



MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto/Septiembre de 2023

Japón: ¿es diferente esta vez?

• Índice

01• Editorial	P3
¿MISIÓN: IMPOSIBLE?	
02• Focus	P4
JAPÓN: ¿ES DIFERENTE ESTA VEZ?	
03• Macroeconomía	P6
EL ESPECTÁCULO DEBE CONTINUAR	
04• Renta fija	P8
UNA INVERSIÓN A LARGO PLAZO	
05• Renta variable	P10
UNA TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS MUY ESPERADA	
06• Divisas	P12
LA PAUSA ESTIVAL NO ECLIPSARÁ LA TENDENCIA A LARGO PLAZO	
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:

El nivel de inflación anual de EE.UU. en junio fue de 3%. Aunque se mantiene por encima del objetivo del 2% de la Reserva Federal (Fed), ha vuelto a los niveles de marzo de 2021. ¿Ha tenido éxito la Fed en su misión imposible de controlar la subida de precios sin hundir la economía en la recesión?

Al subir agresivamente su tipo de referencia un 5% en poco más de un año, la Fed ha superado esta primera etapa y el pico de inflación superior al 9% de mediados de 2022 ya ha quedado atrás. Actualmente, el componente de la energía contribuye de forma negativa a un año, lo que explica que la inflación ajustada sin los elementos más volátiles siga siendo elevada. La Fed ha ganado la batalla, pero no la guerra. La buena noticia es que el fantasma de la recesión se aleja; la economía estadounidense sigue creando 200.000 empleos al mes. Históricamente, una recesión en EE. UU. viene precedida sistemáticamente por cifras de creación de empleo cercanas a los 100.000 puestos de trabajo en los 3 a 6 meses anteriores a la contracción económica.

Cabe destacar que, para salir de la crisis COVID-19 y reactivar la economía, el país puso sobre la mesa un paquete de ayudas equivalente al 26% del PIB, el doble que la zona euro. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el 80% de la inflación posterior a la COVID en EE. UU. se debió al sobrecalentamiento de la economía, frente a solo el 6% en Europa. Actualmente, existe convergencia entre ambos lados del Atlántico, ya que la inflación está vinculada principalmente al precio de los servicios locales.

Mientras que el reto de la Fed y el Banco Central Europeo (BCE) en el segundo semestre será fijar un tipo máximo de inflexión, probablemente en torno al 5,5% y al 4%, respectivamente, no puede decirse lo mismo de los países emergentes. Estos países fueron los primeros en subir los tipos y ahora vuelven a ir una fase por delante respecto a los países desarrollados en la reducción de tipos, sobre todo, en América Latina y Europa del Este. En Asia, además, el fantasma de la deflación se cierne sobre China, que exporta menos en una economía mundial en desaceleración. El país acaba de registrar un descenso de los precios de fábrica del 5,4% anual en junio. En este entorno de crecimiento desigual, es probable que las autoridades chinas decidan introducir medidas de apoyo a la actividad, en particular, bajando los tipos de interés.

Seguimos creyendo que el impacto de las subidas de tipos de los últimos meses tardará más en extenderse y en materializarse en la economía mundial. El motivo es que la reacción ante la COVID-19, que justificó en parte estos aumentos, vino acompañada de una fuerte reactivación en muchos países.

Estamos analizando todas las señales de deterioro que se han ido acumulando:

- Las dificultades de los fondos de pensiones del Reino Unido a finales de 2022.
- La quiebra de Silicon Valley Bank que conmocionó al mercado el pasado mes de marzo, aunque, en vista de los primeros resultados del segundo trimestre de los bancos estadounidenses, este suceso también parece haber quedado atrás.
- Por último, las empresas de servicios públicos británicas, las cuales atraviesan dificultades, sobre todo en el sector del agua, por haber emitido un gran número de bonos indexados a la inflación, lo que conlleva fuertes aumentos de los pagos de la deuda en el entorno actual. Con más de 40.000 millones de libras esterlinas, el mercado británico de bonos vinculados a la inflación emitidos por empresas es el mayor del mundo.

Estos tres sucesos tienen en común que la empresa no supo prever el impacto de un aumento acusado de la inflación y los tipos de interés en la gestión de sus inversiones y su endeudamiento, si bien es cierto que acabamos de salir de un periodo de 15 años de tipos de interés reducidos o incluso negativos.

El factor decisivo para que la peligrosa misión de los bancos centrales sea posible será la utilización de las herramientas adecuadas en el momento oportuno, y lo mismo se aplica a los inversores en lo que respecta a la asignación de activos. Hoy en día, la volatilidad de algunos mercados, como el de renta variable, es muy baja, pero no por ello debemos bajar la guardia. Existen posicionamientos contrapuestos significativos sobre la deuda estadounidense entre los agentes especulativos, que prevén una continuación del movimiento alcista de los tipos, y los inversores institucionales, que reflejan la visión contraria. Una vez más, esta situación nos ofrece grandes oportunidades que podemos aprovechar y nos permite prepararnos para este nuevo semestre que empieza de la mejor manera posible.

Les deseamos una buena lectura.

JAPÓN: ¿ES DIFERENTE ESTA VEZ?



Lucas MERIC
Investment Strategist



Stavya EPSTEIN
Multi Asset Portfolio Manager

En un contexto de perspectivas de crecimiento alentadoras, una economía susceptible de salir de décadas de deflación, una combinación de políticas expansivas y reformas estructurales favorables a los inversores, Japón podría ser una inversión atractiva y diversificadora dentro de una estrategia de asignación de activos.

MERCADOS DESARROLLADOS: JAPÓN, ¿LA NUEVA TIERRA DEL CRECIMIENTO?

Desde hace varios meses, los economistas intentan prever el calendario de la próxima recesión de EE. UU. o Europa. En el país del sol naciente, estas preocupaciones parecen muy lejanas, ya que nuestras previsiones apuntan a un crecimiento medio del PIB del 1,2% hasta 2024. Como su reactivación llegó más tarde que en el resto de economías desarrolladas (las medidas sanitarias se relajaron considerablemente en marzo), Japón parece ser ahora, además de China, la otra apuesta por la reapertura. Esta recuperación debería apuntalar la demanda interna y compensar el debilitamiento, muy probable, de la demanda externa, en un entorno de desaceleración económica mundial. Japón debería beneficiarse asimismo de la vuelta de los turistas chinos, que representaban un tercio de los visitantes del país antes de la pandemia.

¿DE LA DEFLACIÓN A LA INFLACIÓN?

A diferencia de la mayoría de economías, el aumento de la inflación tras la pandemia más bien suena a buena noticia en un país que lleva varias décadas sumido en la deflación, debido principalmente al exceso de ahorro empresarial tras su colapso a principios de los años noventa. Con un 3,2% interanual en mayo, la inflación total se desacelera gracias al descenso de los precios de la energía. Sin embargo, la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos frescos) subió hasta el 4,3% interanual en mayo, su máximo desde 1981. Más allá de este nivel récord, la cuestión es saber si la inflación puede mantenerse en Japón. Para ello, la generación de espirales precios-salarios parece ser el factor determinante para establecer una dinámica de demanda interna sostenible y endógena. En este sentido, la estrechez del mercado laboral (una tasa de desempleo

del 2,6%) y el ímpetu salarial (las negociaciones “Shunto” de primavera dieron lugar a un incremento salarial del 3,8%, el mayor desde 1993) apuntan claramente en esta dirección.

Al mismo tiempo, el Gobierno ha ratificado su intención de proseguir la estrategia “Abenomics”, que implica políticas monetarias y presupuestarias expansivas, así como una estrategia de crecimiento encaminada a estimular la inversión del sector privado. La encuesta Tankan de junio entre las grandes empresas reveló una revisión al alza del 5,4% en los planes del gasto de inversión, con un crecimiento del 13,4% en 2023.

Aunque, con el tiempo, los efectos de base llevarán a una ralentización de la inflación subyacente, el incremento del gasto de inversión y la generación de espirales precios-salarios deberían pesar sobre el exceso de ahorro y limitar así las fuerzas deflacionistas estructurales, lo que permitiría que la inflación se asentara en torno al objetivo del 2% del Banco de Japón.

EL PARAÍSO PERDIDO DE LA POLÍTICA MONETARIA

No creemos que la postura expansiva del Banco de Japón vaya a cambiar por el momento. En nuestra opinión, el riesgo en esta hipótesis sería que la Fed adoptara una postura más agresiva de lo esperado, lo que obligaría al Banco de Japón a reaccionar para evitar el desplome del yen. En particular teniendo en cuenta que, con la paridad EUR/JPY en su máximo de los últimos 15 años, el yen —que ha sufrido mucho por la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con el resto de economías desarrolladas— se acerca a los niveles que llevaron al Banco de Japón a intervenir el mercado de divisas en los últimos años para apoyar su moneda.



INFLACIÓN
SUBYACENTE:

+4,3%

interanual en mayo
(máximo desde 1981)

RENTA VARIABLE JAPONESA: ¿ES DIFERENTE ESTA VEZ?

En un entorno de crecimiento alentador y de políticas expansivas, Japón parece una inversión especialmente interesante. Sin embargo, la renta variable japonesa ha subido un 13,5% (Nikkei 225 en euros) desde principios de año e, históricamente, Japón es un mercado que suele subir rápido y con fuerza, aunque su ímpetu que no siempre tiene continuidad.

No obstante, dos temas estructurales deberían contribuir a la rentabilidad de la renta variable japonesa a largo plazo:

- El fin del entorno deflacionista permitiría a las empresas japonesas beneficiarse de un mayor poder de fijación de precios, lo que debería favorecer el crecimiento de los beneficios a medio plazo. Cabe recordar que la inflación es un factor de apoyo para los márgenes empresariales y, por lo tanto, para las acciones.
- La Bolsa de Tokio (TSE) ha puesto en marcha una reforma destinada a impulsar la remuneración de los accionistas que ya está empezando a dar sus frutos: el volumen de recompras de acciones anunciado el primer trimestre de 2023 ha alcanzado su máximo de más de dos décadas (gráfico 1). El aumento de la rentabilidad por dividendo debería fomentar el atractivo de la renta variable japonesa, en particular, para los inversores nacionales, en un momento en que Japón es el único gran mercado en el que los rendimientos del mercado de renta variable son superiores a los de la deuda pública. Este interés debería ser aún mayor si continúan las recompras de acciones.

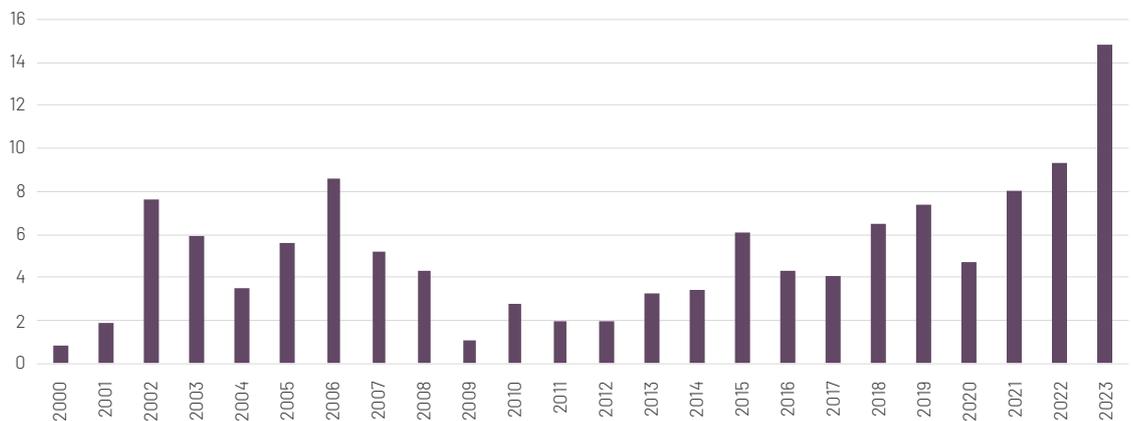
UN SUPUESTO DE INVERSIÓN INTERESANTE

Además de estos factores estructurales, existe una serie de señales que parecen seguir siendo positivas para el mercado japonés:

- Los beneficios empresariales resisten, apoyados por la demanda interna y la inflación. Las revisiones de los beneficios se sitúan al alza: en el Topix se prevé un crecimiento de los beneficios del 7,3% en 2023 y del 8,8% en 2024.
- En términos relativos, el ratio precio/*Book Value*² de la renta variable japonesa en comparación con la renta variable mundial está muy por debajo de su media histórica y el ratio precio/beneficio sigue siendo atractivo en 13,6 veces. Se prevé que la reforma de la TSE provocará una expansión de los múltiplos del mercado de renta variable japonés.
- La infrponderación de la renta variable japonesa por parte de los inversores mundiales alcanzó niveles históricos el año pasado. Sin embargo, las últimas encuestas entre los inversores han reflejado una inversión de esta dinámica en los últimos meses, con la recuperación del interés que genera el mercado japonés y el regreso de las corrientes de capitales.
- El sesgo más defensivo de la renta variable japonesa proporciona una diversificación atractiva en la asignación de activos.

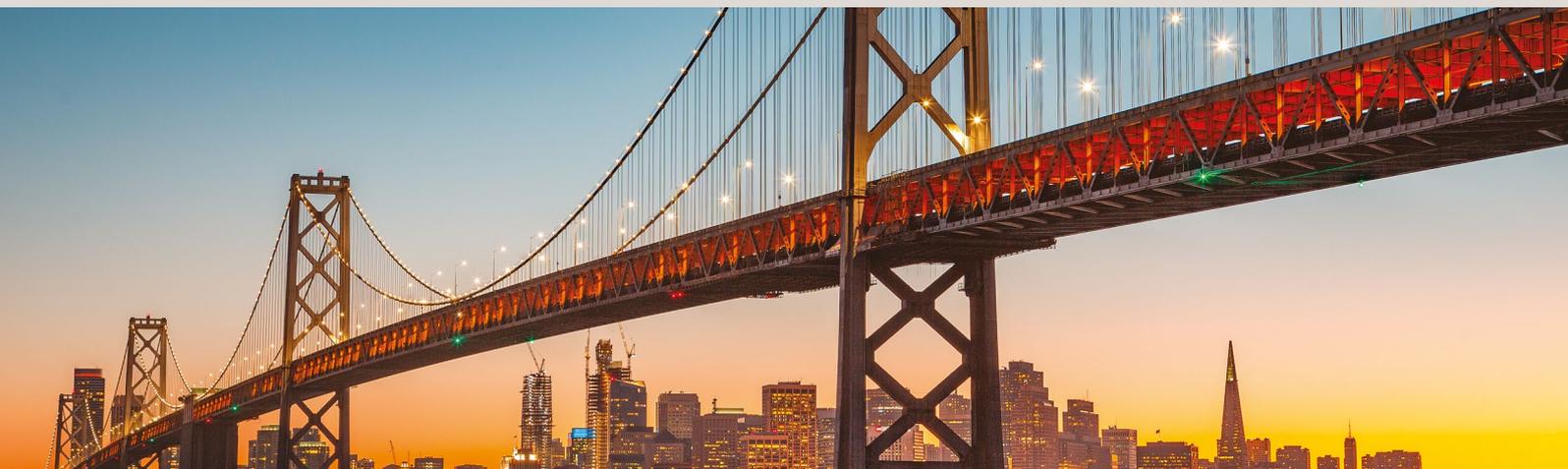
La profundidad del mercado japonés exige un enfoque selectivo para aprovechar las perspectivas de repunte de los valores nacionales y de calidad. Su dispersión, por su parte, sugiere que las mejores oportunidades se encuentran en los sectores que aún no se han beneficiado del repunte del mercado y que presentan buenos fundamentales.

GRÁFICO 1: RECOMPRAS DE ACCIONES ANUNCIADAS EN EL 1T DE 2023 (BILLONES, JPY)



Fuentes: JP Morgan, Indosuez Wealth Management.

2 - El ratio precio/patrimonio neto mide el precio de una acción en relación con el valor contable de una empresa. Cuando el ratio es excesivamente elevado, puede indicar que las acciones de una empresa están sobrevaloradas, sobre todo, al compararlo con el mismo cálculo para otras empresas del mismo sector.



Lucas MERIC
Investment Strategist



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Hemos revisado al alza nuestra previsión de crecimiento de EE. UU. en 2023 debido a que la economía del país sigue destacando por su resistencia. En China, la debilidad de la demanda pesa sobre la inflación y exige más estímulos económicos por parte de las autoridades chinas, mientras que en Europa el crecimiento debería mantenerse estable en un entorno de baja productividad.

ESTADOS UNIDOS: LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE SIGUE DESAFIANDO LA GRAVEDAD

Inicialmente, el crecimiento del PIB se estimó en un 1,1% intertrimestral anualizado en abril, pero en el primer trimestre de 2023 se revisó hasta el 2%, señal de que la economía estadounidense sigue deparando su ración de sorpresas positivas. Se espera que este ímpetu continúe, si nos atenemos a la estimación de la Reserva Federal (Fed) de un PIB en tiempo real del 2,4% intertrimestral anualizado en el segundo trimestre de 2023. Sin embargo, seguimos esperando que el crecimiento estadounidense sufra una contracción moderada en el segundo semestre. El ímpetu del consumo se ralentiza, es innegable (las ventas minoristas se desaceleraron al 1,5% interanual en junio), el exceso de ahorro de los hogares sigue disminuyendo (dado que los tipos de interés de las tarjetas de crédito superan actualmente el 20%), el impacto de la subida de los tipos hipotecarios se deja sentir gradualmente en la economía, y la anulación de la moratoria sobre la deuda de los estudiantes debería pesar sobre el consumo. Dicho esto, no creemos que el consumo estadounidense se desplome, e incluso hemos revisado al

alza nuestras previsiones de crecimiento para el segundo semestre del año. Así, el mercado laboral sigue resistiendo, con un ritmo sostenido de creación de empleo, mientras que el proceso de desinflación debería respaldar el poder adquisitivo de los hogares estadounidenses. Estos últimos también se benefician de efectos positivos sobre la riqueza, gracias al comportamiento de los mercados de renta variable estadounidenses desde principios de año. En conjunto, un consumo más resistente de lo que habíamos previsto para el 3T y 4T nos ha llevado a revisar la previsión de crecimiento para 2023 hasta el 1,5% (tabla 1, página 7). Sin embargo, vemos un repunte más débil en el 1T de 2024 en comparación con nuestras expectativas del mes pasado. La inflación total prosiguió su desaceleración en junio (3% frente al 4% de mayo) debido a los importantes efectos de base en la energía, que deberían empezar a atenuarse después del verano. No obstante, esperamos que los componentes de la alimentación y la vivienda tomen el relevo, y apoyen el movimiento de desinflación. Respecto a la política monetaria, creemos que la Fed debería llevar a cabo una última subida de tipos antes de entrar en un nivel estable de tipos elevados durante varios trimestres.



Revisamos nuestra
previsión
de crecimiento
estadounidense
para **2023**
AL 1,5%
(+40 pb)

CHINA: LLAMAMIENTO AL ESTÍMULO

La decepcionante recuperación china de los últimos meses se reflejó en un crecimiento del segundo trimestre del 6,3% interanual (por debajo de las expectativas del 7,3%). Las ventas minoristas de junio continuaron su desaceleración en el 3,1% interanual (frente al 12,7% del mes anterior). Así, la confianza de los consumidores chinos sigue estando muy deteriorada, debido sobre todo a la debilidad actual del sector inmobiliario (la inversión inmobiliaria se contrajo un 20,6% intertrimestral en junio) y del empleo juvenil (la tasa de desempleo entre los 18 y 24 años se sitúa en el 21,3%), que no muestra signos de mejora, con riesgo de que la situación se extienda al resto de la población activa. Al mismo tiempo, la ralentización de la economía mundial sigue pesando sobre las exportaciones chinas, que cayeron un 12,4% interanual en junio, a pesar de la debilidad actual del yuan. Como símbolo del deterioro de la demanda, la economía china coquetea con la deflación, con una inflación del 0% interanual en junio. En este entorno, los riesgos para nuestra previsión de crecimiento del 5,6% en 2023 parecen inclinarse ahora a la baja, mientras que el débil ímpetu de las últimas semanas confirma la necesidad de que las autoridades chinas relajen aún más su política económica. El Banco Popular de China ya empezó a recortar varios tipos de interés directores a corto y medio plazo a principios de verano.

ZONA EURO: LA BAJA PRODUCTIVIDAD, EN EL PUNTO DE MIRA

En Europa, el consumo no ha sido tan sólido como al otro lado del Atlántico en el último año, aunque esta tendencia debería invertirse antes de que finalice 2023. De hecho, seguimos creyendo que existe cierta demanda reprimida en el turismo dentro de las economías orientadas a los servicios, y el poder adquisitivo de los consumidores europeos también debería beneficiarse de la actual desinflación de las mercancías y los alimentos. El componente de los servicios, que sigue representando el 40% de la inflación total, debería empezar a perder terreno después del verano, debido, sobre todo, a los importantes efectos de base sobre la inflación relacionada con el transporte en Alemania. Sin embargo, aunque las perspectivas de inflación puedan mejorar a corto plazo, la cuestión salarial sigue siendo fundamental para el BCE, que prevé que los salarios aumenten un 14% antes del fin de 2025. Es indudable que los costes laborales muestran signos de mejora, después de desacelerarse hasta el 5% en el primer trimestre de 2023, aunque la principal fuente de inquietud es un crecimiento de la productividad más débil de lo previsto, lo que implica en última instancia mayores costes laborales unitarios y mayores presiones inflacionistas. Si a esto le añadimos que el BCE inició su ciclo de endurecimiento más tarde que el resto de grandes bancos centrales, esperamos dos subidas más de tipos en Europa que nos llevarían a un tipo final del 4%.

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.	1,5%	0,4%	4,0%	2,6%
Zona euro	0,5%	1,0%	5,5%	2,9%
China	5,6%	4,7%	1,3%	2,5%
Japón	1,3%	1,1%	2,8%	2,0%
India	6,0%	5,5%	5,5%	5,9%
Brasil	2,6%	1,3%	4,8%	4,0%
Mundo	2,9%	2,6%	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija

El fin del exceso de dinero no supone el fin de la actividad en la renta fija. Los recientes anuncios de megafusiones en EE. UU. y las necesidades de financiación de todos los gobiernos auguran un aumento de la actividad en los mercados de renta fija en los próximos trimestres.

ESTRATEGIAS DE CARRY

En los últimos meses, las estrategias de inversión denominadas de *carry* han llevado a los inversores particulares a interesarse de nuevo por los mercados de renta fija. Estas estrategias, consideradas técnicas en Europa, parecían reservadas a los inversores institucionales o expertos. En realidad, los particulares invertían sin saberlo en bonos por medio de diversos canales: seguros de vida en Francia, fondos de pensiones y planes de ahorro para empleados. La subida de los tipos de interés en 2022 ha logrado restaurar el atractivo perdido de esta inversión, teniendo en cuenta que el rendimiento solo se obtendrá una vez que se hayan reembolsado todos los bonos, es decir, al final de la vida de la cartera. Mientras tanto, su valoración fluctuará diariamente en función de los movimientos del mercado.

BANCOS CENTRALES

En las últimas semanas, el rendimiento de la deuda estadounidense a 2 años ha superado la simbólica barrera del 5% por primera vez desde la crisis de los bancos regionales de marzo de este año. Hay que remontarse a junio de 2007 para volver a encontrar este nivel.

Las cifras del empleo, mejores de lo previsto, impulsaron inicialmente los tipos al alza, antes de que la sorpresa positiva sobre la inflación los arrastrara a la baja: una señal muy esperada por los inversores que les permite prever el final del ciclo de subidas de tipos de la Fed. Esta cifra de inflación desencadenó un repunte en todas las clases de activos. Los mercados de renta fija a corto plazo siguen esperando una recesión que no se materializa y continúan descontando bajadas agresivas de tipos por parte de la Fed a partir de principios de 2024. No compartimos esta hipótesis por los siguientes motivos: en lo que respecta a la inflación, la buena tónica del mercado inmobiliario está frenando una caída rápida de la inflación subyacente; la desaceleración económica, que ya se está dejando sentir, estaba prevista de forma generalizada y es poco probable que dure; y, por último, los responsables de la Fed están esperando sin duda un aumento del desempleo antes de plantearse relajar su política monetaria. Mantenemos la hipótesis de que la subida de tipos llega a su fin y que la Fed mantiene sus tipos directores en un nivel estable elevado durante el tiempo que requiera la normalización post-COVID de todos los componentes de la economía.



BANCOS ESTADOUNIDENSES:

los depositantes exigen tipos de interés más altos!

En la zona euro, la recesión ya se ha instalado, aunque de forma leve, pero la economía alemana arrastra a toda la zona, mientras que España por sí sola no basta para compensar los reveses de los demás países. En general, la inflación sigue siendo demasiado elevada para detener al BCE: aunque el banco central también se acerca a su tipo de interés máximo, en este momento se dedica a retirar la ingente liquidez inyectada durante la pandemia. De los 4 billones de euros de excedente de reservas en circulación, se estima que se retirarán 800.000 millones de euros de liquidez en el plazo de unos meses, en particular, mediante el reembolso de las TLTRO³ concedidas a los bancos.

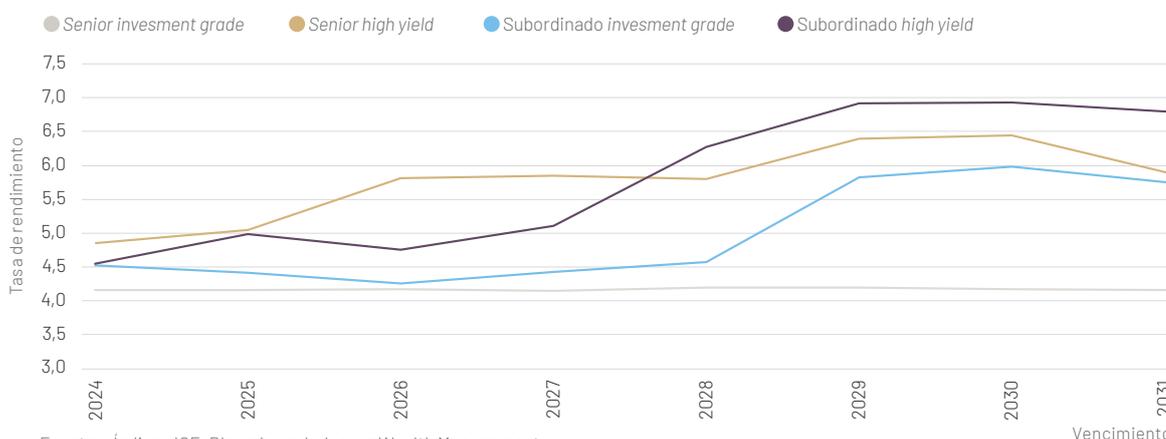
En el Reino Unido, la larga batalla del Banco de Inglaterra empieza por fin a dar sus frutos: por primera vez en muchos trimestres, la inflación publicada se sitúa ya muy por debajo de las expectativas. No se espera que el gobernador Andrew Bailey cante victoria demasiado pronto, por lo que seguirá subiendo los tipos, aunque sin alcanzar el nivel del 6,5% que los mercados esperaban hasta hace poco.

¿Cuáles son los riesgos para la reciente reactivación de los mercados de renta fija? A diferencia de 2022, los inversores disfrutan ahora de un *carry* que les protege a medio plazo. El principal riesgo económico reside en una aceleración imprevista de la economía estadounidense, que apunte a una inflación persistente como consecuencia del aumento del poder adquisitivo si persisten las tensiones en el mercado laboral. La resistencia del mercado inmobiliario, por ejemplo, plantea interrogantes.

DEUDA CORPORATIVA

Los riesgos específicos aumentan en el mercado crediticio de Europa y EE. UU. Tanto en la deuda de calidad como en la de alto rendimiento, la más mínima noticia negativa puede tener un impacto muy significativo en las primas de riesgo. La lista de emisores en los que los inversores están recortando sus posiciones a raíz de las revisiones a la baja de beneficios, los problemas de gobernanza o las necesidades de recapitalización siguen creciendo. Sin embargo, este aumento del riesgo idiosincrático no se extiende a todo el mercado. Los índices no reflejan este ruido subyacente. Sin embargo, las carteras, por definición más concentradas, sufren una mayor volatilidad. El *carry* descrito en la introducción mantiene todo su atractivo para los inversores. El mercado de alto rendimiento sigue siendo poco interesante debido a su coste relativamente elevado. El muro de la refinanciación que asusta a algunos inversores ha retrocedido en los últimos años gracias a emisores oportunistas que han aprovechado los bajos tipos de interés para ampliar el vencimiento de su deuda. Por otro lado, otras empresas ya no tienen acceso a la refinanciación por medio de los mercados, debido a los tipos de interés de castigo que sufren como consecuencia del deterioro de su salud financiera. No está claro que las tasas de morosidad aumenten significativamente, pero se espera una disminución de las tasas de recuperación: las empresas que deberían haber desaparecido se han beneficiado de una prórroga gracias a unas condiciones de financiación favorables, lo que ha debilitado su balance. Por lo que, automáticamente, las primas de riesgo del alto rendimiento deben tener en cuenta este nuevo entorno (gráfico 2).

GRÁFICO 2: RENDIMIENTO DEL ÍNDICE DE CRÉDITO EN EUROS POR AÑO Y SEGMENTO DE MERCADO



Fuentes: Índices ICE, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

UNA TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS MUY ESPERADA



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Los mercados de renta variable continuaron su ascenso, impulsados por la desaceleración mundial de la inflación, mayor de lo previsto, y por la mejora de las revisiones de beneficios, sobre todo en EE. UU. La hipótesis de un aterrizaje suave cobra fuerza en el ámbito financiero, lo que explica también la consecuente recuperación de la propensión al riesgo. ¿Confirmará la temporada de presentación de resultados iniciada a mediados de julio la resistencia de la economía?



REVISIONES DE BENEFICIOS

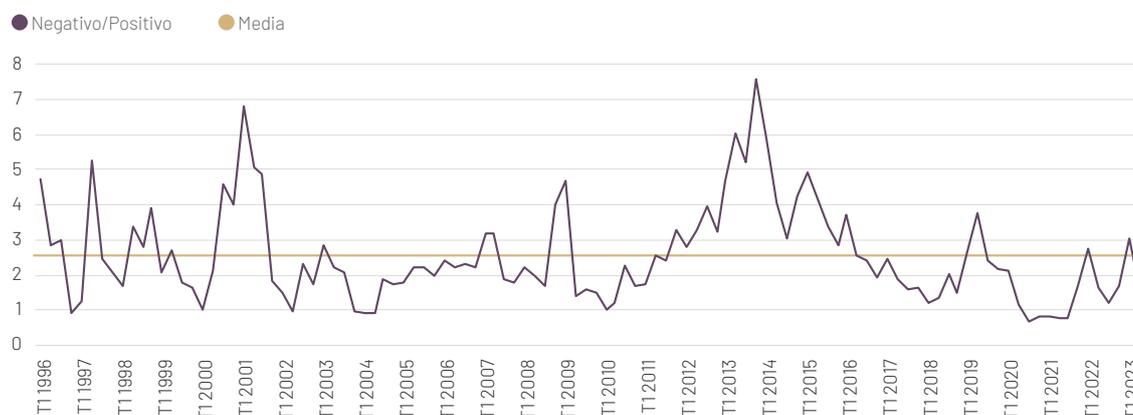
La temporada de presentación de resultados del segundo trimestre de 2023 se inició a mediados de julio. El consenso prevé un descenso de los beneficios del S&P 500 en torno al -7,2%. De ser así, sería la mayor caída de beneficios registrada por el índice desde el segundo trimestre de 2020 (-31,6%). Sin embargo, desde el mes de mayo y a diferencia de los principales índices mundiales, las revisiones de los beneficios a 12 meses en EE. UU. tienden al alza. Por último, como de costumbre, examinamos la relación negativa/positiva de los anuncios de las empresas previos al inicio de la temporada de resultados, y es interesante observar que estas confían bastante en su capacidad para ofrecer resultados acordes a las expectativas del mercado (gráfico 3).

ESTADOS UNIDOS

Desde que el S&P 500 superó su nivel de resistencia de los 4.200 puntos, el índice no ha dejado de subir. Cabe señalar que ya no son solo los "7 magníficos"⁴ y la Inteligencia Artificial (IA) los que explican la práctica totalidad de la subida, ya que recientemente incluso las empresas de pequeña y mediana capitalización han obtenido muy buenos resultados, siguiendo el ejemplo del Russell 2000. La continuidad del gasto presupuestario (sobre todo, en lo que respecta a la Inflation Reduction Act⁵, cuestionada durante el debate sobre el techo de la deuda) parece tranquilizar a los inversores. El mercado también se vio sorprendido favorablemente por unas sólidas cifras macroeconómicas, unidas a una caída de la inflación mayor de lo esperado. Por último, las recientes noticias positivas sobre las megafusiones⁶ en curso han contribuido a incrementar las valoraciones.

LAS REVISIONES DE BENEFICIOS a 12 meses en EE. UU., ORIENTADAS AL ALZA

GRÁFICO 3: RATIO DE PREANUNCIOS DEL S&P 500 (NEGATIVO FRENTE A POSITIVO)



Nota: El ratio negativo/positivo de los preanuncios se mantiene por debajo de la media a largo plazo, lo que sugiere que la mayoría de las empresas confían en su capacidad para presentar resultados superiores a sus estimaciones.

Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

4 - Alphabet, Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

5 - Esta ley, promulgada en 2022, busca frenar la inflación reduciendo el déficit presupuestario estadounidense, recortando el gasto sanitario e invirtiendo en la producción nacional de energía.

6 - La oferta de Microsoft por Activision Blizzard y la de Broadcom por VMware.



EUROPA

A pesar de observarse algunas recogidas de beneficios en la renta variable europea, la zona euro sigue siendo atractiva, en particular, en lo que se refiere a las valoraciones, y cotiza con un descuento récord con respecto a EE. UU. Además de la desaceleración de la inflación, que también prosigue en Europa, se ha producido un notable aumento de la liquidez disponible de los hogares, gracias principalmente a la caída de los precios de las materias primas y una utilización del ahorro muy reducida, lo que probablemente debería favorecer el consumo en los próximos meses.

Por último, después de que el banco central chino abriera la vía a una nueva era de flexibilización para apoyar una economía post-COVID más débil de lo esperado, la decepción de los últimos datos macroeconómicos sugiere que el Gobierno chino podría anunciar nuevas medidas de estímulo, lo que también debería beneficiar a muchas empresas exportadoras europeas.

MERCADOS EMERGENTES

La confianza de los inversores respecto a China sigue siendo negativa, ya que las tensiones políticas con EE. UU. representan una amenaza. Por otra parte, las recientes visitas de altos funcionarios estadounidenses son alentadoras. Las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno podrían ser otro factor positivo, mientras que la moral de los consumidores chinos sigue siendo un factor importante que hay que seguir de cerca.

Asia, excluida China, parece interesante en estos momentos: la relajación de los riesgos en EE. UU. (especialmente, la inflación) y el debilitamiento del dólar deberían ser favorables para los mercados asiáticos. Los líderes tecnológicos de Taiwán y Corea del Sur son esenciales para cadena de suministro y la innovación en materia de IA a escala mundial. Además, la demanda interna y las infraestructuras de la India parecen ser temáticas atractivas, al igual que la expansión de la clase media y la población joven de la ASEAN⁷. Los sectores nacionales de Indonesia y Singapur también son especialmente interesantes. En comparación con otros grandes mercados, Asia sigue siendo una zona de mayor crecimiento económico e infravaloraciones.

ESTILO DE INVERSIÓN

Seguimos siendo optimistas respecto al estilo de Crecimiento y continuamos aumentando gradualmente nuestra exposición. La mejora de las perspectivas macroeconómicas, unida al entusiasmo que rodea a la IA, sigue impulsando el repunte de los valores de crecimiento estadounidenses, al igual que el Nasdaq, que registra una rentabilidad del +43%⁸ en lo que va de año. Por su parte, el estilo *Value* se recuperó un poco gracias al repunte de los tipos a largo plazo, tradicionalmente un catalizador positivo para el segmento. Además, el *Value* sigue siendo históricamente muy barato, tanto en términos absolutos como en relación con otros estilos.

7 - ASEAN: Asociación de Naciones del Sudeste Asiático.
8 - Rentabilidad en USD a 14.07.2023.

LA PAUSA ESTIVAL NO ECLIPSARÁ LA TENDENCIA A LARGO PLAZO



Maxime GARCIA
Investment Strategist

El dólar podría repuntar de nuevo este verano, aunque la tendencia subyacente sigue orientada a la baja. El euro está recalentándose y amenaza con una ligera corrección, aunque su desfase respecto al ciclo monetario de EE. UU. le servirá de apoyo en los próximos meses. El franco suizo, el yen y el oro siguen siendo valores refugio atractivos en un entorno incierto, pero sus movimientos futuros dependerán en gran medida de las decisiones de los bancos centrales.

USD

Factores técnicos y desdolarización

El índice dólar (índice DXY) ha vuelto a caer por debajo de la marca de los 100 y se acerca al nivel observado antes de que la Fed empezara a endurecer su política monetaria. Con las últimas cifras de inflación y empleo no agrícola por debajo del consenso, los inversores esperan a una Fed menos restrictiva con respecto a otros bancos centrales de los países desarrollados. Además, la relajación de las condiciones financieras en EE. UU. ha ido acompañada de una recuperación de la propensión al riesgo en los mercados. Estos dos factores unidos han provocado una caída del 3% en el DXY desde principios de julio. Sin embargo, a corto plazo, el riesgo a la baja sigue siendo limitado debido a factores técnicos más favorables al dólar. El billete verde podría recuperarse en caso de deterioro del clima de riesgo o si la economía estadounidense sigue mostrando una resistencia mayor. Sin embargo, a largo plazo, la tendencia bajista del dólar se mantiene intacta y el movimiento de desdolarización que se ha iniciado está actuando como un lastre para la divisa.



El movimiento de
**DESDOLA-
RIZACIÓN** supone
**UN LASTRE
PARA EL DÓLAR**

EUR

Reajuste monetario favorable

El euro se apreció considerablemente frente al dólar y ganó un 3% desde principios de mes, apoyado por la evolución favorable del diferencial de tipos de interés a corto plazo entre Europa y EE. UU., mientras que el deterioro del ímpetu macroeconómico en la zona euro no tuvo repercusiones negativas. En los niveles actuales, es decir, por debajo de 1,12, el nivel anterior al estallido del conflicto en Ucrania, preferimos mantener la prudencia sobre el par EUR/USD a corto plazo. La moneda única sigue siendo la más sobrecomprada del G-10, y el tipo de cambio efectivo nominal del euro alcanzó recientemente un nivel récord. El EUR/USD es vulnerable a un retorno de la correlación entre la evolución de las divisas y el ímpetu macroeconómico, y podría restablecerse en el 1,10. No obstante, nuestra visión a largo plazo sigue siendo positiva, debido al desfase del ciclo de endurecimiento, que debería seguir repercutiendo favorablemente en el diferencial transatlántico de tipos de interés (gráfico 4, página 13), y a un dólar debilitado por el ímpetu de la diversificación de las reservas de divisas.

CHF

Menos apoyo futuro por parte del BNS

El franco suizo se ha apreciado un 4% frente al dólar desde principios de mes, un movimiento impulsado por la última subida de tipos del Banco Nacional Suizo (BNS), de 25 puntos básicos hasta el 1,75%.

Con el USD/CHF en 0,85, su mínimo desde 2015, el riesgo a la baja es ahora limitado, por lo que adoptamos una visión más prudente a corto plazo del franco suizo frente al dólar. La inflación suiza se ralentizó hasta el 1,7% en junio y el BNS ha revisado a la baja sus expectativas de inflación, que espera se mantengan en torno al objetivo del 2% para 2023 y 2024. También observamos que la inflación importada ha sido nula este mes, una prueba de que el franco suizo se ha apreciado lo suficiente como para evitar el encarecimiento de las importaciones. Por estos motivos, es probable que el incentivo del BNS para seguir subiendo los tipos se desvanezca. Esperamos que el franco suizo siga cotizando en un rango entre 0,85 y 0,86 para el USD/CHF y entre 0,95 y 1,00 para el EUR/CHF. A largo plazo, mantenemos nuestra opinión positiva sobre el franco suizo, ya que su condición de valor refugio sigue siendo interesante como cobertura frente al riesgo macroeconómico.

JPY

Sigue a la espera

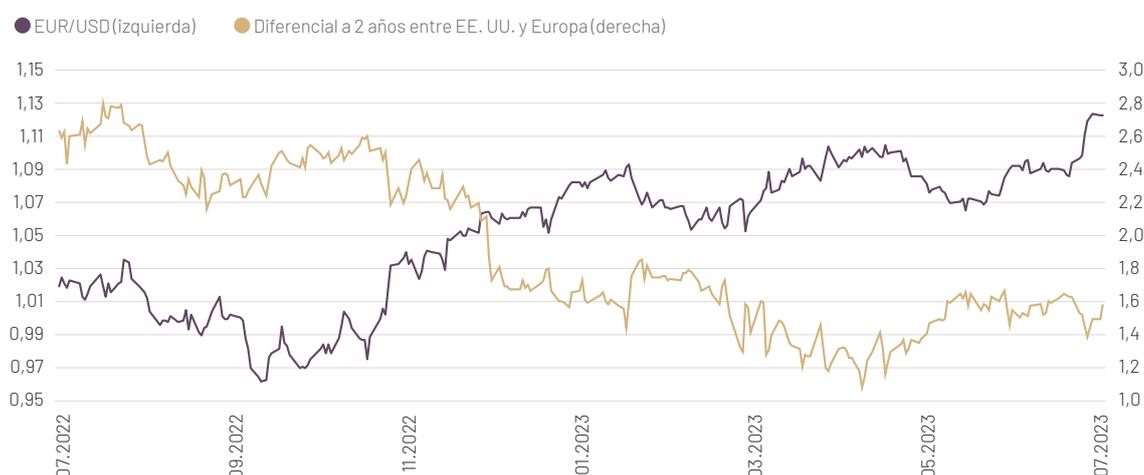
El yen se apreció frente al dólar este mes y ganó un 4%, impulsado por la aceleración de las declaraciones del Ministerio de Finanzas, seguida de la cancelación de las operaciones de *carry trade* financiadas en yenes. Sin embargo, mantenemos la prudencia a corto plazo, ya que el diferencial de tipos de interés (desfavorable para el yen mientras el Banco de Japón mantenga su política monetaria expansiva) sigue siendo el principal factor de la evolución de la moneda. Solo un cambio en la política monetaria podría impulsar al USD/JPY de nuevo hasta 130, pero no prevemos ningún giro significativo de esta a corto plazo. Además, la condición de valor refugio de la moneda sigue siendo interesante en el entorno actual.

ORO

Diversificación de las reservas de divisas y ciclo monetario

El oro ha ganado un 2% desde principios de mes, aunque sigue por debajo de su máximo de 2023 de 2.050 dólares/onza. A corto plazo, vemos poco potencial alcista, ya que el metal amarillo sigue afectado por la falta de visibilidad sobre los ciclos de endurecimiento de la política monetaria, y la demanda de los inversores está cayendo, como demuestran las actuales salidas de los ETF en el oro. Sin embargo, seguimos siendo positivos a largo plazo, ya que la demanda de los bancos centrales para diversificar sus reservas de divisas y la condición de valor refugio del oro siguen siendo los principales factores de apoyo.

GRÁFICO 4: EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS ENTRE EE. UU. Y EUROPA DEBERÍA SEGUIR APOYANDO AL EURO



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** se mantiene la hipótesis de una ralentización del crecimiento mundial, aunque se revisa ligeramente al alza para este año (en torno al 3%), debido a que la economía estadounidense resiste mejor de lo previsto. Crecimiento moderado en Europa, explicado en parte por el deterioro del consumo europeo unido a pobres ganancias de productividad. Los países emergentes en su conjunto siguen siendo el motor del crecimiento mundial en 2023 y 2024, aunque creemos que el riesgo para la actividad económica de China se orienta ahora a la baja para el próximo año.
- **Inflación:** el levantamiento de las restricciones de oferta en algunos sectores y los efectos de base favorables sobre los precios de la energía siguen alimentando a corto plazo un proceso desinflacionista en las economías avanzadas. No obstante, la desaparición gradual de estos factores técnicos después del verano y la continuación de los aumentos salariales, sobre todo en Europa, deberían mantener la inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales. Mantenemos nuestra hipótesis en forma de "raíz cuadrada" para la senda de inflación.
- **Bancos centrales:** la Fed y el BCE se acercan al final de su ciclo de subidas de tipos, con una y dos subidas más previstas, respectivamente. Creemos que los tipos de interés se mantendrán en un nivel estable al menos hasta el primer semestre del año próximo. Continúa la reducción de balances, con una posible aceleración del ritmo del endurecimiento cuantitativo en la zona euro.
- **Beneficios empresariales:** las expectativas del mercado para la temporada de publicación de los resultados del segundo trimestre nos parecen conservadoras, pero estaremos atentos al impulso de las revisiones de beneficios, en particular, en Europa, donde el ímpetu ha perdido fuerza, mientras que los niveles de márgenes podrían empezar a recuperarse gradualmente a medida que aumenten los costes unitarios y la desinflación.

- **Entorno de riesgo:** la volatilidad de los mercados de renta variable continúa moviéndose en los mínimos, pero sigue siendo esencial no bajar la guardia en un contexto de incertidumbre todavía elevada en lo que respecta a las políticas monetarias y teniendo en cuenta un gran número de factores de riesgo exógenos.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- La desaparición de una serie de factores de riesgo macroeconómicos, unida a la mejora de las perspectivas de crecimiento al otro lado del Atlántico, está favoreciendo los mercados de renta variable, por lo que creemos que el entorno actual es más favorable a los activos de riesgo. No obstante, mantenemos una postura neutral respecto a la renta variable, ante unas valoraciones y los indicadores técnicos ajustados.
- Desde un punto de vista geográfico, seguimos buscando puntos de entrada en los mercados estadounidenses, donde el ímpetu de las revisiones de beneficios está mejor orientada, en consonancia con la solidez de las recientes cifras macroeconómicas. Los niveles relativos de valoración en Europa siguen siendo atractivos, pero a corto plazo se impone la prudencia, ya que nos acercamos a resistencias importantes y a revisiones de los beneficios.
- La renta variable de los países emergentes sigue siendo una convicción firme, ya que debería beneficiarse de un diferencial de crecimiento favorable para las economías en desarrollo respecto a las avanzadas. Mantenemos nuestra convicción sobre la renta variable china que podría beneficiarse de nuevas iniciativas de apoyo por parte del Gobierno, aunque las valoraciones del mercado nos parecen excesivamente reducidas.



EL CRECIMIENTO
ES MÁS
RESISTENTE
de lo previsto
en Estados Unidos

Renta fija

- Con el endurecimiento de la política monetaria llegando a su fin, creemos que el mercado ofrece ahora puntos de entrada para reducir nuestra menor sensibilidad a los tipos, especialmente, en la curva de rendimientos estadounidense. Por el contrario, seguimos considerando que el riesgo es significativo en la deuda pública de la zona euro, donde el ciclo de subidas de tipos está desfasado con respecto al de EE. UU.
- En términos de posicionamiento, continuamos prefiriendo la parte corta de la curva de rendimientos en la zona euro y EE. UU., que se benefician de un *carry* ajustado a la volatilidad bastante más atractivo.
- La deuda corporativa de calidad sigue siendo el mejor compromiso en términos de riesgo/rentabilidad, especialmente, para vencimientos cortos (ya que las curvas de crédito son relativamente planas). En general, nos mantenemos alejados del segmento de alto rendimiento, ya que creemos que sus valoraciones no reflejan el deterioro de los fundamentales, en particular, en las calificaciones más bajas.

Mercado de divisas

- Como se esperaba, el tipo de cambio EUR/USD ha recuperado parte de su brillo, aunque creemos que el movimiento de alza es exagerado dada la divergencia entre los fundamentales económicos de ambas zonas. Es posible que haya un retroceso a corto plazo, pero seguimos siendo positivos respecto al euro hacia finales de año debido al desfase en el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de EE. UU. y la zona euro.
- El franco suizo ha alcanzado un máximo frente al billete verde y su potencial de apreciación nos parece limitado en este momento, a pesar de que el banco central suizo se acerca al final de su ciclo de endurecimiento de la política monetaria.
- El yen repuntó con la bajada de los tipos de interés estadounidenses. Aunque el Banco de Japón mantiene su postura expansiva, creemos que más adelante podría realizar un cambio de política, aunque de proporciones limitadas, lo que podría apoyar a la moneda. También valoramos el yen por sus cualidades de activo de cobertura en cartera.
- El oro sigue moviéndose dentro de un rango, sin una tendencia importante. Aunque la demanda de los inversores está cayendo y podría lastrar el ímpetu a corto plazo, a largo plazo, la diversificación de las reservas de los bancos centrales, sobre todo, en los mercados emergentes, supone un factor de apoyo.

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 20 JULIO DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	3,85%	5,57	-2,45
Francia 10A	3,01%	-1,00	-9,40
Alemania 10A	2,48%	-0,80	-8,20
España 10A	3,48%	3,80	-16,70
Suiza 10A	0,98%	-4,90	-63,80
Japón 10A	0,46%	8,90	4,70

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	37,65	1,24%	8,47%
Deuda pública EUR	195,99	0,36%	1,73%
Deuda corporativa EUR (HY)	203,57	0,51%	5,19%
Deuda corporativa USD (HY)	314,00	1,58%	5,83%
Deuda pública EE, UU,	299,51	0,12%	1,40%
Deuda corporativa emergente	43,34	-0,21%	1,36%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9646	-1,60%	-2,52%
GBP/USD	1,2868	0,94%	6,50%
USD/CHF	0,8668	-3,13%	-6,24%
EUR/USD	1,1130	1,59%	3,97%
USD/JPY	140,07	-2,12%	6,83%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	13,99	1,08	-7,68

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.534,87	3,49%	18,11%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.646,05	1,92%	2,61%
STOXX Europe 600	463,93	2,03%	9,19%
Topix	2.260,90	-1,55%	19,52%
MSCI World	3.029,70	3,39%	16,41%
Shanghai SE Composite	3.823,70	-1,04%	-1,24%
MSCI Emerging Markets	1.018,06	1,69%	6,45%
MSCI Latam (América Latina)	2.480,39	0,46%	16,54%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	200,35	4,25%	4,36%
MSCI Asia Ex Japan	646,86	1,23%	4,46%
CAC 40 (Francia)	7.384,91	2,52%	14,07%
DAX (Alemania)	16.204,22	1,35%	16,38%
MIB (Italia)	28.815,75	5,13%	21,55%
IBEX (España)	9.519,60	1,65%	15,68%
SMI (Suiza)	11.201,55	0,16%	4,40%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.746,00	-0,35%	-8,52%
Oro (USD/Onza)	1.969,53	2,90%	7,98%
Crudo WTI (USD/Barril)	75,63	8,80%	-5,77%
Plata (USD/Onza)	24,81	10,41%	3,18%
Cobre (USD/Tonelada)	8.485,50	-1,03%	1,36%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,76	5,71%	-38,39%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

ABRIL DE 2023	MAYO DE 2023	JUNIO DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 20.07.2023
3,51%	1,46%	11,00%	4,25%	19,52%
3,29%	3,13%	7,41%	3,49%	18,11%
2,83%	1,92%	6,47%	3,39%	16,54%
2,73%	2,69%	5,93%	2,03%	16,41%
0,51%	1,59%	4,85%	1,92%	9,19%
0,36%	-0,54%	3,23%	1,69%	6,45%
0,04%	-1,34%	2,25%	1,23%	4,46%
-0,46%	1,63%	2,17%	0,46%	4,36%
-0,71%	3,48%	1,16%	-1,04%	2,61%
-3,10%	-2,19%	1,15%	-1,55%	-1,24%

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 Gestores 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 suponen 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:** 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 los EAU:** 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 21.07.2023.

