

MONTHLY HOUSE VIEW

Mayo de 2022

Focus

El Reino Unido: ¿un rayo de esperanza?

• Índice

01• Editorial	P3
EN BUSCA DE RENDIMIENTOS RESISTENTES	
02• Focus	P4
EL REINO UNIDO: ¿UN RAYO DE ESPERANZA?	
03• Macroeconomía	P6
¿SE ACERCA EL PUNTO DE INFLEXIÓN?	
04• Renta fija	P8
LOS RENDIMIENTOS A CORTO PLAZO EN EE. UU. RECUPERAN SU ATRACTIVO	
05• Renta variable	P10
UN NUEVO RÉGIMEN DE MERCADO MÁS VOLÁTIL	
06• Divisas	P12
LA INFLACIÓN RIGE EL MERCADO DE DIVISAS	
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:

En las últimas semanas, los mercados han pasado rápidamente de preocuparse por la desaceleración causada por el estallido del conflicto de Ucrania a temer la persistencia de una inflación elevada, y esto ha llevado a los bancos centrales a acelerar el calendario de subidas de tipos. Las curvas de rendimientos reflejan con precisión el riesgo de que un repunte inflacionista provoque una desaceleración, lo que daría lugar a un ciclo rápido, aunque breve, de subidas de tipos seguido de rebajas a partir de 2024... si no antes.

Los inversores pueden desorientarse en este tipo de entorno. Primero, porque deben aprender a dejar de pensar en los rendimientos nominales y centrarse en la búsqueda de rendimientos reales positivos, netos de la inflación prevista para los próximos años. En segundo lugar, porque estos rendimientos futuros se basan en supuestos de crecimiento y márgenes que han quedado invalidados por este nuevo entorno. Por último, porque el uso de índices de referencia y la gestión pasiva de índices tiene un valor limitado en este entorno, especialmente, cuando los mercados de renta variable y de renta fija envían señales bastante diferentes, entre la resistencia del crecimiento y de los márgenes, por un lado, y el riesgo de recesión, por otro.

Cambiar de mentalidad puede ser difícil para los inversores. Puede que deban que abandonar el estilo de inversión que mejor ha funcionado en los últimos 10 años (acciones de Crecimiento) y sufrir todas las consecuencias del cambio de ritmo, al tiempo que se alejan del marco utilizado en los últimos años, simbolizado por la salida de los tipos de interés negativos. Los bancos centrales han cambiado de modelo en pocas semanas y han hecho de la lucha contra la inflación su máxima prioridad. El "Greenspan put" ya hace tiempo que ha pasado a la historia y, a partir de ahora, los bancos centrales proporcionarán menos apoyo a los mercados. La reducción del balance de la Fed es *terra incognita*, para la que podemos encontrar pocos precedentes en la historia monetaria, lo que hace difícil imaginar unos tipos de interés a largo plazo en niveles muy diferentes a los del periodo iniciado con la pandemia.

El cambio de mentalidad también puede resultar caro a corto plazo, tanto desde el punto de vista psicológico (al poner en tela de juicio las convicciones y los hábitos sustentados por 10 años de rentabilidad) como desde el financiero (al saber que ha llegado la hora de vender posiciones perdedoras antes de reposicionarse), pero rentable a largo plazo. Aunque este entorno difiere del de la década de los 70 en diversos parámetros, la cuestión que se plantea es cómo identificar las clases de activos que serán más capaces de soportar un ciclo de inflación más elevada de lo que refleja el consenso.

La renta variable con grandes dividendos y la deuda de alto rendimiento parecen ser las clases de activos que deberían lograr rendimientos superiores a la inflación media en los próximos cinco años. Sin embargo, todavía hay que identificar a aquellas empresas que sean capaces de garantizar la durabilidad, la sostenibilidad y el crecimiento de estos rendimientos, y que no se vean penalizadas por unos márgenes debilitados, un endeudamiento excesivo o unas necesidades de inversión que no se autofinancian. Este cribado por resistencia y calidad debería permitir que las carteras evolucionen bien en todos los entornos, como un barco diseñado para navegar tanto en la calma como en mares agitados. En el mundo de los bonos corporativos, la selectividad sigue siendo necesaria ante una perturbación energética asimétrica que ha puesto de manifiesto la fuerte dependencia de algunos países y sectores del gas ruso.

Por lo tanto, la búsqueda de rendimientos intrínsecos resistentes a medio plazo, que puedan mantenerse con independencia del entorno monetario o económico, debería tener prioridad sobre la búsqueda de la rentabilidad del índice a corto plazo. Este último está más influenciado por la dirección a corto plazo de los indicadores de confianza, los riesgos geopolíticos y los anuncios de los bancos centrales. Ese será el reto de la temporada de presentación de resultados que empezará este mes tras la sorpresa de la tendencia positiva en las revisiones de las expectativas de beneficios a pesar de ser un entorno difícil para las empresas.

EL REINO UNIDO: ¿UN RAYO DE ESPERANZA?

El Reino Unido disfruta de su condición de isla con una mejor diversificación de los proveedores de energía y un banco central libre para centrarse en la inflación, pero está lejos de ser inmune a la crisis de los precios de la energía y las contrapartidas políticas entre la inflación y el crecimiento siguen siendo demasiado complicadas. Sin embargo, no hay que pasar por alto el rendimiento de la renta variable británica, desvinculada, en gran medida, de la economía nacional.

ES EVIDENTE QUE LA ECONOMÍA BRITÁNICA NO ESTÁ FUERA DE PELIGRO

Tras una de sus contracciones económicas más graves en 2020 (-9,3%) y una sólida recuperación en 2021 (+7,4%), se espera que la economía británica crezca algo menos del 4% en 2022. Dado que las restricciones sanitarias ya se han levantado por completo en el Reino Unido, el PMI de servicios subió a 62,6 y superó incluso los resultados estelares de los servicios en Francia (con 57,4) y de EE. UU. (58) en marzo. Sin embargo, esta recuperación durará poco, ya que los consumidores británicos están sufriendo las consecuencias de la crisis energética. Aunque el Reino Unido es relativamente independiente de Rusia en las importaciones de energía (el 30% del petróleo y el 74% del gas importado proceden de Noruega), una combinación de factores previos a la guerra, entre ellos, el impacto de los confinamientos por la COVID-19 en los trabajos de mantenimiento del Mar del Norte, provocaron un aumento de los costes al por mayor incluso antes del conflicto.

Además, la inflación del Reino Unido ya estaba en máximos históricos antes de la guerra de Ucrania y, al contrario que en la zona euro, tiene una base relativamente amplia (gráfico 1).

En marzo, el aumento fue del 7% interanual (1% intermensual) y la subida más pronunciada correspondió a los costes de la vivienda, debido a los precios de la energía, que aún se incrementarán más en abril, ya que el límite de precio del gas del regulador energético británico (OFGEM) aumentará durante el mes. Los efectos indirectos de estas subidas, unidos a una tasa de desempleo históricamente baja (3,8%), han impulsado los salarios al alza (media móvil de tres meses del crecimiento del 5,4% en febrero), pero la remuneración no ha podido seguir el ritmo de la inflación y los salarios reales siguieron a la baja en un 1% en el mismo periodo.

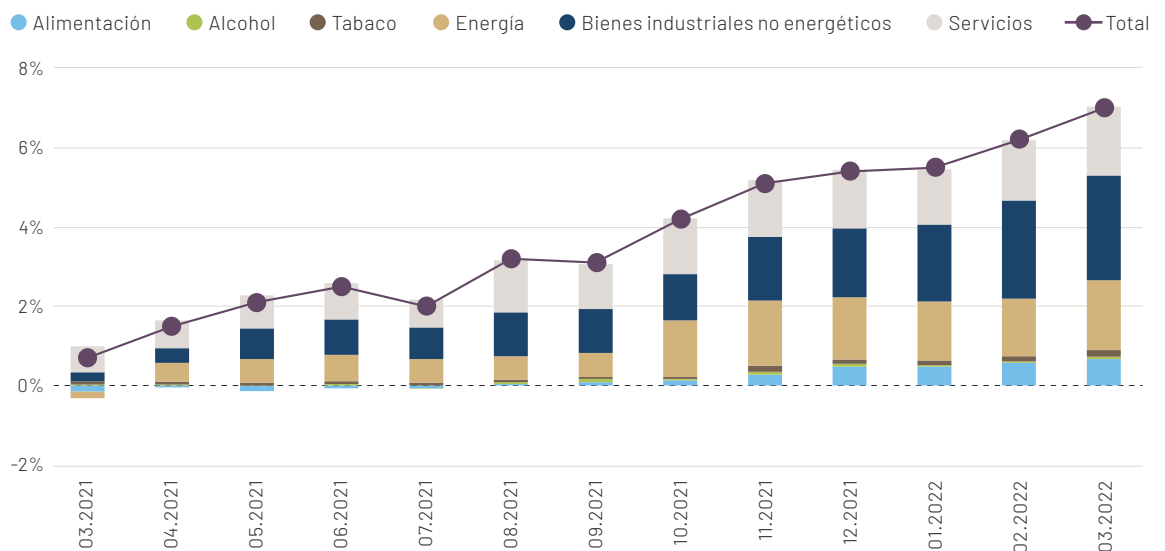
Según un estudio de Euler Hermes, el aumento de la factura energética total por hogar en comparación con la situación anterior a la guerra representa una pérdida de renta disponible de -2 puntos porcentuales en el Reino Unido (frente a -1,5 pp en Alemania, y -1 pp en Francia, Italia y España). Este es el caso, en particular, de los británicos con ingresos bajos, que también experimentaron el mayor aumento de la deuda de los hogares durante la pandemia, lo que explica por qué el consumo privado aún no ha recuperado los niveles anteriores a la COVID-19 en el país.



La renta disponible caerá un

2%
EN 2022

GRÁFICO 1: CONTRIBUCIÓN DE LA INFLACIÓN BRITÁNICA (IPC), INTERANUAL, %



Fuentes: Office for National Statistics, Indosuez Wealth Management.

BANCO DE INGLATERRA: LIBERTAD DE ACCIÓN

El Banco de Inglaterra (BoE) está menos afectado por el potencial riesgo de fragmentación financiera que el Banco Central Europeo (BCE), que sigue atento, con preocupación, las repercusiones de un endurecimiento demasiado rápido en el frágil stock de deuda de Italia. En este contexto, el BoE ha llevado a cabo su tercera subida de tipos consecutiva en marzo, mientras que el mercado espera que los tipos alcancen el 2,5% en marzo de 2023. También ha anunciado que no reinvertirá las ganancias de los bonos del Estado que venzan, ya que van a iniciar su proceso de endurecimiento cuantitativo. No obstante, después de aumentar los tipos al 1% el próximo mes, el BoE podría optar por detener su política de endurecimiento para que el Comité de Política Monetaria tome nota del impacto de esta en el crecimiento. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera que el Reino Unido registre la mayor inflación (5,3%), pero también el menor crecimiento del PIB, del G7 en 2023 (1,3%), ya que la renta disponible se debilita y las condiciones financieras se endurecen.

MERCADO DE RENTA VARIABLE DEL REINO UNIDO: UN MERCADO DE ALTO RENDIMIENTO SEGADO A LA ENERGÍA Y LA CALIDAD

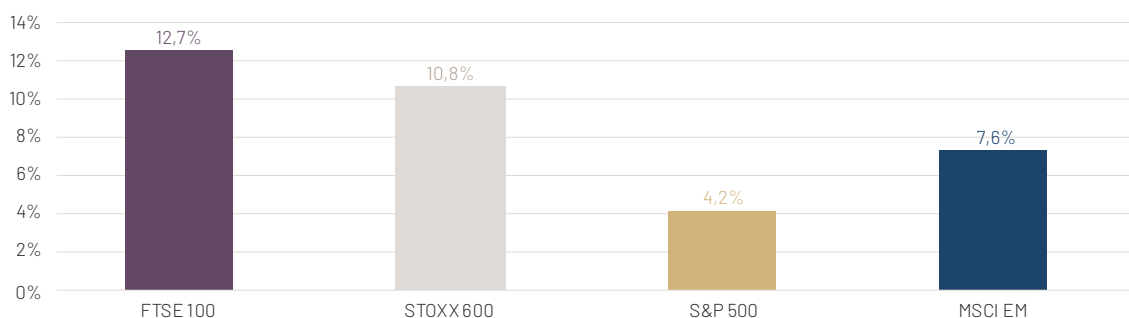
A pesar del sombrío contexto macroeconómico del Reino Unido, es interesante observar que la renta variable británica está superando con creces a sus homólogos continentales. Existen varios motivos por los que los inversores se sienten atraídos por la isla. Aunque el Reino Unido parece más inmune a la crisis de Ucrania-Rusia y ofrece una oportunidad de diversificación dentro de los activos de riesgo, los aspectos fundamentales de este mercado son aún más favorables.

Por un lado, las valoraciones absolutas y relativas de la renta variable británica cotizan a niveles his-

tóricamente bajos (11,8 frente a una media de 10 años de 14,8) y no han vuelto en ningún momento a sus niveles anteriores al Brexit (lo que limita el riesgo de una fuerte revisión de precios si hay otra oleada de ventas mundial en los mercados de renta variable). Por otra parte, el principal índice de renta variable, el FTSE 100, se beneficia de su mayor ponderación en el sector energético frente al resto de los principales índices (12,2% frente al 5,4% del Euro Stoxx 50 y el 4,3% del MSCI World), lo que lo convierte en una cobertura interesante ante la subida de las materias primas. Además, el entorno inflacionista ha reforzado el posicionamiento en el estilo Calidad y la temática del poder de fijación de precios. El sector sanitario, conocido por su carácter defensivo e incluido en las temáticas anteriores, también está bien representado en el FTSE 100 (11,7%). Por el contrario, los sectores más afectados por el aumento de los costes de los insumos (como el industrial) o por la subida de los tipos de interés (como el tecnológico) están infrarrepresentados respecto a los principales índices europeos.

En definitiva, esta inclinación hacia el *Value*, especialmente la energía, y la Calidad se traduce en unas mejores perspectivas de beneficios para los mercados británicos de renta variable en 2022 (+13,7% previsto en 2022, revisado al alza en un 8,9% el mes pasado) y debería seguir apoyando al mercado mientras no se desbarate la política monetaria o haya una nueva revisión drástica del crecimiento del país. Por lo general, los emisores con grandes dividendos se han visto muy recompensados durante los periodos de aumento del riesgo de estanflación. Con uno de los mayores rendimientos del flujo de caja libre del mundo (gráfico 2), el atractivo de la renta variable británica parece aún mayor, lo que podría cautivar aún más a los inversores si el riesgo de estanflación se materializa a escala mundial. Desde este punto de vista, la hierba puede parecer más verde al otro lado del Canal.

GRÁFICO 2: LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE DEL REINO UNIDO REGISTRAN UN ELEVADO FLUJO DE CAJA LIBRE FRENTE AL RESTO DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La inflación sigue siendo la principal preocupación de los inversores y los consumidores de todo el mundo. Tras el repunte de los precios de las materias primas a principios de año, se espera que la inflación siga siendo elevada, pero por diferentes motivos.

LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS FRENTE A LA DESACELERACIÓN DE CHINA

Las materias primas empezaron a moderarse en abril, aunque su precio sigue en niveles históricos elevados: el petróleo alcanzó una media de 106 dólares por barril en los primeros 15 días de abril, frente a los 112 de marzo, y el gas ha caído un 19% desde principios de marzo, aunque sigue siendo un 40% mayor que a 31.12.2021. De hecho, es pronto para hablar de un punto de inflexión, ya que las materias primas siguen siendo muy sensibles a la guerra de Ucrania. Tampoco servirá de consuelo a los consumidores que están descubriendo progresivamente el alcance del impacto sobre la factura de la energía.

Sin embargo, con la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en todo el mundo (gráfico 3), cada vez es más posible que los precios de las materias primas empiecen a ajustarse a la baja con la demanda, sobre todo, en el petróleo. Especialmente, debido a la reciente ralentización de China, ya que las políticas de "COVID-cero" están durando más de lo esperado, lo que hace que el objetivo de crecimiento del PIB del 5,5 % del gobierno chino sea prácticamente imposible de alcanzar en 2022 (preveamos un 4,2%). Las ventas minoristas chinas retrocedieron un 1,9% intermensual en marzo y la producción industrial solo aumentó un 0,4% intermensual, lo que genera grandes repercusiones en otros mercados emergentes, especialmente, en los

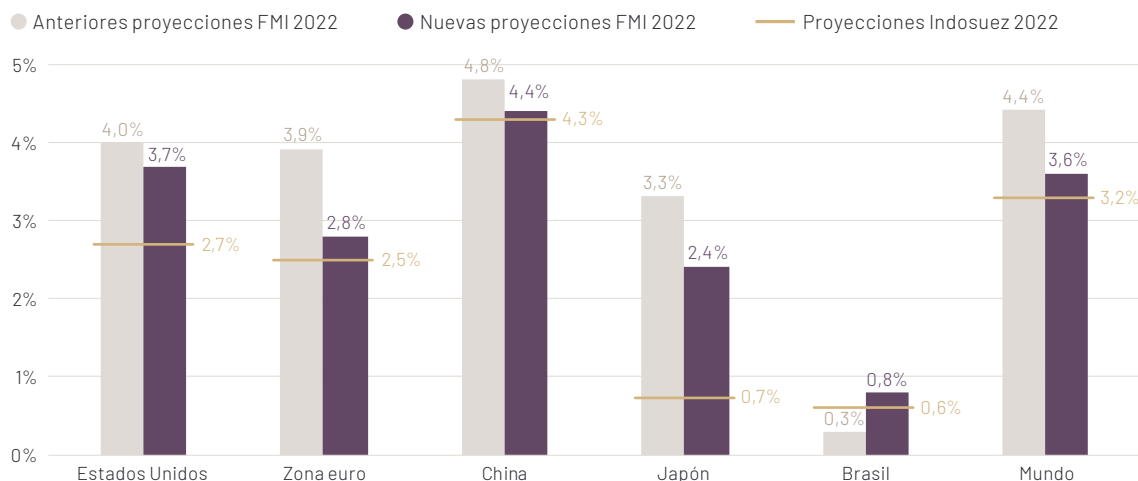
exportadores de materias primas, como Brasil. Este país se ha beneficiado de la subida del petróleo y de la soja, pero las exportaciones brasileñas sufrirán por la caída de la demanda china. En total, China importa el 32% del total de las exportaciones brasileñas, entre las que el 80% son de soja y el 65%, de petróleo. La balanza comercial de Japón registró un fuerte déficit en marzo (cuatro veces mayor que las previsiones del mercado) debido a la desaceleración de las exportaciones a China (del 26% de febrero al 3% de marzo) y el aumento de los precios de la energía encareció las importaciones (un 31%, frente al 15% de las exportaciones totales).

LA INFLACIÓN CONTINUARÁ PRESIONANDO

En general, esperamos una cierta relajación en las materias primas, pero se prevé que, a escala mundial, los precios sigan bajo presión por diversos motivos. En primer lugar, es probable que los recientes confinamientos chinos en centros de actividad manufacturera clave reaviven los problemas de la cadena de suministro y lleven a otra subida de precios. En segundo lugar, el mercado laboral sigue siendo rígido en EE. UU. (tasa de desempleo del 3,6%), el Reino Unido (3,8%) y, en menor medida, en la zona euro (5,8%), sobre todo, por los puestos de trabajo poco remunerados que lleva a un aumento de los salarios nominales en estos sectores.



GRÁFICO 3: PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB, %



Fuentes: FMI, WEO, Indosuez Wealth Management.



Sin embargo, en tercer lugar, la inflación ha alcanzado nuevas cotas en marzo y ya lleva más de seis meses consecutivos de subidas tanto en EE. UU. como en la zona euro (pero sigue moderada en China). Dada la duración de este periodo de alta inflación, se espera que los trabajadores empiecen a exigir aumentos salariales para compensar la rápida subida de los precios, lo que, según un reciente informe del FMI, podría intensificar la presión inflacionista en mayor medida que la rigidez del mercado laboral hasta la fecha. Por último, el aumento de los precios de los alimentos es más "rígido" que el de los precios de la energía, y las inusuales condiciones meteorológicas han aumentado los temores de escasez de alimentos: los precios del trigo han subido un 12% más desde principios de abril (un riesgo para los mercados emergentes, en particular).

En este contexto, la confianza del consumidor de EE. UU. subió inesperadamente a 65,7 en abril de 2022, frente a un mínimo de los últimos once años de 59,4 en marzo, pero las expectativas de inflación del consumo se mantuvieron sin cambios tanto para el año en curso (5,4%) como a cinco años (3%). Esta encuesta de abril solo ofrece pequeñas mejoras en la confianza y los encuestadores admiten que sigue demasiado cerca de los niveles de recesión para resultar tranquilizadora.

Las ventas minoristas de marzo en EE. UU. subieron un 0,5% intermensual (frente al 0,8% de febrero), pero este aumento del gasto de consumo enmascara el efecto de la subida de los precios de la energía (las ventas de gasolina aumentan un 8,9% en el mes), los alimentos y otros bienes, ya que las ventas minoristas no se ajustan a la inflación.

PERSPECTIVA MACROECONÓMICA SESGADA A LA BAJA

Los riesgos para las perspectivas económicas siguen sesgados a la baja, incluso por el posible deterioro de la guerra y/o la escalada de sanciones entre Europa y Rusia. El corte del suministro del gas ruso parece más factible, según el primer ministro italiano (y gracias a los proveedores argentinos), pero el riesgo global de un corte total para la economía se estima en más de un 3% de reducción del valor añadido para Alemania y casi un 4% en Italia, dada la magnitud de las actividades que requieren gran cantidad de gas, según el BCE.

Por último, el segundo semestre de 2022 también estará repleto de importantes hitos políticos: tras las elecciones francesas de abril, Australia se preparará para sus elecciones federales a principios de mayo, seguidas de las elecciones a la Cámara Alta de Japón en julio, las elecciones brasileñas en octubre y, por último, las elecciones de mitad de mandato de EE. UU. en noviembre.

LOS RENDIMIENTOS A CORTO PLAZO EN EE. UU. RECUPERAN SU ATRACTIVO

Tras la marcada revisión de los tipos de interés en un contexto de presiones inflacionistas, parece que los mercados han integrado bien las expectativas de subidas de los bancos centrales. Los mercados de crédito siguen siendo atractivos, con unos fundamentales sólidos que deberían limitar el riesgo de ampliación de los diferenciales.



El tipo de interés estadounidense a 2 años sube cerca

de **100 PB** en un mes, hasta el **2,60%**

BANCOS CENTRALES

Desde finales de 2021, los cambios en la retórica de los principales bancos centrales para hacer frente a las presiones inflacionistas han llevado a los mercados a prever importantes subidas de tipos. Creemos que estas expectativas están justificadas y deberían cumplirse. Así, a finales de año, los tipos de la Fed deberían acercarse al 2,5%. Por parte del BCE, el tipo de interés de depósito debería volver a ser positivo, teniendo en cuenta que es negativo desde 2014 (actualmente -0,50%), incluso si la incertidumbre sigue siendo mayor para el banco central.

CURVA DE RENDIMIENTOS

Tras varios meses de aplanamiento debido a la intención de la Reserva Federal de endurecer las condiciones monetarias y financieras, la pendiente de la curva de rendimientos de EE. UU. podría aumentar en los próximos meses. A continuación, indicamos algunos motivos que podrían llevar a este resultado con hipótesis alcistas y bajistas para los bonos.

Bonos alcistas

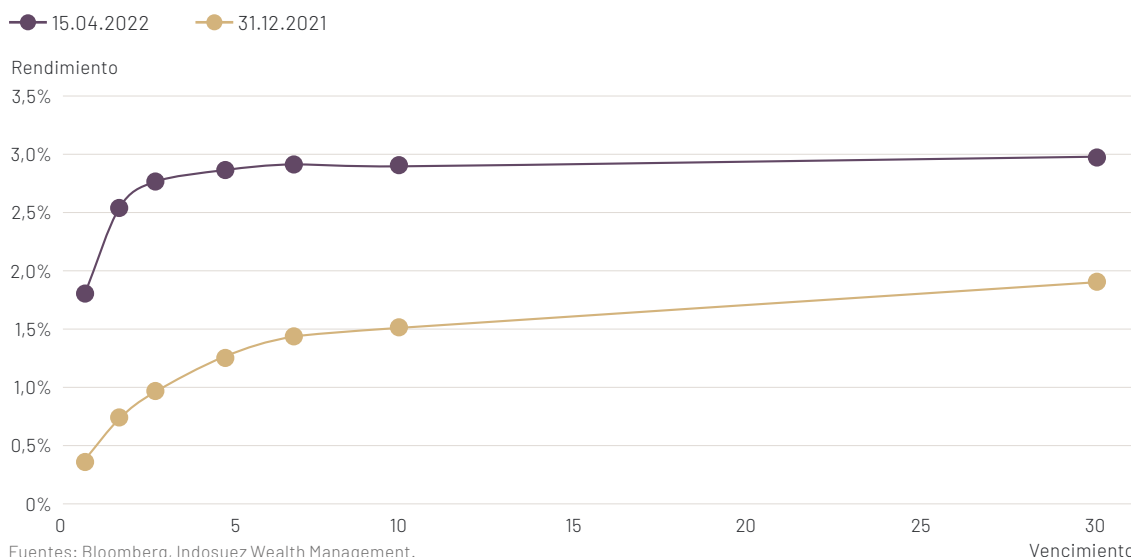
- Es probable que el deterioro de las perspectivas de los consumidores lastre las expectativas de crecimiento, lo que provocará menos subidas de tipos.
- La relajación de las presiones en la cadena de suministro y/o una situación geopolítica menos extrema aliviarían la presión sobre las materias primas y las presiones inflacionistas.

Bonos bajistas

- Expansión de las primas a plazo debido al agresivo endurecimiento cuantitativo.
- “Desanclaje” de las expectativas de inflación a largo plazo.

Si observamos el mercado del Tesoro, las valoraciones parecen cada vez más interesantes (gráfico 4). El extremo corto de la curva estadounidense ofrece actualmente niveles de *carry* atractivos que proporcionan un buen colchón en caso de que los tipos sigan subiendo o si la pendiente de la curva de rendimientos estadounidense aumenta como consecuencia del endurecimiento cuantitativo.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS ESTADOUNIDENSE, DESDE PRINCIPIOS DE 2022, %



En la curva del euro, a pesar del incremento de los rendimientos desde principios de año, los rendimientos que implicarían una situación de equilibrio continúan muy bajos (cerca de 10 pb en un horizonte de 1 año). Por lo tanto, no ofrecen ninguna protección, sobre todo, por la elevada volatilidad de los tipos.

INFLACIÓN

La inflación y sus componentes describen diferencias fundamentales entre EE. UU. y Europa. Las trayectorias resultantes de la inflación (observada y prevista) también explican, en parte, que nuestro posicionamiento sea diferente en sus respectivas curvas de tipos de interés. Con respecto a EE. UU., en el mercado existe el consenso de que estamos cerca del máximo. En marzo, el IPC del país se situó en el 8,5% interanual, un nivel muy elevado, ya que el índice de inflación de “precios rígidos” de la Fed de Atlanta (cesta ponderada de artículos que cambian de precio con relativa lentitud) subió un 4,7% interanual. Sin embargo, la aceleración de los precios podría estar empezando a moderarse, ya que el IPC subyacente (sin la energía y los alimentos) creció a un ritmo más lento en términos mensuales en marzo (+0,3%) que en febrero (0,5%). Europa es otra historia: se espera que la inflación se estabilice en su máximo en los próximos meses (7,4% interanual en marzo). La energía representa una contribución mayor que en EE. UU. y podría ser una fuente de ajuste en un futuro próximo. La vulnerabilidad de la UE en materia de energía y la actual situación geopolítica genera que la visibilidad de los próximos meses sea menor. Además, no puede descartarse totalmente un trastorno energético más pronunciado en este contexto.

Los mercados de la inflación ya descuentan fielmente esta situación. Los *swaps* de inflación, a lo largo de toda la curva, se sitúan por encima del nivel del 2% en ambos mercados y prevén una inflación elevada a corto plazo. La curva de *swaps* europea se ha revaluado considerablemente en el último mes y ahora está invertida. Estos elementos confirman nuestra convicción de que puede que los puntos de equilibrio de la inflación no dispongan ya de mucho más potencial alcista en EE. UU. ni mucha incertidumbre en Europa.

Los puntos de equilibrio de la inflación a 2 y 5 años incluso se han corregido en EE. UU. desde finales de marzo. En consecuencia, los tipos nominales podrían ser propensos a una mayor volatilidad a ambos lados del Atlántico y podrían revisarse al alza en las próximas semanas.

MERCADO DE CRÉDITO

Los mercados de crédito han experimentado una elevada volatilidad en 2022. Los dos motivos principales son la extrema revisión de los tipos subyacentes libres de riesgo desde hace varios meses en la curva estadounidense y, más recientemente, en la UE. El segundo motivo es la crisis geopolítica de Ucrania, que ha empujado al alza los diferenciales. Reiteramos nuestra opinión positiva sobre los mercados de “beta elevada” (deuda europea subordinada y de alto rendimiento), al tiempo que mantenemos la prudencia en la cesta de larga duración.

Los argumentos que sustentan esta opinión son tanto fundamentales como técnicos. En primer lugar, los rendimientos se encuentran en niveles interesantes, especialmente, en el caso del alto rendimiento en euros, cuyos índices han llegado al 4% en las últimas semanas. En segundo lugar, los balances de los emisores muestran unos indicadores sólidos tras la crisis de la COVID-19. En cuanto al apalancamiento, la cobertura de intereses o la liquidez indican que los emisores son sólidos por término medio y que podrían soportar al menos cierto grado de deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Además, las tasas de impago de los últimos 12 meses, y las previsiones de los analistas y las agencias de calificación oscilan entre el 1% y el 2,6%. Las actuales tasas de impago implícitas en los diferenciales se sitúan en el 5,5%, lo que, en nuestra opinión, compensa bien los riesgos actuales descontados. Sin embargo, observamos que los flujos han sido negativos desde principios de año y que en los mercados de alto rendimiento (HY) no se ven nuevas emisiones desde hace ocho semanas.

A pesar del impresionante repunte del MSCI World desde la caída del mercado debido a la invasión rusa, la preocupación por la subida de las materias primas, el aumento de la inflación y la ralentización del crecimiento están reforzando el temor a la estanflación. Es evidente que los bancos centrales han optado por luchar contra la inflación en lugar de apoyar el crecimiento del PIB, lo que ha generado un aumento de los rendimientos a 10 años. El ciclo agresivo de la Fed, unido a la guerra de Ucrania y los confinamientos chinos por la COVID-19, ha añadido cierto riesgo de impacto negativo potencial a los mercados de renta variable y deberían mantener la volatilidad estructuralmente elevada.



En EE. UU. se espera un crecimiento de los beneficios cercano al

10%

ANUAL

BENEFICIOS Y VALORACIÓN

Por un lado, sorprende que continúen las revisiones al alza de las estimaciones de beneficios, un motor positivo para el mercado. Por otro lado, parece que estas revisiones positivas están lideradas, principalmente, por los sectores del petróleo y las materias primas, mientras que las expectativas de beneficios de la industria y el consumo siguen cayendo para el 1T de 2022. Asimismo, los indicadores adelantados, como los ratios anteriores a la presentación de resultados o el ratio de subidas/bajadas, apuntan a la baja, lo que implica que la temporada de resultados del 1T de 2022 debería ser heterogénea.

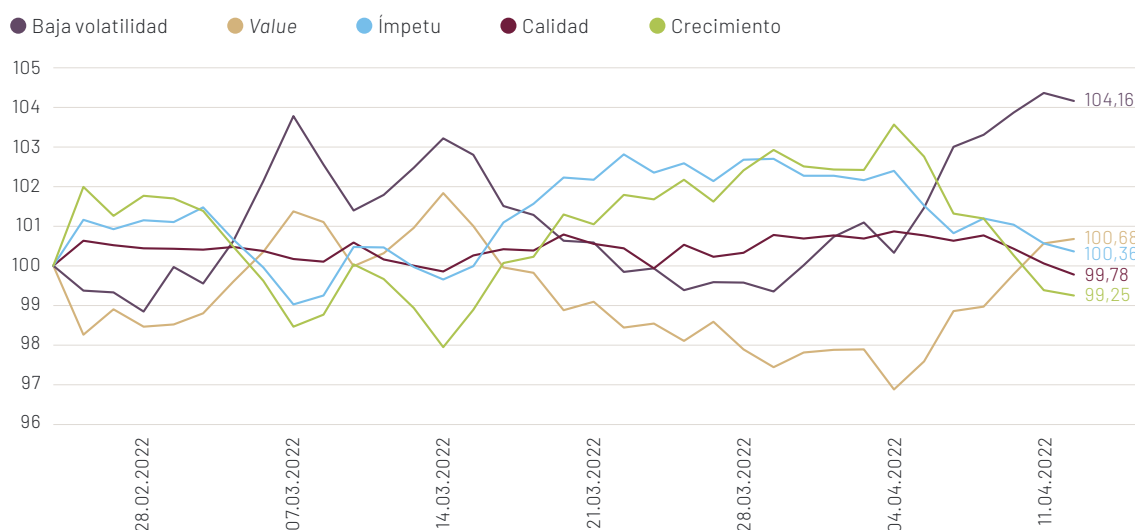
Las valoraciones, que habían vuelto a niveles más interesantes, han empeorado considerablemente. El fuerte repunte del rendimiento a 10 años ha deteriorado rápidamente la prima de riesgo de la renta variable y los rendimientos reales, aunque el nivel absoluto en términos de PER ya está integrando un descuento nada despreciable (principalmente, en Europa y los mercados emergentes).

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense parece más inmune a la guerra de Ucrania por su distancia geográfica y su menor dependencia de las importaciones de petróleo y gas. Además, el consenso de los analistas sigue esperando un crecimiento de los beneficios cercano al 10% anual en los próximos dos años. Sin embargo, el mercado estadounidense está sufriendo por la política monetaria cada vez más agresiva de la Fed, que está llevando los tipos a largo plazo a máximos de los últimos 3 años.

Esta subida de los tipos a largo plazo genera una gran volatilidad en las acciones de Crecimiento, en las que somos más prudentes. Por lo tanto, se espera que las acciones de Calidad se comporten mejor si llega una fase descendente del ciclo económico (gráfico 5).

GRÁFICO 5: RENTABILIDAD RELATIVA MSCI US FACTORES



Nota: El giro alcista de la Fed ha favorecido a las acciones Value. Además, desde la invasión rusa, no es de extrañar que la Calidad y la Baja Volatilidad hayan recuperado cierto ímpetu.

Fuentes: Bloomberg, MSCI, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

La incertidumbre económica sigue prevaleciendo en Europa debido a las consecuencias de la guerra de Ucrania (trastornos en la cadena de suministro, y aumento de los costes de la energía y las materias primas).

En consecuencia, preferimos ser más prudentes en los mercados europeos: por un lado, la cotización es más barata (respecto a sus propias medias históricas, EE. UU. y/o los mercados de renta fija), pero, por otro lado, aún nos esperan las probables rebajas del BPA a medida que nos adentremos en la temporada de resultados del 1T de 2022.

En este contexto, confirmamos nuestra preferencia relativa por los mercados británicos, nórdicos y suizos, en detrimento de los mercados de la zona euro.

MERCADOS EMERGENTES

China ha sufrido su peor brote de COVID-19 desde el 1T de 2020, por lo que las autoridades de las principales ciudades han vuelto a aplicar políticas de "COVID cero" y confinamientos en ciudades enteras. Esta política de tolerancia cero a la COVID-19 ha repercutido en las perspectivas de China para 2022 y ha dado lugar a una rebaja de las previsiones de crecimiento.

En este momento, las autoridades chinas mantienen su sesgo de relajación monetaria y fiscal. Esperamos una nueva relajación monetaria por parte del Gobierno chino en las próximas semanas (posiblemente, recortes de los tipos de interés).

A pesar de la elevada volatilidad actual de los mercados de renta variable asiáticos, seguimos centrados en los fundamentales corporativos reales y mantenemos una postura optimista para 2022.

ESTILO: ¿SE DISOCIARÁN EL CRECIMIENTO Y LA CALIDAD?

La volatilidad va a seguir siendo elevada en el nuevo régimen de mercado, lo que implica una prima para las acciones de Calidad y baja volatilidad. Consideramos que los márgenes altos y estables, el fuerte poder de fijación de precios, el sólido balance y el crecimiento estable son temáticas representativas de este universo de "Calidad". Sin embargo, también consideramos los "dividendos estables y crecientes" son otra fuente de alfa en este entorno, así que integramos esta temática en nuestro enfoque global de "Calidad".

En cuanto al *Value*, continuamos manteniendo una parte importante de la exposición en acciones del petróleo y las materias primas, animados por las importantes revisiones de los beneficios. Sin embargo, seguimos preocupados por algunos sectores cíclicos del *Value*.

El estilo *Value* seguirá siendo muy volátil mientras los riesgos geopolíticos sean dominantes, aunque puede ofrecer un gran atractivo, sobre todo, si se combina con valores de Calidad en una estrategia de riesgo compensado.

El yen japonés se debilita hasta mínimos de varias décadas debido a un banco central más decidido que nunca a volver a inflar la economía. El yuan chino empieza a ceder terreno, mientras que el euro sigue sometido a presión por la guerra y su posible recuperación se retrasa, en el mejor de los casos, hasta el 2S. El oro rompe su correlación con los rendimientos reales y no se vislumbra nada en el horizonte que impida un alza de las monedas ligadas a las materias primas.



EL EURO
se mantiene
obstinado y
DÉBIL

JPY

En caída libre sin paracaídas.

El yen japonés se ha desplomado y sigue en caída libre en el momento de escribir este artículo. La causa es la baja inflación, que impide que el Banco de Japón (BJ) pueda endurecer su política. El problema, sin embargo, no es el aumento de los costes: la subida de los precios de la energía (que Japón importa en gran medida) y el hundimiento del yen están aumentando los precios al por mayor al ritmo más rápido de los últimos 40 años.

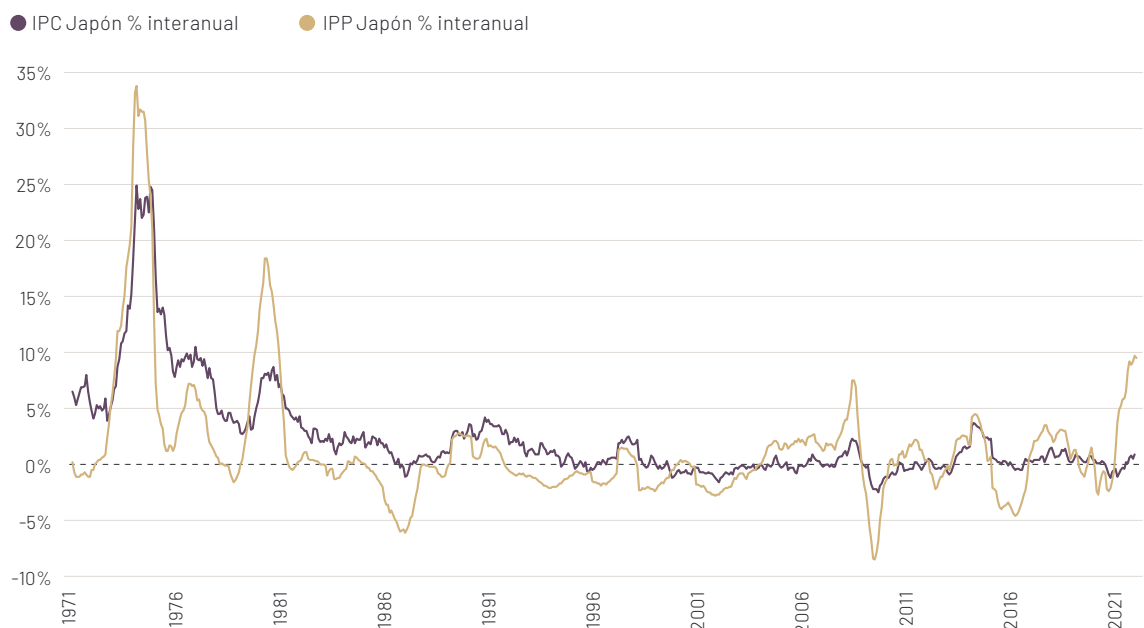
Sin embargo, dos décadas de inflación ultrareducida han destruido la capacidad de las empresas japonesas para repercutir el aumento de los costes en los consumidores. ¿El resultado? Un índice de precios a la producción (es decir, los costes de las empresas) disparado, pero un índice de precios al consumo anclado en la moderación. Hasta que las empresas japonesas no abandonen sus hábitos, habrá pocos incentivos para que el BJ y el Gobierno coloquen un paracaídas a un yen a la baja (gráfico 6).

EUR

La recuperación se retrasa hasta el 2S.

A pesar de los múltiples intentos de superar el 1,12 en el EUR/USD, alimentados por la reticencia del BCE a adoptar una política acomodaticia y los intentos fallidos de una paz negociada en Ucrania, el euro sigue obstinadamente en un nivel débil y amenaza con poner a prueba los mínimos de los últimos 20 años, en el 1,06 y el 1,03. A medida que los mercados abandonan la esperanza de un alto el fuego en Ucrania, parece que las posibilidades de recuperación se retrasan hasta el 3T/4T de 2022, momento en que la perspectiva de que los tipos de depósito del BCE vuelvan a cero puede generar la vuelta del efectivo, que huyó cuando los tipos pasaron a ser negativos por primera vez en 2014.

GRÁFICO 6: ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO (IPC) DE JAPÓN FRENTE AL ÍNDICE DE PRECIOS A LA PRODUCCIÓN (IPP), INTERANUAL, %



Fuentes: Bloomberg, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación de Japón, Indosuez Wealth Management.

CNY

El rendimiento relativo superior se disipa.

Por fin, el yuan ha sucumbido a la toma de beneficios prevista desde hace tiempo tras su continua fase de fortalecimiento regional. El Banco Popular de China (BPC) ha reaccionado a la presión del establecimiento diario del tipo de cambio, mientras que el yen japonés ha recibido un duro golpe y se ha convertido en un claro motivo de preocupación en relación con la competitividad de las exportaciones en Asia.

Dados los temores de desaceleración del crecimiento del PIB chino por los confinamientos, los estímulos en forma de flexibilización de la política monetaria del RRR (coeficiente de reservas obligatorias) estarán pronto sobre la mesa. En este sentido, la prima del rendimiento de la deuda pública a 10 años, antes interesante, frente a los rendimientos estadounidenses a 10 años se ha reducido a cero.

Desde la perspectiva de los gráficos técnicos, el reciente repliegue de recuperación orquestado en el USD/CNY, por encima de 6,3850, sugiere ahora una corrección más profunda hacia la zona de resistencia de 6,50 como mínimo, mientras el FOMC sube tipos de forma agresiva.

DIVISAS DE LAS MATERIAS PRIMAS

Imparables.

La fragmentación de los mercados mundiales de la energía y las materias primas, el aumento de las barreras comerciales mediante sanciones o aranceles, y la reanudación del afán de "autoabastecimiento" solo pueden significar que el aumento de los precios de las materias primas ha llegado para quedarse, incluso si Rusia y Ucrania alcanzan la paz. Sobre esta base, dado que todavía cotizan un 20% por debajo de sus máximos ponderados por el comercio del anterior auge de las materias primas de 2012/2013, es probable que el dólar australiano, el dólar canadiense y la corona noruega sigan fortaleciéndose.

La elevada inflación y la buena salud de las economías están animando a los "halcones" de sus bancos centrales a subir los tipos, lo que significa que el apoyo monetario viene de la mano de los flujos comerciales. Puede que aún tardemos en hablar de un techo en estas divisas.

ORO

Ruptura de la correlación con los rendimientos reales.

La correlación entre el precio del oro en dólares y los rendimientos reales a largo plazo de EE. UU. parece haberse roto, al menos por ahora. Mientras los rendimientos reales a 10 años en EE. UU. han subido al 0% por primera vez desde el inicio de la pandemia (partiendo de un mínimo del -1,2%), el oro ha mantenido sus ganancias por encima de los 1.900 dólares e incluso ha puesto a prueba el nivel de 2.000 dólares este mes. Observamos dos factores de apoyo, empezando por una prima de riesgo geopolítica de unos 200 dólares/onza por la guerra de Ucrania. En segundo lugar, y más importante, es probable que los actuales rendimientos reales, muy negativos, en términos de efectivo (la inflación de EE. UU. se dispara al 8,5% interanual, mientras que el efectivo a 1 mes sigue rindiendo menos del 1%) estén provocando una "revalorización" del precio del oro. En otras palabras, los rendimientos reales son un indicador que varía en un rango, mientras que los precios del oro pueden subir interminablemente con los precios reales de la economía, por lo que es natural que ocurra una ruptura así. Es difícil afirmar hasta dónde pueden llegar en un futuro previsible, de hecho, incluso hay más probabilidades de que corrijan, pero si los inversores creen (o temen) que la inflación es más probable que la desinflación, la prudencia aconseja ponerse corto.

07 • Asignación de activos

ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN



El crecimiento mundial debería situarse entre

**EL 3% y
EL 3,5%**
en 2022

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** revisado a la baja en la mayoría de las regiones, lo que refleja tanto la inflación de las materias primas como las incertidumbres geopolíticas que afectan a la confianza de las compañías y los consumidores, así como la política “COVID cero” y el desapalancamiento en China. El crecimiento mundial debería situarse entre el 3% y el 3,5% en 2022, con un cuasiestancamiento en algunas economías de la zona euro en el 2S-2022 y un mejor comportamiento de EE. UU. gracias a una economía interna más sólida y una menor dependencia energética. La política fiscal seguirá siendo relajada mientras se aceleran los planes de inversión en seguridad, defensa y transición energética.
- **Inflación:** en torno al 6% en EE. UU. y Europa en 2022, con riesgo de una meseta más larga y una disminución más lenta de lo previsto, lo que pone en peligro la hipótesis de un IPC subyacente del 2,5% en 2023. Con una inflación elevada durante más tiempo del previsto, esperamos una mayor probabilidad de efectos indirectos sobre los salarios (especialmente en EE. UU.).
- **Bancos centrales:** aceleración de las subidas de tipos para esquivar las presiones inflacionistas; se espera que el BCE abandone los tipos negativos en el 2S-2022, mientras que los tipos de los fondos federales deberían alcanzar el 2,5%

antes de finales de año, con una subida del 0,5% en mayo. Los bancos centrales de los mercados emergentes seguirán subiendo tipos, pero pueden terminar cuando las economías avanzadas comiencen. La reducción del balance en EE. UU., que comenzará a principios del verano, pone en peligro la parte larga de la curva.

- **Beneficios y márgenes:** lógicamente, el crecimiento del BPA debería revisarse a la baja por la ralentización del crecimiento y la mayor presión sobre los márgenes, pero el ímpetu de la revisión de los beneficios ha sido resistente hasta ahora, paradójicamente. Prevedemos que el crecimiento del BPA se estancará en la zona euro, pero será más resistente, en torno al 5%, en EE. UU. Continúan las revisiones negativas en China, frente a la recalificación de los exportadores de materias primas en el mundo emergente.
- **Riesgos geopolíticos:** nivel de riesgo elevado, con la posible prolongación del conflicto en Ucrania, y elevadas incertidumbres electorales en la zona euro. En este contexto, los inversores institucionales prefieren la renta variable estadounidense a la europea. En el 2S volverá el riesgo político en Japón y EE. UU., con las elecciones de mitad de mandato. Dentro de Europa, el Reino Unido y Suiza se consideran el punto óptimo de diversificación.

CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN

- Enfoque neutral sobre los activos de riesgos en las carteras.
- Una parte de la exposición a la renta variable se ha reasignado de la zona euro a la renta variable británica, suiza y estadounidense.
- En este contexto, se prefiere la Calidad, el *Value* y los dividendos a los valores de Crecimiento y de larga duración; los valores cíclicos, como los industriales, siguen siendo vulnerables por el aumento de los costes de producción.
- Se mantiene una duración moderada, ya que el endurecimiento de la política monetaria podría volver a aumentar la pendiente de las curvas de tipos; se prioriza la parte corta de la curva estadounidense, donde el *carry* puede compensar los movimientos adversos de los tipos.
- Dentro del crédito, el riesgo idiosincrático crece, pero no se vislumbran oleadas de impagos y refinanciación en el horizonte. Mantenemos la opinión optimista sobre los bonos financieros y de alto rendimiento de corta duración.
- Todavía es pronto para ver una debilidad del dólar estadounidense frente al euro y para comprar deuda emergente en divisa local, pero la fortaleza del dólar debería desaparecer, y se prevé que el yuan empiece a debilitarse moderadamente para reflejar los factores adversos macroeconómicos y una política monetaria más acomodaticia.

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 21 DE ABRIL DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	2,91%	53,77	139,94
Francia 10A	1,40%	42,30	120,70
Alemania 10A	0,95%	41,60	112,70
España 10A	1,90%	48,50	133,30
Suiza 10A	0,89%	38,50	102,60
Japón 10A	0,25%	2,30	18,20

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	36,27	-0,68%	-7,52%
Deuda pública EUR	207,49	-2,02%	-5,06%
Deuda corporativa EUR (HY)	202,55	-0,75%	-5,19%
Deuda corporativa USD (HY)	309,71	-1,75%	-6,83%
Deuda pública EE. UU.	301,63	-1,86%	-5,82%
Deuda corporativa emergente	45,35	-1,97%	-11,08%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,0329	0,97%	-0,44%
GBP/USD	1,3030	-1,19%	-3,71%
USD/CHF	0,9533	2,48%	4,43%
EUR/USD	1,0834	-1,48%	-4,71%
USD/JPY	128,38	4,93%	11,56%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	22,68	1,01	5,46

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.393,66	-2,80%	-7,82%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.627,95	2,15%	3,30%
Stoxx Europe 600	461,57	1,88%	-5,38%
Topix	1.928,00	-2,70%	-3,23%
MSCI World	2.959,92	-2,68%	-8,41%
Shanghai SE Composite	3.995,83	-6,01%	-19,12%
MSCI Emerging Markets	1.086,93	-4,40%	-11,78%
MSCI Latam (América Latina)	2.571,06	-2,53%	20,71%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	230,40	-1,52%	-16,43%
MSCI Asia Ex Japan	686,84	-5,09%	-12,98%
CAC 40 (Francia)	6.715,10	2,43%	-6,12%
DAX (Alemania)	14.502,41	1,60%	-8,70%
MIB (Italia)	24.805,62	1,66%	-9,29%
IBEX (España)	8.814,60	6,13%	1,16%
SMI (Suiza)	12.301,33	1,40%	-4,46%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	5.159,00	4,33%	13,43%
Oro (USD/Onza)	1.951,62	-0,31%	6,69%
Crudo WTI (USD/Barril)	103,79	-7,61%	38,00%
Plata (USD/Onza)	24,62	-4,94%	5,43%
Cobre (USD/Tonelada)	10.285,00	-0,62%	5,81%
Gas natural (USD/MMBtu)	6,96	28,81%	86,51%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

ENERO DE 2022	FEBRERO DE 2022	MARZO DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 21.04.2022
7,29%	4,73%	12,25%	2,15%	20,71%
2,43%	0,39%	3,58%	1,88%	3,30%
1,08%	-0,08%	3,15%	-1,52%	-3,23%
-1,93%	-0,47%	2,52%	-2,53%	-5,38%
-3,12%	-2,40%	0,77%	-2,68%	-7,82%
-3,88%	-2,65%	0,61%	-2,70%	-8,41%
-4,84%	-3,06%	-2,52%	-2,80%	-11,78%
-5,26%	-3,14%	-2,93%	-4,40%	-12,98%
-5,34%	-3,36%	-6,84%	-5,09%	-16,43%
-7,62%	-10,33%	-7,84%	-6,01%	-19,12%

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 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.

Estañflación: Se refiere a una economía que experimenta simultáneamente un aumento de la inflación y un estancamiento de la producción económica.

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

FMI: Fondo Monetario Internacional.

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

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

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

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

IRENA: Agencia Internacional de Energías Renovables.

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

ISR: Inversión sostenible y responsable.

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

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

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

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

OMC: Organización Mundial del Comercio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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 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, 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, 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, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-G07 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley 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 Muhair 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 fotocoparse, 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 22.04.2022.

