

# MONTHLY HOUSE VIEW

Abril de 2023

Cuando baja la marea...

• Índice

01• Editorial	P3
CUANDO BAJA LA MAREA...	
02• Focus	P4
BANCA: SUENAN CAMPANAS DE ENDURECIMIENTO	
03• Macroeconomía	P6
UNA CUESTIÓN DE CONFIANZA	
04• Renta fija	P8
MANTENERSE COMO EL NÚCLEO DURO	
05• Renta variable	P10
POR FIN UNA CORRECCIÓN	
06• Divisas	P12
DOS FUERZAS EN JUEGO	
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:

“Solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo.” Siguiendo la máxima de Warren Buffett, el mar de tipos de interés reducidos y dinero fácil ha retrocedido por fin, y ha dejado al descubierto a los agentes más débiles. Ya era de esperar, por eso el mundo financiero llevaba varios meses examinando detenidamente el mercado para detectar los posibles eslabones débiles.

Es evidente que, aunque ya se había identificado a Credit Suisse, no se albergaba ninguna sospecha sobre Silicon Valley Bank (SVB). De hecho, hasta el 10 de marzo, fecha de su impago, SVB gozaba de una buena calificación (*investment grade*) por parte de S&P y Moody's. La empresa también obtuvo una buena nota en la dimensión ASG (criterios medioambientales, sociales y de gobernanza). La agencia de calificación MSCI le había otorgado una “A”, lo que significaba que algunos fondos de inversión “verdes” del mercado habían comprado sus acciones. Por último, hasta hace tres meses, el consenso entre los analistas financieros (del *sell side*<sup>1</sup>) era comprar o mantener las posiciones de la empresa.

Al final, fue el aspecto de la gobernanza el que provocó el impago de SVB: un efecto tijera negativo, debido a la violenta subida de los tipos de interés, entre las retiradas masivas (vinculadas a una concentración de clientes en el ámbito de las *start-ups*) y un efecto de mercado negativo sobre el efectivo invertido en bonos del Estado estadounidense. Además de esta mala gestión entre los activos y pasivos del banco, el Gobierno de EE. UU. tiene su parte de responsabilidad por la relajación de la normativa bancaria en 2018 bajo la presidencia de Donald Trump.

Además del impago de dos bancos estadounidenses ya identificados como eslabones débiles<sup>2</sup>, la crisis de confianza provocada por el impago de SVB ha puesto en dificultades a muchos bancos regionales, entre ellos, el banco californiano de inversiones, gestión de activos y servicios First Republic Bank. Resulta especialmente sorprendente en esta historia la solidaridad generada en torno a estos bancos en dificultades.

• **Solidaridad de los clientes con SVB:** más de cien sociedades de inversión de capital expresaron inmediatamente su apoyo a SVB, probablemente en relación con la dimensión ASG de muchas de

ellas, como la empresa de capital riesgo General Catalyst, líder de esta acción, que integra fuertes valores sociales en sus inversiones.

• **Solidaridad de los grandes bancos con First Republic Bank:** de hecho, el banco se libra ahora de la quiebra gracias al apoyo de sus competidores. 11 grandes bancos estadounidenses<sup>3</sup> han prometido un total de 30.000 millones de dólares en depósitos a First Republic, acción bien acogida por las autoridades estadounidenses.

Estas iniciativas son notables y significan que, aunque el mar retroceda, es potencialmente más transparente. También es interesante señalar que, en el caso de SVB, aunque la primera opción elegida sea un comprador y la gran probabilidad de que este sea un banco tradicional, también es posible que se trate de un agente de la nueva economía, como Elon Musk, que afirma estar abierto a la idea de que Twitter tome una posición.

¿Qué podemos esperar a continuación? La onda expansiva provocada por el impago de SVB se ha extendido más allá de EE. UU. y ha llevado a la megafusión UBS-Credit Suisse en Europa. No obstante, seguimos convencidos de que esta crisis bancaria, que sobre todo es una crisis de confianza, se solucionará. Es probable que los bancos centrales que han inyectado liquidez *ad hoc* para hacer frente a esta crisis cambien su política restrictiva (sobre todo, en lo que respecta a la reducción de la liquidez en el mercado), sin perder de vista su mandato original, la inflación.

La subida de tipos es, por lo tanto, una oportunidad para identificar a los más débiles. Este episodio es el primero y probablemente no será el último suceso específico del sector financiero, pero también puede afectar a otros sectores cuyas empresas sean sensibles a la subida de tipos.

En este entorno más volátil, surge la necesidad de convertir estos movimientos en oportunidades de inversión y discriminar más que nunca a la hora de seleccionar valores.

Espero que disfruten de la lectura de este número. En él profundizaremos tanto en nuestras convicciones sobre los bancos, como también en la esfera macrofinanciera tras este cambio en la marea.

1 - En el lado vendedor.

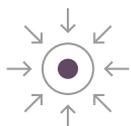
2 - Dos entidades financian las criptomonedas en particular: Signature Bank, que ya estaba siendo investigado por blanqueo de capitales antes de su cierre, y Silvergate, que ya se encontraba en una situación turbulenta tras la quiebra de la plataforma de criptomonedas FTX.

3 - Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley, así como otros bancos de segundo nivel, como Bank of New York Mellon, PNC Bank, State Street, Truist y US Bank.

Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Yasser TALBI  
Portfolio Manager

Lucas MERIC  
Investment Strategy  
Analyst



**+475 PB**  
**EN 12 MESES:**  
Rápido ciclo de  
endurecimiento  
de los fondos  
federales

Las recientes turbulencias, de San Francisco a Zúrich, han suscitado dudas sobre las repercusiones para los bancos. El riesgo de regulación de los pequeños bancos estadounidenses y la situación, ya de por sí frágil, de Credit Suisse, nos permiten creer que esta crisis debería mantenerse bajo control, aunque aún no se haya determinado su impacto sobre la confianza y las condiciones de crédito. Desde la perspectiva de los inversores, mantenemos el enfoque optimista respecto a los grandes bancos.

#### AGITACIÓN BANCARIA DE SAN FRANCISCO A ZÚRICH

A mediados de marzo, Silicon Valley Bank (SVB), uno de los principales agentes de la financiación de la tecnología estadounidense de los últimos 40 años, se convirtió en la primera víctima del rápido ciclo de endurecimiento monetario de la Reserva Federal (Fed) (+475 puntos básicos (pb) en 12 meses), que puso al descubierto importantes desajustes entre activos y pasivos en el balance del banco californiano. Los depositantes huyeron tras revelarse los problemas de liquidez y condujeron a la quiebra de SVB el 10 de marzo. A medida que crecían las dudas sobre la solidez del sistema bancario estadounidense, Silvergate y Signature Bank también se declararon en quiebra. Sin embargo, las autoridades estadounidenses, con la crisis de 2008 aún presente, reaccionaron con rapidez: garantizaron los depósitos bancarios (el balance de la Fed aumentó en 300.000 millones de dólares en una semana), proporcionaron liquidez a los bancos y coordinaron un consorcio de grandes bancos estadounidenses para proporcionar 30.000 millones de dólares en depósitos al First Republic Bank.

La creciente incertidumbre se extendió a Europa, especialmente a Credit Suisse, tras la declaración del Saudi National Commercial Bank (principal accionista de Credit Suisse) en la que explicaba que no aportaría ayuda financiera adicional. La declaración desató una tormenta y provocó que las acciones de Credit Suisse (ya identificado como el eslabón más débil del sistema bancario europeo) se desplomaran un 24% en un día (su mayor caída histórica) y que el *Credit Default Swap* (CDS) subiera del 2,9% al 10,8%. Una vez más, la rápida reacción del Banco Nacional Suizo (BNS), que proporcionó liquidez a Credit Suisse, calmó inicialmente a los mercados, pero acabó provocando que UBS (respaldada por el Gobierno) anunciando una oferta de 3.000 millones de dólares por Credit Suisse (que en su momento llegó a valer más de 90.000 millones de dólares).

#### ¿SON LOS BANCOS MÁS FRÁGILES POR LAS RECIENTES TURBULENCIAS?

##### Impacto en los balances bancarios

Los riesgos de duración de los bancos están contenidos en Europa gracias a la estricta normativa bancaria de Basilea III impuesta a la gran mayoría de ellos, pero que en EE. UU. solo se aplica a los bancos de cierto tamaño. Por lo tanto, es probable que la mayoría de los bancos hayan cubierto su riesgo de duración, lo que explica su marcado infrarrendimiento en los periodos de bajos tipos de interés. No obstante, cabe esperar que el resto de los bancos, que siguen teniendo riesgos de tipos de interés, se vean obligados a cubrirlos.

##### Impacto en los depósitos

Por el momento, los depósitos fluyen de los bancos estadounidenses más pequeños a los de mayor tamaño, a pesar de la menor remuneración. Como es natural, se percibe una mayor seguridad en las grandes entidades. Los bancos han visto caer sus depósitos desde la pandemia debido a las restricciones normativas en los ratios de apalancamiento, en particular, y los flujos de los hogares hacia letras del Tesoro y fondos del mercado monetario (gráfico 1, página 5). De cara al futuro, la mayor remuneración de los flujos de depósitos dañará la rentabilidad bancaria por medio de una contracción de los márgenes por intereses.

##### Impacto sobre las condiciones de crédito

Las condiciones crediticias ya están endureciéndose tanto en Europa como en EE. UU. A pesar de ello, hemos observado un fuerte crecimiento del crédito bancario en 2022, en particular, gracias a la mejora de los balances de las empresas y los hogares.

Por otra parte, el ritmo se ha ralentizado desde el 4T de 2022, sin afectar al crecimiento del PIB, dado que la economía estadounidense se financia en gran parte en los mercados financieros y es menos sensible que antes a las subidas de tipos. En Europa, una contracción aguda del crédito bancario podría pesar más en la economía, pero no es nuestra hipótesis principal que las empresas seguirán disponiendo relativamente de tanto efectivo.

En general, es probable que la política fiscal, el exceso de ahorro y el aumento de los salarios favorezcan la demanda económica a corto plazo. Como el crédito no ha sido el motor principal de la demanda en el mundo pospandemia, la incertidumbre sobre el impacto más general de este endurecimiento de las condiciones crediticias sobre la inflación es aún mayor.

### ¿Ha disminuido la liquidez?

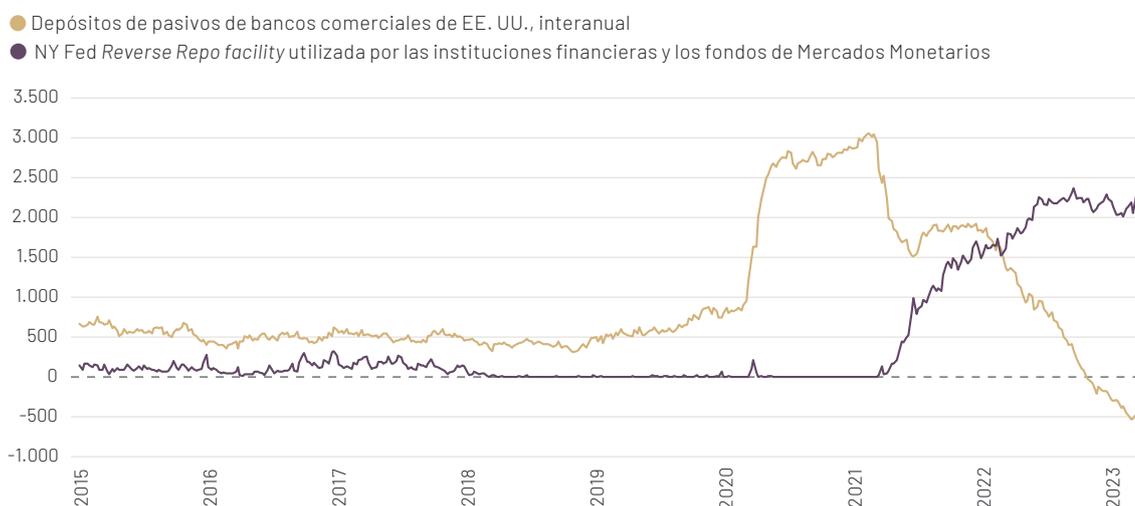
Los bancos centrales han reaccionado con rapidez y están desempeñando su papel de prestamista de última instancia. Al igual que el Banco de Inglaterra durante la crisis de las pensiones en septiembre, tanto la Fed como el Banco Central Europeo (BCE) disponen de herramientas para reforzar la liquidez bancaria (véase Renta Fija, página 8). Es evidente que estas medidas solo han sido utilizadas por las entidades bancarias más débiles (First Republic Bank, Silicon Valley Bank, Signature Bank o Credit Suisse en Suiza) y apenas se han utilizado las líneas de *swap* de divisas entre bancos centrales.

Por lo tanto, las necesidades de tesorería se limitan a las que sufren estampidas bancarias y una mala gestión del balance. No parece que el sistema bancario y financiero carezca de liquidez, pero estas medidas permiten restablecer la confianza y ganar tiempo para hacer frente a la situación de capital de las entidades frágiles.

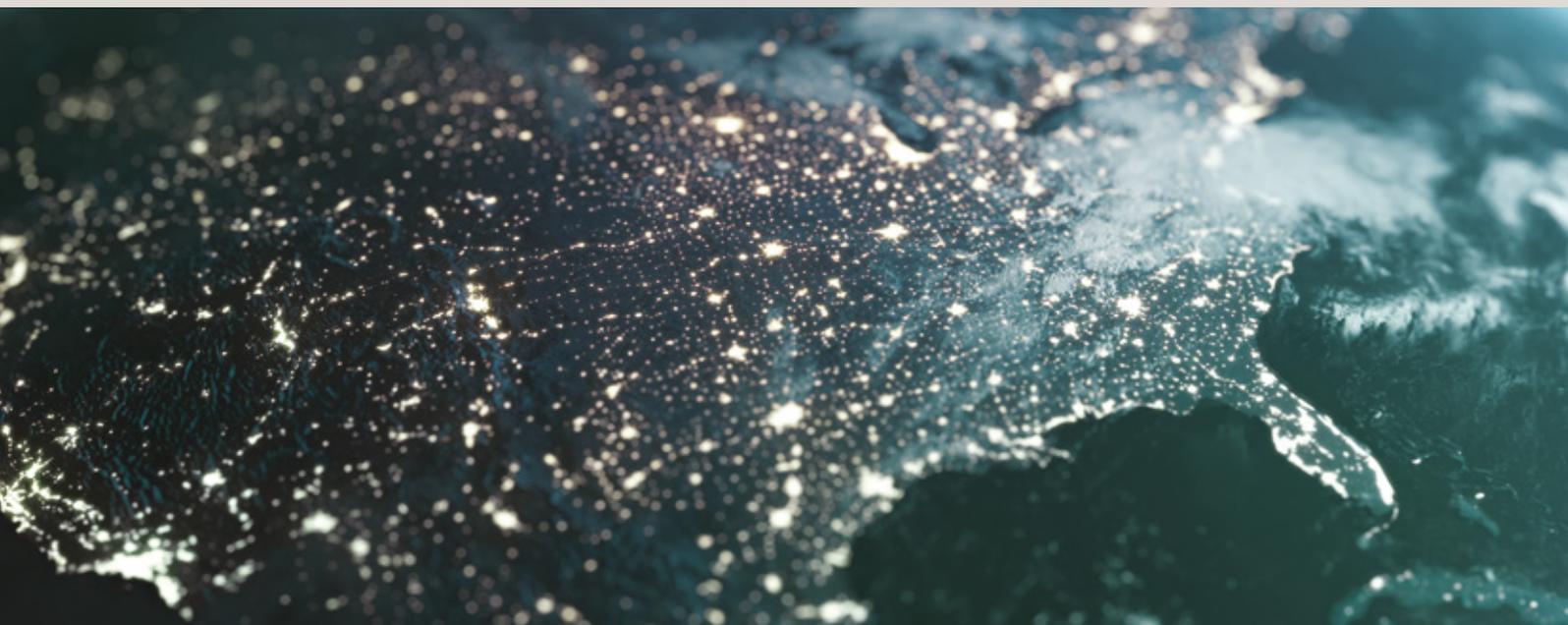
### CONCLUSIONES CLAVE PARA LOS INVERSORES:

- Mantenemos nuestras posiciones en el sector bancario estadounidense a pesar de las caídas, así como un enfoque optimista con respecto a los grandes bancos estadounidenses (los bancos regionales son otra historia).
- Consideramos que la extensión de las inquietudes del mercado a los bancos europeos está injustificada, y creemos que la reacción del mercado refleja un repliegue de los inversores que decidieron reducir sus posiciones sobreponderadas. El reciente comunicado del BCE, que tranquilizó a los inversores sobre la jerarquía de la estructura de capital, fue bien percibido por el mercado, lo que genera una mayor confianza sobre la estabilidad financiera.
- Por último, los bancos europeos están bien capitalizados y están sometidos a una mayor regulación que sus homólogos estadounidenses. No existen riesgos similares a los bancos regionales estadounidenses gracias a una mejor gestión de los balances y a los requisitos reglamentarios adicionales. El ejemplo de Credit Suisse refuerza nuestra opinión sobre la selectividad y la diferenciación entre bancos.

GRÁFICO 1: FLUJOS DE LOS DEPÓSITOS DE LOS BANCOS COMERCIALES AMERICANOS HACIA TREASURIES Y FONDOS MONETARIOS, USD BILLION



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Strategist

Aunque este nuevo trasfondo de mercado aún es incipiente, cada vez es más evidente que la crisis temporal de confianza repercutirá en la economía general. No obstante, hemos revisado al alza nuestras previsiones para la economía de EE. UU. y de la zona euro, principalmente, gracias a un primer trimestre de 2023, significativamente mejor de lo esperado. La clave está en cómo se distribuirá este crecimiento a lo largo del año, ya que esperamos una ralentización en EE. UU. de cara al segundo semestre. China sigue siendo una excepción positiva y un motor del crecimiento regional.

#### LA ECONOMÍA DE EE. UU. AÚN GUARDA ALGUNOS TRUCOS EN LA MANGA

Si las previsiones de la Fed de Atlanta sobre el crecimiento del PIB (a una tasa anual desestacionalizada del 3,2% en el 1T) se cumplen, la economía estadounidense habrá dejado boquiabiertos a la mayoría de los analistas en el 1T de 2023. Así, el gasto personal real de los consumidores estadounidenses aumentó un 1,8% en el mes de enero, mientras que la creación de empleo se mantuvo excepcionalmente fuerte, ya que el sector servicios siguió disfrutando de una fuerte demanda. La proporción entre ofertas de empleo y desempleados sigue siendo excepcionalmente elevada (1,9), lo que lleva a las empresas a retener al personal más tiempo de lo habitual. El sector manufacturero es otra historia, ya que la producción descendió por primera vez desde febrero de 2021. En el lado de la demanda, los consumidores aún no se han visto afectados totalmente por la subida de los tipos de interés, que está tardando más en hacer efecto en comparación con periodos anteriores de endurecimiento de la política monetaria, gracias

a los niveles de ahorro de la pandemia, el colchón del empleo y el mayor número de hipotecas a tipo fijo. Sin embargo, los retrasos en el servicio de la deuda aumentaron durante el mes de febrero, lo que indica que los consumidores podrían tener que poner fin a su frenético gasto posterior a la COVID en los próximos meses. Por ahora hemos revisado al alza las previsiones centrales para EE. UU., principalmente gracias a un 1T de 2023 mejor de lo esperado, y vemos una leve contracción del PIB en el 4T, lo que repercute en nuestra cifra de crecimiento anual para 2024, ahora por debajo del consenso. Las nuevas tensiones en los bancos regionales (que representan el 50% de los préstamos comerciales de EE. UU., el 60% de los préstamos inmobiliarios residenciales y el 45% de los préstamos al consumo) han aumentado la probabilidad de nuestra hipótesis de riesgo, aunque con un impacto limitado en nuestra hipótesis principal, gracias a la tranquilidad que aporta la reciente evolución. La confianza del consumidor será el factor a seguir de cerca en las próximas semanas.



EL GASTO  
de consumo  
estadounidense  
aumentó  
un **1,8%**  
en enero

## ZONA EURO: EFECTOS SECUNDARIOS DE LA INFLACIÓN

La zona euro empezó el año con un suspiro de alivio, tras haber superado las expectativas sobre su capacidad para compensar el gas natural ruso. Tras apenas haber necesitado reducir sus reservas de energía en el invierno de 2023 — gracias, sobre todo, a unas condiciones meteorológicas favorables —, la tensión sobre el invierno de 2024 se ha debilitado significativamente. No obstante, las cicatrices de la crisis energética siguen siendo evidentes. Con un 8,5% interanual, la inflación empieza a moderarse, pero seguirá siendo elevada (tabla 1). Los precios de la energía están debilitándose (el precio del petróleo está por debajo de los 80 dólares/barril), pero el efecto retardado del aumento de los costes energéticos y un invierno poco lluvioso están disparando los precios de los alimentos, mientras que la inflación subyacente sigue siendo robusta debido a las limitaciones de la oferta. En este contexto, el consumo empieza a debilitarse (las ventas minoristas bajaron un 2,3% interanual) a pesar de que el mercado laboral sigue siendo favorable y el sorprendente crecimiento salarial (el índice de costes laborales subió un 5,7% interanual en el 4T de 2022). Con estos efectos secundarios, esperamos que la política monetaria siga endureciéndose en la zona euro en los próximos meses. No hemos tenido en cuenta tensiones adicionales sobre los bancos europeos (véase Focus, página 4), ya que el crecimiento del crédito ya ha sido lento durante cuatro meses. Respecto a la producción, sin embargo, creemos que la reapertura de China será positiva para los exportadores europeos, con posibles alzas en nuestra hipótesis por la recuperación de Alemania.

## CHINA: LA EXCEPCIÓN POSITIVA

Mientras la inflación continúa acechando al resto del mundo, China se mantiene como un caso atípico, con una política monetaria y fiscal aún positiva, unida a un fuerte ímpetu gracias al proceso de reapertura post-COVID. La inflación sigue siendo muy débil (1% interanual en febrero, caída frente al 2,1% de enero), gracias a la ayuda de fuentes alternativas de combustibles fósiles y una demanda aún débil en comparación con los niveles anteriores a la COVID. Sin embargo, las encuestas económicas han repuntado con fuerza en enero-febrero: los servicios se mantienen especialmente sólidos y el sector manufacturero también sorprende (índices PMI de 56,3 y 51,6, respectivamente). El crecimiento del crédito (+11,6% interanual) ha progresado especialmente en los principales sectores de infraestructuras, liderado por los proyectos ferroviarios. La recuperación del sector inmobiliario sigue siendo lenta, aunque esto no ha incitado al Gobierno a añadir más estímulos. Nuestras previsiones se mantienen en línea con las estimaciones oficiales de un crecimiento del PIB algo superior al 5% en 2023. Los riesgos siguen tendiendo al alza en China a corto plazo, con un impulso hacia la región asiática en un momento en que la demanda de exportaciones de las economías occidentales es aún débil (las exportaciones coreanas han caído un 17,4% interanual en marzo).

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2022-2024, %

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

	PIB		INFLACIÓN	
	2023	2024	2023	2024
EE. UU.	1,4	0,2	4,5	3,0
Zona euro	0,5	1,0	6,2	3,2
China	5,1	4,7	2,1	2,2
Japón	1,8	0,9	1,0	0,6
India	5,3	6,0	5,3	5,6
Brasil	0,7	1,7	4,9	5,0
<b>Mundo</b>	2,6	2,7	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

En colaboración  
con el equipo de Renta fija

Con todas las turbulencias del sector bancario, los bancos centrales han tenido que asumir su función de prestamista de última instancia. Como ya demostró el Banco de Inglaterra en septiembre, los bancos centrales pueden desempeñar este papel y cumplir al mismo tiempo su mandato original de estabilidad de precios.

### BANCOS CENTRALES

Desde principios de año, las sorpresas económicas se han disparado en EE. UU. y la zona euro, aunque últimamente se hayan estancado, mientras que la desinflación no ha sido tan lineal como se esperaba. Esta situación provocó una súbita revisión de las expectativas de subidas de tipos de la Fed y cogió desprevenidos a algunos segmentos del mercado.

Como el panorama macroeconómico ha resistido bien, las curvas de rendimiento han seguido aplandándose e invirtiéndose.

El mercado laboral sigue tenso, la tendencia de la inflación subyacente continúa a niveles incómodos y los datos reales aún no han confirmado la contracción de los datos "subjettivos".

En marzo, las quiebras de algunos bancos regionales estadounidenses y la adquisición de Credit Suisse pesó considerablemente sobre la confianza y generaron una huida mundial hacia la calidad. Los mercados de renta fija invirtieron sus hipótesis de subidas de los bancos centrales (gráfico 2), como si fuera una repetición de la jugada de 2008 y la consecuente recesión mundial.

Por su parte, los participantes en el mercado, de los *hedge funds* a los inversores institucionales a largo plazo, estaban muy posicionados a favor de la subida de tipos y, por lo tanto, en una duración modificada corta, así que les pilló desprevenidos. Esto provocó un cambio histórico en los tipos.

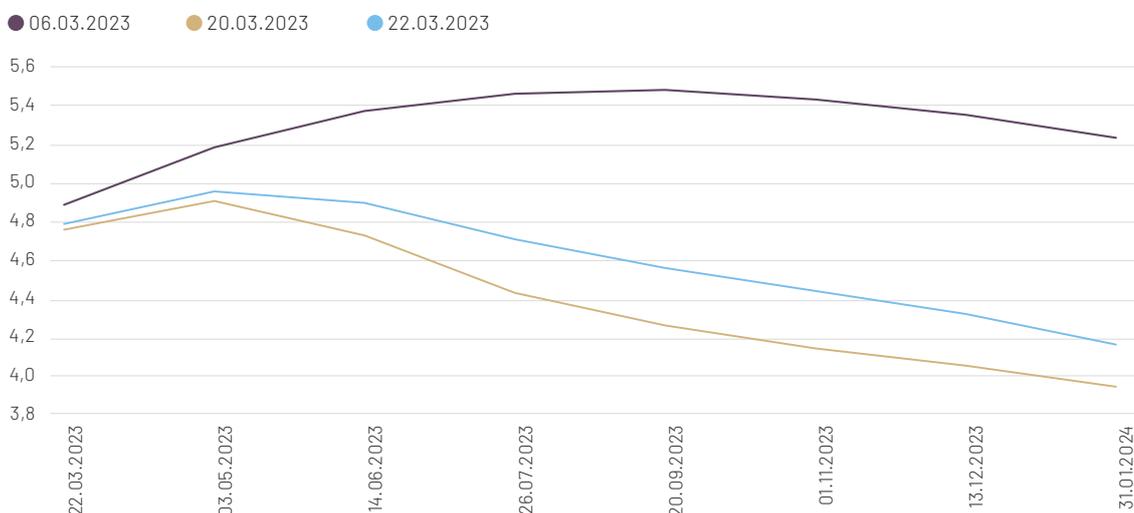
Para hacer frente a las tensiones de financiación en EE. UU., la Fed presentó un nuevo programa de financiación bancaria a plazo (BTFP) a un año destinado a bancos y asociaciones de ahorro, asociado a unas condiciones de garantías muy interesantes. No obstante, en el FOMC de marzo, el presidente Powell subió el tipo de referencia en 25 pb y dejó abiertas todas las opciones "si no se estropea nada más".

Respecto al BCE, el Consejo de Gobierno sigue los pasos de otras divisiones de los bancos centrales. Este planteamiento podría ser peligroso, ya que las dinámicas de la inflación subyacente no son iguales. Las nuevas previsiones del BCE parecen optimistas en cuanto a esta. Las cifras subyacentes de la zona euro no incluyen más que un pequeño componente de la vivienda, a diferencia de las de EE. UU., por lo que el cambio de tendencia de los precios de la vivienda no será visible en los precios de la zona euro, mientras que los precios de otros servicios seguirán subiendo.



Mantener  
**UN ENFOQUE  
PRUDENTE**  
respecto  
a la duración  
modificada

GRÁFICO 2: EXPECTATIVAS DEL MERCADO SOBRE EL TIPO DE LOS FONDOS FEDERALES, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



---

¿Se ha acabado el mantra de «MÁS ELEVADOS DURANTE MÁS TIEMPO»?  
NO.

---

Tras el reciente pánico de los mercados, los inversores pueden poner en duda que los bancos centrales mantengan el mismo rumbo, que es lo que el mercado reflejaba en un primer momento. Sin embargo, ¿se ha acabado el mantra de “más elevados durante más tiempo”?

Creemos que no; la Fed no reducirá los tipos en 2023. Los bancos centrales pueden desempeñar su papel de prestamista de última instancia, como hizo la Fed con el programa BTFP o el Banco de Inglaterra durante la crisis de los fondos de pensiones de septiembre, al tiempo que cumplen su mandato original, la estabilidad de precios. El gobernador del Banco de Inglaterra, Bailey, demostró que puede hacerse, aunque se le acusara de volver a lanzar la flexibilización cuantitativa (QE).

No obstante, la situación de los bancos pequeños estadounidenses y Credit Suisse dejará huella. Podría tener un impacto deflacionista, ya que todos los bancos pequeños podrían recortar los préstamos (el 2% del PIB). También cabe esperar un mayor endurecimiento de las normas de concesión de préstamos, una medida que sería bien acogida por la Fed. Los bancos centrales adoptarán un planteamiento cada vez más prudente.

Por lo tanto, seguimos esperando una postura de “más elevados durante más tiempo”, aunque seguro que será lenta.

¿Y si nos equivocamos? La Fed y otros bancos centrales pueden dejar de subir los tipos e incluso dar marcha atrás para preservar la estabilidad financiera. ¿A qué coste? Sin estabilidad de precios, mayor riesgo moral y nuevas regulaciones financieras.

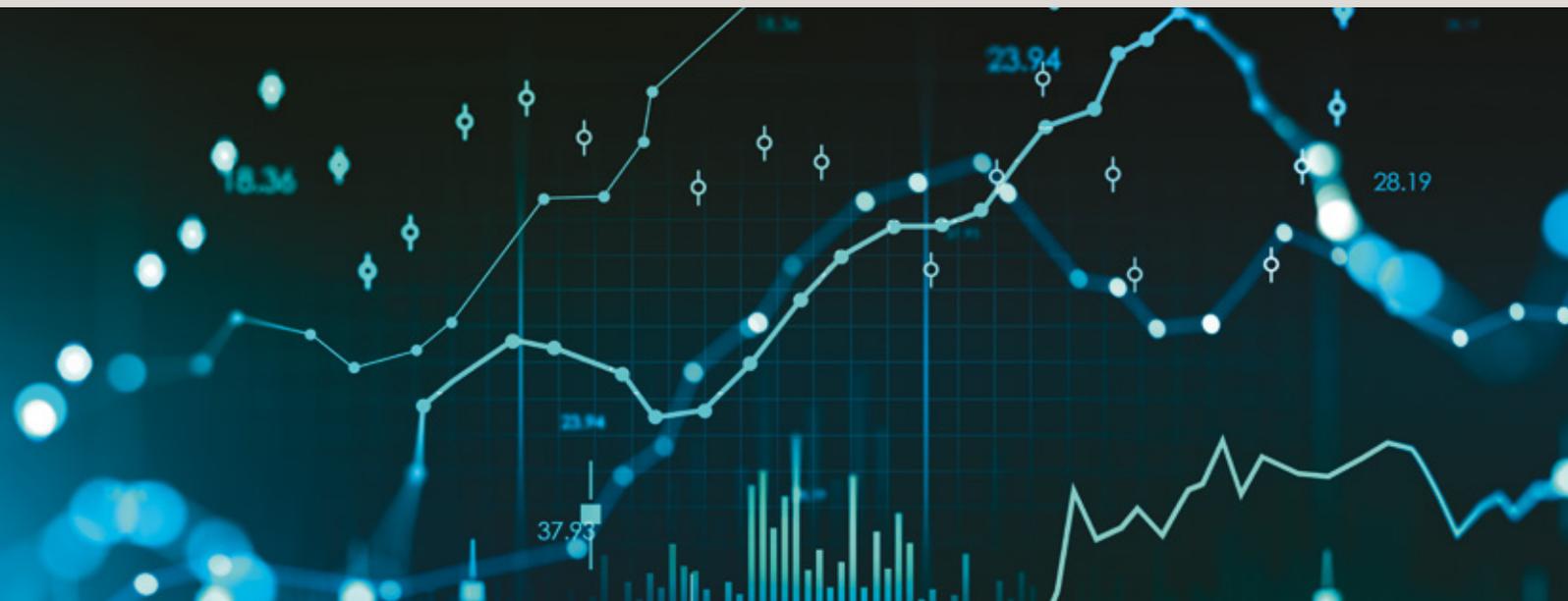
Sin signos de relajación en la inflación de los servicios, una pausa en las subidas o un recorte en 2023 será recibidos con una fuerte revalorización de la parte larga de la curva y un desanclaje de las expectativas de inflación. En una hipótesis tan extrema, sobre una base de activos cruzados, los inversores podrían vender bonos nominales y comprar bonos ligados a la inflación y oro.

#### MERCADO AT1

Como complemento a la atención prestada al sector bancario (página 4), el mercado de capital adicional de nivel 1 (AT1) representa 275.000 millones de dólares en Europa (fuente: Bloomberg). La decisión de la FINMA de ejercer su facultad discrecional para eliminar a los tenedores de AT1 de Credit Suisse y no con los accionistas distorsiona la jerarquía de los acreedores. Para evitar una venta masiva en los mercados de AT1, tanto la Autoridad Bancaria Europea como el Banco de Inglaterra reevaluaron su propio sistema de protección de los acreedores preferentes de acuerdo con la jerarquía del crédito para preservar la estabilidad financiera, en caso de que los bancos deban reestructurarse o liquidarse.

El reciente incremento de la volatilidad reconforta a nuestros gestores de cartera por su enfoque prudente sobre la duración modificada y el riesgo de crédito. Los mayores rendimientos en los tramos de vencimiento de 1 a 3 años de duración, unidos a unos emisores del *investment grade* con gran visibilidad, ofrecen a los inversores unos rendimientos previsibles y una volatilidad controlada en un mundo de la renta fija turbulento.

## 05 • Renta variable POR FIN UNA CORRECCIÓN



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

En colaboración  
con el equipo  
de Renta variable

Tras un comienzo de año eufórico, al final se produjo una corrección del mercado por la quiebra de Silicon Valley Bank y los efectos colaterales sobre el sistema bancario. Por ahora, no vemos un riesgo sistémico gracias al mecanismo de protección de emergencia de la Fed. Cabe preguntarse: ¿esta corrección ha generado puntos de entrada interesantes?

### TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

La temporada de presentación de resultados no ha revelado ningún desastre y las revisiones de los beneficios se han estabilizado tanto en EE. UU. como en Europa, lo que supone un factor favorable para la valoración absoluta de los mercados.

Además, la fuerte caída de los rendimientos a 10 años y los tipos a 10 años reales en EE. UU., unida al reciente descenso de los índices de renta variable, ha mejorado considerablemente la valoración relativa de los mercados de renta variable.

### ESTADOS UNIDOS

La actualidad de los mercados estadounidenses estuvo dominada por la quiebra de Silicon Valley Bank. La insolvencia generó un movimiento de pánico en los mercados financieros a mediados de marzo, que afectó especialmente al sector bancario. Dentro de este sector, existe una gran disparidad de resultados entre los bancos regionales y los grandes bancos, y ambos están sujetos a normativas diferentes. Así, los bancos regionales han registrado un rendimiento del -27% desde principios de año, mientras que los grandes bancos solo han caído un -9%.

Esta quiebra también ha tenido importantes consecuencias en la percepción que tienen los inversores de la economía estadounidense en general y, más concretamente, las expectativas sobre la política monetaria de la Fed. De hecho, los mercados esperan ahora que los tipos de interés bajen mucho más rápido que hace un mes y ya hemos observado un descenso brusco de los tipos a largo plazo, lo que ha favorecido sobre todo a las empresas de crecimiento y, específicamente, a los componentes del NASDAQ, que en su mayoría disponen de mucho efectivo y cuyos ingresos se basan principalmente en modelos de suscripción.

### EUROPA

Las perspectivas siguen siendo favorables por ahora para la renta variable europea: en general, los bancos están mejor capitalizados y regulados que en EE. UU. Unos precios de la energía (gas y petróleo) más bajos que en 2022 y la reapertura china que, unidos a una moneda débil, deberían tener un impacto positivo en las exportaciones y la competitividad, y fomentar así el atractivo de la renta variable europea.



LAS  
VALORACIONES  
de la renta variable  
de la zona euro  
siguen siendo  
ATRATIVAS

La temporada de resultados del 4T en Europa fue mejor de lo que temían los inversores y los beneficios por acción (BPA) se han ido revisando ligeramente al alza desde principios de año. Sin embargo, dado que la inflación sigue siendo elevada, es probable que el poder de fijación de precios y la capacidad de las empresas para proteger sus márgenes durante los próximos trimestres sigan siendo un tema clave en la inversión. En cuanto a las valoraciones, la renta variable de la zona euro mantiene su atractivo, en particular si se compara con la estadounidense.

Creemos que la reciente corrección podría ofrecer un punto de entrada bastante interesante para añadir renta variable de la zona euro.

MERCADOS EMERGENTES

La recuperación económica de China va por buen camino, ya que las cifras económicas siguen mejorando (PMI manufacturero y de servicios, y ventas inmobiliarias y minoristas). Las autoridades también mantienen unas condiciones monetarias acomodaticias (recorte de 25 pb) del coeficiente de reserva de depósitos exigido a los principales bancos en marzo). El Congreso Nacional del Pueblo (CNP) concluyó en marzo con la confirmación de Xi Jinping como presidente de China. Además, el nuevo primer ministro, Li Qiang, hizo hincapié en el apoyo a las empresas privadas, lo que debería ser positivo para la confianza de los inversores. China sigue siendo uno de nuestros mercados de renta variable preferidos en 2023, ya que las valoraciones con descuento y la mejora de los beneficios

deberían ofrecer oportunidades interesantes. No obstante, las persistentes tensiones políticas con EE. UU., así como la dirección de los tipos de interés estadounidenses y el calendario de un posible "pivote de la Fed" siguen siendo, por el momento, riesgos latentes.

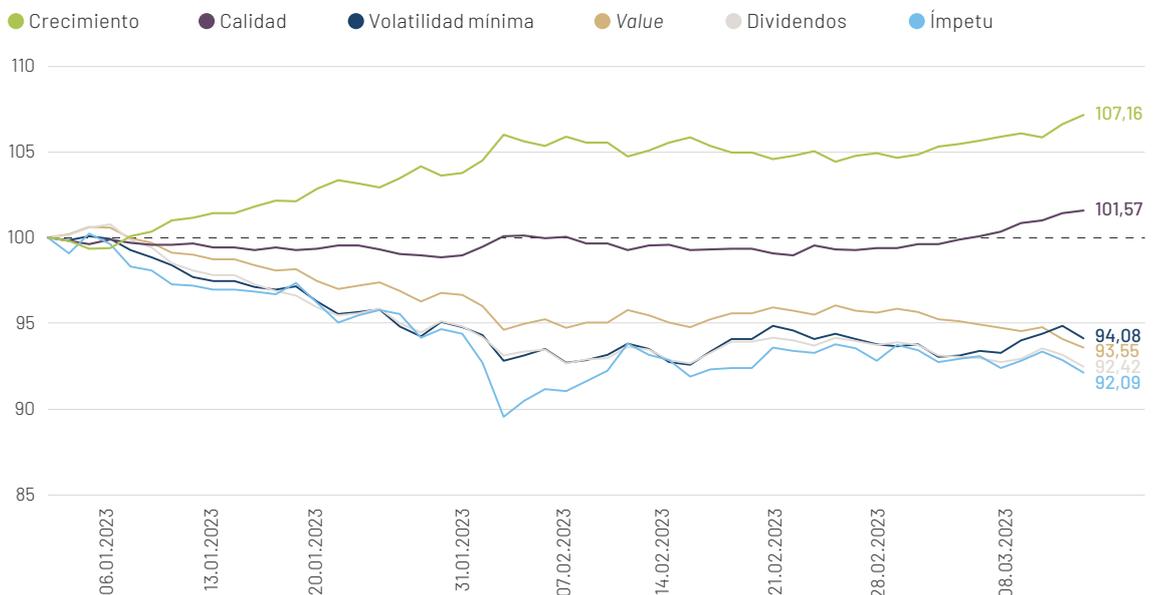
ESTILO DE INVERSIÓN

Los problemas de Silicon Valley Bank y de Credit Suisse han perturbado el optimismo del mercado y ha devuelto la volatilidad. Como consecuencia, dos segmentos específicos del *Value* se han visto especialmente sometidos a presión: la banca, y el petróleo y las materias primas.

Por lo tanto, este entorno no favorece a las acciones de perfil *Value* a medio plazo. Sin embargo, dado que es probable que la variación de los rendimientos a largo plazo haya sido exagerada, preferimos esperar a una normalización a corto plazo y a un repunte táctico del estilo *Value* antes de reducirlo en favor del estilo Crecimiento (gráfico 3).

Seguimos siendo positivos en el estilo de calidad, que es la mejor política en una situación de ralentización del crecimiento, ampliación de los diferenciales de crédito y reducción de los rendimientos de los bonos. Por otra parte, mantenemos el optimismo con respecto a los valores de Crecimiento, viendo los flujos que vuelven a la tecnología gracias a los temas disruptivos de la inteligencia artificial (IA) y los rendimientos de los bonos, que probablemente estén tocando techo.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE POR ESTILO DE INVERSIÓN, 100=ENERO 2023



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Mientras que el dólar está perdiendo su ardua batalla contra las fuerzas en juego, el euro, que debería haber sido el claro vencedor de las turbulencias del sector bancario, también carece de orientación. Mantenemos nuestra opinión optimista sobre el oro, aunque muchos factores de apoyo ya se hayan descontado.

#### USD

##### Una condición de valor refugio con su propio problema

El dólar se ha considerado históricamente una moneda refugio, en primer lugar, por ser la principal divisa de reserva, además de su liquidez, y, como guinda del pastel hoy, los depósitos en dólares disfrutaban de un cómodo nivel de tipos de interés. Por ejemplo, desde las recientes turbulencias del sector bancario, la prisa de los inversores por comprar fondos del mercado monetario en dólares es también buena señal de que la liquidez se ha desplazado hacia la moneda en busca del activo más libre de riesgo disponible para los inversores. Así, la actual crisis bancaria debería haber favorecido al dólar, pero no es la única fuerza en juego. El descalabro de Silicon Valley Bank (SVB) y las turbulencias posteriores del sector bancario regional estadounidense han modificado por completo las previsiones del mercado sobre futuras subidas de tipos de la Fed. Aunque los inversores esperaban que la Fed alcanzara un tipo final cercano al 5,75%, el mercado prevé ahora 75 pb de recorte de tipos de aquí a finales de año, una hipótesis que consideramos demasiado agresiva. Aunque estas previsiones pueden moderarse, el dólar está perdiendo su ventaja de rendimiento que ahora actúa como fuerza contrapuesta a la condición de activo refugio, lo que limita su atractivo.



**USD:**  
perdiendo  
su ventaja  
de tipos

#### EUR

##### Sin una dirección clara

La moneda común de la zona euro debería haber salido ganando si la situación del SVB se hubiera quedado en un suceso específico de EE. UU., sin repercusiones en Europa. Sin embargo, la repentina pérdida de confianza en Credit Suisse y las prisas masivas de los inversores por reducir su exposición a los bancos europeos han actuado como fuerza contraria para el euro. Aunque el BCE se mantuvo firme subiendo los tipos de interés en 50 pb, Christine Lagarde dejó claro que se había alejado de la actual trayectoria de subidas de tipos para depender mucho más de los datos, y que la tasa final del ciclo de subidas de tipos del BCE también se revisaba a la baja.

Teniendo presentes estas fuerzas duales, nuestra hipótesis principal es un mercado dentro de un rango de entre 1,05 y 1,10 para el EUR/USD. El riesgo sería a la baja, es decir, un dólar fuerte, en caso de que la crisis bancaria se agravara significativamente. A largo plazo, la ralentización del ritmo de endurecimiento de la Fed, la reapertura de China y unas perspectivas menos tensas para Europa, así como el endurecimiento continuado por parte de otros bancos centrales del G10, justifican una mayor debilidad del dólar en 2023.

## CHF

### El barómetro del riesgo

Antes de la crisis y el rescate de Credit Suisse, el franco suizo era relativamente fuerte. Aguantó bien desde principios de año a medida que el incremento de la inflación llevaba a un sobrerrendimiento de los tipos locales. Sin embargo, en febrero la inflación se mantuvo muy inferior en Suiza que en la zona euro, lo que también benefició a la moneda suiza, ya que los tipos reales se mantuvieron relativamente fuertes. En el momento de escribir estas líneas, la reunión del Banco Nacional Suizo (BNS) del 23 de marzo era decisiva para la próxima trayectoria del comportamiento del franco suizo. Tanto la decisión del BNS sobre la política de tipos de interés como la crisis de Credit Suisse serán cruciales para la divisa.

## JPY

### La moneda de cobertura macroeconómica

La inflación japonesa está por encima del objetivo del Banco de Japón, pero el débil crecimiento de los salarios, las tensiones de los bancos occidentales y la desaceleración del crecimiento mundial impedirán que el banco central introduzca más cambios en su política de control de la curva de rendimientos (YCC) el año que viene. Con una Fed menos "agresiva", es probable que los diferenciales de rendimientos entre el dólar y el yen se compriman aún más, y frenen las subidas del USD/JPY.

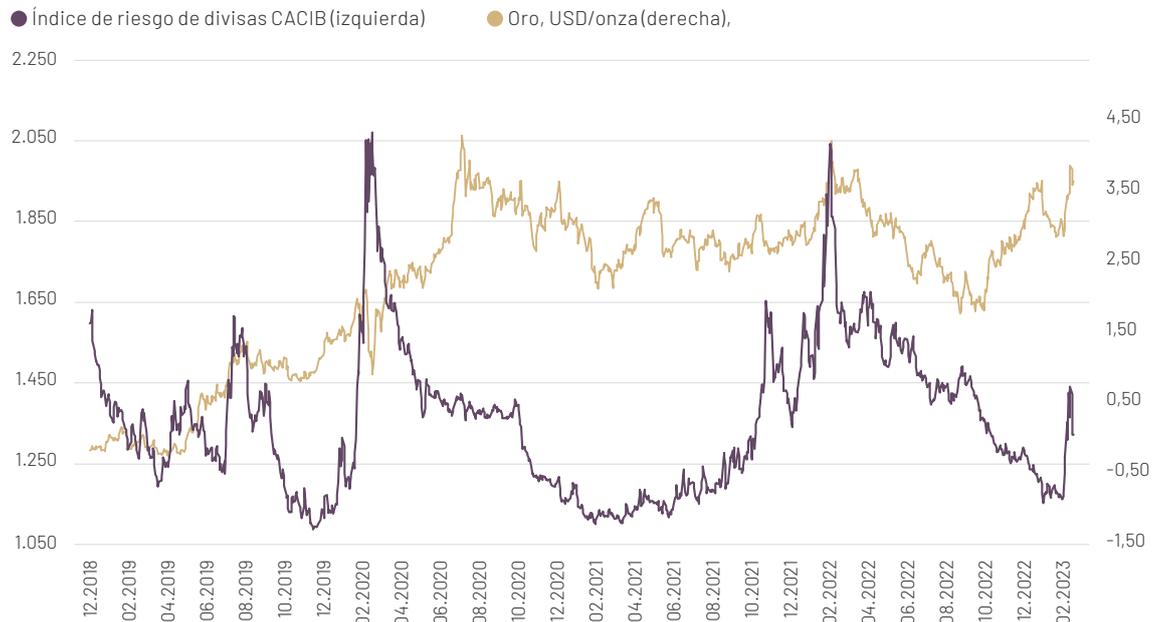
Como ya se destacó el mes pasado, la moneda japonesa siempre se ha utilizado en las carteras como una buena cobertura macroeconómica en tiempos de crisis. Este mes hemos asistido a una cierta apreciación del yen, aunque moderada si se tienen en cuenta las fuerzas bajistas derivadas de las expectativas de reducción de tipos en EE. UU. La reapertura gradual de China durante el próximo año supondrá un impulso para la economía japonesa, su balanza por cuenta corriente y el yen. Una ronda de negociaciones salariales potencialmente intensa en primavera será un punto clave para la política monetaria del Banco de Japón y el yen japonés.

## XAU

### Una perspectiva optimista

El oro se beneficia de dos fuerzas positivas: en primer lugar, se considera una cobertura atractiva contra la inflación; en segundo lugar, actúa también como cobertura contra la aversión al riesgo en tiempos de una posible crisis bancaria (gráfico 4). Por lo tanto, es uno de los principales beneficiarios de las actuales condiciones del mercado, y los inversores buscan aumentar aún más su exposición. A más largo plazo, si el dólar se debilita aún más en 2023, debería ayudar al oro a recuperar parte de su brillo perdido, especialmente si se mantiene el apoyo estructural de las compras de los bancos centrales.

GRÁFICO 4: EL ORO SE BENEFICIA DE UN ENTORNO DE MAYOR RIESGO



Fuentes: Bloomberg, Crédit Agricole CIB, Indosuez Wealth Management.

## 07 • Asignación de activos

# ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset

Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** una hipótesis de crecimiento por debajo de la tendencia en las economías desarrolladas, pero con una revisión al alza de la actividad económica estadounidense en 2023 debido a un IT previsible más marcado que retrasa la contracción del PIB hasta finales de 2023. Aumento de la probabilidad de la hipótesis de riesgo explicado por el impacto de los sucesos del sector financiero sobre las condiciones de los préstamos. Crecimiento moderado en la zona euro este año, con riesgos sesgados al alza, parcialmente dependiente de la fuerza de la reapertura de China.
- **Inflación:** se mantiene la hipótesis en forma de raíz cuadrada con precios subyacentes más firmes siempre que los salarios impulsen la inflación de los servicios, mientras que la relajación de la cadena de suministro debería contribuir a la desinflación de los bienes. Los precios de la energía se debilitan, pero el efecto retardado del aumento de los costes energéticos y un invierno poco lluvioso siguen impulsando los precios de los alimentos.
- **Bancos centrales:** los recientes sucesos del sector financiero no modifican nuestras expectativas sobre los tipos finales, ya que la atención sigue centrada en la inflación, aunque debería llevar a los bancos centrales a adoptar un enfoque más prudente en la trayectoria de subidas de tipos. Además, tras haber inyectado liquidez para hacer frente a esta crisis, es probable que moderen sus políticas restrictivas con respecto a la reducción de la liquidez en el mercado.
- **Beneficios:** la última temporada de beneficios no ha revelado ningún desastre y las revisiones de beneficios se están estabilizando tanto en EE. UU. como en Europa, lo que constituye un factor favorable para las valoraciones, aunque seguimos esperando que los niveles de márgenes disminuyan junto con la desaceleración macroeconómica mundial.
- **Entorno de riesgo:** ha vuelto la volatilidad a la luz de los recientes acontecimientos financieros, que también han generado más incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria. Los riesgos en la hipótesis macroeconómica son elevados (endurecimiento de las condiciones financieras mundiales y de la estabilidad financiera, y rigidez de la inflación), mientras que los riesgos externos, especialmente en el ámbito geopolítico, aún deben seguirse de cerca.

### ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

#### RENTA VARIABLE

- En las últimas semanas, hemos mantenido un enfoque general prudente, preparados para reasignar los colchones de efectivo cuando el mercado se tomara un respiro. Las recientes correcciones del mercado y el aumento de la volatilidad brindan la oportunidad de redistribuir nuestra liquidez para posicionarnos en un repunte táctico en la renta variable de los mercados desarrollados, lo que devuelve la neutralidad de la renta variable a nuestras carteras.
- Seguimos reorientando la cartera hacia la renta variable mundial reduciendo el peso de los valores defensivos. Seguimos siendo prudentes con los sectores cíclicos (con algunas excepciones en sectores con grandes descuentos). Si bien es cierto que la reciente caída de los tipos a largo plazo ha sido rápida y mucho más favorable para los valores de crecimiento, seguiremos buscando oportunidades en el mercado.
- Desde una perspectiva geográfica, esto se traduce en una reducción de la infraponderación en renta variable europea y un aumento de la exposición a la renta variable estadounidense en las estrategias más arriesgadas. Mantenemos una visión optimista sobre la renta variable china, especialmente aquella muy sensible a la actividad económica interna, ya que la actual reapertura debería beneficiar en primer lugar a esta temática. La prudencia a largo plazo se debe al proceso de desapalancamiento en curso.

#### RENTA FIJA

- La mayor volatilidad de los mercados de renta fija ofrece oportunidades para apostar por estrategias de duración. Tras la reciente caza de la calidad que impulsó al alza la deuda pública, consideramos que este último salto es demasiado optimista, ya que creemos que los bancos centrales deberían seguir centrándose en la lucha contra la inflación. Por ello, hemos rebajado nuestra convicción sobre la deuda pública a largo plazo y seguimos infraponderando la duración en las carteras. Favorecemos el tramo corto de la curva de rendimientos para aprovechar los atractivos niveles de *carry*.
- Hemos pasado a estar positivos en los niveles actuales de los puntos de equilibrio de la inflación, ya que creemos que no reflejan los problemas estructurales de la inflación a los que se enfrentan las economías desarrolladas.



Se favorece  
EL TRAMO CORTO  
de la curva

- En los mercados de crédito, preferencia por la deuda corporativa *investment grade* de empresas con fundamentales sólidos frente al alto rendimiento en un contexto de deterioro de las condiciones de financiación de los emisores y de mayor selectividad esperada por parte de los inversores de cara al futuro. Aumenta el *Value* en el segmento de la deuda financiera tras sus ventas masivas, pero la selectividad sigue siendo clave.
- Mantenemos posiciones en la deuda de los mercados emergentes en moneda local desde un punto de vista estratégico, especialmente, con fines de *carry* y ante la debilidad prevista del dólar este año, al tiempo que reconocemos unas valoraciones más ajustadas desde un punto de vista táctico.

#### MERCADO DE DIVISAS

- Aunque el dólar estadounidense podría beneficiarse de su condición de moneda refugio en caso de turbulencias en los mercados a corto plazo, el billete verde está perdiendo progresivamente su ventaja de rendimiento — que actuó como factor de apoyo el año pasado —, lo que limita su atractivo desde una perspectiva a medio plazo.
- La contracción del diferencial transatlántico de los tipos de interés a corto plazo favorece a la moneda común de la zona euro, ya que el BCE se mantiene firme con una subida de tipos de 50 pb en marzo. Mientras tanto, la pérdida de confianza en Credit Suisse (que ha llevado a que los inversores reduzcan su exposición a los bancos europeos) y la persistencia del elevado riesgo geopolítico de la región respaldan la idea de un euro dentro de una horquilla en los próximos meses.
- El franco suizo sigue siendo una cobertura atractiva a pesar del reciente suceso de Credit Suisse, ya que los fundamentales más convincentes de Suiza y el diferencial de tipos reales favorecen a la divisa.
- Nos sigue gustando la divisa japonesa como cobertura macroeconómica en las carteras, pero también como oportunidad táctica para beneficiarnos de una posible revisión de la política monetaria del BJ, que debería hacer frente a una presión cada vez mayor sobre la inflación en caso de que los salarios continúen su tendencia alcista.
- Es probable que el repunte del oro haya ido demasiado lejos y podría ser sensible a una reversión de los tipos reales. Sin embargo, mantenemos una opinión optimista sobre el metal precioso a largo plazo, ya que debería beneficiarse tanto de la actividad compradora de los bancos centrales como de la postura potencialmente menos “agresiva” de los bancos centrales de cara al futuro.

#### TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
<b>RENTA FIJA</b>		
<b>DEUDA PÚBLICA</b>		
EUR 2 años (Alemania)	=/-	=/-
EUR 10 años (Alemania)	=/-	=/-
Periferia EUR	=/-	=/-
US 2A	=/-	=/-
US 10A	=/-	=
EUR breakevens de inflación	=/+	=/+
US breakevens de inflación	=/+	=/+
<b>DEUDA CORPORATIVA</b>		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR/BB- y >	=/-	=
High yield EUR/B+ y <	-	=/-
Bonos de entidades financieras EUR	=	=
Investment grade USD	=/+	+
High yield USD/BB- y >	=/-	=
High yield USD/B+ y <	-	=/-
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
Deuda pública moneda fuerte	=/-	=/+
Deuda pública moneda local	=/+	=/+
Deuda corporativa iberoamérica USD	=	=
Deuda corporativa asia USD	=	=
Bonos chinos CNY	=	=
<b>RENTA VARIABLE</b>		
<b>GEOGRAFÍAS</b>		
Europa	=	=/+
EE.UU.	=	=
Japón	=/-	=/-
Iberoamérica	=/-	=
Asia ex-China	=/+	=/+
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 23 MARZO DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,43%	-45,02	-44,82
Francia 10A	2,72%	-23,40	-38,80
Alemania 10A	2,19%	-28,30	-37,30
España 10A	3,24%	-19,80	-40,80
Suiza 10A	1,17%	-27,30	-44,50
Japón 10A	0,30%	-20,10	-11,40

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,67	1,55%	2,75%
Deuda pública EUR	197,02	1,59%	2,26%
Deuda corporativa EUR (HY)	197,92	-0,69%	2,27%
Deuda corporativa USD (HY)	302,75	-0,20%	2,04%
Deuda pública EE, UU,	303,76	2,85%	2,83%
Deuda corporativa emergente	43,41	0,21%	1,52%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9928	0,33%	0,33%
GBP/USD	1,2287	2,28%	1,69%
USD/CHF	0,9165	-1,87%	-0,87%
EUR/USD	1,0831	2,22%	1,18%
USD/JPY	130,85	-2,86%	-0,21%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	22,61	1,47	0,94

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	3.948,72	-1,59%	2,84%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.499,60	-5,16%	0,64%
STOXX Europe 600	446,22	-3,52%	5,02%
Topix	1.957,32	-0,91%	3,47%
MSCI World	2.696,85	-1,48%	3,62%
Shanghai SE Composite	4.039,09	-1,57%	4,33%
MSCI Emerging Markets	977,78	-1,01%	2,24%
MSCI Latam (América Latina)	2.067,22	-7,91%	-2,87%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	186,46	-0,93%	-2,88%
MSCI Asia Ex Japan	638,74	-0,13%	3,15%
CAC 40 (Francia)	7.139,25	-2,44%	10,28%
DAX (Alemania)	15.210,39	-1,71%	9,24%
MIB (Italia)	26.482,21	-2,92%	11,71%
IBEX (España)	8.970,00	-2,83%	9,00%
SMI (Suiza)	10.718,54	-4,71%	-0,10%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.116,00	-3,45%	0,51%
Oro (USD/Onza)	1.993,40	9,39%	9,29%
Crudo WTI (USD/Barril)	69,96	-7,20%	-12,83%
Plata (USD/Onza)	23,14	8,63%	-3,73%
Cobre (USD/Tonelada)	9.031,00	1,43%	7,87%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,15	-6,91%	-51,87%

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

DICIEMBRE DE 2022	ENERO DE 2023	FEBRERO DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 23.03.2023
0,48%	9,69%	1,74%	-0,13%	5,02%
-0,39%	8,18%	1,35%	-0,91%	4,33%
-1,60%	7,85%	0,91%	-0,93%	3,62%
-1,64%	7,37%	-2,10%	-1,01%	3,47%
-3,12%	7,00%	-2,53%	-1,48%	3,15%
-3,44%	6,67%	-2,61%	-1,57%	2,84%
-4,34%	6,18%	-4,41%	-1,59%	2,24%
-4,70%	4,42%	-6,36%	-3,52%	0,64%
-4,73%	4,29%	-6,54%	-5,16%	-2,87%
-5,90%	2,27%	-6,86%	-7,91%	-2,88%

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.

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

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 23.03.2023.



