

MONTHLY HOUSE VIEW

Marzo 2024

¿No hay aterrizaje?

• Índice

01• Editorial	P3
¿NO HAY ATERRIZAJE?	
02• Focus	P4
¿POR QUÉ ES TAN ROBUSTA LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE?	
03• Macroeconomía	P6
HASTA AHORA, TODO BIEN	
04• Renta fija	P8
LA INFLACIÓN SIGUE SORPRENDIENDO	
05• Renta variable	P10
LOS MERCADOS BURSÁTILES ESTADOUNIDENSES BATEN NUEVOS RÉCORDS	
06• Divisas	P12
LA DIFICULTAD DE DESTRONAR AL DÓLAR	
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 S&P 500, principal índice bursátil estadounidense, superó la barrera de los 5.000 puntos el 9 de febrero, lo que supone un rendimiento superior al 5% desde principios de año. Los resultados empresariales son mejores de lo esperado y la economía muestra signos increíbles de fortaleza y resistencia. Aunque el mercado esperaba que la creación de empleo se ralentizara hasta situarse por debajo de los 200.000 puestos en enero, la cifra finalmente superó los 350.000. El empleo no pierde fuelle, algo que parece contradictorio, especialmente, cuando la prensa se centra constantemente en los puestos de trabajo que se pierden como consecuencia de la revolución de la inteligencia artificial (IA). Sin embargo, EE. UU. consigue crear empleo incluso después de despedir a más de 30.000 personas (fuente: Layoffs.fyi) por la IA desde principios de año. De hecho, prácticamente todos los sectores han realizado contrataciones, a excepción de la minería y la extracción de gas. Los fabricantes de productos químicos, por ejemplo, contrataron a casi 7.000 personas en enero, el mayor aumento desde 1990.

El crecimiento real (medido sin la inflación) de EE. UU. se situó en el 3,3% anual en el último trimestre de 2023, mientras que la inflación cayó al 2,6%¹ en diciembre, cerca del objetivo del 2% del banco central. Aunque esta disminución de la inflación sea un poco engañosa, ya que se debe especialmente a partidas volátiles, como los alimentos y la energía, que, al eliminarlos, sitúan la cifra en el 3%. No obstante, la cifra ha llevado a los mercados a prever importantes recortes de tipos por parte de la Reserva Federal (Fed) este año, lo que está avivando el crecimiento estadounidense y los mercados.

Si el crecimiento estadounidense ha aguantado tanto después de la COVID-19, es porque una parte se ha generado a crédito. Mientras que la deuda privada y pública del país casi se ha duplicado en 10 años hasta rozar los 100 billones de dólares, las empresas se enfrentan ahora a un efecto tijera desfavorable: el aumento de los costes con el fin del dinero gratuito (su deuda representa más de 20 billones de dólares) y la ralentización del crecimiento de los beneficios.

Además, el vigor de la actividad manufacturera, impulsada por las medidas de deslocalización de actividades estratégicas (IRA² y CHIPS Act for America³), pierde fuelle y los líderes del mercado, como TSMC e Intel, aplazan hasta dos años la apertura de fábricas en suelo estadounidense. Las subvenciones prometidas por el Gobierno están tardando en materializarse.

Por el lado de la demanda, el consumo estadounidense muestra una resistencia extraordinaria, alentado por el crecimiento de los salarios reales (medidos sin la inflación), aunque la mayor parte del ahorro adicional acumulado tras la COVID-19 ya se ha gastado. El consumo chino es el que plantea interrogantes en un entorno económico deprimido, en el que la liquidación del gigante inmobiliario Evergrande, ordenada a finales de enero, se suma a la presión negativa.

Es inevitable que existan fuerzas opuestas que actúen sobre el crecimiento estadounidense, y la posible reelección de Donald Trump también podría ser una de ellas. La buena noticia es que, al mostrar ya su actitud provocadora y hablar de introducir aranceles de al menos el 60% sobre los productos chinos, o animar a Rusia a atacar a los países miembros de la OTAN que no cumplan sus objetivos de gasto militar, Trump está incitando a los europeos a reaccionar y a mantenerse unidos.

El motor que, pese a todo, mantendrá su resistencia es la IA. Según la última encuesta de BCG, el 89% de los empresarios consideran que la IA es una de las principales prioridades tecnológicas para 2024. El gasto de capital previsto por el mercado este año ha alcanzado un máximo histórico para los gigantes tecnológicos estadounidenses: casi 300.000 millones de dólares para los "Siete Magníficos"⁴.

Espero que disfruten con la lectura de este número, en el que analizaremos en detalle la fortaleza de la economía estadounidense.

1 - Personal Consumption Expenditures (gasto en consumo personal).

2 - IRA: Ley de Reducción de la Inflación.

3 - CHIPS Act for America: la Ley CHIPS es una ley federal estadounidense que proporciona financiación e incentivos para aumentar la producción y la investigación de semiconductores a escala nacional.

4 - Los "Siete Magníficos": Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla y Nvidia.



¿POR QUÉ ES TAN ROBUSTA LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

El año pasado, la economía estadounidense superó incluso las previsiones más optimistas y se prevé que mantenga su solidez este año. La principal contribución fue, sin duda, el consumo, que sigue gozando de buena salud a pesar de la subida de tipos de 500 puntos básicos (pb) orquestada por la Fed.



Excedente de ahorro:
500.000 MILLONES DE DÓLARES

La Fed parece preparada para llevar a cabo un aterrizaje suave, manteniendo la inflación bajo control y evitando al mismo tiempo una recesión económica. Sin embargo, esto va en contra de las teorías económicas que sugieren que, para bajar la inflación, los bancos centrales suben los tipos para así aumentar los costes de los préstamos y reducir la actividad económica. A pesar de ello, con una inflación a la baja, la economía estadounidense creció un 2,5% en 2023 y podría crecer un 3,3% (intertrimestral) en el primer trimestre de 2024, según el indicador Nowcast del PIB de la Reserva Federal de Nueva York. ¿Cómo se explica esta solidez cuando la Fed lleva aplicando su endurecimiento monetario desde marzo de 2022, subiendo sus tipos objetivo más de un 5%? Es una situación que desafía el pensamiento económico tradicional. La clave de esta solidez de la economía estadounidense reside en la resistencia de su consumo, sustentado por una serie de factores favorables.

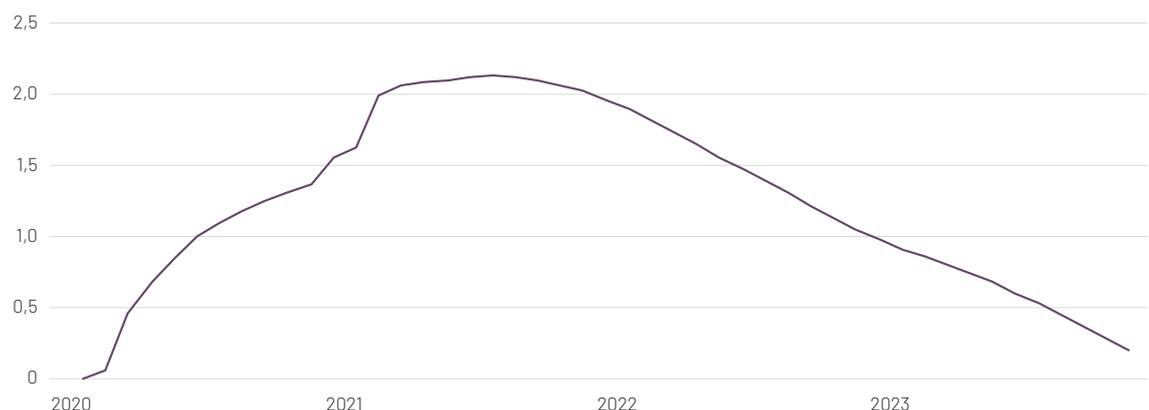
SE TRATA DE AHORROS

En primer lugar, los consumidores estadounidenses acumularon un importante excedente de ahorro durante el periodo de la COVID-19, gastaron menos y se beneficiaron de unas políticas fiscales acomodaticias, como la cancelación de los préstamos estudiantiles y las ayudas financieras a los hogares. Como muestra el gráfico 1, los economistas de la Reserva Federal de San Francisco estimaron este excedente de ahorro en más de 2,1 billones de dólares en agosto de 2021 y lo han ido rebajando desde entonces. Estimamos que aún podrían quedar unos 500.000 millones de dólares de ahorro excedentario, que deberían desaparecer gradualmente de aquí a finales de año.

CRECIMIENTO SALARIAL

En segundo lugar, el mercado laboral estadounidense sigue siendo robusto, con una tasa de desempleo del 3,7%, cerca de su mínimo en 50 años. Esta resistencia está permitiendo a los trabajadores estadounidenses exigir aumentos salariales. Los salarios nominales anuales han aumentado un 4,5% en los últimos 12 meses y han superado la subida del 3,4% del IPC general.

GRÁFICO 1: EXCEDENTE DE AHORRO ACUMULADO EN EE. UU., BILLONES USD



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board de San Francisco, Indosuez Wealth Management.



Este aumento del 1,1% de los salarios reales supone que los trabajadores estadounidenses pueden seguir ahorrando.

Estos dos últimos factores son esenciales para el crecimiento económico del país, al igual que los *baby boomers* y la generación X, los más importantes en lo que respecta al consumo. El gráfico 2 muestra que los estadounidenses de entre 45 y 55 años son los que más gastan y los más ricos, seguidos de los grupos de 34-44 y 55-64 años.

EL MERCADO HIPOTECARIO Y LA GENERACIÓN X

Un tercer factor es la transformación del mercado hipotecario. Antes de la crisis de la deuda hipotecaria de 2008, los tipos variables representaban alrededor del 30% del mercado hipotecario estadounidense. En 2021, menos del 3% de las solicitudes de hipotecas incluían préstamos a tipo variable y, en 2022, el 85% de las hipotecas eran fijas a 30 años. Según el Bureau of Economic Analysis, el tipo de interés efectivo de la deuda hipotecaria viva estadounidense es solo del 3,8%, el mismo nivel que antes de la pandemia de la COVID-19 y muy inferior al tipo del 7% de los nuevos préstamos hipotecarios. En consecuencia, los consumidores estadounidenses con hipotecas son menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos que hace 15 años y es posible que no hayan modificado sus hábitos de gasto a pesar de la subida de tipos de 500 pb de la Fed.

TAMBIÉN LOS BABY BOOMERS

Por último, unos tipos más altos podrían animar a algunos ciudadanos estadounidenses a aumentar su consumo.

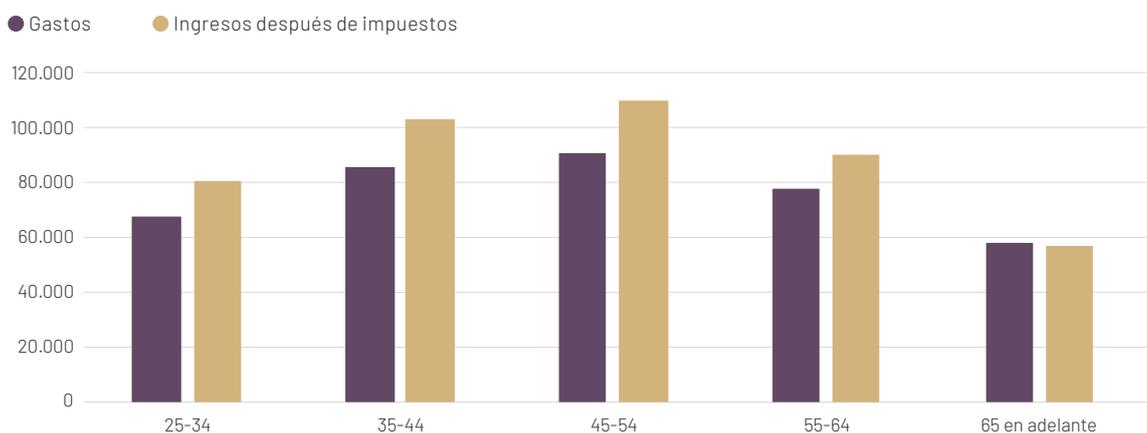
Aunque pueda parecer contradictorio a primera vista, los premios Nobel Robert Merton y Arun Muralidhar argumentaban en 2015: "Un enfoque alternativo y más sofisticado para explicar por qué la QE (expansión cuantitativa) puede no funcionar para estimular el consumo agregado es, tal vez, porque la variedad demográfica de EE. UU. (y de la mayoría de los países desarrollados) se ha desplazado hacia las personas mayores. A diferencia de hace 30 o 40 años, la enorme generación del *baby boom*, e incluso los jubilados, son mucho más ricos (incluido el capital humano) que antes, más incluso que las generaciones actuales en etapas más tempranas de su ciclo vital. Dado que el conjunto de más edad concedería sin duda más importancia a la financiación de la jubilación, el efecto de la capitalización contable es más pronunciado. Cuando bajan los tipos de interés a largo plazo, los *baby boomers* empiezan a ahorrar más en lugar de consumir, lo que lleva a un aumento del precio de los activos (sobre todo, de los activos de riesgo, aunque no de los activos inmobiliarios que ya poseen). Por lo tanto, el efecto de riqueza no conduce a un aumento del consumo, sino que, potencialmente, tiene el efecto contrario." Como consecuencia, al haber subido los tipos a largo plazo, los *baby boomers* deberían preocuparse menos por la situación de financiación de su jubilación, ahorrar menos y consumir más.

¿Qué podemos esperar? En términos generales, el excedente de ahorro podría desaparecer este año, pero los tres últimos argumentos bien podrían mantenerse. Si esto se confirma, el consumidor estadounidense seguirá gozando de buena salud y la economía del país podría mantener su solidez, lo que, es de esperar, nos sorprenderá al alza.



El 85%
de las hipotecas,
fijas a 30 años

GRÁFICO 2: GASTOS E INGRESOS MEDIOS EN EE. UU. DESPUÉS DE IMPUESTOS, POR GRUPO DE EDAD, DÓLARES



Fuentes: US Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

El mercado parece encontrarse más cómodo con una inflación en torno al 3%. No obstante, el crecimiento estadounidense sigue siendo superior a lo esperado, en un contexto en el que la rigidez de la inflación de los servicios y la solidez del mercado laboral ponen de relieve los riesgos que persistan en una nueva fase de aceleración de la economía estadounidense. Sin embargo, esta solidez no debería ser un obstáculo para que continúe el movimiento de desinflación.

EL ATERRIZAJE PUEDE ESPERAR...

Como mencionábamos en nuestro [Global Outlook 2024](#), esperamos un aterrizaje suave sin recesión para la economía estadounidense en 2024. Sin embargo, esta ya superó todas las expectativas en el segundo semestre de 2023, con un crecimiento anualizado del 4,1%, a pesar de que la inflación subyacente del IPC se situó en el 1,9% a seis meses anualizado en diciembre de 2023. El principal motor de este crecimiento espectacular es el consumo, que se aceleró casi un 3% (anualizado) en el segundo semestre de 2023 y con motivo: desde 2019, los consumidores estadounidenses han disfrutado de una importante mejora de su poder adquisitivo y de su patrimonio neto, gracias a los importantes efectos de riqueza en los mercados financiero e inmobiliario. Al mismo tiempo, el mercado laboral sigue manteniendo su colosal resistencia y las condiciones financieras no eran tan flexibles desde mediados de 2022. Este dinamismo del consumo nos ha llevado a adoptar una visión aún más positiva del crecimiento estadounidense y a revisar nuestras previsiones de crecimiento hasta una media anual del 2,3% (+90 pb) en 2024. Esta sólida previsión también refleja una importante tasa de crecimiento en 2024: un crecimiento nulo del PIB estadounidense en los próximos cuatro trimestres aún llevaría la media anual aumentara al 1,3% en 2024.

...AUNQUE SE CIERNE LA SOMBRA DE UNA NUEVA FASE DE ACELERACIÓN

Así, la economía estadounidense debería mantener su solidez en los próximos trimestres, una dinámica que inevitablemente plantea interrogantes sobre la aparición de un posible riesgo de reaceleración en un momento en que el mercado laboral permanece históricamente tenso y los últimos datos sobre creación de empleo, salarios e inflación superado considerablemente las expectativas. En particular, cuando la mayoría de los componentes de la inflación se han desacelerado de forma pronunciada desde el máximo alcanzado en 2022, gracias a la reducción de los grandes desequilibrios posteriores a la pandemia, la inflación de los servicios seguía siendo del 5,4% interanual en enero de 2024. Más concretamente, si le excluimos el componente de la vivienda (que sigue rezagado y aún no refleja la caída de los alquileres observada en EE. UU. en los últimos meses), la inflación de los servicios sigue relativamente rígida en el 3,6% (interanual). En un contexto de crecimiento sólido y un mercado laboral resistente, los riesgos alcistas de la inflación salarial persisten y podrían frenar la desinflación en el sector de los servicios, donde la masa salarial representa entre el 30% y el 50% de los ingresos de las empresas. En este caso, el último paso hacia el objetivo del 2% podría resultar más laborioso y empujar a la Fed a adoptar una postura más restrictiva, a pesar del giro iniciado a finales de 2023, en un momento en que los mercados, desde principios de año, parecen dar poca credibilidad a una hipótesis sin recortes de tipos en 2024.



REVISAMOS
el crecimiento
de estadounidense
para 2024:
2,3% (+90 PB)



MÁS DESINFLACIÓN A LA VISTA

Sin embargo, a pesar de estas señales de riesgo, seguimos previendo que la inflación seguirá desacelerándose a lo largo del año, aunque por encima del objetivo de la Fed, con una inflación media anual del 2,6% en 2024 y del 2,4% en 2025. Es probable que la Fed acompañe esta desinflación a partir del segundo trimestre de 2024 a fin de no aumentar el carácter restrictivo de su política monetaria debido a unos tipos ajustados a la inflación automáticamente más elevados, lo que justifica una hipótesis de recortes de tipos de 100 pb en 2024.

En particular, esperamos que la inflación de los servicios suponga una parte significativa de la desinflación en 2024. En primer lugar, el componente de la vivienda de la inflación de los servicios (que representa un tercio de la inflación total) tenderá a seguir, con un año de retraso, a los precios de los alquileres, que aumentaron casi un 16% (interanual) en 2022, para después desacelerarse hasta cerca del 3,5% (interanual) desde entonces. Una dinámica reflejada con retraso que debería traer consigo el primer tramo de desinflación. En segundo lugar, la creación de empleo superó con creces las expectativas en enero, sobre todo debido a los efectos estacionales, aunque la tendencia sigue siendo clara: desde hace varios meses, la creación de empleo se ha visto favorecida principalmente por los sectores no cíclicos (Gobierno y sanidad) y las empresas siguen reduciendo el número de horas trabajadas (una dinámica que suele preceder a los recortes de plantilla).

Por lo tanto, esperamos que la tendencia a la baja del mercado laboral continúe en 2024, sobre todo, porque parece mucho menos tenso que en 2022, cuando todavía había casi dos vacantes por cada desempleado, cifra que ahora ha descendido a 1,5. Un mercado menos rígido se refleja espacialmente en la fuerte caída de la tasa de dimisiones en el sector privado y en la normalización de la diferencia de subida salarial entre los que cambian de empleo y los que permanecen en el mismo puesto. Este reequilibrio del mercado debería contribuir a relajar la presión sobre los salarios, que también siguen dependiendo de la inflación real y prevista, y que se han desacelerado bruscamente en los últimos trimestres, lo que también debería aliviar la presión al alza.

Por lo tanto, esperamos que la dinámica salarial continúe la tendencia de desaceleración observada en el indicador salarial preferido por la Fed (Employment Cost Index), que se situó en el 4,3% (interanual) y el 3,6% (variación intertrimestral anualizada) en el cuarto trimestre de 2023, justo por encima del 3,5% considerado por Jerome Powell como nivel de equilibrio para mantener la inflación estadounidense dentro del objetivo del 2%. Más aún cuando, en la productividad sostenida que caracteriza a la economía estadounidense, los costes laborales unitarios se mantienen relativamente contenidos (incluso se estancaron en el segundo semestre de 2023), lo que permite a las empresas mantener sus beneficios sin repercutir necesariamente el aumento de los salarios en los precios, lo que limita así las presiones inflacionistas.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2023-2025, %

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

	PIB			INFLACIÓN		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
EE. UU.	2,5%	2,3%	1,7%	4,1%	2,6%	2,4%
Zona euro	0,5%	0,6%	1,2%	5,4%	2,5%	2,4%
China	5,2%	4,5%	4,2%	0,2%	1,3%	1,6%
Japón	1,9%	1,1%	1,5%	3,3%	2,0%	1,5%
India	6,5%	6,0%	6,0%	5,7%	5,9%	6,0%
Brasil	3,0%	1,3%	2,0%	4,6%	4,0%	3,5%
Mundo	3,0%	2,8%	2,7%	-	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeEn colaboración
con el equipo de Renta fija

Tras el Año Nuevo chino y las elecciones presidenciales de Indonesia, el nuevo ejercicio fiscal japonés será el último acontecimiento del calendario antes de las elecciones europeas de junio. Ha llegado el momento de que los mercados se concentren en su materia prima: la economía y la previsión de las tendencias futuras.

EE. UU.: LA ECONOMÍA, EN MODO TOUCH AND GO⁵

Como ya vimos en las ediciones del [Monthly House View de enero](#) y de [febrero](#) de este año, los mercados de renta fija siguen desinflando sus expectativas de recortes de tipos de la Reserva Federal (Fed) estadounidense.

Ya lo hemos visto anteriormente en el Focus de este mes: la economía estadounidense no muestra signos tangibles de ralentización. Sin embargo, si se observa la evolución de los tipos de interés a lo largo de unos meses, se tiene la sensación de que el mundo ha cambiado. En octubre, el mercado preveía para EE. UU. unos tipos a corto plazo del 5% a finales de 2024 y una tasa de impago implícita del 6% en el alto rendimiento del país. Hoy en día, los tipos a fin de año se acercan al 4,5% y las primas de riesgo se han normalizado.

La inflación parece estabilizarse en torno al 3%, los indicadores adelantados apuntan a una nueva fase de aceleración de la economía y el mercado laboral aún no ha tocado fondo.

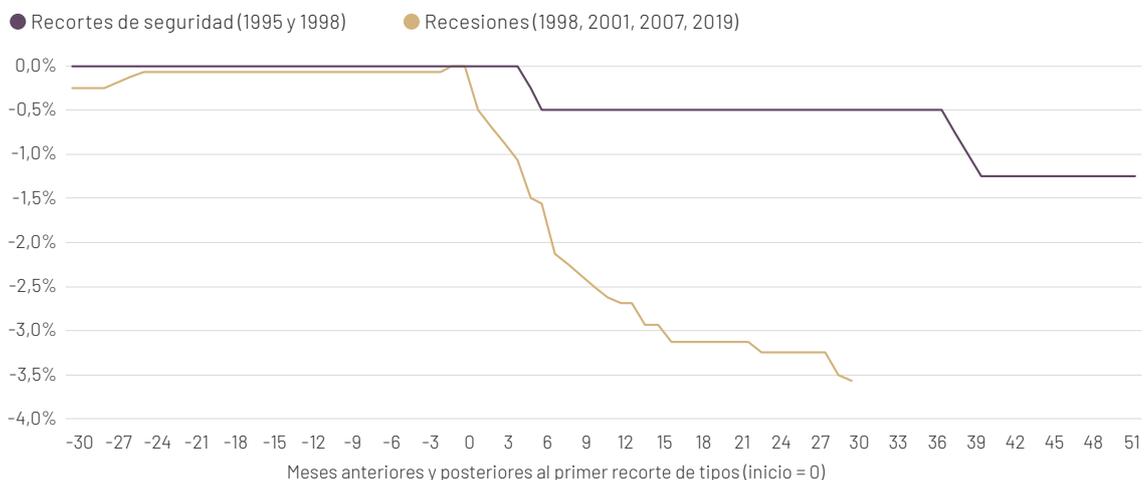
En cuanto a la gestión de carteras, seguimos esperando cuatro bajadas de tipos este año. A diferencia de los ciclos de recortes de tipos durante los periodos de recesión, el ciclo que se avecina podría ser de estabilidad o "recortes de seguridad" (gráfico 3) a menor escala que en el pasado.

El endurecimiento de las primas de riesgo y la caída de los tipos largos en el mercado ya han llevado a cabo parte del trabajo de la Fed. Empezábamos el año con una postura prudente respecto a los tipos largos debido a la valoración y ahora la mantenemos por motivos relacionados con el déficit presupuestario y el ruido que rodea a las elecciones presidenciales estadounidenses. El restablecimiento de la prima por plazo, a falta de recesión, es una hipótesis probable. La volatilidad de los tipos de interés a largo plazo seguirá siendo más elevada y duradera que en la década de 2010 (gráfico 4, página 9).



188.000
MILLONES
DE DÓLARES Y
354.000
MILLONES
DE EUROS:
las emisiones
investment grade
baten récords

GRÁFICO 3: TIPOS DE LOS FED FUNDS: RECORTES DE TIPOS
DURANTE UN PERIODO DE RECESIÓN FRENTE A RECORTES DE SEGURIDAD, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Término utilizado en aviación.



EUROPA: EL ESLABÓN DÉBIL DEL CRECIMIENTO MUNDIAL

La inflación ha erosionado el poder adquisitivo de los consumidores europeos debido a la rigidez de unos salarios al alza. Las condiciones financieras son tensas en la zona euro y las encuestas del Banco Central Europeo (BCE) apuntan a una demanda de crédito débil. En el ámbito presupuestario, Alemania logró un superávit primario en 2023. El retorno de las normas de estabilidad para todos los países, que quedaron en suspenso durante la epidemia de la COVID-19, impide imprimir un nuevo impulso en 2024 o 2025.

En el momento de escribir estas líneas, las previsiones de los mercados incluyen una primera bajada de tipos en la reunión del 6 de junio y un descenso de 125 pb de aquí a finales de año, teniendo en cuenta únicamente escalones de 25 pb. Estas expectativas son algo más agresivas que la caída de 100 que esperamos en 2024.

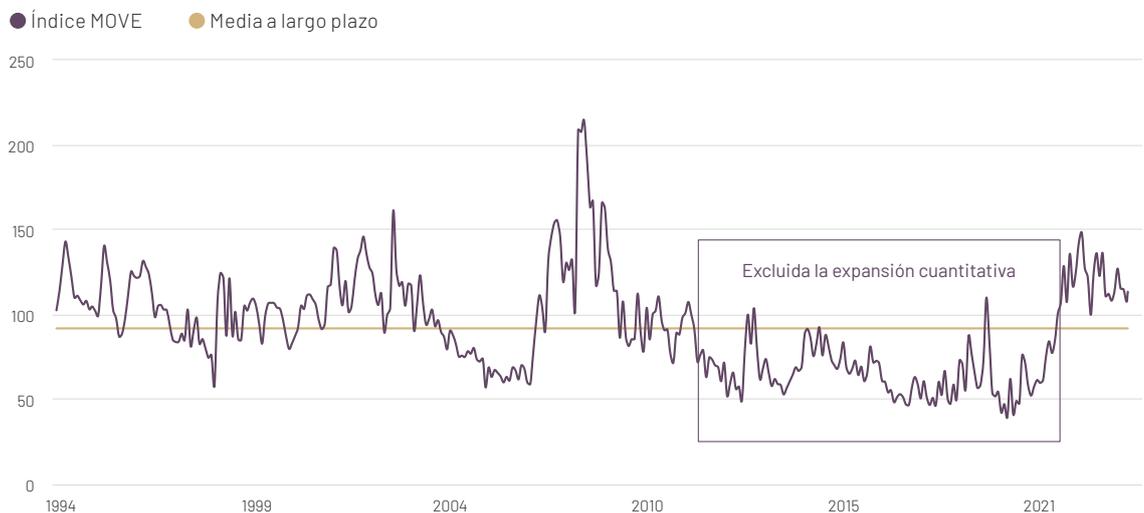
En cuanto al posicionamiento de las carteras, los gestores de renta fija continúan prefiriendo los vencimientos cortos e intermedios, que tienen la ventaja de ofrecer *carry* con una volatilidad limitada. Por el contrario, los segmentos más largos de la curva (10 años en adelante) siguen siendo, por ahora, más volátiles y sometidos a la influencia del mercado estadounidense, sobre el que, como ya habrán deducido, mantenemos una postura prudente.

MERCADOS DE CRÉDITO

Los mercados de capitales se abrieron de par en par en enero para garantizar la financiación de todas las empresas, a ambos lados del Atlántico. Tanto en el segmento de *investment grade* como en el alto rendimiento, en todos los vencimientos, los inversores han estado ahí para absorber la oferta desde principios de año. Las suscripciones han fluido en los fondos y los inversores a largo plazo (fondos de pensiones, aseguradoras, etc.) han invertido sus necesidades de duración. En este contexto, los gestores están recuperando la confianza en este mercado, ya que la dispersión se mantiene y crea oportunidades. Tras el enorme endurecimiento de las primas de riesgo desde octubre, la selectividad vuelve a tener sentido, en particular, en el mercado europeo de alto rendimiento. Los "riesgos extremos" (*tail risks*) han desaparecido de los mercados. Desde principios de año, el sector inmobiliario de la zona euro ha registrado un excelente comportamiento, impulsado por las expectativas de bajadas de tipos. Por otra parte, el temor a que se extienda el riesgo de caída del sector inmobiliario comercial estadounidense está influyendo en los bancos europeos, en particular, en los alemanes, que participan en este mercado.

Para concluir este repaso mensual, nuestros gestores de Asia están revisando a la baja sus opiniones sobre su mercado nacional debido a la valoración. En comparación, los aspectos técnicos favorecen al mercado: a diferencia de EE. UU. y Europa, el mercado primario no es muy activo, lo que obliga a los inversores a mantener las posiciones.

GRÁFICO 4: VOLATILIDAD DEL MERCADO DE RENTA FIJA ESTADOUNIDENSE



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



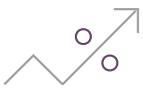
LOS MERCADOS BURSÁTILES ESTADOUNIDENSES BATEN NUEVOS RÉCORDS



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Se alejan las esperanzas de una bajada de tipos de la Fed en marzo, aunque esto no frena a los mercados estadounidenses, que registran nuevos máximos históricos, sustentados en particular por el descenso de los temores de recesión y una temporada de publicación de beneficios empresariales bastante resistente para el cuarto trimestre de 2023.



El **75%**
de las empresas
estadounidenses
presenta un BPA
superior a
las estimaciones

PUBLICACIONES DE RESULTADOS HETEROGÉNEAS SEGÚN EL ÁMBITO Y EL SECTOR

En EE. UU., la temporada fue, en general, favorable: el 75% de las empresas publicó un beneficio por acción (BPA) superior a las estimaciones (por encima de la media de 10 años). Las empresas demostraron su capacidad para mantener los márgenes en un entorno de desinflación y algunas han reactivado programas de inversión masiva, sobre todo, entre las empresas tecnológicas (encabezadas por los "Siete Magníficos").

En Europa, la temporada de publicaciones fue más moderada. El sector bancario se vio afectado por la recogida de beneficios debido a la ralentización de los resultados en un contexto de tipos de interés más bajos. En cambio, algunas empresas han sorprendido al alza, como las "GRANOLAS"⁶, que registran un crecimiento de los beneficios superior al del mercado, márgenes elevados y estables, y además prevén aumentar las inversiones gracias a su generación de flujo de caja.

EUROPA

Tras un comienzo de año mediocre, los mercados europeos están recuperándose, impulsados por la tecnología y el consumo discrecional. Desde el punto de vista geográfico, el mercado de la zona euro ha obtenido mejores resultados que el resto

de Europa desde principios de año, impulsado especialmente por las buenas publicaciones de resultados de las empresas francesas (sobre todo, en el sector del lujo) e italianas (automoción).

Las valoraciones han aumentado ligeramente, pero siguen sin llegar a la media a largo plazo de los índices de la zona euro y, en particular, muestran un fuerte descuento con respecto a EE. UU., aunque ajustemos los sectores.

ESTADOS UNIDOS

Los mercados estadounidenses siguieron registrando buenos resultados a principios de 2024, lo que permitió a los índices marcar nuevos máximos históricos (el S&P 500 ha superado hace poco los 5.000 puntos, muy por encima de su anterior récord de enero de 2022).

El mercado vuelve a verse avivado por las mismas temáticas que el año pasado y son los valores de crecimiento y los tecnológicos los que siguen empujando el mercado al alza. Asimismo, la temporada de publicaciones ha reforzado la opinión de los inversores: el sector tecnológico está registrando el mayor crecimiento de beneficios y los comentarios de las empresas apuntan a intenciones de gasto muy sustanciales en tecnología, sobre todo, en ciberseguridad, inteligencia artificial (IA) y la nube.



Aunque la valoración de la renta variable estadounidense es relativamente alta en comparación con otras regiones, sigue respaldada por unas perspectivas de beneficios sólidas, especialmente, en el segmento tecnológico, motor de la subida (gráfico 5). Cabe recordar que las empresas estadounidenses se benefician de su dominio tecnológico, pero también realizan inversiones ingentes para mantenerlo.

ASIA

Aunque el clima inversor sigue siendo negativo con respecto a China, la percepción es diferente sobre el resto de Asia. Llegan mensajes alentadores de los principales agentes de la cadena de suministro de semiconductores/servidores de Taiwán. En Corea del Sur, la reforma de la gobernanza empresarial “value-up”, similar a la introducida en Japón, podría ser un potente catalizador para los valores coreanos. Por último, en la India, la dinámica de la bolsa y de los beneficios sigue siendo sólida, a pesar de las elevadas valoraciones de algunos sectores.

Mantenemos la prudencia respecto a China a corto y medio plazo, aunque algunas empresas de crecimiento ofrecen actualmente propuestas de valor interesantes. Últimamente, cabe destacar que el impulso de las medidas de apoyo ha sido considerable. El “equipo nacional chino” ha estado comprando acciones nacionales a gran escala

por medio de ETF locales en las últimas semanas, lo que emitido una señal bastante positiva en un mercado de renta variable generalmente tenso. Sin embargo, aún quedan obstáculos por superar.

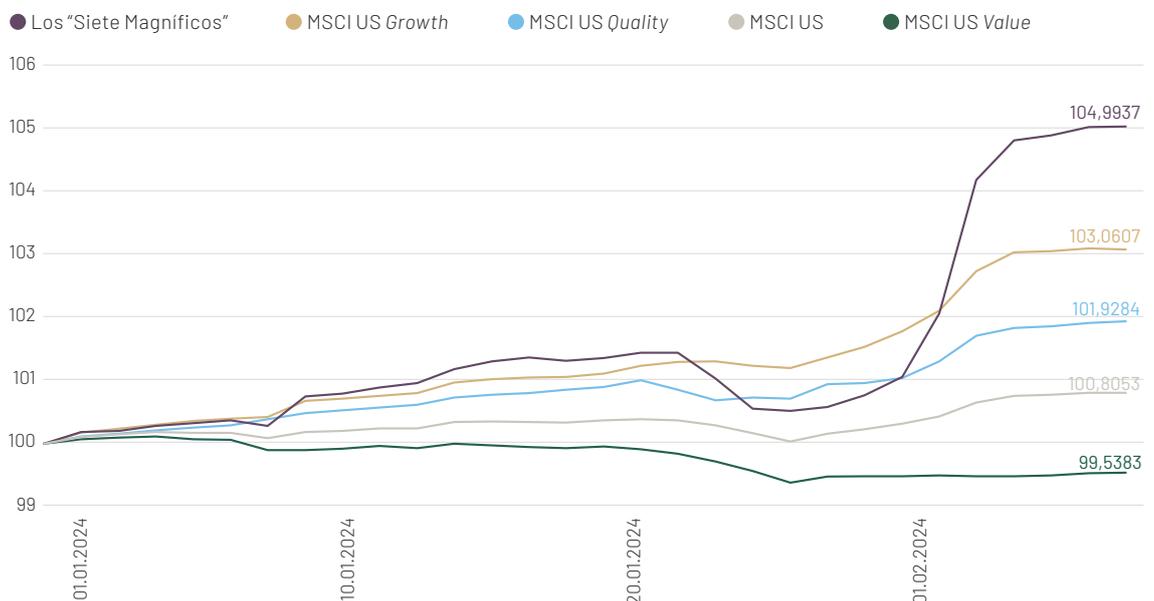
ESTILO DE INVERSIÓN

Los valores de Calidad/Crecimiento siguen superando al resto del mercado, tanto en EE. UU. como en Europa. En previsión de la llegada de un descenso de los tipos de interés por parte de los bancos centrales, previsto para el segundo trimestre de 2024, mantenemos la exposición a empresas con modelos de negocio resistentes, que han demostrado su capacidad para ofrecer beneficios y márgenes consistentes en un entorno inflacionista con tipos de interés elevados.

Del mismo modo, mantenemos una exposición a los valores de crecimiento relacionados con la inteligencia artificial, que siguen viéndose favorecidos por un crecimiento de los beneficios superior al del resto del mercado.

Por último, si el giro de la Fed se confirma dentro de una hipótesis de “goldilocks” (ricitos de oro), podría ser un buen momento para volver a las pequeñas y medianas capitalizaciones, que disfrutan de un importante descuento de valoración, y a los sectores cíclicos (industria, recursos básicos, etc.) a medida que avance el año, después de la flexión de los PMI.

GRÁFICO 5: REVISIONES DE LOS BENEFICIOS ESTADOUNIDENSES POR ESTILO DE INVERSIÓN DESDE EL INICIO DEL AÑO



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Maxime GARCIA
Investment Strategist

Es probable que el dólar siga siendo el rey este mes, mientras que el euro seguirá sufriendo un diferencial de crecimiento negativo con respecto a EE. UU. El Banco Nacional Suizo (BNS) está haciendo campaña para que su divisa caiga y podría pasar a la acción muy pronto. El yen seguirá dependiendo de la Fed. Seguimos interesados en el oro, pero esperaremos una corrección antes de volver al activo.

USD

Ímpetu positivo

El dólar estadounidense se ha aupado a lo más alto de la clasificación de divisas del G10, con una evolución del +3,6% desde principios de año, favorecido, por un lado, por el dinamismo de la macroeconomía estadounidense y, por otro, por el reajuste de las expectativas relativas a los futuros recortes de tipos de la Fed. Para que el dólar se tambalee un poco, primero tendríamos que ver una ralentización de la economía al otro lado del Atlántico o una primera bajada de tipos por parte de la Fed, y no esperamos ninguna de las dos cosas el mes que viene. Por lo tanto, mantenemos la opinión alcista sobre el dólar, que debería seguir beneficiándose de los mejores resultados de la economía de su país y sigue siendo un activo interesante para protegerse del riesgo de una nueva aceleración de la inflación. A más largo plazo, seguimos creyendo que el dólar perderá terreno, sobre todo, cuando la Fed inicie su ciclo de recortes de tipos, lo que debería respaldar un clima de propensión al riesgo y repercutir así en las divisas más cíclicas.

EUR

Sufre al compararse con su vecino estadounidense

El euro pierde terreno frente al dólar, un 3% desde principios de año, y creemos que esta tendencia podría mantenerse a corto plazo. En primer lugar, el EUR/USD se encuentra justo por debajo del nivel observado antes de la reunión de diciembre del FOMC (gráfico 6) y el diferencial de tipos directores previsto por el mercado para junio, entre el BCE y la Fed, es el mismo hoy que en esta fecha, con pocos puntos básicos de diferencia. Sin embargo, el consenso sobre el crecimiento de la zona euro diverge de forma desfavorable al de EE. UU. desde diciembre y esperamos que se refleje pronto en el tipo de cambio EUR/USD.

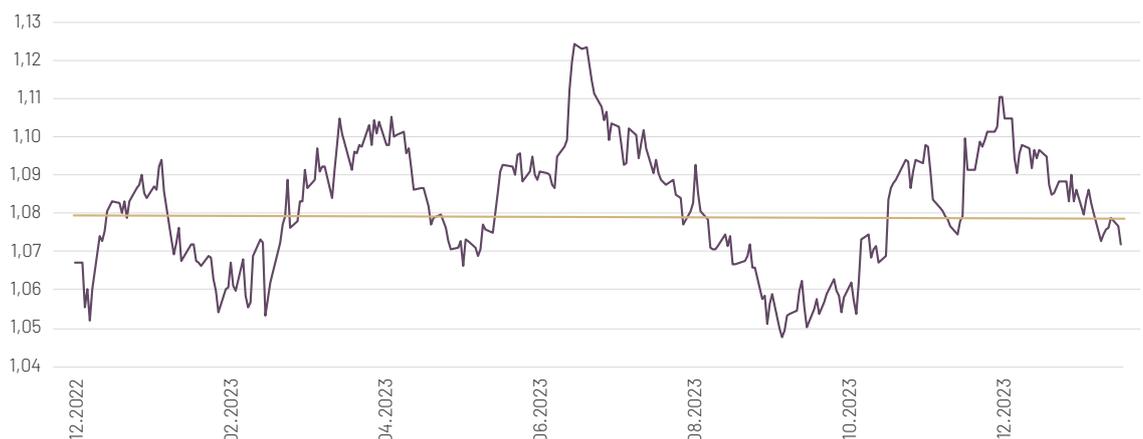
Además, la Unión Económica y Monetaria (UEM) es uno de los ámbitos que más dificultades puede sufrir ante la aparición y la continuación de tensiones en Oriente Próximo y Oriente Medio. Por lo tanto, mantenemos nuestra opinión ligeramente bajista a corto plazo, con un objetivo cercano a 1,065.



OPINIÓN ALCISTA
sobre el **DÓLAR**
basada en un mejor comportamiento de la economía estadounidense de lo esperado

GRÁFICO 6: EUR/USD

● EUR/USD ● FOMC



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.



A más largo plazo, el euro podría verse favorecido por el inicio del ciclo de recortes de tipos por parte de los bancos centrales de los países desarrollados.

CHF

Presión a la baja

Tras un año de sobrerrendimiento en 2023, el franco suizo pierde brillo. La inflación sigue desacelerándose, hasta el 1,3% interanual en enero, por debajo del objetivo del banco central y de las expectativas de los economistas. Este movimiento alimenta especialmente las expectativas de los inversores sobre nuevos recortes de tipos por parte del BNS, lo que está ampliando el diferencial de tipos de interés con el euro y el dólar, ya de por sí negativo, lo que pesa sobre el franco suizo. Asimismo, se multiplican las declaraciones del banco central sobre las implicaciones indeseables de un franco demasiado fuerte, la última de ellas, la de su presidente, que afirmó que representaría un freno para el crecimiento. Así, aunque todavía no tenemos confirmación de que el BNS vaya a intervenir para depreciar su divisa, es muy probable que ocurra muy pronto. Esta previsión nos lleva a mantener nuestra opinión alcista a corto plazo sobre el USD/CHF (que debería oscilar entre 0,88 y 0,90 a lo largo del mes), especialmente porque el nivel al que cotiza el par sigue siendo bajo, a pesar de los recientes infrarrendimientos del franco suizo, lo que deja margen para posibles subidas.

JPY

Sigue su coqueteo con los mínimos

El yen se debilitó en enero, atrapado entre los ajustes de los tipos estadounidenses y la advertencia del Banco de Japón de que los tipos no subirían necesariamente enseguida tras el fin de la política de tipos de interés negativos, en línea con nuestra hipótesis.

A corto plazo, mantenemos una postura neutral, ya que el riesgo de una mayor aceleración de la inflación podría acentuar el infrarrendimiento del yen frente al dólar, aunque tenemos presente que un USD/JPY por encima de 150 podría aumentar la probabilidad de una intervención del banco central japonés. A más largo plazo, el yen seguirá viéndose influido principalmente por los acontecimientos estadounidenses. En este sentido, la bajada de tipos de la Fed prevista para el segundo trimestre debería aliviar la presión que sufre la divisa japonesa. Por lo tanto, esperamos que la cotización del USD/JPY esté cercana a 152 para vender el par con vistas a una evolución hacia 142.

ORO

A la espera de un punto de entrada mejor

Se han acumulado los factores adversos contra el oro: la fortaleza del dólar, las expectativas de un retraso en los tipos de interés y las corrientes de salida de los ETF. Aun así, el metal amarillo se mantiene cerca de los 2.000 dólares/onza y parece inmune a los factores que podrían erosionar su rendimiento. Las compras masivas realizadas por los bancos centrales con el fin de diversificar las reservas de divisas y la tenacidad del riesgo geopolítico en un año electoral actúan como poderosos soportes. En los niveles actuales, preferimos esperar a que llegue un punto de entrada mejor, en torno a 1.930-1.950, antes de comprar oro con vistas a un objetivo de 2.050-2.100.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** elevamos nuestras hipótesis de crecimiento de la economía estadounidense para 2024 y 2025 al +2,3% y al +1,7%, respectivamente. Esta revisión puede explicarse, por una parte, por la revisión al alza del efecto arrastre para 2024 y, por otro lado, gracias a la solidez observada en el consumo y el mercado laboral en EE. UU. Sin embargo, mantenemos sin cambios nuestra hipótesis para la zona euro, con una previsión de crecimiento moderada, pero sostenida gracias a una mejora del poder adquisitivo de los hogares. Los países emergentes siguen siendo el motor del crecimiento mundial.
- **Inflación:** seguimos creyendo que el proceso de desinflación continuará en los próximos meses, aunque es probable que entremos en una fase menos lineal y más volátil en la evolución de los precios. Los riesgos al alza siguen presentes, sobre todo, en los servicios, como nos recuerdan las cifras publicadas sobre la inflación estadounidense de enero. También estamos vigilando las posibles repercusiones de las actuales tensiones en el mar Rojo sobre el precio de las mercancías, pero, en este momento, creemos que el impacto sobre la inflación sigue siendo limitado.
- **Bancos centrales:** como esperábamos, los mercados de renta fija se han ajustado en las últimas semanas y se acercan a nuestra hipótesis de un recorte de tipos de 100 pb para la Fed y el BCE en 2024, con un primer descenso a lo largo del segundo trimestre.
- **Resultados empresariales:** la temporada de publicación de resultados confirma nuestras expectativas de que las empresas estadounidenses (especialmente, las del sector tecnológico) podrán cumplir mejor las previsiones de beneficios para 2024. En cambio, sus homólogos europeos registran revisiones a la baja.
- **Entorno de riesgo:** creemos que la probabilidad de que se materialice una hipótesis de recesión es ahora relativamente baja y que, en cambio, el principal riesgo de mercado proviene de una re-aceleración de la inflación. Otros factores externos que estamos vigilando son la sostenibilidad de la deuda pública y la situación (geo)política en todo el mundo.

CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable

- Los últimos datos macroeconómicos publicados confirman nuestra hipótesis de un aterrizaje suave de la economía mundial, sobre todo, gracias a la resistencia de la actividad económica estadounidense. Esta evolución, unida a la buena salud financiera de las empresas, en particular las de gran capitalización, nos llevan a mantener una opinión estratégicamente positiva sobre los mercados de renta variable a medio plazo. Sin embargo, los indicadores técnicos y el posicionamiento de los inversores nos sugieren que deberíamos retrasar un incremento de la exposición en estos momentos.
- No es de extrañar que, en nuestras asignaciones, nos inclinemos por una exposición a la renta variable estadounidense, que está beneficiándose tanto de un entorno macroeconómico más sólido como de una revisión al alza de las previsiones de beneficios para 2024. Estos valores también son los que tienen más probabilidades de beneficiarse de la difusión de la inteligencia artificial.
- En términos relativos, la renta variable europea parece menos atractiva. Preferimos esperar a que se produzca un cambio en la dinámica de los beneficios y a una mejor visibilidad del crecimiento económico antes de reforzar las exposiciones.
- Por último, mantenemos una opinión optimista sobre los activos emergentes. No obstante, ante los riesgos idiosincrásicos de la esfera emergente, debe prevalecer una visión diversificada. Una exposición más amplia también nos permitirá aprovechar ciertas trayectorias específicas, como Corea del Sur, que se beneficia del cambio repentino de ciclo de los semiconductores.



Revisión al alza del
CRECIMIENTO
ESTADOUNIDENSE



Renta fija

- Nuestra hipótesis ha seguido materializándose con la continuación del movimiento de revaluación al alza de los tipos, tras unas cifras de inflación en EE. UU. superiores a las esperadas por el mercado. Ahora nos sentimos más cómodos con los niveles observados en los tipos de interés, pero creemos que aún es pronto para aumentar significativamente la sensibilidad al riesgo de renta fija mientras el camino hacia la desinflación siga siendo incierto. Por estos motivos, renovamos la recomendación positiva sobre la deuda soberana con vencimientos cortos (hasta 5 años) frente a los vencimientos más largos, que son más volátiles y menos lucrativos.
- En cuanto al crédito, reiteramos nuestra preferencia por la deuda corporativa de calidad con vencimientos cortos, que creemos ofrece la mejor relación riesgo/remuneración. Seguimos manteniéndonos al margen de los bonos de alto rendimiento y preferimos consumir el riesgo dentro de las cestas de renta variable.
- Con vistas a la diversificación, mantenemos una visión estratégicamente positiva sobre la deuda emergente en divisa local.

Mercado de divisas

- El mes pasado elevamos tácticamente nuestra recomendación sobre el dólar, al considerar que el mercado estaba integrando los futuros recortes de tipos de la Fed con demasiada agresividad. Aunque el billete verde se ha beneficiado considerablemente de la revaluación de los tipos de interés estadounidenses en las últimas semanas, creemos que este movimiento podría continuar a corto plazo. A medio plazo, sin embargo, es probable que una serie de factores estructurales pesen sobre la moneda.
- Mantenemos nuestra recomendación sobre el franco suizo, que ya no disfruta del apoyo del BNS, a pesar de que el proceso de desinflación parece ir bien encaminado en el ámbito local.
- La divisa nipona se ha visto penalizada recientemente por la subida de los tipos de interés estadounidenses y se acerca ya a los anteriores umbrales de intervención del Banco de Japón. Si así fuera, el yen podría beneficiarse del intervencionismo de su banco central. Sin embargo, la tendencia a medio plazo del tipo de cambio sigue dependiendo en gran medida de la evolución futura de la política monetaria de la Fed.

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 22 FEBRERO DE 2024



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,32%	20,23	44,16
Francia 10A	2,91%	13,40	35,60
Alemania 10A	2,44%	15,00	41,80
España 10A	3,34%	14,80	36,10
Suiza 10A	0,88%	0,00	17,50
Japón 10A	0,71%	-2,50	10,60

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	35,89	-0,47%	-2,26%
Deuda pública EUR	201,30	-0,68%	-1,39%
Deuda corporativa EUR (HY)	218,09	0,35%	0,81%
Deuda corporativa USD (HY)	334,73	0,19%	-0,07%
Deuda pública EE, UU,	304,42	-0,81%	-1,17%
Deuda corporativa emergente	44,16	0,14%	0,07%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9527	1,30%	2,56%
GBP/USD	1,2660	-0,38%	-0,56%
USD/CHF	0,8802	1,51%	4,61%
EUR/USD	1,0823	-0,21%	-1,96%
USD/JPY	150,53	1,94%	6,73%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	14,54	1,09	2,09

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	5.087,03	3,94%	6,65%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.684,49	2,06%	-0,63%
STOXX Europe 600	495,10	3,46%	3,36%
Topix	2.660,71	5,09%	12,44%
MSCI World	3.329,86	3,66%	5,07%
Shanghai SE Composite	3.486,68	4,30%	1,62%
MSCI Emerging Markets	1.029,44	4,16%	0,56%
MSCI Latam (América Latina)	2.570,02	1,70%	-3,48%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	203,44	1,82%	1,33%
MSCI Asia Ex Japan	644,96	4,66%	0,53%
CAC 40 (Francia)	7.911,60	5,99%	4,88%
DAX (Alemania)	17.370,45	2,74%	3,69%
MIB (Italia)	32.356,26	7,29%	6,60%
IBEX (España)	10.138,90	2,24%	0,36%
SMI (Suiza)	11.386,17	1,58%	2,23%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.843,00	-0,36%	-4,88%
Oro (USD/Onza)	2.024,39	0,18%	-1,87%
Crudo WTI (USD/Barril)	78,61	1,62%	9,71%
Plata (USD/Onza)	22,78	-0,62%	-5,41%
Cobre (USD/Tonelada)	8.584,50	0,19%	0,30%
Gas natural (USD/MMBtu)	1,73	-32,63%	-31,11%

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

NOVIEMBRE DE 2023	NOVIEMBRE DE 2023	ENERO DE 2024	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2024 A 22.02.2024
12,99%	7,74%	7,81%	5,09%	12,44%
9,21%	4,81%	1,59%	4,66%	6,65%
8,92%	4,71%	1,39%	4,30%	5,07%
7,86%	4,42%	1,14%	4,16%	3,36%
6,86%	3,77%	-1,02%	3,94%	1,62%
6,45%	3,75%	-1,33%	3,66%	1,33%
6,32%	3,71%	-4,68%	3,46%	0,56%
5,38%	3,35%	-4,85%	2,06%	0,53%
1,80%	-0,36%	-5,49%	1,82%	-0,63%
-2,14%	-1,86%	-6,29%	1,70%	-3,48%

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 traerle 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 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. Pellì 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 Dubái (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái ("DFSA"). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado o 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 - Nayel & Bin Harmal 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.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 22.02.2024.



