

MONTHLY HOUSE VIEW

Mayo de 2023

China: recuperación del cohete "Larga Marcha"

• Índice

01• Editorial	P3
INICIAMOS EL DESCENSO	
02• Focus	P4
CHINA: RECUPERACIÓN DEL COHETE "LARGA MARCHA"	
03• Macroeconomía	P6
¿DÓNDE Y CUÁNDO ATERRIZARÁ LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE?	
04• Renta fija	P8
ES LA TASA NATURAL, ¿QUÉ SI NO?	
05• Renta variable	P10
¿UN PASO MÁS HACIA LA EUFORIA?	
06• Divisas	P12
EL DÓLAR YA NO DESAFÍA A LA GRAVEDAD	
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



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

Recientemente, en un vuelo a Madrid para visitar a nuestros equipos, las palabras del capitán "iniciamos el descenso" me causaron el mismo efecto que el dato de la inflación estadounidense de unos días antes, que confirmaba su descenso del 9% interanual al 5% en nueve meses. El capitán Powell debe sentir cierto consuelo con las últimas cifras: por primera vez desde enero de 2021, la energía fue un componente negativo de la inflación general. Los bajistas tienden a fijarse más en la parte rígida de la inflación —los servicios—, pero un análisis más detallado del subcomponente de la vivienda también refleja signos de cambio de tendencia. En realidad, el capitán Powell está intentando aterrizar varios aviones a la vez: la inflación, la economía y la estabilidad financiera. Es poco probable que la inflación vuelva al objetivo del 2% en un futuro próximo, pero el descenso actual es alentador. La economía se ralentiza y creemos que la desaceleración llegará en el segundo semestre de 2023, aunque no será un "aterrizaje forzoso" rotundo. La gran incógnita sigue siendo hasta qué punto se endurecerán las condiciones de préstamo: las pequeñas empresas estadounidenses representan el 35% de la mano de obra y obtienen el 70% de sus préstamos de bancos regionales. Por lo tanto, la Reserva Federal (Fed) está a punto de completar su senda de endurecimiento (por ahora): este año, una subida más en mayo y listo. En palabras de Austan Goolsbee, de la Fed de Chicago, la situación exige "prudencia y paciencia".

Volviendo a los mercados financieros, los inversores siguen esperando 50 puntos básicos (pb) de recortes de tipos este año, aunque nosotros creemos más bien que la Fed hará una pausa este año. La volatilidad de los tipos de interés, que superó el nivel registrado en la gran crisis financiera de 2008, es un factor indeseado en la construcción de carteras y los balances de los bancos. Por este motivo, en nuestras carteras de renta fija también priorizamos los activos de menor duración y el crédito de gran calidad, ya que podemos aprovechar el atractivo de los rendimientos y eliminar al mismo tiempo el riesgo de duración. La liquidez sigue abundando en el mercado: los fondos del mercado monetario en EE. UU. ascienden a 5,2 billones de dólares, lo que supone un aumento de 500.000 millones de dólares este año, ya que los inversores aprovechan los fuertes rendimientos y evitan los depósitos bancarios.

Mientras tanto, la renta variable ha demostrado una resistencia notable. Si usted hubiera tenido la suerte de recluírse en una isla sin wi-fi durante un mes y a su regreso se hubiera enterado de que tres bancos estadounidenses habían quebrado, que Credit Suisse había sido engullido por UBS en un fin de semana y que, mientras tanto, el Banco

Central Europeo (BCE) y la Fed habían podido seguir subiendo los tipos de interés... aparte de la terrible conmoción por las noticias, lo normal era esperar una fuerte caída de la renta variable este año. Pues no. El descenso que esperábamos en los beneficios no está siendo tan brutal como se esperaba, pero ¿por qué? En pocas palabras, en el mundo de la renta variable, lo nominal es más importante que lo real. Las empresas han podido aumentar sus ingresos gracias al ímpetu económico positivo, lo que se ha visto compensado por una cierta contracción de los márgenes, pero estamos muy lejos del desplome de los beneficios esperados. Esto explica a su vez el comportamiento del mercado de renta variable. Pero no solo eso. La confianza de los inversores sigue siendo escasa y el posicionamiento en renta variable —sobre todo, en las carteras institucionales— se encuentra en niveles defensivos.

El "mercado del dolor" (*pain trade*) está indudablemente al alza, sobre todo, a medida que avanza la renta variable europea: los inversores estadounidenses han comprado fondos cotizados en bolsa (ETF) de renta variable europea de las bolsas estadounidenses todas las semanas de este año excepto una. La reapertura comercial de China ha beneficiado enormemente a las empresas europeas, como reflejan los buenos resultados de las marcas de lujo. Esta es la parte que nos parece frustrante de este año. La renta variable china no despega a pesar de su fuerte reapertura interna. Sin embargo, seguimos creyendo que dirigirse al Este tiene sentido. Este mes, nos centramos en la situación de la economía china: hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento y seguimos creyendo que los riesgos pueden aumentar. Aunque reconocemos que muchos inversores han decidido comprar posiciones en Europa como reflejo de la reapertura china, al rehuir los valores chinos, para los inversores estadounidenses, en particular, China es demasiado grande como para ignorarla. Si el factor de inclusión de las acciones A de China¹ en el MSCI Emerging Markets (EM) se revisara del 20% actual al 100%, su peso en el MSCI EM aumentaría del 5% al 22%. Los inversores internacionales están dispuestos a invertir más en China, ya que la dinámica del mercado de acciones A se beneficiará de un incremento de la participación institucional (extranjera y nacional).

Por último, como nota personal, ya que este es mi primer editorial como director de inversiones de Indosuez Wealth Management, me gustaría compartir con ustedes que estoy encantado de unirme a esta compañía y me siento afortunado de trabajar en una organización con un nivel tan elevado de profesionalidad, orientación al cliente e integridad. Espero que disfruten de la lectura.

1 - Los inversores pueden acceder al mercado de renta variable chino por medio de varias clases de acciones, las mayores de las cuales son las acciones A, que cotizan en las bolsas nacionales de la China continental. Desde 2018, MSCI ha comenzado a incluir parcialmente las acciones A de gran capitalización de China en el índice MSCI Emerging Markets.



Gautier VENERATI, CFA
Senior Equity
Portfolio Manager



Lucas MERIC
Investment
Strategist

Aunque fue uno de los principales motores del repunte del mercado chino entre noviembre y enero, el tema de la reapertura de China parece haber perdido fuerza. Los datos macroeconómicos chinos muestran una fuerte recuperación de la economía china en el 1T de 2023, pero sus mercados han decepcionado a los inversores internacionales desde entonces: una dicotomía que no esperamos que persista en los próximos meses.

LA REAPERTURA ESTÁ AHORA EN LAS CIFRAS MACROECONÓMICAS

A principios de 2023, uno de los grandes interrogantes era el impacto de la reapertura en la economía china. En cifras, el PIB chino aumentó un 4,5% en el 1T de 2023 en tasa interanual (frente al 2,9% del 4T de 2022) impulsado por el consumo interno, mientras que las ventas minoristas subieron un 10,6% interanual en marzo. Estas cifras confirman el potencial de recuperación del consumo, ya que la confianza de los consumidores chinos sigue siendo moderada por el momento, aunque haya aumentado en marzo. Tal como afirmamos en nuestra publicación de marzo de 2023, la reapertura está impulsada principalmente por los servicios, ya que el PMI de servicios alcanzó los 58,2 puntos en marzo (su máximo desde 2012), mientras que el sector manufacturero se mostró más contenido (aunque en expansión), con 51,9 puntos. La producción industrial creció un 3,9% interanual en marzo, por debajo del consenso y de su media a largo plazo. El sector inmobiliario ha empezado a mostrar signos de estabilización, con un aumento de las ventas de propiedades, en valor y volumen,

del 8,8% y el 0,2% interanual, respectivamente, en marzo, aunque la inversión inmobiliaria siguió cayendo un 7,2% interanual.

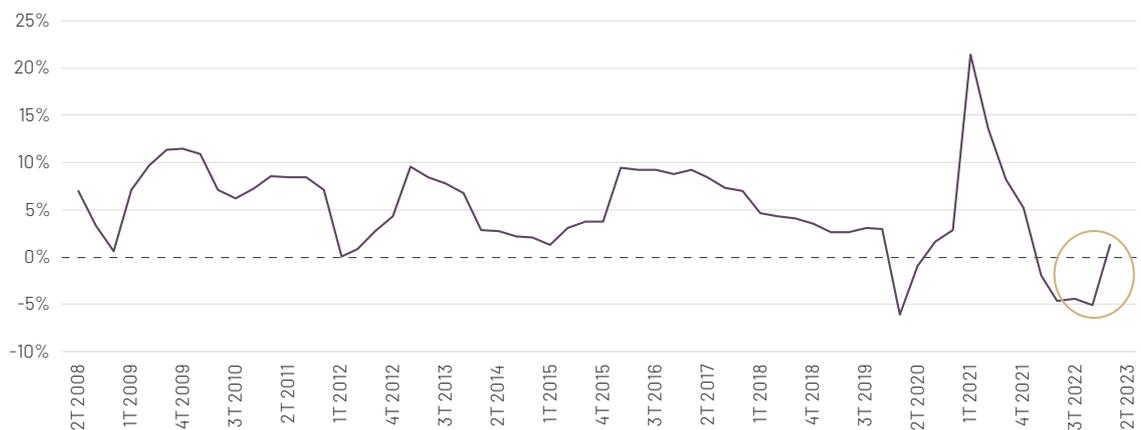
Y DEBERÍA RECUPERARSE

Las alentadoras cifras del 1T de 2023 refuerzan nuestra hipótesis de un sólido crecimiento del PIB del 5,6% en 2023, por encima del objetivo del 5% fijado por el Congreso Nacional del Pueblo (CNP) a principios de marzo, gracias a la recuperación del consumo interno y los servicios chinos. En los próximos meses, la solidez de la recuperación dependerá de la mejora de la confianza de los consumidores chinos después de tres años de drásticas medidas contra la COVID-19 sin beneficiarse de un apoyo gubernamental excepcional similar al de Occidente. La mejora del mercado laboral (la tasa de desempleo cayó al 5,3% en marzo), el deterioro actual de la renta real, que creció solo un 3,8% interanual en marzo (a pesar de la reducida inflación), y la normalización del sector inmobiliario deberían favorecer la imprescindible recuperación de la confianza (gráfico 1).



LA
RECUPERACIÓN
de China debería verse impulsada por la demanda interna reprimida

GRÁFICO 1: ¿EL MERCADO INMOBILIARIO CHINO ESTÁ TOCANDO FONDO?
CRECIMIENTO DEL VALOR AÑADIDO, SECTOR INMOBILIARIO, INTERANUAL, %



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.

Mientras las principales economías luchan contra una inflación elevada, China parece ser un refugio frente a la subida de precios y los problemas de la cadena de suministro, con una inflación anual del 0,7% interanual en marzo. Esto justifica sobradamente las políticas monetarias y fiscales acomodaticias para apoyar sus objetivos de crecimiento, ya que el crecimiento del crédito al sector privado se mantuvo fuerte en marzo (9,6% interanual). Los riesgos para nuestra hipótesis pueden aumentar en China. La ralentización de la economía mundial y la situación geopolítica en Taiwán y EE. UU. constituyen riesgos a la baja, pero por ahora las exportaciones se mantienen sólidas (+14,1% interanual en marzo).

MANTENEMOS NUESTRA SÓLIDA CONVICCIÓN EN LA RENTA VARIABLE CHINA

El tema de la reapertura, que en un principio fue el motor de un fuerte repunte del 50% en la renta variable china entre noviembre y finales de enero, se ha materializado en sólidos datos macroeconómicos, como demuestra el aumento de las sorpresas económicas en China desde enero. Sin embargo, a pesar de estas excelentes cifras, los mercados chinos han registrado un rendimiento inferior al de los principales índices mundiales de renta variable (-6% frente al MSCI World desde el 1 de febrero). En nuestra opinión, esta dicotomía entre las sólidas cifras macroeconómicas de China y unos resultados desiguales radica en tres aspectos destacables:

- A pesar del repunte de las cifras macroeconómicas, los inversores internacionales aún no están convencidos de la recuperación de la economía china, sobre todo, teniendo en cuenta el bajo nivel de confianza de los consumidores chinos en estos momentos.
- Los episodios geopolíticos de 2023 (globo chino en febrero y tensiones con Taiwán) pesan sobre los activos chinos.
- En la actualidad, la confianza de los inversores se ve impulsada principalmente por la evolución de los tipos de interés estadounidenses y las expectativas de un hipotético giro de la Fed.

Sin embargo, nuestra convicción en la renta variable china se mantiene intacta. El análisis bottom up reflejó un fuerte exceso de rendimiento, en lo que va de año, de las compañías estrella de sectores como el consumo, los servicios de comunicación, la informática, la energía y los materiales,

en línea con nuestra opinión de una recuperación impulsada por la demanda interna. De cara al futuro, China representará un tercio del crecimiento mundial en 2023 y 2024. La esperada recuperación de la confianza y el punto mínimo del mercado inmobiliario deberían servir de apoyo a los mercados chinos. Además, China es una de las pocas grandes economías en las que la política económica sigue siendo favorable al crecimiento, mientras que la mayoría de las economías avanzadas empiezan a sentir los efectos de las políticas monetarias sumamente agresivas iniciadas en 2022. En particular, desde el punto de vista del mercado de renta variable, China ofrece diversificación en la renta variable mundial en un momento en que el entorno del mercado fomenta la reducción del riesgo, especialmente, en los mercados estadounidense y europeo:

- Se prevé que el crecimiento de los beneficios de la renta variable china alcance el 17,8% en 2023 y el 14,9% en 2024 (frente al 1,1% y el 11,3%, respectivamente, del MSCI World); creemos que las estimaciones de beneficios tocaron fondo en noviembre de 2022 y esperamos una segunda oleada de revisiones positivas tras la de finales de 2022.
- La renta variable china sigue siendo atractiva en términos de valoración en relación con el nivel medio de precio/beneficios a 10 años (refleja un descuento del 18% en las acciones H y del 30% en las acciones A).
- La confianza de los inversores internacionales va mejorando; los flujos de capitales a los mercados emergentes (ME) internacionales y a Asia sin Japón han sido positivos en lo que va de año, con entradas de 37.000 millones y 18.000 millones de dólares, respectivamente, frente a unas salidas de 4.000 millones y unas entradas de 7.000 millones de dólares en 2022. A largo plazo, un posible aumento del factor de inclusión de las acciones A chinas en el índice MSCI Emerging Markets podría atraer entradas sostenibles a largo plazo a los mercados de renta variable chinos.

Por último, las tensiones entre EE. UU. y China han copado los titulares, pero la fuerte interconexión económica entre los dos gigantes (déficit de la balanza comercial de EE. UU. con China, dominio chino en muchas cadenas de valor y de producción en el sector de las renovables y aumento significativo de la tecnología china en las exportaciones del país en los últimos 15 años) provoca que China sea, por el momento, ineludible.

¿DÓNDE Y CUÁNDO ATERRIZARÁ LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE?



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

Aunque se mantiene la incertidumbre sobre el grado de endurecimiento de las condiciones crediticias en los próximos meses, vemos un aterrizaje parcial de la economía estadounidense en el segundo semestre de 2023, ya que la corrección del mercado laboral no ha hecho más que empezar. La ralentización de la economía del país ha tenido un impacto limitado en Europa, gracias sobre todo a la reapertura de la economía china.

EE. UU.: CONTRACCIÓN MODERADA Y TEMPORAL DEL CRECIMIENTO EN EL 2S

Empezamos nuestro comité de inversión con un suspiro de alivio: las recientes turbulencias del sector bancario estadounidense parecen estar muy alejadas de la crisis financiera de 2008. Los datos concretos y reales sugieren una normalización de los depósitos y un endurecimiento de las condiciones financieras, que vuelven a los niveles anteriores a marzo. La confianza de los consumidores (Universidad de Michigan) se ha debilitado, pero no parece afectada por la perturbación (63,5 frente a 62 en marzo). No obstante, los datos de la encuesta a las pequeñas empresas (NFIB²) indican que la financiación es el problema más importante al que estas se enfrentan en la actualidad. Esta incertidumbre ha alimentado el temor a una contracción del crédito y explica las divergencias en las previsiones de crecimiento de la economía estadounidense para 2023. Nuestra opinión es la siguiente: un crecimiento mejor del esperado en el 1S (como se desprende de la última previsión GDPNow de la Fed de Atlanta para el 1T de 2023, del 2,5% SAAR³) y, a continuación, una contracción temporal del PIB en el 2S, con una caída más significativa en el 4T que en el 3T (lo que implica un efecto de arrastre negativo sobre el crecimiento medio anual del PIB en 2024). Este debilitamiento

retardado del crecimiento se deriva de un retroceso progresivo del consumo en los próximos meses, a medida que el mercado de trabajo pasa a ser menos propicio y el crédito deja de ser un factor favorable para los hogares, ya que los bancos son ahora más selectivos en los préstamos dentro del contexto actual de pesimismo creciente sobre la economía estadounidense. Podríamos equivocarnos en cuanto al calendario, ya que los servicios siguen resistiendo bien (la encuesta ISM no manufacturera se situó en 51,2⁴ en marzo), las ofertas de empleo se debilitan, pero siguen siendo elevadas (9,9 millones actualmente frente a 7 millones antes de la pandemia) y la carga de la deuda es reducida en comparación con los niveles históricos; estos factores podrían retrasar la contracción del PIB hasta principios de 2024. Sin embargo, aunque existe una gran incertidumbre, no caemos en el actual pesimismo de una recesión inminente en EE. UU., solo hablamos de una contracción temporal del crecimiento. Además, en 2024 la recuperación podría ser menos moderada de lo previsto, sobre todo, con el fin de la purga de la inversión en el sector inmobiliario, que ha restado alrededor de medio punto porcentual al crecimiento trimestral del PIB de media desde el 2T de 2021.



Ofertas de empleo
en EE. UU.:
9,9 MILLONES
frente a
7 MILLONES
antes de
la pandemia

2 - Federación Nacional de Empresas Independientes.

3 - Tasa anual desestacionalizada.

4 - Como recordatorio, las encuestas PMI e ISM por encima de los 50 puntos indican una expansión de la actividad y por debajo de 50, una contracción de la actividad.



El PMI
de servicios
español
**ALCANZA LOS
59 PUNTOS**
en marzo

En este contexto, en el que la demanda interna empieza a moderarse, vemos signos positivos de desinflación cíclica en EE. UU., que, al contrario que en la zona euro, se desencadenó en un principio por el exceso de demanda tras la pandemia. Los precios de la energía están cayendo en EE. UU. (-6% interanual). Las tensiones de la oferta se han atenuado, como refleja la ralentización de los precios de los bienes (al 1,5% interanual en marzo, frente al 12% de principios de 2022). Sin embargo, los precios de los servicios mantienen su fortaleza (7,1% interanual) y constituyen la principal fuente de preocupación de la Fed. Resulta alentador que el componente de la vivienda, englobado en los precios de los servicios, empezara a descender mensualmente en marzo, aunque siga subiendo en términos anuales (8,2% interanual). Dado el peso de este último en el índice de inflación (>30% de la inflación total y 45% de la subyacente), podría contribuir a que la inflación subyacente se redujera con más rapidez de lo previsto. Aunque puede que no tenga un gran impacto en la trayectoria de tipos de la Fed, ya que la institución no está tan preocupada por este componente de la vivienda, puede marcar la diferencia en la recuperación de la renta personal en 2024. En definitiva, esperamos que la inflación se modere en los próximos meses, gracias sobre todo a los fuertes efectos de base en los precios de la energía y los alimentos, y que la inflación general supere a la subyacente a partir del 2T de 2023.

RIESGOS AL ALZA PARA LA ZONA EURO

Con la aceleración del crecimiento chino (véase Focus, página 4) y la moderación del crecimiento estadounidense hacia finales de año, hemos mantenido sin cambios nuestra hipótesis de crecimiento del PIB de la zona euro en 2023 (tabla 1). No esperamos una recesión en la región y diríamos que los riesgos se inclinan al alza, en particular, por la recuperación de la industria tras la importante perturbación energética de 2022 (la producción alemana ha repuntado un +5,8% desde diciembre de 2022). También se prevé un mayor crecimiento del PIB español gracias a la solidez de los servicios (el PMI de servicios de la zona euro se mantuvo en 55 puntos en marzo y en España subió a 59). En cuanto a la inflación, el aumento de los costes laborales es similar al de EE. UU. (en torno al 6% interanual) y se aproxima actualmente a la tasa de inflación, un factor positivo para el poder adquisitivo. Sin embargo, creemos que en Europa los salarios son menos sensibles a los cambios del mercado laboral y, por lo tanto, tendrán un impacto más duradero en la inflación. En este contexto, continuará el endurecimiento monetario del BCE, aunque sus efectos sobre el crecimiento del PIB se dejarán sentir más tarde que en EE. UU.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2023-2024, %

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

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija

El Fondo Monetario Internacional (FMI) se sumó en abril al grupo de investigaciones teóricas sobre el tipo de interés “natural” de las políticas⁵, algo que se asemeja a la búsqueda del Santo Grial de la prosperidad económica, en un mundo sin perturbaciones, de gran previsibilidad y pronósticos exactos. ¡Qué mundo más aburrido! En realidad, actualmente los mercados de renta fija están recordando a los inversores lo volátiles que pueden llegar a ser, más incluso que la renta variable y, a veces, a costa de los inversores que necesitan seguridad.

BANCOS CENTRALES

¿Qué ha sucedido desde los baches de marzo? Las instituciones extranjeras necesitadas de dólares activaron las líneas *swaps* con la Fed y, entonces, desapareció la tensión. Los bancos estadounidenses que necesitaban liquidez recurrieron a las líneas de crédito de la Fed y ya han empezado a devolverlas. En el ámbito económico, las encuestas parecen débiles, mientras que otros datos macroeconómicos siguen siendo relativamente positivos. En consecuencia, los rendimientos subieron lenta pero inexorablemente, empezando por la parte corta de la curva, ya que los portavoces del FOMC se han inclinado por una subida de 25 pb en la próxima reunión de mayo, en el momento de redactar este informe. En definitiva, como hipótesis principal, creemos que los tipos se mantendrán elevados durante más tiempo.

En la zona euro, la dinámica de la inflación subyacente sigue estando demasiado alejada de la zona de confort del BCE como para ignorarla.

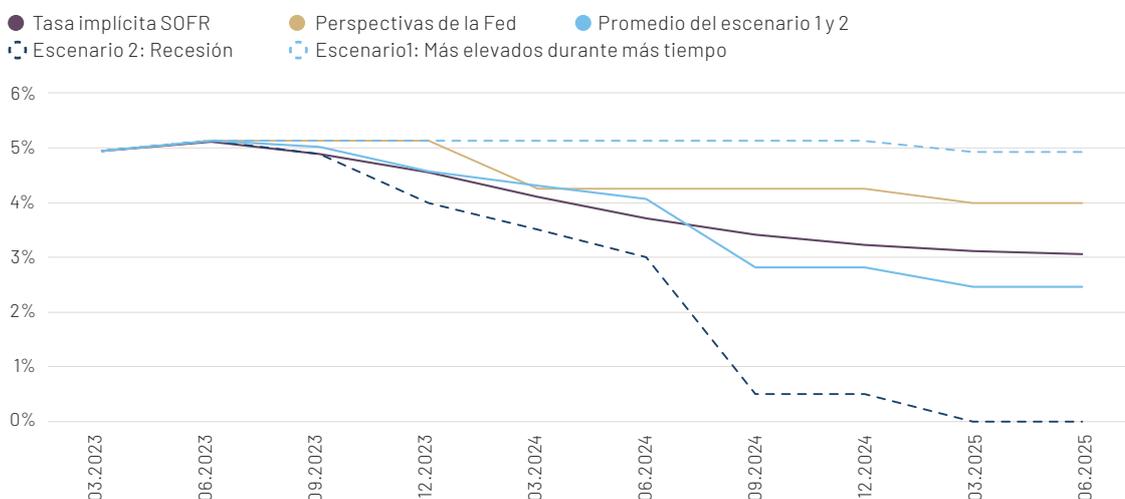
Las subidas de tipos son un hecho hasta el verano e irán acompañadas de un endurecimiento cuantitativo suave. La siguiente incógnita será una reducción más agresiva del balance, que aún no figura oficialmente entre sus estrategias.

En cuanto a los tipos y las curvas, las primas a plazo en EE. UU. vuelven a ser negativas, lo que nos reconforta a la hora de mantener una duración modificada reducida en las carteras. Los futuros sobre los fondos federales descuentan actualmente recortes de tipos a finales de 2023, en coherencia con una recesión grave inmediata y una marcada tendencia a la baja de la inflación (gráfico 2).



EL GRAN RETORNO del precio del dinero

GRÁFICO 2: ¿CÓMO VALORAR LOS TIPOS A 2 AÑOS? LOS PRECIOS DEL MERCADO SIGUEN PARECIENDO AGRESIVOS, % (EVOLUCIÓN DE TIPOS EN DIFERENTES ESCENARIOS)



SOFR: Tasa de Financiamiento Overnight Garantizada.

Las líneas punteadas representan nuestra hipótesis interna.

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

5 - FMI: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/ch2.ashx>

BCE: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op217.en.pdf>

Fed: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>



Esta situación dista mucho de nuestra hipótesis macroeconómica principal: una ligera recesión de dos trimestres a partir del 3T de 2023. En consecuencia, mantenemos nuestra posición infraponderada o corta en esta parte de la curva.

MERCADOS DE CRÉDITO

A mediados de abril, los mercados de crédito ya se habían recuperado del mal comportamiento de marzo (-90 pb según los índices Bloomberg Barclays, en Europa) en términos de diferenciales, lo que contrarresta los riesgos de contracción del crédito provocados por las tensiones bancarias, al menos en un primer momento. Seguiremos de cerca el contagio a la economía real en las próximas semanas o meses. Como en ocasiones anteriores, la cuestión clave dependerá de la disposición de los bancos a conceder préstamos o de la falta de demanda por parte de las empresas y los hogares. Cualitativamente, los balances de las empresas siguen siendo sólidos, al menos en el caso de las compañías más grandes. Los mercados de la financiación siempre están abiertos para los grandes nombres. Por sectores, existe valor en los bancos, en la parte sénior de la estructura de capital y, selectivamente, en la deuda muy subordinada. En Europa, los mercados han reevaluado considerablemente las primas de riesgo de los emisores inmobiliarios, lo que los ha llevado a refinanciarse por medio del sistema bancario.

Seguimos favoreciendo las inversiones a corto plazo de alta calificación, que ofrecen a los inversores un buen *carry*, además de un sólido umbral de rentabilidad en caso de subida de los rendimientos.

En China, los emisores del sector inmobiliario cayeron en incumplimiento en 2022, por lo que las ventas han sido múltiples en esta parte del mercado. Otros sectores han salido relativamente inmunes de los impagos de 2022 y en lo que va de este año.

En realidad, lo que hemos presenciado en los últimos meses, a nivel macroeconómico, es que las instituciones que necesitan liquidez tienen acceso a ella (el Banco de Inglaterra a finales de septiembre o la Fed con el programa Bank Term Funding o BTF) pero a un precio definitivamente superior a cero tanto en términos nominales como reales, en coherencia con las medidas de endurecimiento cuantitativo en ambas zonas y, probablemente, marca el camino del BCE.

¿QUÉ RIESGOS NOS ESPERAN DE AHORA EN ADELANTE?

- El techo de la deuda estadounidense. La recaudación de impuestos es el nuevo conjunto de datos que examinan los participantes en el mercado. Janet Yellen prevé que el Tesoro se quedará sin liquidez a finales de junio, mientras que los mercados descuentan un riesgo en las letras a mediados de agosto, con un repunte de los tipos en este periodo.
- Golpe a la política del banco central japonés: el nuevo gobernador, Kazuo Ueda, mantiene la política monetaria ultralaxa de su predecesor. ¿Sobrevivirá a la tan esperada recuperación de la inflación japonesa?
- En el crédito, el elevado rendimiento de los mercados sigue estando muy correlacionado con la propensión al riesgo a escala mundial, es decir, los rendimientos de los mercados bursátiles con volatilidad reducida. Mantenemos la prudencia en la parte de menor calificación del mercado, sujeta a problemas de refinanciación en 2024.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Los mercados ya han borrado la corrección que siguió a la crisis de Silicon Valley Bank. Sin embargo, sigue siendo necesaria la prudencia en el sector bancario, especialmente, con las condiciones crediticias y su consiguiente impacto sobre el sector inmobiliario residencial. Además del giro de la Fed, la ralentización sigue siendo la cuestión central para los mercados, ya sea del crecimiento económico o de los beneficios.

TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

La nueva temporada de resultados será un motor importante para el rendimiento de los mercados en las próximas semanas. El ratio previo a las publicaciones de beneficios es más negativo que en ocasiones anteriores, incluso por encima de la media a largo plazo, y en su máximo desde el 3T de 2019 (gráfico 3). Sin embargo, las revisiones de los beneficios por acción (BPA) de los analistas para todas las regiones se mantienen bastante estables por el momento.

muestra cierta euforia, como refleja el VIX, que se encuentra en mínimos que no se veían desde hace más de un año.

La ralentización sigue siendo una cuestión central, ya sea del crecimiento económico o de los beneficios. En el inicio de la temporada de resultados, estamos siendo testigos de cierta cautela, tanto por parte de los analistas financieros como de las empresas, que reducen sus perspectivas más de lo habitual. La evolución de la política monetaria y la temporada de resultados serán los principales catalizadores que tendremos que seguir de cerca para determinar la evolución futura de los mercados.

ESTADOS UNIDOS

Las recientes turbulencias de la esfera financiera parecen haberse normalizado y las primeras publicaciones de los bancos estadounidenses para el 1T de 2023 parecen confirmar la disminución del riesgo. Sin embargo, el repunte de estas empresas sigue siendo moderado en este momento. Además, observamos que la confianza de los inversores ha cambiado con mucha rapidez y ahora

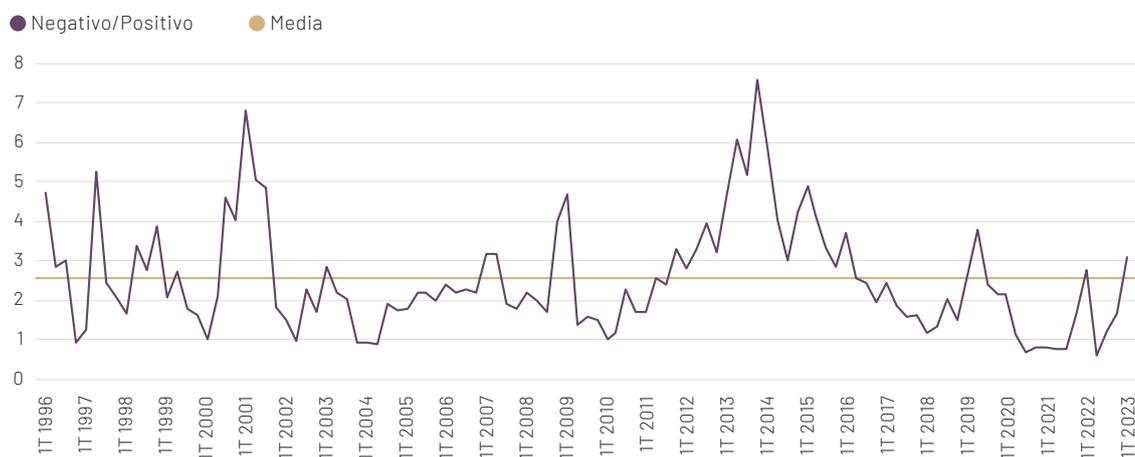
EUROPA

La renta variable europea ha repuntado con fuerza desde el 15 de marzo y ahora se sitúa incluso por encima de los niveles en los que se encontraba antes de la corrección posterior a la caída de Silicon Valley Bank.



Las revisiones
del BPA
se mantienen
ESTABLES

GRÁFICO 3: BENEFICIOS NEGATIVOS-POSITIVOS DEL S&P 500 PREVIOS A LA PRESENTACIÓN DE RESULTADOS, RATIO



Fuentes: Citigroup, Indosuez Wealth Management.

Nota: El número de empresas que han anunciado una publicación de resultados negativos para el 1T de 2023 ha aumentado en comparación con temporadas anteriores y por encima de la media a largo plazo. Por lo tanto, la próxima temporada de publicación de resultados podría ser más heterogénea.



En cuanto al ímpetu macroeconómico, los datos económicos siguen siendo bastante sólidos en la zona euro, y la reapertura china, que ha sido un catalizador positivo para las bolsas europeas desde principios de año, debería seguir siendo uno de sus motores.

Las revisiones del BPA están estabilizándose después de haber tendido al alza desde principios de año y las valoraciones de la renta variable europea siguen siendo bastante atractivas (algo inferiores a la media de los últimos 20 años), especialmente, si se comparan con las de EE. UU.

MERCADOS EMERGENTES

Como hemos explicado con más detalle en nuestro Focus de este mes (página 4), la renta variable china protagonizó un fuerte repunte en marzo, tras cierta recogida de beneficios en febrero. La confianza de los inversores en China ha mejorado en los últimos meses gracias a la reciente recuperación económica del país. La mejora ha sido especialmente sustancial en los servicios, así como en las ventas minoristas. La recuperación del mercado inmobiliario también se hizo patente en marzo (precios de la vivienda y volumen de ventas). Un ciclo crediticio sólido ha supuesto otro factor de apoyo, así como unas políticas monetarias y fiscales acomodaticias. Las autoridades chinas han reiterado su apoyo a la economía de plataformas (es decir, al sector de Internet) y a las empresas del sector privado. La renta variable china sigue siendo uno de nuestros mercados preferidos para 2023 gracias a que los descuentos de valoración son aún considerables y que las revisiones del BPA probablemente ya tocaron fondo a finales de 2022.

Los principales riesgos que hay que seguir de cerca siguen siendo las tensiones entre China y EE. UU., las incertidumbres actuales en cuanto a los tipos de interés máximos estadounidenses y el calendario real del giro de la Fed.

ESTILO DE INVERSIÓN

Gracias al repunte de los tipos de interés y al anuncio de restricciones petroleras de la OPEP, en particular, hemos visto recientemente la recuperación de las acciones de perfil *Value*. A medio plazo, seguimos esperando una normalización a corto plazo de la rentabilidad a largo plazo y una continuación del actual repunte táctico del *Value* para recoger parte de los beneficios y aumentar la exposición al Crecimiento.

Seguimos siendo optimistas con los valores del Crecimiento, especialmente, con las empresas de crecimiento rentables con modelos de suscripción y balances sólidos que podrían beneficiarse de una disminución de los tipos de interés a largo plazo. Además, algunos temas están volviendo a llevar los flujos de fondos hacia la tecnología, como la inteligencia artificial.

Por último, seguimos siendo positivos en el estilo de calidad, que puede ser el mejor planteamiento en una situación de ralentización del crecimiento, ampliación de los diferenciales de crédito y reducción de los rendimientos de los bonos. Sin embargo, seguimos siendo selectivos y preferimos los valores de calidad a precios razonables.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

El aumento del pesimismo sobre la economía estadounidense y una Fed que se acerca a su tipo de interés final llevan al dólar a perder parte de su brillo, mientras otras divisas esperan volver a sus días de gloria. El euro parece el candidato más probable, pero el franco suizo también ha resistido bien y aún le queda terreno por recuperar. El oro ha sido el gran vencedor de 2023 y se espera que mantenga su liderazgo.



Un entorno
MACRO-
ECONÓMICO
MÁS DÉBIL
empaña aún más
EL BRILLO
DEL USD

USD

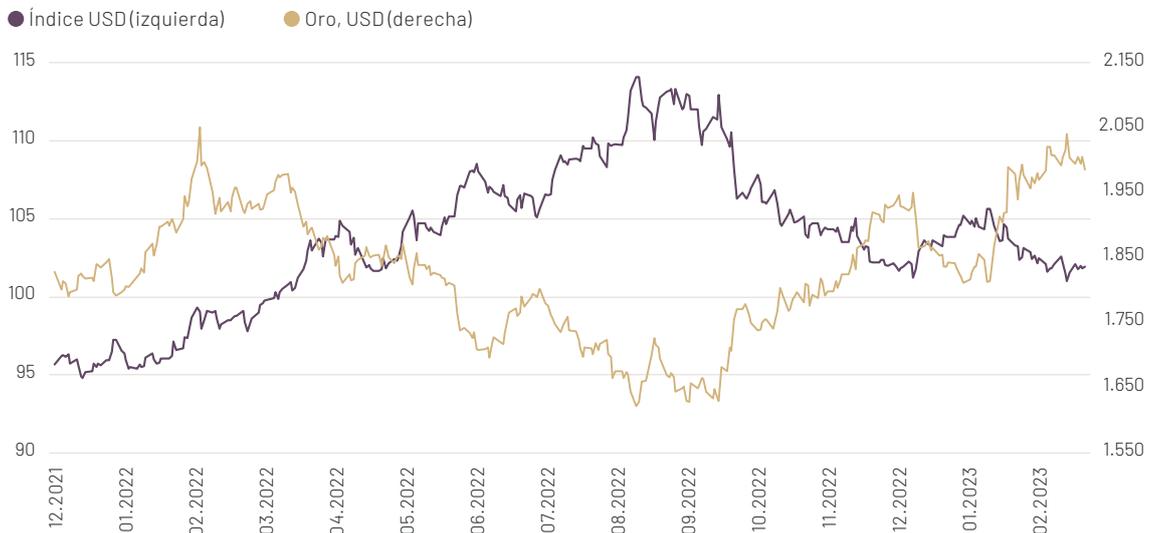
Pierde lustre

El índice del dólar estadounidense (DXY), que mide la fortaleza de la divisa frente a una cesta de monedas competidoras, se situó en el nivel de 102 el 19 de abril, lo que supone un descenso del 2% desde mediados de marzo, aunque sigue un 1% por encima del mismo periodo del año pasado. Tras el repunte de principios de marzo, el dólar está retomando su tendencia bajista debido a la debilidad de los datos macroeconómicos y a las expectativas de tipos de la Fed.

Las perspectivas del banco central seguirán siendo un factor clave para la moneda. Según nuestros colegas de CACIB, el análisis histórico sugiere que el dólar tendía a apreciarse un 2% de media en los tres meses anteriores a la última subida de tipos de la Fed, antes de perder algo de terreno cuando esta hacía una pausa, aunque principalmente frente al yen, el franco suizo y el euro. Esto sugiere que el dólar podría recuperar algo de terreno en el 2T de 2023, cuando la Fed lleve

a cabo su última subida de tipos. A partir de ese momento, el dólar podría seguir siendo una divisa vendible en los repentes frente a otras monedas refugio (euro, yen y yuan chino, especialmente), sobre todo en el 2S, ya que el debilitamiento del entorno macroeconómico estadounidense empaña aún más el brillo del dólar (gráfico 4). Otro factor clave a corto plazo para el dólar podría ser la recuperación de las tensiones en el sector bancario, que beneficiaría al dólar de una huida hacia la calidad. Sin embargo, y lo que probablemente sea más importante, en un horizonte de 6 a 9 meses, la ralentización del ritmo de endurecimiento de la Fed, la reapertura de China y la remisión de la crisis energética en Europa, así como el endurecimiento continuado por parte de otros bancos centrales del G10, deberían llevar a que el dólar perdiera parte de su lustre al final del año. Los próximos debates sobre el techo de la deuda en junio-julio y la incertidumbre política que se avecina también son factores negativos para la moneda.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DEL DÓLAR Y DEL ORO



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



EUR

Presión para subir los tipos

El EUR/USD ha tenido un mes sólido y se ha recuperado un 3% desde mediados de marzo, aunque sigue estando un 2% por debajo de su nivel anterior al estallido de la guerra de Ucrania. La ralentización del impulso económico en EE. UU. y un BCE "agresivo" podrían impulsar al alza el EUR/USD, con nuestro límite superior en un rango objetivo de 1,08 a 1,12. Con los salarios y la inflación subyacente rígida al alza en la zona euro, el BCE sigue centrándose en los precios más que en las inquietudes sobre la estabilidad financiera. El banco central también parece confiar en que el sistema bancario de la zona euro no se enfrentará a riesgos como los observados en EE. UU. o Suiza, y dispone de herramientas suficientes para reforzar la estabilidad financiera en caso necesario. Asimismo, la reciente mejora de la relación de intercambio provocada por el descenso de los precios de la energía ha contribuido a la apreciación del euro, tanto al reducir indirectamente la demanda de materias primas denominadas en dólares como al apoyar indirectamente las perspectivas de crecimiento.

CHF

Vuelta a la macroeconomía

El comportamiento del franco suizo ha sido relativamente neutro frente al euro durante el último mes y ha avanzado un 2% frente al debilitado dólar estadounidense. La noticia de Credit Suisse ha remitido y el mercado ha vuelto a centrarse en la inflación. Aunque el reducido nivel de la inflación suiza es la envidia del resto del mundo (2,9% interanual en marzo, frente al 3,4% del mes anterior), para el banco central se mantiene en un nivel elevado e incómodo. El Banco Nacional Suizo (BNS) ha insinuado otra medida de endurecimiento en su reunión de junio de 2023. Además, el tipo de referencia del BNS, en el 1,5%, es significativamente inferior al de sus homólogos europeos y, probablemente, no lo bastante elevado como para reducir la inflación, lo que lleva a los mercados a prever

tipos superiores al 2% para finales de año. Por lo tanto, consideramos que el franco suizo aún tiene margen de mejora frente al dólar y el euro en los próximos meses.

JPY

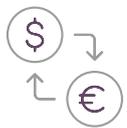
Decepcionante

El nuevo gobernador del Banco de Japón, Kazuo Ueda, comenzó su mandato de 5 años el 9 de abril. Su objetivo a corto plazo es el riesgo de que la inflación vuelva a caer por debajo del objetivo del 2%. La inflación japonesa se situó con orgullo en el 3,3% interanual en febrero, pero cayó inesperadamente por primera vez en octubre de 2021. El nuevo gobernador ha prometido mantener una postura conciliadora respecto a la inflación y vincular los posibles cambios en el control de la curva de rendimientos a la tendencia subyacente de la inflación. Esta retórica ha añadido presión a la baja sobre el yen japonés. Ante el temor, cada vez mayor, a una recesión en EE. UU. y el aumento de la presión sobre la inflación japonesa, que podría dar lugar a una posible revisión de la política monetaria del BJ a finales de año, mantenemos nuestra opinión positiva actual sobre el yen, que debería recuperar con el tiempo su atractivo como moneda refugio, aunque como dice el viejo dicho: las prisas no son buenas.

ORO

Aún tiene demanda

La demanda de oro ha sido fuerte, tanto por la aversión al riesgo como por su protección frente a la inflación. Las expectativas del mercado de un giro de la Fed para finales de año siguen favoreciendo al oro. La caída de los tipos de interés reales en EE. UU. ha contribuido a mantener el oro en torno a los 2.000 dólares, un nivel que el metal amarillo podría conservar, en nuestra opinión, especialmente en un entorno geopolítico aún delicado con una demanda de los bancos centrales estructuralmente más elevada.



Un rango objetivo con límite superior del EUR/USD de 1,08 a 1,12



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



CRECIMIENTO
DEL PIB
ESTADOU-
NIDENSE,
contracción algo
mayor en el 2S

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** sin grandes cambios en las cifras de crecimiento anual del PIB estadounidense, con una contracción temporal, pero algo mayor en el 2S de 2023 y una recuperación menos moderada en 2024, impulsada por el aumento de la renta personal real y el fin de la purga inmobiliaria. Los mercados emergentes liderarán el crecimiento mundial y la actividad económica de China ganará fuerza gracias a una recuperación de base más amplia. Sin cambios en la zona euro, con riesgos al alza por la fortaleza de la reapertura de China y los flujos turísticos.
- **Inflación:** se mantiene la hipótesis en forma de raíz cuadrada con importantes efectos de base para tirar de la inflación a la baja a partir de este momento. Se espera que la inflación de la zona euro sea más rígida debido a la dinámica salarial. Desinflación cíclica en EE. UU. con incertidumbre en torno al ritmo de desinflación de los precios de la vivienda a finales de este año.
- **Bancos centrales:** aunque es probable que las recientes turbulencias del sector bancario y el consiguiente endurecimiento de las condiciones de los préstamos empujen a los bancos centrales a moderar sus políticas restrictivas, no compartimos la hipótesis de los mercados de que la Fed recortará sus tipos este verano. Seguimos esperando que los bancos centrales sigan centrados en la inflación manteniendo los tipos en niveles elevados hasta finales de año.
- **Resultados:** la actual temporada de resultados será un importante motor de la dirección que tomen los mercados en las próximas semanas, ya que los inversores se centran en la solidez de los márgenes y las proyecciones de las empresas, mientras que la incertidumbre macroeconómica se mantiene elevada. Las revisiones de los beneficios parecen estabilizarse en las economías avanzadas. La confianza sigue siendo positiva en el 1T de 2023 para Europa, en contraste con el resto del mundo.
- **Entorno de riesgo:** tras dispararse por las recientes turbulencias bancarias, la volatilidad de la renta fija ha eliminado su repunte de marzo, mientras que la de la renta variable ha vuelto a su mínimo de un año. Aunque la tensión ha disminuído y, a la inversa, la confianza de los inversores ha mejorado, esta situación no refleja los elevados riesgos macroeconómicos (efec-

tos secundarios de la crisis bancaria, estabilidad financiera, rigidez de la inflación y techo de la deuda estadounidense), así como los riesgos externos en el frente geopolítico (tensiones entre EE. UU. y China en torno a Taiwán y guerra entre Ucrania y Rusia).

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

RENTA VARIABLE

- Tras redistribuir nuestro efectivo hacia activos de riesgo en los meses anteriores aprovechando oportunidades, mantenemos una opinión neutra sobre la renta variable, con una asimetría en el ratio riesgo/remuneración menor tras el reciente repunte y dada la actual ralentización del ciclo económico. Sin embargo, la mayor dispersión entre sectores y zonas geográficas podría ofrecer nuevas oportunidades.
- Por zonas geográficas, mantenemos la opinión positiva sobre la renta variable china, en particular, los valores nacionales, ya que su crecimiento, mayor de lo previsto, y su demanda reprimida deberían traducirse en mejores perspectivas para estas empresas. Nos mantenemos próximos a una posición neutra en los mercados europeos y estadounidenses, aunque observamos el atractivo relativo de la renta variable europea frente a sus homólogas estadounidenses en términos de valoración.
- En el contexto actual, seguimos viendo oportunidades para las empresas con fundamentales sólidos y un elevado poder de fijación de precios, ya que el cambio de tendencia de los rendimientos y los riesgos de inflación deberían respaldar el comportamiento relativo de los valores de Calidad. El estilo Crecimiento ha superado al estilo *Value* en lo que va de año, impulsado por las turbulencias del sector bancario y el descenso de los rendimientos. Dado que este movimiento ha sido probablemente exagerado a corto plazo, preferimos esperar a una mayor normalización y mantener la exposición al estilo *Value* antes de buscar oportunidades en el segmento Crecimiento.

RENTA FIJA

- Se mantiene la preferencia por los bonos del Estado de vencimiento corto. El reciente repunte a raíz de las turbulencias del sector bancario estadounidense y la expectativa de los mercados de recortes agresivos por parte de la Fed en el 2S

de 2023 son excesivamente optimistas, ya que la dinámica de la inflación subyacente aún está demasiado lejos de los niveles cómodos de los bancos centrales, mientras que nuestra hipótesis macroeconómica no apunta a una recesión grave en las economías avanzadas.

- La estrategia de aumento de la pendiente de la curva de rendimientos estadounidense está empezando a ofrecer buenos puntos de entrada en un horizonte estratégico y proporciona una buena cobertura frente a una contracción económica o un ciclo de desinflación más graves de lo previsto, y genera *carry*.
- Dentro del crédito, seguimos favoreciendo el *investment grade* a corto plazo frente al alto rendimiento, a medida que se deterioran las condiciones de financiación de los emisores. Mientras tanto, vemos valor en el sector financiero dentro del segmento sénior y, de forma selectiva, en la deuda subordinada, aunque somos más prudentes a la hora de elegir empresas.
- Mantenemos una opinión optimista sobre la deuda emergente en moneda local, ya que la debilidad del dólar contribuirá a que esta clase de activos obtenga mejores resultados, aunque conviene ser prudentes viendo el reciente repunte.

MERCADO DE DIVISAS

- Las diferentes dinámicas macroeconómicas y de inflación (así como los diferentes niveles de riesgo de estabilidad financiera en algún momento) entre EE. UU. y la zona euro proporcionan al BCE más margen para continuar con su postura de línea dura en relación con la Fed, lo que debería impulsar al EUR/USD al alza a finales de año.
- El franco suizo sigue siendo una cobertura atractiva, ya que se espera que la divisa siga respaldada por los sólidos datos macroeconómicos suizos y la política monetaria del BNS.
- Aunque el nuevo gobernador del BJ se ha comprometido a no introducir cambios en la política monetaria a corto plazo, el aumento de la presión sobre la inflación con el incremento de los salarios podría dar lugar a una posible revisión de la política monetaria del banco central a finales de año, lo que explica nuestra actual opinión positiva sobre el yen, además de su calidad como cobertura macroeconómica.
- El repunte del oro ha sido marcado desde principios de año, aunque podría frenarse en consonancia con una recuperación a corto plazo de los tipos reales. Seguimos siendo optimistas a medio plazo, ya que el descenso de los rendimientos previsto para finales de año y la demanda sostenida de los bancos centrales deberían seguir impulsando la apreciación del oro.

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 20 ABRILE DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,53%	10,52	-34,30
Francia 10A	3,00%	28,20	-10,60
Alemania 10A	2,44%	25,10	-12,20
España 10A	3,48%	24,00	-16,80
Suiza 10A	1,10%	-6,90	-51,40
Japón 10A	0,47%	16,60	5,20

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,79	0,35%	3,11%
Deuda pública EUR	195,01	-1,02%	1,22%
Deuda corporativa EUR (HY)	200,00	1,05%	3,35%
Deuda corporativa USD (HY)	307,76	1,65%	3,72%
Deuda pública EE, UU,	302,09	-0,55%	2,27%
Deuda corporativa emergente	43,63	0,51%	2,03%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9790	-1,40%	-1,07%
GBP/USD	1,2443	1,27%	2,98%
USD/CHF	0,8923	-2,64%	-3,48%
EUR/USD	1,0970	1,28%	2,48%
USD/JPY	134,24	2,59%	2,38%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	17,17	-5,44	-4,50

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.129,79	4,59%	7,56%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.902,61	5,37%	6,05%
STOXX Europe 600	467,43	4,75%	10,01%
Topix	2.039,73	4,21%	7,82%
MSCI World	2.822,54	4,66%	8,45%
Shanghai SE Composite	4.113,02	1,83%	6,23%
MSCI Emerging Markets	989,79	1,23%	3,49%
MSCI Latam (América Latina)	2.242,31	8,47%	5,36%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	194,42	4,27%	1,27%
MSCI Asia Ex Japan	639,88	0,18%	3,33%
CAC 40 (Francia)	7.538,71	5,60%	16,45%
DAX (Alemania)	15.795,97	3,85%	13,45%
MIB (Italia)	27.627,12	4,32%	16,54%
IBEX (España)	9.450,90	5,36%	14,85%
SMI (Suiza)	11.390,64	6,27%	6,16%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.922,00	-4,71%	-4,22%
Oro (USD/Onza)	2.004,80	0,57%	9,91%
Crudo WTI (USD/Barril)	77,29	10,48%	-3,70%
Plata (USD/Onza)	25,37	9,63%	5,54%
Cobre (USD/Tonelada)	8.881,00	-1,66%	6,08%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,25	4,41%	-49,74%

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

ENERO DE 2023	FEBRERO DE 2023	MARZO DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 20.04.2023
9,69%	1,74%	3,51%	8,47%	10,01%
8,18%	1,35%	3,29%	5,37%	8,45%
7,85%	0,91%	2,83%	4,75%	7,82%
7,37%	-2,10%	2,73%	4,66%	7,56%
7,00%	-2,53%	0,51%	4,59%	6,23%
6,67%	-2,61%	0,36%	4,27%	6,05%
6,18%	-4,41%	0,04%	4,21%	5,36%
4,42%	-6,36%	-0,46%	1,83%	3,49%
4,29%	-6,54%	-0,71%	1,23%	3,33%
2,27%	-6,86%	-3,10%	0,18%	1,27%

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.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados frente a las expectativas de los pronosticadores.

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 Dubai ("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 20.04.2023.

