central empezará su endurecimiento cuantitativo (QT) en el 2T de 2023.

- Mantenemos nuestra opinión positiva sobre la deuda corporativa de gran calidad, teniendo en cuenta que el punto de partida del segmento de mayor rendimiento proporciona una buena protección contra el riesgo de impago moderado, al tiempo que seguimos siendo prudentes en el alto rendimiento.
- Nos sigue gustando la deuda emergente en divisa local, ya que la consideramos un buen factor de diversificación para 2023. Esta clase de activos puede beneficiarse de la debilidad del dólar y de una postura más acomodaticia de algunos bancos centrales emergentes el próximo año.

MERCADO DE DIVISAS

- Existe cierta percepción de riesgo en las apuestas direccionales de la paridad EUR/USD, debido a que el par ya incorpora gran parte de la mejora de la confianza respecto a la zona euro y la posición corta sobre el dólar ha aumentado significativamente. En consecuencia, preferimos adoptar una posición neutral y esperar a tener más visibilidad sobre la trayectoria futura de la divisa.
- El franco suizo continúa siendo una divisa interesante, ya que los fundamentales del país son más convincentes que los de la zona euro y la divisa está alcanzando niveles contra los que el Banco Nacional Suizo había empezado a actuar el verano pasado. Por el contrario, mantenemos una opinión negativa sobre la libra esterlina, ya que los fundamentales del Reino Unido siguen siendo débiles y no puede descartarse un sesgo conciliador del Banco de Inglaterra.
- Seguimos considerando que las divisas de materias primas son buenas herramientas de diversificación, especialmente el dólar australiano, que podría beneficiarse de la reapertura de China. El yen ha recuperado su atractivo tras la reunión del Banco de Japón de mediados de diciembre y sigue considerándose una buena cobertura macroeconómica en las carteras.

INVERSIONES ALTERNATIVAS

- Los fondos alternativos Global Macro⁶ y CTA⁷ siguen siendo un centro de interés con la previsión de un entorno volátil aún elevado en 2023. Las estrategias de renta variable *Long/Short*⁸ deberían prosperar gracias a que el aumento del riesgo de dispersión dentro del universo de la renta variable genera nuevas oportunidades, mientras que el entorno de tipos más altos favorece al tramo corto de este tipo de estrategias.

6 - Global Macro: Estrategia de inversión discrecional o sistemática en mercados generales basada en las perspectivas macroeconómicas. Las inversiones habituales incluyen renta fija, divisas, índices de renta variable, deuda soberana y materias primas. La mayoría de los fondos utilizan derivados (y, por lo tanto, apalancamiento) y opciones.

7 - CTA (Commodity Trading Advisors): Estrategia de inversión discrecional o sistemática (en particular, seguimiento de tendencias) basada en futuros gestionados (contratos de futuros) con un universo de inversión multiactivo (futuros de renta variable, renta fija, divisas y materias primas).

8 - *Long/Short Market Equity*: Estrategia que consiste en mantener valores (posiciones largas) con la expectativa de que obtengan resultados superiores, frente a los valores «cortos», de los que se espera que obtengan peores resultados. Se dice que la estrategia posee un sesgo largo cuando la suma de las posiciones largas es mayor que la suma de las cortas y es neutral si hay tantas posiciones largas como cortas. Debido al carácter neutral de la cartera, este tipo de estrategia tiene poca correlación con las estrategias tradicionales.

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
RENTA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
Potencias EUR 10A (Bund)	=/-	=
Periferia EUR	-	=/-
US 2A	=/+	=/+
US 10A	=/-	=
US 30A	=	=/+
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-China	=/+	=/+
China	=/+	=/-
ESTILOS		
Crecimiento	=/-	+
Value	=/+	=
Calidad	=/+	=
Yield	+	=/+
Cíclico	=/-	=/+
Defensivo	=/+	=/-
DIVISAS		
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 19 DE ENERO DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,39%	-28,71	-48,33
Francia 10A	2,48%	-41,20	-62,40
Alemania 10A	2,06%	-29,90	-50,70
España 10A	2,99%	-43,50	-66,00
Suiza 10A	1,09%	-41,50	-52,90
Japón 10A	0,42%	3,00	0,80

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,8	3,32%	3,14%
Deuda pública EUR	197,67	1,83%	2,60%
Deuda corporativa EUR (HY)	198,85	2,82%	2,75%
Deuda corporativa USD (HY)	307,99	2,55%	3,80%
Deuda pública EE, UU,	300,99	1,40%	1,90%
Deuda corporativa emergente	44,12	3,01%	3,18%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9921	0,55%	0,26%
GBP/USD	1,2391	2,93%	2,55%
USD/CHF	0,9161	-1,61%	-0,91%
EUR/USD	1,0833	2,24%	1,20%
USD/JPY	128,43	-2,96%	-2,05%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	20,52	-1,45	-1,15

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	3.898,85	2,00%	1,55%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.747,29	3,72%	3,97%
STOXX Europe 600	450,45	5,43%	6,02%
Topix	1.915,62	0,39%	1,26%
MSCI World	2.685,32	3,47%	3,17%
Shanghai SE Composite	4.156,01	8,34%	7,35%
MSCI Emerging Markets	1.027,91	6,62%	7,48%
MSCI Latam (América Latina)	2.266,46	5,65%	6,49%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	197,09	3,49%	2,66%
MSCI Asia Ex Japan	667,77	6,92%	7,84%
CAC 40 (Francia)	6.951,87	6,66%	7,39%
DAX (Alemania)	14.920,36	7,23%	7,16%
MIB (Italia)	25.596,28	7,49%	7,97%
IBEX (España)	8.793,10	6,30%	6,85%
SMI (Suiza)	11.258,97	4,50%	4,94%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.101,00	2,94%	0,15%
Oro (USD/Onza)	1.932,24	7,79%	5,93%
Crudo WTI (USD/Barril)	80,33	3,66%	0,09%
Plata (USD/Onza)	23,87	1,68%	-0,71%
Cobre (USD/Tonelada)	9.305,50	11,97%	11,15%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,28	-34,49%	-26,82%

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

OCTUBRE DE 2022	NOVIEMBRE DE 2022	DICIEMBRE DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2023 A 19.01.2023
9,59%	18,69%	0,48%	8,34%	7,84%
7,99%	14,64%	-0,39%	6,92%	7,48%
7,11%	9,81%	-1,60%	6,62%	7,35%
6,28%	6,80%	-1,64%	5,65%	6,49%
5,09%	6,75%	-3,12%	5,43%	6,02%
4,17%	6,74%	-3,44%	3,72%	3,97%
2,91%	5,38%	-4,34%	3,49%	3,17%
-3,15%	4,55%	-4,70%	3,47%	2,66%
-6,13%	2,91%	-4,73%	2,00%	1,55%
-7,78%	-0,82%	-5,90%	0,39%	1,26%

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 la liquidez en la economía.

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

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

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

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

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

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

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

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **En el DIFC-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 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

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

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

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 20.01.2023.

