

A close-up photograph of a water droplet on a flower petal, with a warm, reddish-orange background. The droplet is in sharp focus, reflecting light, while the petals and background are softly blurred.

MONTHLY HOUSE VIEW

Marzo de 2022

Focus

Los mercados emergentes en un mundo en plena normalización

• Índice

01• Editorial	P3
EL PRECIO DE LA INFLACIÓN	
02• Focus	P4
LOS MERCADOS EMERGENTES EN UN MUNDO EN PLENA NORMALIZACIÓN	
03• Macroeconomía	P6
INFLACIÓN: UN DILEMA CAUSA-EFECTO	
04• Renta fija	P8
UN PRINCIPIO DE AÑO HISTÓRICO	
05• Renta variable	P10
LA FED HA SORPRENDIDO AL MERCADO	
06• Divisas	P12
VOLATILIDAD DE LOS BANCOS CENTRALES	
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



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Estimado/a lector/a:

La inflación sigue sorprendiendo al alza. Quizás esta dinámica no sea tanta sorpresa al observar la fuerte subida de los precios de la energía, y cualquiera puede relacionar sin dificultad la inflación, el aumento de los precios del petróleo y el gas, con las tensiones geopolíticas, lo que puede tender a alimentar una vez más la narrativa de una inflación temporal, impulsada por la energía, que disminuirá rápidamente.

Esta idea nos parece arriesgada por varios motivos, teniendo presentes las últimas cifras de la inflación estadounidense. Por un lado, porque estas cifras reflejan que el aumento de precios se ha propagado a la gran mayoría de componentes. Por otro lado, porque podemos sospechar de la existencia de un mecanismo de reacción de los salarios a la inflación y viceversa, lo que nos acercaría a un fenómeno sostenido, al menos más duradero de lo previsto. En Europa, con un crecimiento salarial más moderado, aún estamos lejos de esta situación, pero el reducido desempleo en el Viejo Continente podría llevar a una aceleración en los próximos trimestres. Por lo tanto, hay que ser prudente en la naturaleza dinámica de este proceso y observar las reacciones en cadena.

Este fenómeno inflacionista podría repercutir en el crecimiento. Así, la realidad del poder adquisitivo de las clases medias pone en tela de juicio la tesis del excedente de ahorro de la COVID-19. Los hogares de ingresos modestos sufren de lleno la subida de los precios de los combustibles, lo que provoca un incremento de las reivindicaciones salariales y los cambios en el consumo. Es lo que falta actualmente en una hipótesis de crecimiento mundial relativamente consensuado y optimista, que en este momento no se vería afectado por la inflación ni las subidas de tipos.

Sin duda, es un motivo de preocupación dentro de la ecuación de los bancos centrales, que podrían no llevar a cabo todas las subidas de tipos que prevé el mercado.

Existen muchas divergencias entre la Fed y el Banco Central Europeo (BCE), relacionadas tanto con las diferencias en el contexto económico como con la especificidad de su misión. Sin embargo, es indudable su deseo común de evitar que se genere una recesión o un cambio brusco y repentino de los mercados por un exceso de normalización, en caso de que el crecimiento muestre signos de debilidad.

La política monetaria dista de ser neutral para los mercados, aunque hay una paradoja que se mantiene. Aunque se ha reconocido que la actuación de los bancos centrales permitió una fuerte recuperación de los precios de los activos financieros en la primavera de 2020, ya no se acepta tanto que la normalización monetaria se traduzca en un ajuste de los mercados de renta variable y de los diferenciales de la deuda corporativa, aunque ya venga ocurriendo desde enero.

También empiezan a aparecer ciertos signos de debilidad en las empresas tras las presiones inflacionistas. Hasta ahora, habían batido récords de crecimiento y rentabilidad, respondiendo a los aumentos de costes con subidas de precios para mantener los márgenes. Los resultados del cuarto trimestre fueron espectaculares, pero los ejecutivos de las empresas miran con prudencia la tendencia de 2022, mientras que los valores industriales ven disminuir sus niveles de margen.

El comienzo del año exige, por lo tanto, humildad y pragmatismo ante una realidad cambiante, en la que las tendencias parecen menos asentadas, y en un panorama de mayor riesgo.

En marzo se concentran muchos desafíos y este mes dará respuesta a la estrategia adoptada por los bancos centrales. Si la economía aguanta, la Fed iniciará la anunciada subida de tipos. Por el contrario, si el entorno internacional, la volatilidad de los mercados o la tendencia económica se deterioran, será una oportunidad para comprobar si el "Greenspan put" sigue presente.

1- Literalmente, «opción de venta sobre Greenspan»: idea de que la Fed vuelve a una postura acomodaticia en cuanto las condiciones financieras se deterioran (término acuñado tras el crack de 1987, cuando Alan Greenspan acudió al rescate de los mercados).

LOS MERCADOS EMERGENTES EN UN MUNDO EN PLENA NORMALIZACIÓN

Cuando EE. UU. inicie su senda de endurecimiento monetario, será esencial diferenciar los mercados emergentes por la reactividad de su política económica y la solidez de sus fundamentales clave. Además, no todo es cuestión de la Fed: los precios del petróleo, los vestigios de la pandemia y la gestión de los desequilibrios macroeconómicos serán factores determinantes para los mercados emergentes en 2022.



LOS 3 CANALES PRINCIPALES que afectarán a los mercados emergentes

Las intenciones de la Fed de subir los tipos en marzo, así como de poner fin a las compras de bonos, pueden complicar los planes de salida de la crisis de algunos mercados emergentes.

Existen tres canales principales² a través de los cuales un aumento de los tipos de interés en EE. UU. puede afectar a las economías emergentes.

- **El canal financiero:** históricamente, el endurecimiento de las políticas de la Fed ha llevado a salidas de capital de los mercados emergentes, ya que los inversores empiezan a trasladar los dólares a los bonos del Tesoro estadounidense, ahora con un rendimiento más atractivo y libre de riesgo. Ya en 2013, la fase de agitación provocada por el *tapering* afectó a los mercados emergentes y redujo drásticamente las entradas de capital, sobre todo, en los entonces “cinco frágiles” (Sudáfrica, Brasil, la India, Indonesia y Turquía) y una vez más, aunque en menor medida, cuando la Fed empezó a reducir su balance en 2018.
- **El canal cambiario y monetario:** a su vez, estas salidas pesan sobre las monedas de los mercados emergentes con sistemas cambiarios flexibles, especialmente, en los países vulnerables con déficits por cuenta corriente estructurales y/o pocas reservas de divisas. Para los países con sistemas de cambio fijos (o monedas vinculadas), el impacto es mucho más repentino y los bancos centrales de estos países tendrán que subir los tipos a la par que la Fed, lo que pesará sobre su economía.
- **El canal del comercio:** un efecto indirecto de la disminución de la demanda interna de EE. UU. sobre las exportaciones de sus principales socios comerciales.

¿ES DIFERENTE ESTA VEZ?

Aunque los tiempos han cambiado desde 2013 (los “cinco frágiles” tienen ahora un déficit por cuenta corriente medio del 1,3% del PIB, frente a un 4,4% del PIB en 2013), la economía mundial apenas empieza a recuperarse de una conmoción sin precedentes que ha supuesto un grave deterioro de los balances, lo que añade especial importancia a diferenciar los mercados emergentes. Hasta ahora, sus divisas no han sufrido por la actitud agresiva de la Fed y algunas incluso se han visto favorecidas por el aumento de los precios de las materias primas (Sudáfrica). Además, varios bancos centrales emergentes han empezado a subir los tipos antes que la Fed, por lo que la normalización estadounidense no debería reducir el diferencial de *carry*. Asimismo, aunque sean numerosas en cantidad, puede que las esperadas subidas de tipos en EE. UU. no den lugar a un diferencial de tipos lo suficientemente atractivo como para que los gestores de carteras se alejen de los mercados emergentes. Por último, en el ámbito comercial, la demanda de importaciones de EE. UU. también se verá afectada por el cambio previsto de la demanda de sus consumidores, que pasarán de consumir bienes (especialmente, los importados) a consumir servicios (sobre todo, locales, ya que el turismo tardará en reabrirse).

En este contexto cambiante, identificamos cuatro grupos de mercados emergentes con diferentes grados de riesgo en el actual entorno de endurecimiento monetario de EE. UU. (tabla 1, página 5).

Los “afortunados”, que dividimos en dos subgrupos. En primer lugar, los países de Oriente Próximo con vínculos con el dólar estadounidense experimentarán un endurecimiento monetario, pero en un momento oportuno en el que los precios del gas y del petróleo están subiendo y, por lo tanto, deberían absorber los crecientes costes de financiación y mejorar las balanzas fiscales. El segundo subgrupo reúne a los países de la ASEAN (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas),

2 - M. Iacoviello y G. Navarro (mayo de 2018), *Efectos en el extranjero de la subida de tipos de interés estadounidenses*.

en los que el impacto del endurecimiento monetario de EE. UU. se limita a la restringida apreciación del dólar, ya que sus fundamentales macroeconómicos siguen siendo relativamente sólidos.

Los “pioneros” que se han visto obligados a ser agresivos. Estos países han puesto en marcha el proceso de normalización con antelación para luchar contra la inflación y estabilizar su moneda, a costa posiblemente del crecimiento del PIB a corto plazo. Entre ellos se encuentran Sudáfrica, Brasil y Rusia, los cuales actuaron de forma temprana y agresiva, señalando su determinación de gestionar las expectativas de inflación. México, Hungría, Chile y Polonia ajustaron su política monetaria más tarde, pero desde entonces han acelerado las subidas para perseguir la inflación.

Aquellos que corren el riesgo de sufrir por una recesión comercial en EE. UU. En este caso, nos referimos a los mercados emergentes con una gran dependencia de las importaciones de EE. UU., más del 15% del comercio total. Los efectos se notarán sobre todo en los países Latam (especialmente, México). China también podría sufrir el impacto de una contracción de las importaciones procedentes de EE. UU. este año, pero diríamos

que se encuentra en su propio mundo —los mercados financieros ya no lo consideran una economía emergente— y se centra en flexibilizar su política para compensar los efectos recesivos de su desalancamiento inmobiliario.

Aquellos con desequilibrios macroeconómicos significativos. En un contexto de subida de los precios del petróleo, los países con un gran volumen de importaciones de oro negro sobre las importaciones totales pueden sufrir sanciones cambiarias en 2022 debido al aumento de su balanza por cuenta corriente. Es el caso de la India que, a pesar de contar con sólidas reservas de divisas y un limitado déficit por cuenta corriente hasta ahora, corre un riesgo real de deterioro de su balanza comercial (el petróleo representa el 30% del total de las importaciones de mercancías) y de inflación en caso de que se prolongue la subida del precio del petróleo. Por último, en un nivel de riesgo mucho mayor, la situación de déficit gemelo³ y la baja vacunación en Egipto y los problemas de hiperinflación en Turquía llevan a los inversores a ser prudentes en estos mercados, donde las vulnerabilidades existentes pueden acentuarse especialmente en tiempos de normalización de la política de EE. UU.

TABLA 1: MAPA DE VULNERABILIDAD DE LOS MERCADOS EMERGENTES, %

MERCADOS EMERGENTES	SALDO PRESUPUESTARIO ADMINISTRACIONES PÚBLICAS 2022, % PIB	DEUDA BRUTA ADMINISTRACIONES PÚBLICAS 2022, % PIB	BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2022, % PIB	INFLACIÓN 2022, %	% IMPORTACIONES DE EE. UU. SOBRE TOTAL EXPORTACIONES	% IMPORTACIONES DE PETRÓLEO SOBRE TOTAL IMPORTACIONES DE MERCANCÍAS, 2020
LOS “AFORTUNADOS”	Indonesia	-5%	43%	-1,0%	3,4%	11%
	Kuwait	1%	11%	13,3%	3,0%	0%
	Malasia	-4%	70%	3,7%	2,0%	11%
	Filipinas	-6%	62%	-1,8%	2,9%	15%
	Qatar	6%	53%	11,6%	0,1%	2%
	Arabia Saudí	-2%	31%	3,8%	2,2%	1%
	Tailandia	-3%	60%	2,1%	0,8%	15%
	EAU	0%	39%	9,4%	2,2%	2%
LOS “PIONEROS”	Brasil	-7%	90%	-1,7%	4,0%	10%
	Hungría	-6%	76%	0,9%	3,6%	3%
	Polonia	-2%	53%	1,6%	2,6%	3%
	Rusia	0%	18%	4,4%	4,3%	3%
	Sudáfrica	-7%	72%	-0,9%	4,5%	8%
	Chile	-2%	37%	-2,2%	3,4%	14%
CON DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS SIGNIFICATIVOS	Egipto	-6%	89%	-3,7%	7,0%	5%
	India	-10%	89%	-1,4%	4,9%	18%
	Turquía	-6%	38%	-1,6%	14,5%	6%
RIESGO DE SUFRIR POR UNA RECESIÓN COMERCIAL EN EE. UU.	Colombia	-6%	68%	-4,0%	3,1%	30%
	México	-4%	60%	-0,3%	3,1%	79%
	Perú	-4%	37%	0,1%	2,6%	16%

Nota: Países incluidos en el MSCI Emerging Markets, sin China y Corea del Sur.

Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, ITC Trade Map, Banco Mundial, Indosuez Wealth Management.

3 - Déficit gemelo: déficit presupuestario de las Administraciones Públicas simultáneo a un déficit por cuenta corriente.



Con la fuerte subida de los precios en EE. UU. y la zona euro, los economistas parecen apuntalar sus previsiones de inflación mientras las proyecciones de crecimiento se mantienen más bien estables. Así, aunque la subida de los precios se explica en parte por la recuperación de la demanda, también se debe a efectos exógenos (efectos temporales de la cadena de suministro y precios de las materias primas) y, por lo tanto, podría frenar el consumo más adelante, tras el fuerte aumento de la demanda de bienes en EE. UU. a principios de año.



INFLACIÓN EN AMBOS CONTINENTES

El salario medio por hora en EE. UU. sube un

5,7%
INTERANUAL

Las cifras de la inflación de enero superaron las expectativas del consenso tanto en EE. UU. (7,5% interanual frente al 7,3%) como en la zona euro (5,1% interanual frente al 4,4%). Sin embargo, la subida de los precios fue mucho menos generalizada en la zona euro, ya que se limitó a los alimentos y la energía, mientras que en EE. UU. la inflación afectó también a los sectores de bienes y servicios básicos. En EE. UU. también empieza a verse el inicio de una espiral de precios-salarios (el salario medio por hora creció un 5,7% interanual en enero), mientras que el incremento de los costes laborales unitarios sigue siendo moderado en la zona euro (2,5% en el 3T de 2021).

De cara al futuro, vemos que el aumento de los precios del petróleo y la escasez del suministro seguirán generando efectos en el 1T de 2022.

Después, la inflación debería moderarse, pero seguirá en niveles elevados en EE. UU., sobre todo por la presión de la fortaleza de los precios de las materias primas, los precios de la vivienda, los salarios en un mercado laboral rígido (tasa de desempleo del 4% en EE. UU.) y la utilización de la capacidad, que ha vuelto a los niveles de febrero de 2020.

En la zona euro también está reabsorbiéndose la capacidad sobrante, pero con presiones limitadas del mercado laboral (tasa de desempleo del 7% en la zona del euro, entre el 13% en España y el 3% en Alemania), lo que implica que se espera que la subida de los precios sea temporal y que la inflación vuelva al objetivo del BCE en 2023. Además, los precios de la vivienda están subiendo con fuerza en la zona euro, un 8% interanual en el 4T de 2021, pero, a diferencia de EE. UU., no se incluye en el índice de precios al consumo.

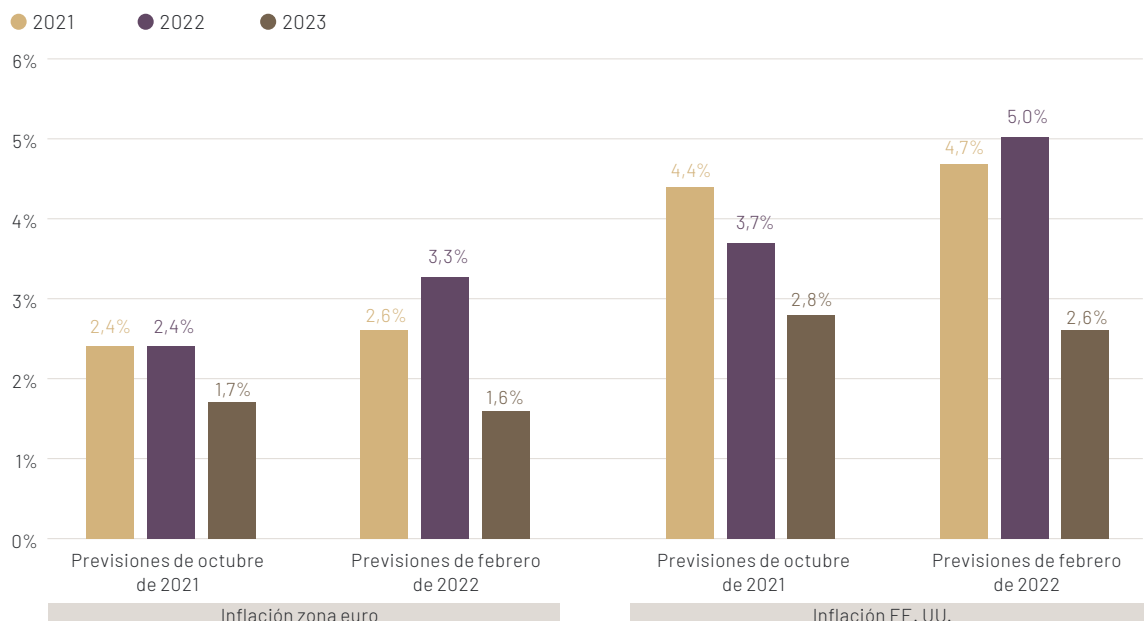
¿QUÉ CONSECUENCIAS TIENE PARA EL CONSUMO Y EL CRECIMIENTO DEL PIB?

La inflación ha mermado la confianza del consumidor: en febrero de 2022, esta cayó bruscamente en EE. UU y, en enero, en la zona euro. En EE. UU., prevemos que los trabajadores exigirán aumentos salariales para recuperar poder adquisitivo, especialmente, con un mercado laboral tan rígido. No obstante, la variación de los salarios reales (teniendo en cuenta el impacto de la inflación) en este país seguirá siendo negativa en 2022.

Las subidas de tipos previstas en EE. UU. también deberían lastrar el consumo impulsado por el crédito, aunque el ahorro acumulado y el efecto riqueza de los precios de la vivienda y los mercados bursátiles podrían amortiguar el impacto en las personas con ingresos elevados. Se espera que el impulso fiscal preste menos apoyo en 2022 en este país, mientras que en Europa sigue siendo considerable (un 1% del PIB según la Comisión Europea). Los consumidores de la UE también disfrutarán de un colchón de ahorro todavía elevado en términos comparativos (15% de los ingresos frente al 7,5% de EE. UU.) y de una menor inflación en 2022 (gráfico 1).

En definitiva, se espera que el consumo se reequilibre entre los bienes y los servicios en 2022, con un comienzo de año todavía muy centrado en los bienes (las ventas minoristas en EE. UU. subieron un 3,8% en el mes, tras el -2,5% de diciembre). Esperamos que el consumo estadounidense se modere después del 1T de 2022 y vuelva a los niveles anteriores a la crisis en la zona euro en el 2T. Los riesgos de nuestra hipótesis están equilibrados, entre el riesgo alcista en EE. UU. en caso de un estímulo fiscal adicional y los riesgos a la baja por factores geopolíticos/energéticos y pandémicos, que no pueden descartarse por completo en este momento. En este contexto macroeconómico, con presiones inflacionistas divergentes en EE. UU. y la zona euro, las agendas de los bancos centrales también serán diferentes: el BCE tiene muchos motivos para tomarse su tiempo en comparación con la Fed, entre ellos, la necesidad de seguir apoyando unos ratios de deuda/PIB del sector público disparados (125% en Portugal, 150% en Italia y 175% en Grecia).

GRÁFICO 1: ACTUALIZACIÓN DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN, %



Fuentes: Amundi, Indosuez Wealth Management.

Los mercados mundiales de renta fija sufren por el cambio de tono de los principales bancos centrales. Como respuesta a la persistencia de unos datos de inflación elevados, están acelerando el fin de sus políticas monetarias ultraacomodaticias aplicadas en 2020. Los inversores en renta fija no se libran: sus carteras han registrado su peor rendimiento desde principios de la década de 2000.



La incertidumbre actual genera OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

BANCOS CENTRALES

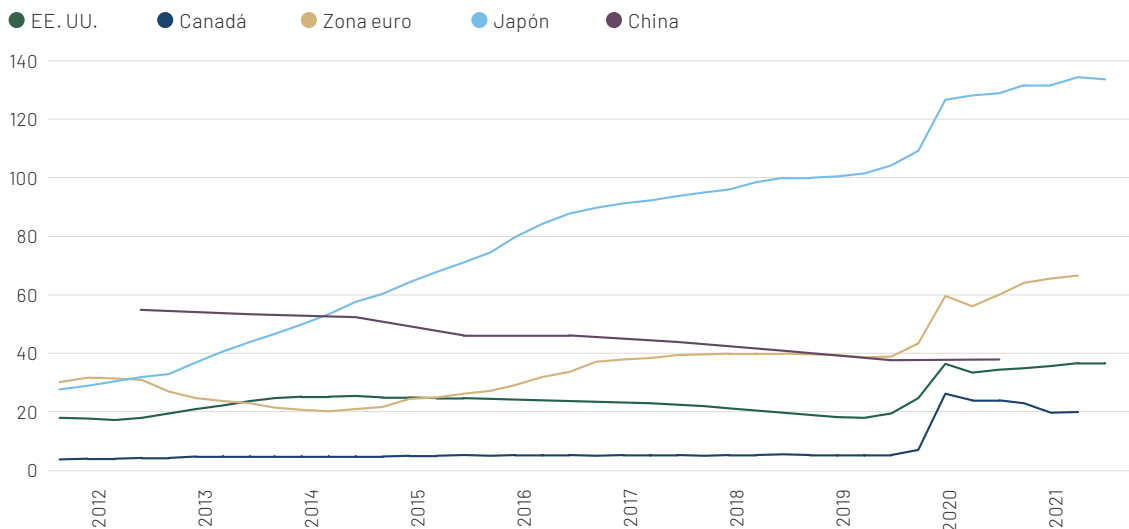
¿Ha llegado el final del periodo de casi 14 años de tutela del mercado de renta fija? En una secuencia de acontecimientos que comenzó en septiembre, el Banco de Inglaterra, la Fed y, recientemente, el BCE han anunciado el fin de sus políticas monetarias ultraacomodaticias, implantadas en medio de las turbulencias financieras y económicas de 2020 (gráfico 2). Las cifras de la inflación, superiores a los objetivos a medio plazo de las instituciones monetarias de forma persistente, motivan una respuesta monetaria.

Los tipos están subiendo en todas las zonas geográficas, impulsados por los tipos cortos, que se esfuerzan por anticiparse al ritmo de las subidas de tipos y se ajustan bruscamente. Los tipos a largo plazo suben en menor medida, lo que provoca un aplanamiento marcado de las curvas. Tenemos que remontarnos a 2009 para encontrar un rendimiento tan negativo de la deuda pública estadounidense.

En la zona euro, la retirada gradual del BCE puede provocar diferenciales entre las primas de riesgo de los países periféricos y las de Alemania, lo que encarece la financiación presupuestaria.

Este aplanamiento refleja tanto una lectura muy *hawkish* (agresiva) de la retórica de los bancos centrales (los mercados descuentan ahora 6 a 7 subidas de tipos en EE. UU., mucho más que los *Dot Plots* de la Fed) como la idea de que el endurecimiento monetario será más bien efímero antes de un final del ciclo. De forma implícita, los mercados descuentan de facto en los tipos de interés a largo plazo los riesgos que supondría para el crecimiento un endurecimiento monetario generalizado y excesivo. Puede que también reflejen el riesgo de un efecto negativo de la inflación sobre el consumo a medio plazo.

GRÁFICO 2: ACTIVOS SOBRE PIB DE LOS BANCOS CENTRALES, %
¿SE CIERRA UNA ETAPA?



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



DEUDA CORPORATIVA

En los mercados de deuda corporativa, los inversores están acelerando las salidas de capital, especialmente, en la zona euro. Los resultados negativos desde principios de año, que muy a menudo siguen a los resultados negativos de 2021, no tranquilizan a los inversores. En cambio, lo vemos como una oportunidad para empezar a construir posiciones en estos mercados. Así, la subida de los tipos de interés devuelve el atractivo a la clase de activos de renta fija. El aumento de los diferenciales no se justifica en el ámbito fundamental: los beneficios declarados son de buena calidad, las empresas han reconstituido su flujo de caja y los ratios de endeudamiento se asemejan a las medias a largo plazo (alrededor de 2,7 veces el ratio deuda/EBITA⁴ para el universo con calificación BBB). Por último, muchas empresas, especialmente, en el segmento del alto rendimiento, han gestionado activamente su perfil de deuda en 2021 ejerciendo la amortización anticipada de valores con vencimiento de corto a intermedio, financiada con emisiones de vencimiento largo, con cupones bajos. Esto permite reducir los costes financieros y evitar un “muro de deuda” en 2022 o 2023. En cuanto a la deuda subordinada, financiera o corporativa, preferimos mantener la prudencia en las amortizaciones anticipadas a medio y largo plazo; en cambio, la actual volatilidad del mercado genera muchas oportunidades a corto plazo.

La normalización de la volatilidad, en particular en los mercados de renta variable, permitirá que los segmentos con más riesgo de la renta fija logren una rentabilidad considerable el resto del año, sobre todo teniendo en cuenta que una posible reversión de la subida de los tipos estadounidenses a 2 años será favorable para la deuda corporativa de vencimiento corto.

MERCADOS EMERGENTES

Los mercados de crédito emergentes han resistido este inicio de año mejor que sus homólogos de los países desarrollados. Las economías de estos países, a menudo vinculadas a las materias primas, empezaron a sufrir endurecimientos monetarios por parte de los bancos centrales ya en 2021.

La caída de algunas empresas inmobiliarias chinas no se ha extendido a otros mercados emergentes, ni a otros sectores en China. Aunque la incertidumbre persiste, los porcentajes de inversión en el alto rendimiento emergente protegen a los inversores.

En China, concretamente, las autoridades siguen apoyando la depuración del mercado de promotores inmobiliarios. Las sociedades gestoras de activos ya están autorizadas a comprar activos directamente. Los emisores están negociando con los inversores para reestructurar su deuda y evitar así el impago.

Como conclusión, es probable que el entorno de la deuda corporativa siga siendo volátil en esta fase de transición monetaria, aunque ofrecerá oportunidades a los inversores mientras los fundamentales se mantengan.

4 - Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

El tono agresivo de la Fed, unido al aumento de los riesgos geopolíticos y al debilitamiento del ímpetu macroeconómico, ha sido el motor de la corrección del mercado de enero, sin que haya llevado a una revisión generalizada de los beneficios. Estos acontecimientos no cuestionan nuestra postura optimista sobre la renta variable para 2022.


EL 77%
 de las empresas
 estadounidenses
 publican EPS
 por encima de
 las estimaciones

Históricamente, un ciclo de subida de los tipos de los fondos federales no es necesariamente negativo para los mercados de renta variable si está bien dimensionado y va acompañado de una tendencia positiva de los beneficios. Más allá de la dirección de los tipos a largo plazo que alimenta la rotación del sector, los inversores seguirán centrándose en los márgenes y el poder de fijación de precios, ya que el 75% de las empresas del S&P ha aludido a la inflación en su presentación resultados del 4T, frente al 30% de 2018-2019.

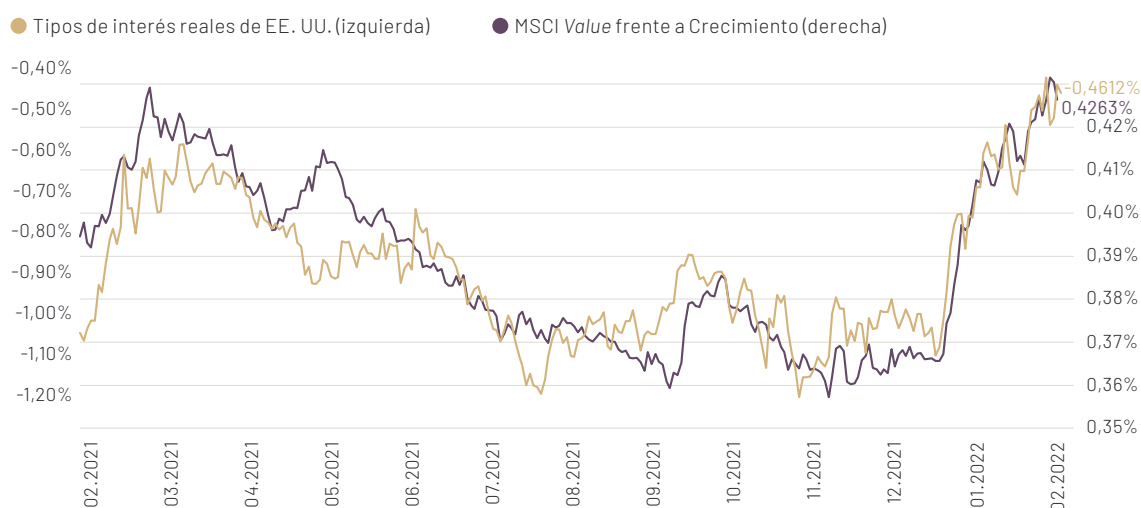
ESTADOS UNIDOS

Dos factores han dominado los mercados estadounidenses: las perspectivas de la política monetaria del país y la temporada de resultados. En este contexto de inflación más permanente y expectativas de subidas de tipos, las acciones de perfil *Value* están obteniendo mejores resultados porque se benefician más de la recuperación de la inflación y de la subida de la curva de rendimientos, como es el caso de los sectores energético y bancario, en detrimento de los sectores de Crecimiento, en particular, las empresas tecnológicas. Así, el aumento de los tipos de interés afecta a la valoración de las empresas más caras, pero también a las que ofrecen una mejor visibilidad de sus beneficios futuros (gráfico 3).

La temporada de resultados del 4T de 2021 está siendo propicia, a pesar de no haber alcanzado los niveles récord observados en los dos trimestres anteriores. Las empresas que han presentado beneficios por acción (BPA) reales por encima de las estimaciones están justo por encima de la media de 5 años del 76%. Sin embargo, el mercado se centra más en las perspectivas de beneficios y castiga a las empresas con proyecciones por debajo de las expectativas del consenso.

De cara a 2022, identificamos una proporción creciente de proyecciones negativas y un debilitamiento del ímpetu de revisión de los beneficios 1T de 2022, sobre todo, en la industria. La tendencia de las revisiones por sectores respalda nuestra preferencia por el *Value* y la tecnología, así como la infraponderación en los sectores defensivos (inmuebles, productos básicos, servicios públicos y sanidad). El principal factor de riesgo que hay que vigilar sigue siendo el efecto de la inflación sobre los márgenes de beneficios, que probablemente tocaron techo a mediados de 2021, especialmente, en los sectores industrial y de consumo.

GRÁFICO 3: TIPO DE INTERÉS REAL Y VALUE FRENTE A CRECIMIENTO, %



Nota: El factor *Value* frente a Crecimiento está ahora muy correlacionado con los tipos de interés reales, al beneficiarse en enero del fortalecimiento del rendimiento a 10 años y del rendimiento real.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPA

Mantenemos la preferencia por el mercado de renta variable europeo, ya que combina una valoración atractiva, un buen crecimiento del BPA y unas tendencias de revisión resistentes. Desde la pandemia, el diferencial de valoración con el mercado estadounidense ha aumentado y la mayor exposición de los mercados europeos al *Value* es una fuente de interés. Está orientado a beneficiarse de la subida de los tipos de interés nominales y reales. Asimismo, a pesar de un comportamiento relativo reciente muy positivo, el descuento del estilo *Value* respecto a la media del mercado es superior a las medias a largo plazo.

Hasta ahora, la actual temporada de resultados del 4T ha sido tranquilizadora en ese sentido, a pesar de los notorios factores adversos (costes de los insumos e inflación salarial, trastornos de la cadena de suministro, etc.). En este contexto, es probable que la capacidad de fijación de precios siga siendo una temática de inversión clave en los próximos meses.

MERCADOS EMERGENTES

Cada vez somos más optimistas con respecto a la renta variable china. Creemos que está bien posicionada para lograr un repunte considerable este año, gracias al apoyo macroeconómico y sus atractivas valoraciones, siempre que el *momentum* de los beneficios sea positivo.

Las autoridades chinas han empezado a relajar su política monetaria mediante recortes en el coeficiente de reservas bancarias obligatorias. A su vez, el uso de vacunas occidentales podría relajar la política de "COVID cero" dentro de este año.

También creemos que la renta variable china es interesante en 2022 (en particular, las acciones A) por su crecimiento del BPA/valoración (el mayor crecimiento previsto del BPA para el norte de Asia en los próximos 12 meses) y presenta descuentos respecto a la media histórica de sus ratios PER.

Por último, se espera un crecimiento de los beneficios del 14% este año, con continuas revisiones negativas en los últimos trimestres, aunque podrían empezar a estabilizarse, un catalizador que hay que seguir para aumentar la exposición a China.

JAPÓN

Ahora somos más prudentes respecto a la renta variable japonesa. Esperamos menos catalizadores positivos a corto plazo. El mercado japonés es más Cíclico que *Value* en comparación con otros países desarrollados y el ímpetu positivo de las sorpresas del BPA está perdiendo fuerza.

Además, siguen existiendo ciertos riesgos políticos ante la proximidad de las elecciones a la Cámara Alta de julio. Por último, la propagación de ómicron y la trayectoria de escasas vacunaciones de refuerzo van a frenar la dinámica de reapertura del país.

ESTILO: ¿SE DISOCIARÁN EL CRECIMIENTO Y LA CALIDAD?

En un contexto de aumento del rendimiento de los bonos, la valoración de las empresas de crecimiento, consideradas como valores de larga duración, está sometida a presión. El mercado va a diferenciar cada vez más entre los balances sólidos y defensivos, y el crecimiento generador de efectivo, por un lado, y el crecimiento no rentable de muy larga duración, por otro.

En ese sentido, la correlación entre los perfiles Crecimiento (no rentable) y Calidad puede estar empezando a disminuir, y la Calidad podría finalmente beneficiarse más de sus ventajas intrínsecas (visibilidad, resistencia, estabilidad, poder de fijación de precios y baja volatilidad).

En ese contexto, el aspecto defensivo de los valores de gran Calidad y la relación positiva con un VIX al alza podrían ser puntos a favor frente a los valores de gran Crecimiento.

Consideramos que el margen alto y estable, el fuerte poder de fijación de precios, el sólido balance y el crecimiento estable son temáticas representativas de estas empresas de Calidad.

Las divisas del G10 se han movido en una montaña rusa en febrero, entre el giro agresivo del BCE y las crecientes tensiones en el frente ucraniano, y han puesto a prueba las convicciones. En cuanto al endurecimiento de la política de los bancos centrales, el mercado de divisas parece haber matizado sus expectativas y es muy poco probable que se produzca un cambio drástico antes de las próximas reuniones de marzo.



LA REUNIÓN DEL BCE

vuelve a barajar las cartas para el euro

EURO

Aunque el horizonte se despeje, aún existen demasiados obstáculos para ser alcista en el euro.

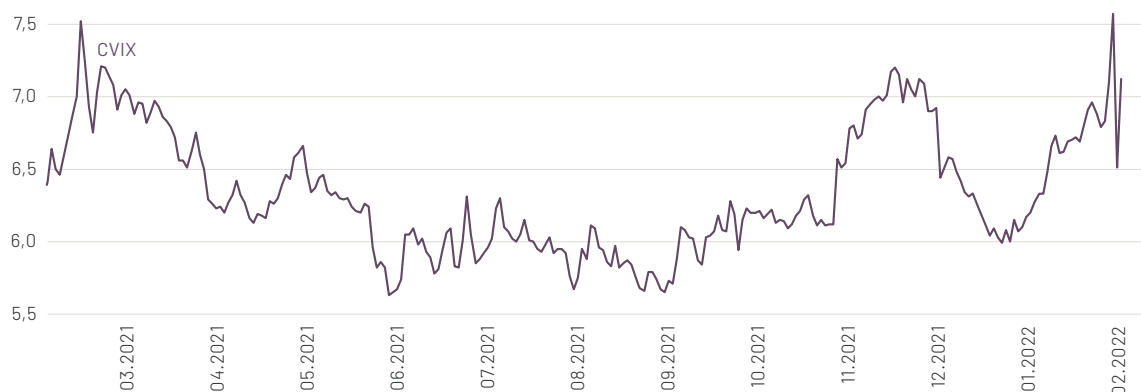
La reunión de enero del BCE ha vuelto a barajar las cartas para el euro y, en particular, para el EUR/USD. Aunque el BCE no sigue una senda de endurecimiento tan marcada como la de la Fed, la diferencia entre ambos ha dejado de aumentar. Sin embargo, no hay que entusiasmarse demasiado, ya que el BCE ha admitido que la persistencia de la inflación ha abierto la posibilidad de un endurecimiento de la política, pero no lo ha asegurado. La reacción del mercado llevó al EUR/USD cerca de 1,1450 y algunos esperaban un endurecimiento de hasta 50 pb. La posibilidad de que los tipos de interés dejen de ser negativos podría reducir significativamente el uso del euro como moneda de financiación, lo que le serviría de apoyo. Aunque el giro del BCE podría significar una apreciación a largo plazo del euro, a corto plazo algunas amenazas lo frenan: las tensiones entre Rusia y Ucrania empujaron el EUR/USD a 1,1290, ya que la dependencia energética y la exposición comercial de Europa podrían debilitar la zona euro en caso de sanciones. Las elecciones francesas también aportan incertidumbre, así como la magnitud de la primera subida de tipos de la Fed. Por todos estos motivos, seguimos siendo neutrales en el EUR/USD, al menos hasta la reunión del BCE, en marzo.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE

La próxima reunión de la Fed de marzo podría ser decisiva para el destino del dólar.

La inflación alcanzó nuevos niveles récord en EE. UU., lo que, unido a los magníficos datos de empleo, llevó al mercado a descontar 6 a 7 subidas de tipos en 2022 por parte de la Fed. A corto plazo, son muchos los factores de apoyo del dólar: los buenos resultados de la economía estadounidense, las expectativas de subida de tipos de la Fed y las tensiones geopolíticas, que llevan al dólar a ser moneda refugio. A medio plazo, la situación podría complicarse: en el dólar se descuentan muchos aspectos positivos y, tras la primera subida de tipos, cabría esperar una clásica recogida de beneficios relativa al viejo dicho de "compra con el rumor y vende con el hecho". También existe la posibilidad de que la Fed se embarque en una normalización más gradual que lo previsto en este momento, lo cual, unido a la probabilidad de que el BCE y otros bancos centrales acaben entrando en una dinámica de endurecimiento de su política monetaria, podría perjudicar al dólar, especialmente si aumentan las dificultades para que EE. UU. financie unos déficits gemelos todavía enormes (gráfico 4).

GRÁFICO 4: LA VOLATILIDAD DE LAS DIVISAS AUMENTA CUANDO LOS BANCOS CENTRALES SE VUELVEN MÁS IMPREVISIBLES, PUNTOS



Nota: CVIX (compuesto de volatilidad de divisas elaborado por Deutsche Bank).

Fuentes: Deutsche Bank, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



LIBRA ESTERLINA

La libra es un rehén del pulso del Banco de Inglaterra entre el crecimiento económico y el control de la inflación.

El escenario está preparado para una tercera subida de tipos en la próxima reunión del Banco de Inglaterra (BoE) en marzo: los datos de empleo de enero son excelentes y la inflación del Reino Unido ha vuelto a alcanzar niveles récord, lo que aumenta la amenaza de la estanflación. Al margen de que la perspectiva de una nueva subida de tipos esté apoyando a la libra, los datos económicos de enero, aunque ligeramente mejores de lo esperado, no movieron mucho la moneda, ya que los mercados habían descontado con creces las futuras subidas de tipos. El banco central vería con buenos ojos una mayor apreciación de la libra, ya que podría ayudar a contener la inflación importada, aunque la moneda esté expuesta a una serie de riesgos a la baja. En primer lugar, el propio BoE: la recuperación económica del Reino Unido podría tambalearse rápidamente ante una serie de inquietudes, como el aumento de los precios de la energía, la escasez en mercado laboral y la continua incertidumbre sobre el Brexit. La ralentización de la recuperación podría dificultar la normalización de la política del banco central, lo que, a su vez, podría mantener los tipos de interés reales y los rendimientos negativos y pesar sobre la libra. En segundo lugar, es muy vulnerable a los picos de riesgo: la moneda estará en peligro mientras la COVID-19 y las tensiones entre Ucrania y Rusia sigan vigentes.

ORO

Las tensiones geopolíticas potencian el atractivo del oro.

El metal amarillo se ha visto reforzado por dos tensiones cambiantes presentes simultáneamente. El aumento de la incertidumbre geopolítica en el frente ucraniano ha impulsado la tradicional demanda del oro como valor refugio por parte de los inversores de todo el mundo. Las repercusiones de la subida de los precios de la energía han agravado aún más unos niveles del IPC desbocados en la mayoría de las economías, especialmente visibles últimamente en la UE y EE. UU. A pesar de que nos esperan unas subidas de tipos del FOMC bien anunciadas, la persistencia de los tipos "reales" de EE. UU. en niveles negativos en toda la curva favorece que el oro brille. El metal, ahora abocado a situarse muy por encima de su media móvil de 200 días, vuelve a poner a prueba los niveles de resistencia clave de 1.877 dólares, inicialmente, y después, potencialmente, 1.920 dólares por onza. Dado que, lamentablemente, no podemos descartar un conflicto militar, el oro podría alcanzar rápidamente estos niveles más elevados e ir más allá, como ocurrió con la anexión de Crimea en la primavera de 2014. Del mismo modo, si se logra una *détente* y las tensiones en Ucrania se disipan de forma sostenible, el oro podría retroceder su reciente subida de 100 dólares por onza con bastante rapidez.

07 • Asignación de activos

ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN



El año 2022 es la transición de una fuerte recuperación, con una política económica de apoyo récord, a un crecimiento económico que converge progresivamente hacia su potencial, con una normalización de las políticas monetaria y fiscal. Las convicciones de los últimos años —aún en boga en los últimos meses— se ven cuestionadas (inflación transitoria, tipos de interés bajos durante mucho tiempo y liderazgo tecnológico), lo que implica que los inversores tendrán que adaptarse a unas nuevas condiciones de volatilidad y replantearse la asignación, la asunción de riesgos y las temáticas de inversión.



Normalización del
CRECIMIENTO
y de la política
económica,
con una mayor
volatilidad

- **El crecimiento del PIB** será superior al potencial, pero se desacelerará progresivamente, con un riesgo creciente para el consumo.
- **La dinámica de la inflación en EE. UU.** durará más y tendrá una base más amplia, lo que generará presiones al alza sobre los salarios del país, mientras que se espera que la inflación en la zona euro, impulsada sobre todo por los precios de la energía hasta ahora, vuelva a acercarse al 2% en 2023.
- **La volatilidad** de los datos macroeconómicos seguirá siendo elevada.
- **Los bancos centrales** están decididos a normalizar su política, pero no en la medida esperada por los mercados. Es probable que la Fed realice cuatro subidas de tipos este año, en lugar de las 6 a 7 que actualmente prevén los mercados. En la zona del euro, no esperamos que el BCE aumente los tipos antes del 4T de 2022 o del 1T de 2023. La reducción de las expectativas de subidas de tipos podría llevar a una inversión del aplanamiento de las curvas de rendimiento registrado hasta ahora, lo que podría verse reforzado, en un segundo paso, por el aumento de los rendimientos a largo plazo si los mercados temen que los

bancos centrales se mantengan por detrás de la curva, o si subestiman el efecto de la reducción del balance de la Fed, hasta ahora incierto en gran medida en los detalles y el calendario.

- **Los fundamentales empresariales** son fuertes, con sólidos resultados publicados para el 4T de 2021. Sin embargo, los márgenes de beneficio están tocando techo, y el ímpetu de los beneficios y las proyecciones de las empresas parecen debilitarse en EE. UU., lo que refleja las crecientes presiones sobre los márgenes en varios sectores, como la industria y el consumo, mientras que las apuestas de reflación (bancos y energía) y la tecnología se benefician de las revisiones positivas.
- **Los niveles de impago de las empresas** deberían seguir siendo bajos, aunque el aumento del apalancamiento empresarial ha generado vulnerabilidad en los diferenciales de crédito en un contexto de normalización de las políticas.
- **Renta variable:** ligera sobreponderación, con preferencia por Europa frente a EE. UU. y por el *Value* frente al Crecimiento, ya que la revalorización podría continuar si los rendimientos a largo plazo siguen aumentando.

Se espera que continúe la rotación dentro del *Value*, de los sectores Cíclicos a los de reflación. Enfoque prudente en los sectores denominados "defensivos", vulnerables al aumento de los rendimientos de los bonos, y en los sectores debilitados por las presiones sobre los márgenes, como la industria. En un contexto de normalización de las valoraciones, se prefiere a las empresas que generen sólidas remuneraciones para los accionistas. Se mantiene la opinión optimista a largo plazo sobre los líderes tecnológicos estadounidenses rentables, así como la renta variable china, que podría verse reforzada cuando se estabilice el ímpetu de sus beneficios.

- **Deuda soberana:** se mantiene una duración moderada y la infraponderación puede reducirse progresivamente a medida que se normalicen los rendimientos de los bonos, especialmente, como cobertura contra un deterioro de la tendencia macroeconómica o el aumento de las tensiones geopolíticas.
- **Deuda corporativa:** mayor valor que a fin de 2021 tras la reciente ampliación de los diferenciales, especialmente, en los bonos a corto plazo, pero con una tendencia de revalorización que refleja una mayor volatilidad y sensibilidad de los emisores apalancados a los tipos más elevados; esta tendencia podría continuar en las próximas semanas o meses hacia niveles más medios registrados en ciclos anteriores.
- **Activos emergentes:** probablemente sean una buena contribución al rendimiento y una fuente de diversificación en 2022, especialmente, en los países que ofrecen una combinación de crecimiento, inflación controlada, sólidos fundamentales externos y políticas económicas sostenibles. Los países asiáticos obtienen una buena puntuación en esta perspectiva y podrían beneficiarse de una mayor reapertura. Los inversores podrían esperar a la primera subida de tipos de la Fed antes de aumentar su asignación.
- **Tipos de cambio:** el dólar estadounidense sigue beneficiándose de las expectativas de normalización de la Fed, pero la reducción de las expectativas de subida de tipos podría indicar un retroceso de la moneda frente al euro y las divisas emergentes. Los mercados siguen prefiriendo las monedas basadas en las materias primas en este contexto de reflación.
- **Aumento de las reservas de efectivo** en las carteras para aprovechar las oportunidades que ofrece el aumento de la volatilidad.

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 17 DE FEBRERO DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,96%	15,75	45,14
Francia 10A	0,70%	33,90	50,70
Alemania 10A	0,23%	25,60	41,10
España 10A	1,21%	55,30	65,10
Suiza 10A	0,27%	22,70	40,40
Japón 10A	0,22%	7,70	15,50

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	40,09	1,67%	2,22%
Deuda pública EUR	213,84	-1,68%	-2,16%
Deuda corporativa EUR (HY)	207,55	-2,64%	-2,85%
Deuda corporativa USD (HY)	317,99	-3,04%	-4,34%
Deuda pública EE. UU.	313,36	-0,90%	-2,16%
Deuda corporativa emergente	49,09	-1,90%	-3,75%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,0456	0,78%	0,78%
GBP/USD	1,3616	0,12%	0,62%
USD/CHF	0,9204	0,38%	0,82%
EUR/USD	1,1361	0,43%	-0,08%
USD/JPY	114,94	0,73%	-0,12%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	28,11	2,52	10,89

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.380,26	-2,29%	-8,10%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.537,37	-0,63%	2,07%
Stoxx Europe 600	464,55	-3,89%	-4,77%
Topix	1.931,24	-0,38%	-3,07%
MSCI World	3.009,09	-2,37%	-6,89%
Shanghai SE Composite	4.629,17	-4,03%	-6,30%
MSCI Emerging Markets	1.242,92	-1,02%	0,89%
MSCI Latam (América Latina)	2.378,06	5,73%	11,65%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	290,66	1,83%	5,43%
MSCI Asia Ex Japan	787,79	-1,80%	-0,19%
CAC 40 (Francia)	6.946,82	-3,44%	-2,88%
DAX (Alemania)	15.267,63	-4,05%	-3,89%
MIB (Italia)	26.669,27	-3,27%	-2,48%
IBEX (España)	8.671,10	-1,63%	-0,49%
SMI (Suiza)	12.075,27	-3,86%	-6,22%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.784,00	1,18%	5,19%
Oro (USD/Onza)	1.898,43	3,22%	3,78%
Crudo WTI (USD/Barril)	91,76	5,59%	22,01%
Plata (USD/Onza)	23,88	-3,40%	2,24%
Cobre (USD/Tonelada)	9.929,00	-0,61%	2,14%
Gas natural (USD/MMBtu)	4,49	17,99%	20,27%

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 2021	DICIEMBRE DE 2021	ENERO DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 17.02.2022
-0,83%	-0,83%	7,29%	5,73%	11,65%
-1,56%	-1,56%	2,43%	1,83%	5,43%
-2,30%	-2,30%	1,08%	-0,38%	2,07%
-2,46%	-2,46%	-1,93%	-0,63%	0,89%
-2,64%	-2,64%	-3,12%	-1,02%	-0,19%
-3,40%	-3,40%	-3,88%	-1,80%	-3,07%
-3,64%	-3,64%	-4,84%	-2,29%	-4,77%
-3,92%	-3,92%	-5,26%	-2,37%	-6,30%
-4,14%	-4,14%	-5,34%	-3,89%	-6,89%
-7,05%	-7,05%	-7,62%	-4,03%	-8,10%

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.

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.

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 restarle 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 periodo prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

Gig economy: Sistema basado en el trabajo flexible, temporal o por cuenta propia.

IPC (índice de precios de consumo): El IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

IRENA: Agencia Internacional de Energías Renovables.

ISM: Insitute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

ISR: Inversión sostenible y responsable.

Japonización de la economía: Se refiere al estancamiento al que se ha enfrentado la economía japonesa en las últimas tres décadas y suele aplicarse en referencia al temor de los economistas a que otros países desarrollados sigan su ejemplo.

Metaverso: Mundo virtual ficticio (del inglés «metaverse», contracción de «meta universe», es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Oligopolio: Situación en la que, en un mercado, existe un número reducido de oferentes (vendedores) que disponen de cierto poder de mercado y un gran número de demandantes (clientes).

OMC: Organización Mundial del Comercio.

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

OPEP+: OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

PIB (producto interior bruto): El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

PMI: Índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Punto básico (pb): Un punto básico equivale a 0,01%.

Punto de equilibrio de la inflación («inflation breakeven» en inglés): Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

Pricing power: Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa: Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar 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.

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.

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 publicación 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 171635, 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.

- **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. Pellli 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, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. 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). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (Inversores profesionales) (Cap. 571D)).

- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. 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 Singapur. 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 Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.

- **En Dubái:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 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.

- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, 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.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 18.02.2022.

