



MONTHLY HOUSE VIEW

Noviembre de 2022

El veneno de la subida de tipos: ¿vuelve el efecto dominó?

• Índice

01• Editorial	P3
EL VENENO DE LA SUBIDA DE TIPOS: ¿VUELVE EL EFECTO DOMINÓ?	
02• Focus	P4
¿SE LIBRARÁ BRASIL DE LA DESACELERACIÓN MACROECONÓMICA MUNDIAL?	
03• Macroeconomía	P6
EL PIB SE REvisa A LA BAJA Y LA INFLACIÓN SE REvisa AL ALZA	
04• Renta fija	P8
LA CRISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL REINO UNIDO: UNA NUEVA PRUEBA PARA LA CREDIBILIDAD DE LOS BANCOS CENTRALES	
05• Renta variable	P10
LA PRÓXIMA TEMPORADA DE PUBLICACIÓN DE RESULTADOS, EN EL PUNTO DE MIRA	
06• Divisas	P12
TURBULENCIAS EN 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

EL VENENO DE LA SUBIDA DE TIPOS: ¿VUELVE EL EFECTO DOMINÓ?

“Los hombres solo aceptan el cambio resignados por la necesidad y solo ven la necesidad durante las crisis” Jean Monnet, Memorias (1976).



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

Estimado/a lector/a:

Una crisis económica puede enmascarar una crisis financiera. Mientras todas las miradas están centradas en la trayectoria de la inflación y el riesgo de recesión, la subida de los tipos de interés parece actuar como un veneno lento y silencioso que sigue filtrándose en los balances de los operadores financieros. Al menos hasta que el estruendo de las señales de un crac devuelva a los bancos centrales a su papel de prestamista de última instancia.

Los fondos de pensiones del Reino Unido debieron sentir cierto alivio cuando el tipo a 30 años volvió a bajar tras el nombramiento de un nuevo ministro de Economía y el rechazo del indefendible plan fiscal del Gobierno, aunque rozamos una perturbación a gran escala.

La situación podría haber provocado un efecto dominó: afectados por los ajustes masivos de los márgenes de garantía (*margin call*) en aumento, los fondos de pensiones se habrían encontrado sin liquidez, lo que les habría obligado a vender una amplia gama de valores a toda prisa. Esto es, en parte, lo que ocurrió. La perturbación de los tipos de interés se transformó en pánico financiero, lo que transmitió el riesgo a las contrapartes del mercado. Por si fuera poco, los fondos inmobiliarios británicos no habrían podido atender las solicitudes de reembolso y habrían suspendido su cotización: un cóctel ideal para generar una crisis financiera similar a la crisis de los fondos del mercado monetario dinámico del verano de 2007.

¿Qué señales de alarma podemos extraer de estos últimos acontecimientos? En primer lugar, el hecho de que cada cambio de régimen pone de manifiesto los puntos débiles del sistema anterior. El último régimen se caracterizó por la búsqueda de rendimiento “a toda costa” y la dificultad de aceptar un ajuste a la baja de las expectativas de rentabilidad, ante unos tipos bajos y una inflación nula. La marcada subida de los tipos ha pillado desprevenidos a todos los agentes que habían acumulado un importante apalancamiento o habían renunciado precipitadamente a la liquidez.

En segundo lugar, el hecho de que todo régimen de mercado va acompañado de su escuela de pensamiento y su sistema de creencias. Una de las creencias más arraigadas del régimen anterior era el apoyo inquebrantable de los bancos centrales a los agentes del sector privado y del sector público.

Otra era la idea de que los bancos centrales hacían sostenible la deuda, la misma en la que los inversores institucionales se vieron obligados a desempeñar un papel continuo. Sin embargo, los bancos centrales siguen centrados en la lucha contra la inflación y, para mantener su credibilidad (y la de su moneda), no deben ceder fácilmente ante aquellos gobiernos que se ven tentados a recurrir a las medidas fiscales con la ayuda de la política monetaria. Sin embargo, los riesgos macrofinancieros pueden poner en duda esta actuación rápidamente y sacudir a los bancos centrales para que vuelvan a desempeñar su función general de apagafuegos.

Como consecuencia, al principio de cada crisis financiera, vuelve a surgir la esperanza de que las autoridades monetarias se harán cargo de la factura y que las instituciones internacionales cuidarán de los más vulnerables, lo que refleja el anhelo secreto del mercado: que la crisis se agrave tanto que la Fed se vea obligada a realizar un giro de política. Sin embargo, la imagen no tiene en cuenta la postura de un banco central cuya credibilidad está en juego y que está aún más decidido a evitar que el pleno empleo y la inflación se debiliten.

Por lo general, toda crisis es una fase de capitulación que ofrece oportunidades de inversión excepcionales, cuando el pesimismo extremo conduce a valoraciones bajas e irracionales. Tal vez aún no hayamos llegado a este punto, pero es probable que sea inminente. Una de las lecciones aprendidas de las crisis anteriores sobre este punto es que, a veces, estas se asemejan a sacudidas sísmicas, con réplicas y trastornos sucesivos. 1992 antes de 1993. México antes de Asia. Bear Stearns antes de Lehman. Salir de una crisis sin depurar ni revisar el sistema puede ser efímero.

Todo ello sugiere que podría ser mejor vender en un repunte de alivio que precipitarse en creer en un repunte de fin de año que podría no darse, a pesar de las evidentes oportunidades. La resistencia y la paciencia han sido indudablemente necesarias a lo largo de este año tan difícil, pero puede que se vislumbre en el horizonte un año muy positivo para los activos de rentabilidad.

Disfruten de la lectura. Les deseo un otoño estupefaciente.

¿SE LIBRARÁ BRASIL DE LA DESACELERACIÓN MACROECONÓMICA MUNDIAL?

Adrien ROURE
Investment Strategy
Analyst

Mientras el FMI recorta el crecimiento en todo el mundo, en los últimos seis meses ha elevado el crecimiento de Brasil de 2022 en 2 sólidos puntos porcentuales, hasta el 2,8%. Es indudable que, el próximo año, la economía brasileña se desacelerará. Aunque este contexto, unido a las próximas elecciones presidenciales, puede generar ruido a corto plazo, los activos brasileños pueden seguir ofreciendo oportunidades de inversión, especialmente, en el universo de la renta fija.

LA ECONOMÍA BRASILEÑA HA TENIDO UN BUEN COMPORTAMIENTO...

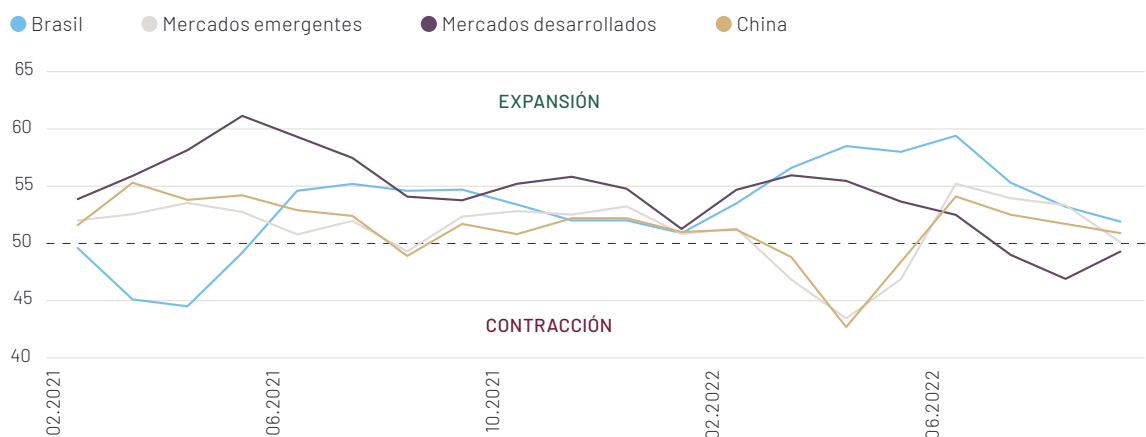
Son diversos los factores que pueden explicar el sorprendente comportamiento de la economía brasileña en el primer semestre de 2022. Está más aislada de las turbulencias geopolíticas de Europa Occidental. Además, al ser uno de los principales exportadores de materias primas, se ha beneficiado de la subida de los precios de la energía, el petróleo en particular, y de los productos agrícolas. Esta ventaja, combinada con una relación de intercambio favorable, ha dado lugar a un aumento de la balanza comercial de Brasil, al tiempo que ha favorecido un saldo primario de las administraciones Públicas¹ positivo (aproximadamente, el 2% del PIB en agosto), gracias al incremento de la recaudación de impuestos y los cánones del petróleo. Además, el consumo de los hogares, que representa más del 60% del PIB, ha resistido bien, apuntalado por el creciente apoyo fiscal del plan *Auxílio Brasil* y los recortes fiscales que han protegido a los consumidores de la elevada inflación.

La resistencia del mercado laboral ha sido un factor de apoyo: la creación de empleo en los servicios y la construcción ha favorecido un desempleo inferior al 10% (su mínimo desde enero de 2016).

... AUNQUE INDUDABLEMENTE SE SUMARÁ A LA DESACELERACIÓN MUNDIAL

Aunque parezcan buenos tiempos, los últimos indicadores económicos adelantados de Brasil apuntan a una futura desaceleración de la actividad económica. El PMI Composite sigue en territorio de expansión (gráfico 1), pero se ha ralentizado de los 59 puntos de junio a 52 en septiembre. Aunque es difícil esperar un cese total de las ayudas fiscales poco después de las elecciones presidenciales, es probable que la demanda se ralentice. Los hogares se verán afectados tanto por la erosión de su ahorro preventivo como por la subida de los tipos de interés, lo que les obligará a reducir su endeudamiento, que alcanzó su máximo en julio, con un 53% del PIB.

GRÁFICO 1: TRAS UN ASOMBROSO 1S EN EL 2022, LOS INDICADORES ECONÓMICOS ADELANTADOS SE RELAJAN, PUNTOS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

1- Saldo de las administraciones públicas, excluyendo los pagos de intereses de la deuda del sector público.

La contribución de las exportaciones al crecimiento también disminuirá. Aunque la cuota de las exportaciones en el PIB de Brasil (20%) es inferior a la media mundial (43%), la economía brasileña sigue siendo sensible a la evolución del comercio mundial, en particular, a la actividad de China, que por sí sola representa un tercio de sus exportaciones. La estrategia de "COVID cero" de este último y la actual desaceleración inmobiliaria constituyen indudablemente un riesgo bajista para Brasil, ya que reduce la demanda de metales industriales y petróleo. Sin embargo, existen factores favorables: la voluntad de la OPEP+ de establecer un suelo implícito en los precios del petróleo debería prestarle cierto apoyo, mientras que el país también podría ser considerado como una alternativa a Ucrania para las materias primas agrícolas y permitir a China reducir su dependencia de EE. UU. Por ello, prevemos que el crecimiento del PIB alcanzará el 1,4% el próximo año.



LA CURVA DE RENDIMIENTOS brasileña ofrece un MEJOR CARRY

EL BCB: ¿UN MODELO MUNDIAL EN LA LUCHA CONTRA LA INFLACIÓN?

La inflación general en Brasil ha tocado techo y se sitúa ahora en el 7,2% interanual (frente a su máximo del 12% en abril), mientras que la inflación subyacente también ha empezado a descender, del 9,7% de hace tres meses al 8,6% de septiembre. Aunque estas cifras siguen alejadas del objetivo del banco central y también están desinfladas artificialmente por los recortes fiscales y las subvenciones, han permitido al Banco Central do Brasil (BCB) poner fin al ciclo de subidas de tipos monetarios más brusco y preventivo entre las principales economías.

El banco central debería permanecer a la espera un tiempo, aunque el mercado ya ha empezado a descontar los recortes del próximo año y el tipo a dos años ha retrocedido del 14% al 12,2% en el último trimestre. Hasta ahora, Brasil ha sido un modelo de gestión de la inflación y de la combinación de políticas, y un recorte de los tipos de interés Selic en 2023 sería oportuno en el contexto de una economía en desaceleración y de reducción del apoyo fiscal.

¿QUÉ CONCLUSIONES PUEDEN EXTRAER LOS INVERSORES?

Respecto a las próximas elecciones, si el candidato de izquierdas, Lula da Silva, —considerado el más propenso a desbaratar la política fiscal— resultara vencedor, las elecciones legislativas probablemente reforzarían el peso de los partidos liberales y centristas en el parlamento, lo que reduciría el riesgo de desviaciones presupuestarias, ya que le obligarían a pactar concesiones.

Aunque el riesgo fiscal se ha reducido, aún no ha desaparecido, con independencia del resultado de las elecciones. Ambos candidatos abogan por remodelar/eliminar el techo de gasto que limita el crecimiento del gasto público a la inflación del año anterior. En definitiva, el ratio deuda/PIB (del 90% en el pico de la pandemia al 77% actual) podría volver a aumentar.

Teniendo presentes estos riesgos, la curva de rendimientos brasileña ofrece un atractivo relativo: tipos reales positivos y un mejor *carry* con probables recortes futuros de tipos, lo que convierte a Brasil en uno de los pocos países en los que resulta interesante obtener duración. Para los inversores en dólares estadounidenses, aumentar la exposición a la deuda local también puede ser una opción para diversificar su riesgo cambiario y apostar por una reversión media del billete verde en 2023/2024 (aunque es vulnerable al riesgo político y a las bajadas de tipos). Además, aunque la deuda exterior de Brasil es del 40%, solo el 4% de los bonos del Estado está en manos extranjeras, lo que limita el riesgo de una caída masiva en caso de fuga de inversores extranjeros.

Tras un año de auge con un crecimiento de los beneficios de dos dígitos, las valoraciones de las acciones parecen baratas, sobre todo, porque los analistas ya prevén una caída de los beneficios por acción (BPA) del 11% el próximo año. La renta variable brasileña supone una interesante opción *value* en caso de que el inversor quiera protegerse de un panorama posible de estanflación persistente con materias primas a precios elevados. Sin embargo, hay que tener en cuenta varios factores de riesgo, tanto cíclicos (la dependencia de las perspectivas de las materias primas y la mayor parte del resultado de las elecciones puede estar ya descontado), como estructurales (la capacidad de Brasil para las reformas, en particular, simplificando su complejo marco fiscal).

EL PIB SE REVISA A LA BAJA Y LA INFLACIÓN SE REVISA AL ALZA

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

Es evidente que el contexto macroeconómico es difícil, viendo que el crecimiento se ha recortado de forma casi generalizada, especialmente para 2023. A pesar de este descenso cíclico, la inflación persiste. No todo es pesimismo, ya que países como Brasil y la India tienen trayectorias de crecimiento que han ido a la par, pero el crecimiento del PIB mundial será inferior al 3% en 2023.

EE. UU.: UN CRECIMIENTO INFERIOR A LA MEDIA AMORTIGUARÁ LA INFLACIÓN

A pesar de los dos trimestres de crecimiento negativo del PIB, esperamos un repunte en el 3T de 2022 en EE. UU. impulsado por la volatilidad de las existencias, una mejora de la balanza comercial y un gasto de consumo personal todavía resistente gracias a que el mercado laboral, las tarjetas de crédito y el ahorro siguen siendo favorables. En 2023, el consumo estadounidense perderá poco a poco estos factores de apoyo. El sector inmobiliario, indicador adelantado del ciclo económico de EE. UU., está empezando a notar el pleno efecto de las subidas de los tipos de interés de la Fed, con unos tipos hipotecarios cercanos al 7%. La venta de viviendas ha bajado un 20% interanual y seguirá cayendo.

Resulta alentador que la inflación haya descendido por segundo mes consecutivo en el país (al 8,2% interanual en septiembre), pero la inflación subyacente (que excluye los alimentos y la energía) aumentó (6,6% interanual), sustentada por la venta y el alquiler de viviendas. Aunque los precios de la vivienda no empezaron a bajar hasta junio (un 21% interanual en julio), su impacto en el componente de la inflación relativo a la venta y el alquiler de viviendas lleva más de un año de retraso. La "rigidez" de los precios puede explicar en parte el nuevo aumento de las expectativas de inflación a 12 meses de los consumidores en octubre. Aún es pronto para descartar una espiral prolongada de precios y salarios, aunque la inflación total haya alcanzado su máximo en el 3T.

La economía estadounidense se encamina hacia un crecimiento prolongado inferior a la media (por debajo del 1% en 2023), lo que debería contribuir a moderar aún más la inflación, si se suma a su autonomía energética y el desbloqueo continuado de los cuellos de botella de la oferta. Han empezado a verse signos de deterioro en el mercado laboral estadounidense: la relación entre ofertas de empleo y desempleados —seguida de cerca por la Fed para evaluar la rigidez del mercado laboral— cayó a 1,67 ofertas de empleo por cada trabajador disponible. El crecimiento de los salarios puede haber alcanzado su máximo en septiembre (hasta el 6,3% interanual), pero sigue teniendo una base amplia en un mercado laboral que se mantiene sólido.

UE: PERSISTE EL RIESGO DEL EXPERIMENTO BRITÁNICO

En la zona euro, la producción industrial superó las expectativas (1,5% intermensual en agosto), sobre todo, gracias a la relajación de las limitaciones de la oferta en los sectores del automóvil francés y español, lo que genera un riesgo de impacto positivo en el PIB del 3T y se suma a su temporada turística estelar. La inflación general europea ya supera a la estadounidense (10,1% interanual) y la inflación subyacente (que excluye los alimentos y la energía) se refuerza hasta el 4,8% interanual. Los precios de producción llegan al 45% interanual en la zona euro (frente al 10% de EE. UU.), lo que sitúa a las empresas en una desventaja competitiva real, apenas amortiguada por la debilidad del EUR/USD.



Los tipos hipotecarios de EE. UU. se acercan al 7%

La crisis energética y la coordinación de las políticas son los principales factores de riesgo para Europa. Como subraya la situación del Reino Unido, los escudos gubernamentales pueden menoscabar las acciones de los bancos centrales contra la inflación, así como la sostenibilidad de los ratios de deuda pública. En este sentido, el nuevo “escudo fiscal” alemán ha sido una medida audaz: un paquete de 200.000 millones de euros (5% del PIB). Sumadas a las recientes medidas anunciadas por la Comisión Europea para limitar los precios del gas y de la electricidad, estas reformas fiscales mejoran nuestras previsiones para 2023, inferiores al consenso, ya que limitarán el impacto de la crisis energética sobre el poder adquisitivo (gráfico 2). Sin embargo, la magnitud del paquete alemán pone de manifiesto la desigualdad entre las respuestas políticas que cabe esperar de los Estados miembros más ricos y los más endeudados. Además, la zona euro está entrando en una larga batalla, ya que los riesgos para garantizar el suministro de energía son mayores en el invierno de 2023/2024 que en el de 2022/2023. Por último, las reservas de gas están ahora en el 92%, pero la dependencia del suministro de gas natural licuado (GNL) de EE. UU. (50% del total de las importaciones de GNL en el 1T) será clave en el futuro y un factor a seguir de cerca tras las elecciones de mitad de mandato de EE. UU. en noviembre.

CHINA SE LO TOMA CON CALMA

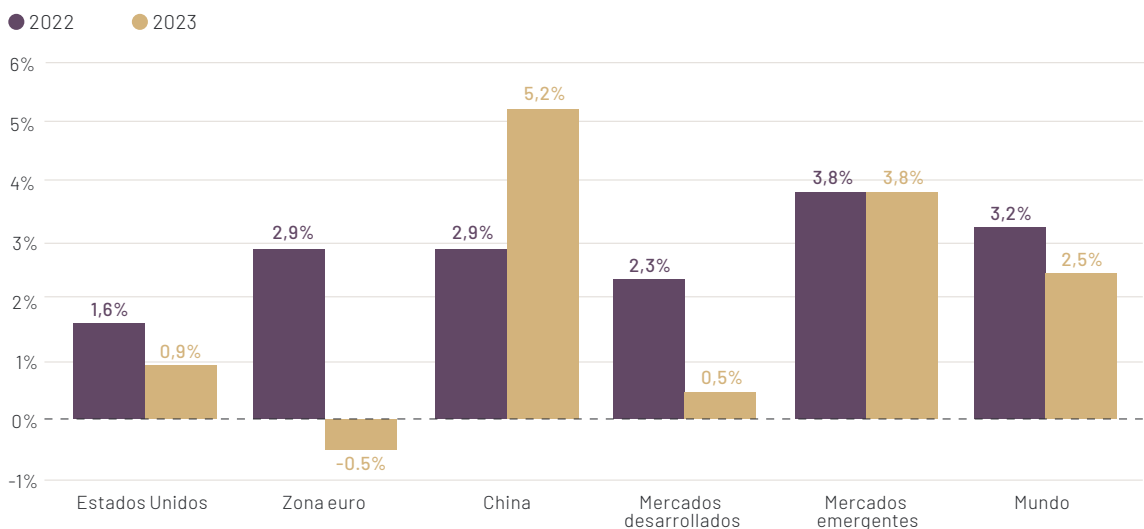
El Gobierno no ha ofrecido indicios claros sobre la flexibilización de su política de “COVID cero”, que sigue paralizando la recuperación. El proceso de despalancamiento de la deuda —derivado del elevado endeudamiento de las empresas y el bache del mercado inmobiliario— está en marcha y complica más la capacidad de las políticas fiscales y monetarias expansivas para aumentar el consumo. Las ventas minoristas cayeron un 0,5% intermensual en agosto. Las medidas específicas destinadas a tranquilizar a los hogares sobre el mercado de la vivienda aún no han dado sus frutos, mientras que el retraso de la publicación del PIB del 3T en la semana del Congreso Nacional, a mediados de octubre, no ha favorecido la confianza del mercado. La inversión en infraestructuras debería repuntar, sobre todo, en el 4T y el 1T de 2023, a medida que acaben de materializarse las últimas medidas, aunque existe mucha incertidumbre en nuestra hipótesis de crecimiento. Los riesgos se concentran a la baja a medio plazo, pero en las próximas semanas podríamos ver cierta liberación de la demanda reprimida en caso de que un cambio de política no anunciado acelere la reapertura.

En definitiva, el crecimiento del PIB mundial será inferior al 3% en 2023. En este contexto, los precios de los alimentos y los metales están moderándose, pero se espera que el petróleo siga siendo elevado, ya que la OPEP afianza los recortes de la oferta para mantener los precios por encima de los 90 dólares por barril.



LA ZONA EURO entra en una larga BATALLA ENERGÉTICA

GRÁFICO 2: ACTUALIZACIÓN DE LAS PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2022 Y 2023, %



Fuentes: Amundi, Indosuez Wealth Management.

LA CRISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL REINO UNIDO: UNA NUEVA PRUEBA PARA LA CREDIBILIDAD DE LOS BANCOS CENTRALES

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

With the contribution
of the Fixed Income Team

El rendimiento del gilt a 30 años en el Reino Unido se duplicó con creces en un par de semanas, hasta un máximo casi el 5% a finales de septiembre, y generó una minicrisis en los fondos de pensiones, que se vieron forzados a aportar garantías para los derivados con contrapartes, es decir, los bancos. El Banco de Inglaterra intervino a finales de septiembre para evitar que la crisis de los fondos de pensiones se extendiera al sector bancario.



Era fácil
de hablar de una
**SUBIDA
ORDENADA
DE LOS TIPOS...**

...y ahora
LA LIQUIDEZ
se agota hasta
en el mercado
del TESORO
ESTADOU-
NIDENSE

LOS BANCOS CENTRALES Y LAS CURVAS

Los bancos centrales siguen en su trayectoria de endurecimiento excesivo, a pesar de que podríamos argumentar que un endurecimiento ante una desaceleración del crecimiento o incluso una recesión está abocado al desastre. Sin embargo, el presidente Powell, el gobernador Bailey y el Banco Central Europeo (BCE) parecen estar convencidos de que una recesión a corto plazo es mejor que un entorno inflacionista prolongado.

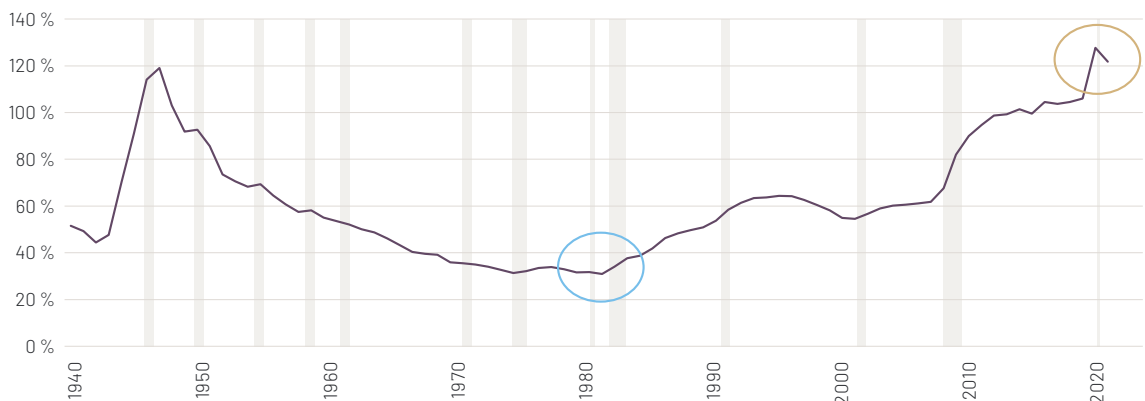
Por ahora, la Reserva Federal disfruta de una postura "agresiva" unánime. Como consecuencia, las múltiples subidas de 75 pb ya no sorprenden a nadie, el endurecimiento cuantitativo está en marcha y la liquidez en dólares empieza a escasear, debido también a las necesidades de financiación del Tesoro estadounidense (gráfico 3). El consenso es más frágil en el Consejo de Gobierno del BCE.

Los "halcones" llevan la delantera y presionan a favor de un endurecimiento cuantitativo, además de subir los tipos hasta un nivel restrictivo (aproximadamente, el 2% anunciado de viva voz para las dos reuniones siguientes y el 3% el año próximo). Cabe esperar que empiece a oírse más a los miembros más acomodaticios de cara al final del año a medida que se desacelere el crecimiento.

Las recientes acciones del Banco de Inglaterra han sido esenciales para mantener viva la credibilidad de los bancos centrales, tanto en lo que respecta a los tipos como a la moneda. El banco central desempeñó su papel de prestamista de última instancia para evitar que se formara un círculo vicioso a finales de septiembre, al ofrecerse a comprar cantidades ilimitadas de gilts en las ventas forzadas. Era una forma de cortar la transmisión de las necesidades de garantías de los fondos de pensiones al sistema bancario. El organismo confirma ahora que venderá parte de su cartera de bonos a partir del 1 de noviembre.

GRÁFICO 3: RATIO DEUDA FEDERAL/PIB EE. UU.

- Años ochenta: Volcker aumentó de forma pronunciada los tipos reales en un punto mínimo del ratio deuda/PIB.
- Actualidad: Powell debe gestionar tipos reales positivos en un punto máximo del ratio deuda/PIB para frenar la inflación



Nota: el Gobierno necesita el crecimiento nominal para i) reducir la deuda y ii) hacer frente a la lenta erosión del ahorro para evitar una revuelta de los ahorradores.

Fuentes: OMB, St. Louis Fed, Indosuez Wealth Management.

De cara al futuro, los fondos federales mantendrán su tendencia alcista durante más tiempo y podrían hacer una pausa en un nivel más elevado. En el mismo periodo, las curvas de rendimientos serán más planas e invertidas durante más tiempo. En Europa, el BCE también podría verse tentado a subir de forma agresiva, pero lo dudamos a corto plazo, sobre todo, porque las recientes medidas han incrementado el exceso de liquidez de la zona euro.

En cuanto a la inflación, mientras que la subyacente y la de los servicios mantienen su ímpetu alcista, la inflación general podría relajarse debido a los efectos de base. En lo que respecta al mercado, creemos que los umbrales de inflación pueden estar mal valorados en la parte más corta de la curva, debido a la rigidez existente en muchas zonas.

MERCADOS DE CRÉDITO

Con el tiempo, los niveles de los cupones aumentarán gradualmente. Teniendo en cuenta los perfiles de vencimiento de los mercados *investment grade*, pasarán varios años antes de que los cupones agregados lleguen a los niveles anteriores a la flexibilización cuantitativa. En cuanto a los diferenciales, los bonos *investment grade* cotizan por encima de los niveles implícitos en la volatilidad de los tipos. Parecen atractivos, aunque la incertidumbre prevalecerá hasta finales de año, debido a la volatilidad de los tipos y/o a los riesgos de liquidez.

Seguimos creyendo que los mercados de alto rendimiento (HY) no están en consonancia con la volatilidad actual y los factores técnicos (liquidez, coste de refinanciación y riesgos idiosincrásicos). Desde el punto de vista de los fundamentales, las agencias de calificación aún no han reaccionado y las perspectivas generales son positivas. Los inversores deben estar atentos a la revalorización del riesgo por parte de las agencias en caso de que los datos "subjettivos" sigan deteriorándose (PMI, confianza de los consumidores, etc.).

La deuda subordinada está en el ojo del huracán, ya que el mercado descuenta que no habrá reembolsos anticipados en la primera fecha de exigibilidad. Esto crea oportunidades en algunas empresas, dado que ciertos emisores, ya identificados como "proinversores", están utilizando diferentes vías para devolverles el dinero, al menos parcialmente. Es obvio que este segmento sufre por las perturbaciones mundiales, pero podría ser un motor de rendimiento el próximo año.

ANÁLISIS FUNDAMENTAL DE LOS BANCOS

Dado que los bancos están a la vanguardia de los riesgos, los analistas de crédito de Indosuez han examinado el último [Risk Dashboard trimestral](#)² de la Autoridad Bancaria Europea (ABE), que ofrece una imagen consolidada del sistema bancario de la UE a fin de junio de 2022. En resumen, el capital se mantiene elevado (en el 15%). Se observan los primeros signos de deterioro en la calidad de los activos, mientras que los colchones reflejan que la liquidez es amplia. Por último, pero no por ello menos importante, la rentabilidad es sólida, con una rentabilidad de los fondos propios del 7,9% en el 2T (6,7% en el 1T), gracias al aumento de los tipos, el control de los costes y la reducción de las depreciaciones.

¿Qué podemos esperar en los próximos 12-18 meses? Una ralentización del crecimiento de los préstamos que castigará los ingresos, un deterioro de la calidad de los activos a medida que aumentan los impagos de las empresas y un incremento del coste de la vida para los prestatarios minoristas, lo que llevará a un aumento de las provisiones y afectará a los resultados. Al mismo tiempo, se espera un endurecimiento de las futuras condiciones de financiación, con un aumento de los costes de la financiación mayorista, mientras que la posición de capital debería deteriorarse ligeramente. Identificamos tres líneas de defensa para los tenedores de bonos bancarios:

- Beneficios: el beneficio antes de provisiones se verá favorecido por el entorno de subida de tipos de interés.
- Provisiones: la acumulación de provisiones por pérdidas para créditos estatales a raíz de la crisis de la COVID-19 se mantiene.
- Excedente de capital.

Viendo que los mercados están descontando una Fed excesivamente "agresiva" de cara a 2023, nos inclinamos por los bonos estadounidenses a 2 años. En Europa, mantenemos la prudencia sobre los tipos, ya que la volatilidad nubla la visibilidad. No obstante, los mercados de crédito a corto plazo y gran calidad son una oportunidad única en esta década, ya que los tipos son superiores al 5% en el momento de redactar este informe.

2 - <https://www.eba.europa.eu/eba-risk-dashboard-shows-capital-ratios-remained-broadly-stable-and-liquidity-ratios-declined>

LA PRÓXIMA TEMPORADA DE PUBLICACIÓN DE RESULTADOS, EN EL PUNTO DE MIRA

Nicolas GAZIN
Global Head of Equity
Solutions

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Las políticas de los bancos centrales siguen siendo la principal inquietud de los inversores, especialmente, ante la solidez de los últimos fundamentales macroeconómicos que aleja la esperanza de que el fin del ciclo de endurecimiento de la Fed esté cerca. En el lado microeconómico, las revisiones de los beneficios han empezado a bajar. No obstante, creemos que la próxima temporada podría ser mejor de lo que se teme, en particular, viendo los buenos ratios corporativos previos a esta.

TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Los inversores esperan la temporada de resultados con mucho nerviosismo. Las expectativas de beneficios siguen resistiendo y el crecimiento del BPA previsto es del +8,4% en 2022 y del +6% en 2023 en el MSCI World. No obstante, al acercarnos al final del año 2022, ya vemos revisiones a la baja en el crecimiento del BPA a tres meses vista para 2023, sobre todo, en EE. UU., que muestra un descenso del -3,6% en el MSCI USA. En Asia (sin Japón), este descenso ha llegado al -10,5% para 2023. Sin embargo, en el caso de Europa y el Reino Unido, el crecimiento del BPA ha sido más resistente, debido únicamente al efecto positivo de las divisas.

La temporada de presentación resultados del 3T de 2022 proporcionará más información sobre la capacidad de las empresas para mantener los márgenes en un contexto de inflación elevada e inquietud por los precios de las materias primas y los costes laborales; las proyecciones serán objeto de un mayor escrutinio.

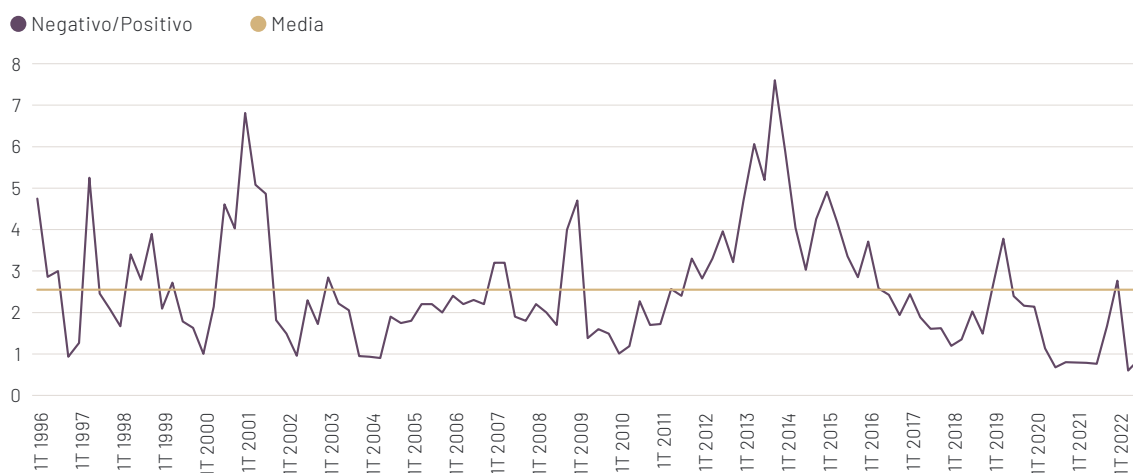
Creemos que los temores podrían ser exagerados, a juzgar por el ratio previo de empresas que han sido muy sólidas en general (gráfico 4).

ESTADOS UNIDOS

Los mercados de renta variable de EE. UU. siguen pendientes de las decisiones de la Fed y de la evolución de los rendimientos reales. En este contexto de inquietud, el mercado está cotizando a ratios precio-venta (P/S) relativos mínimos en algunos sectores, como el tecnológico.

Desde un punto de vista microeconómico, las empresas estadounidenses se enfrentan a diversos factores adversos: por un lado, la mayoría de los precios de las materias primas han caído en los últimos seis meses en dólares y, por otro, las empresas exportadoras, con una parte importante de ventas en el extranjero, podrían verse afectadas por el fortalecimiento del dólar frente a otras monedas. Se espera que la demanda interna se debilite ante la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores.

GRÁFICO 4: RATIO DE BENEFICIOS NEGATIVOS-POSITIVOS DEL S&P 500 PREVIO A LA PRESENTACIÓN DE RESULTADOS



El ratio de beneficios negativos/positivos del SPX previo a la presentación de resultados (fuentes empresariales) está en su nivel mínimo, lo que resulta muy positivo, ya que significa que hay más revisiones positivas que revisiones a la baja.
Fuentes: Citi Group, Indosuez Wealth Management.

SE ESPERA UN
CRECIMIENTO
DEL BPA DEL
+8,4%
para 2022 y del
+6%
para 2023

Los inversores se muestran especialmente pesimistas en este contexto de incertidumbre, como se refleja en el ratio *bull-bear*, en su mínimo desde febrero de 2009 y cerca de los mínimos de la crisis financiera de 2007-2009.

Este clima inversor tan negativo, unido a una estacionalidad bastante favorable (sobre todo, porque nos encontramos en un año de elecciones de mitad de mandato), podría propiciar un repunte del mercado bajista.

EUROPA

Buenas noticias en el ámbito energético europeo: la capacidad de gas de Europa está totalmente recargada para el próximo invierno y EE. UU. sacó al mercado algo más de petróleo de sus reservas estratégicas, lo que relajó los precios de la energía.

El mercado de la zona euro sigue cotizando con un descuento récord, en particular, respecto al de EE. UU. Los inversores ya han descontado una importante desaceleración que no aparece en las cifras de las compañías. Por lo tanto, podríamos experimentar algún tipo de repunte del mercado bajista, pero, una vez más, los fundamentales parecen no haber cambiado y exigen mantener una postura prudente.

Además, el clima inversor sigue siendo bajista, sobre todo, por la sombra de la geopolítica en Europa.

La situación del Reino Unido es especialmente preocupante: los tipos de interés a estos niveles van a hacer sufrir a los hogares, sobre todo por medio de las hipotecas, y también al sector empresarial, con los rendimientos de los bonos y los tipos de los préstamos bancarios. La inflación está en máximos y existe cierta preocupación por una desviación de la política interna.

MERCADOS EMERGENTES

El congreso del PCC (en curso en el momento de escribir este artículo) ha sido bastante neutral en general, al menos hasta el momento, con aspectos positivos (desarrollo económico y globalización/multilateralismo), otros neutrales (política COVID-19, cuestión de Taiwán) y otros negativos (mayor énfasis en la seguridad nacional).

Sin embargo, en los próximos meses podría producirse una relajación gradual de las medidas COVID-19 y un apoyo continuado a la economía.

Las valoraciones de cierta renta variable asiática de manera selectiva parecen interesantes en este momento, pero el *momentum* de los beneficios aún debe mejorar y el clima global respecto a los mercados emergentes sigue siendo negativo. Preferimos un enfoque doble en términos de asignación de países, con opiniones positivas sobre China, así como sobre Indonesia, India y Australia, mientras que nos mantenemos neutrales en Corea del Sur y Filipinas, e infraponemos Taiwán y el resto de la ASEAN. Véase la sección Focus sobre la región de América Latina (página 4).

ESTILO DE INVERSIÓN

El aumento de los rendimientos reales ha seguido impulsando una rebaja de las acciones de calidad y valoración elevada. Al mismo tiempo, creemos que la próxima temporada de resultados se centrará en la capacidad de fijación de precios y en los márgenes, lo que debería favorecer a los valores de calidad, especialmente, en el contexto actual de elevada volatilidad del mercado. El punto de inflexión en este estilo será el giro en los tipos a largo plazo. Ahora que el rendimiento estadounidense a 10 años se acerca al 4%, creemos que gran parte del factor adverso ya ha quedado atrás. Aún es pronto para volver al estilo de elevado crecimiento. Preferimos mantener la calidad (a un precio razonable, QARP) y la remuneración a los accionistas como estilos favoritos. Mientras los tipos de interés siguen al alza, mantendremos una exposición oportunista al *value*, especialmente en energía. Además, las acciones *value* siguen cotizando con un nivel de descuento histórico frente a las de crecimiento. Según nuestro reloj inversor, el estilo *value* sigue siendo una apuesta adecuada en fases de desaceleración económica con inflación elevada.

Muriel ABOUD
SCHIRMANN
Head of Capital Markets
Advisory

Davis HALL
Head of Capital Markets,
Asia

El mes de octubre estuvo marcado por el pánico generado por el anuncio del presupuesto del Reino Unido y la libra esterlina fue la moneda más volátil. Todas las miradas siguen centradas en la inflación de dos dígitos, la crisis energética que debilita las balanzas comerciales de muchos países, la normalización monetaria de EE. UU. y la gran divergencia entre los bancos centrales, que aumenta las tensiones en los tipos de cambio (gráfico 5).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE

Nadie se atreve a llevar la contraria a la Fed

Los participantes en el mercado han sucumbido al ímpetu del billete verde a pesar de los crecientes déficits. El desatendido entorno macroeconómico no ha sido nada halagüeño hasta la fecha, ya que abundan las advertencias de recesión en 2023 mientras persista la postura “agresiva” del FOMC. A medida que van evaporándose las esperanzas lejanas de un giro de Powell en 2022, todo se reduce al atractivo de unos tipos cada vez más elevados y a los diferenciales de tipos frente a los homólogos. Puede que esta hipótesis de “margin call por escasez” efectivo del dólar se mantenga hasta un final de año ilíquido, hasta que el resto de bancos centrales se pongan al día en la carrera entre líderes y rezagados de las subidas de tipos. Hasta entonces, hay que ser muy valiente para atreverse a realizar operaciones compensatorias sobre un dólar estadounidense de rendimiento tan elevado.

EUR

¿No tener noticias es buena señal?

El euro se mantuvo relativamente estable en octubre, gracias a que la fortaleza del dólar estadounidense se tomó un respiro. Con la crisis energética de Europa aún sin resolver, y la guerra entre Ucrania y Rusia todavía desenfrenada en el Este, no hay motivos en este momento para creer que la tendencia a la baja frente al dólar vaya a detenerse. Desde el punto de vista técnico, puede que continúe la corrección que llevamos viendo desde los mínimos de finales de septiembre, aunque el euro necesitará nuevos catalizadores para volver a superar la paridad. La atención sigue centrada en la próxima reunión del BCE, en la que el consejo probablemente discutirá el inicio del endurecimiento cuantitativo.



LA VOLATILIDAD
del mercado de
divisas se dispa-
ra a sus niveles
MÁXIMOS
DESDE 2020

GRÁFICO 5: ÍNDICE DE VOLATILIDAD DE LAS DIVISAS, CVIX



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LIBRA ESTERLINA

Crisis del Gobierno británico

En las últimas semanas, la volatilidad ha sido extrema para la libra esterlina. Tras alcanzar un mínimo de 1,0350 frente al dólar estadounidense el 26 de septiembre, el par de divisas repuntó un 11%, hasta 1,1495, a principios de octubre. Tras varias semanas de agitación política, Jeremy Hunt fue nombrado Ministro de Hacienda por Liz Truss, tras la destitución de Kwasi Kwarteng. Hunt anuló la mayoría de las medidas de estímulo previstas por su predecesor. Su nuevo programa es mucho más coherente con el endurecimiento monetario del Banco de Inglaterra y la libra esterlina se ha visto favorecida a corto plazo. Sin embargo, se mantiene la debilidad estructural por la inflación elevada, el aumento de los rendimientos estadounidenses y la crisis energética europea. Por otra parte, los inversores deberán recuperar la confianza en el Gobierno antes de ver cierta estabilidad en la moneda, lo que puede llevar su tiempo. Así, se espera que la libra esterlina siga sometida a presión al menos hasta el final de año.

FRANCO SUIZO

Ampliación inesperada de la solicitud de liquidez del BNS

El franco suizo se ha mantenido, en su mayor parte, dentro de un rango frente a sus pares. Sin embargo, en una rara señal de tensión en el mercado, el Banco Nacional Suizo (BNS) tuvo que recurrir a su línea permanente de permuta de divisas con la Reserva Federal. Aunque a menudo la medida se considera como un reflejo de las crecientes tensiones de liquidez, Suiza ha solicitado unos 6.000 millones de dólares estadounidenses en necesidades de financiación semanales al 3,33%. Los bancos suizos locales están acumulando reservas de garantía en efectivo antes de la crítica lucha de fin de año por obtener dólares, otro indicio de que el "margin call" efectivo del dólar frente a todos los pares de divisas sigue en marcha. Nos agrada mantener en cartera el franco suizo como moneda refugio, con los mejores fundamentos de los valores refugio.

YEN JAPONÉS

Kuroda se atrinchera

El Banco de Japón parece "tolerar" en cierta medida la persistencia de la mala evolución del yen, a pesar de la intervención unilateral del mercado de divisas. Por el momento, no se ha invertido la tendencia de debilitamiento del yen, sino que apenas se ha suavizado con las compras moderadas de yenes. Las autoridades no han tenido más remedio que sumarse al carro de los bancos centrales asiáticos que han actuado contra el dólar para apoyar su moneda y detener la inflación importada. Puede que Kuroda, gobernador del Banco de Japón, ya esté en los últimos meses de su mandato, y, aun así, parece empeñado en sus compras de bonos del Estado japonés (JGB) y en las medidas de control de la curva de rendimientos. Hasta que los rendimientos de los JGB vuelvan a sus niveles reales de mercado, los diferenciales de los tipos de interés seguirán perjudicando al yen.

DÓLAR AUSTRALIANO

El frágil equilibrista del RBA

El Royal Bank of Australia defraudó las expectativas del mercado de una nueva subida de tipos. Es indudable que debe contener la inflación importada, aunque también deben abordar la burbuja inmobiliaria nacional y una base de propietarios de viviendas sometida, en su mayor parte, al rápido aumento de los tipos de interés variables de los préstamos. Además, la reaparición de los temores de desaceleración en China y el mantenimiento de las políticas de "COVID cero" no logran mitigar el creciente pesimismo sobre un posible repunte de la demanda de su principal socio comercial. Por lo tanto, el dólar australiano no ha podido beneficiarse de su "reapertura", ya que el dólar estadounidense va ganando terreno poco a poco frente al resto de monedas. Mantenemos una visión optimista a medio plazo en el dólar australiano, aunque es necesario profundizar en la construcción de la base para atraer entradas de capital de diversificación.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer



La inflación en 2023:

EL 4%
en EE. UU. y
EL 6%
en la zona euro

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** recesión en 2023 en Europa, estancamiento en EE. UU. con crecimiento muy moderado; mayor crecimiento en los países emergentes, pero con riesgo en torno a la política macroeconómica de recuperación de China en un contexto de desapalancamiento y riesgo de trampa de liquidez excesiva.
- **Inflación:** la inflación mundial seguirá situada en torno al 5% en 2023 (4% en EE. UU. y 6% en la zona euro).
- **Política fiscal:** muy favorable desde el punto de vista cíclico y social, pero con riesgos crecientes en cuanto a la sostenibilidad de la deuda.
- **Bancos centrales:** concentrados en la inflación, a menos que el riesgo de recesión sea mayor de lo previsto o las turbulencias financieras trastorren su programa de endurecimiento; predomina la divergencia de políticas, lo que contribuye a la volatilidad del mercado de divisas.
- **Beneficios:** dado que ninguna de las recesiones anteriores se ha producido sin algún tipo de contracción de los beneficios, creemos que el consenso posee un optimismo rezagado y nosotros prevemos más bien una contracción del BPA mínima del 5% el próximo año en los mercados desarrollados.
- **Volatilidad:** tal y como se esperaba, la volatilidad aumentó este otoño tras el repunte del verano y ahora afecta a todas las clases de activos, con áreas de diversificación limitadas, pero hasta niveles que empiezan a ofrecer oportunidades de inversión interesantes en estrategias de opciones.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

RENTA VARIABLE

- Mantenemos la preferencia por la renta variable estadounidense y las temáticas globales global, ya que seguimos considerando que Europa es la región más vulnerable en este contexto de reducción energética.
- Sin embargo, reconocemos que el descuento de la renta variable europea con respecto a sus homólogos estadounidenses ha alcanzado un nivel récord y que los exportadores europeos deberían beneficiarse de la fortaleza del dólar.
- Por lo tanto, adoptamos una visión menos negativa respecto a Europa y, asimismo, tenemos en cuenta las medidas preventivas que podrían ayudar a limitar los efectos negativos del racionamiento energético y que suponen un riesgo alcista en nuestra hipótesis de crecimiento.
- Dentro de los mercados emergentes, seguimos prefiriendo la renta variable asiática y destacamos unos indicadores de valoración muy bajos en la renta variable china, aunque reconocemos que la visibilidad sigue siendo muy limitada; la diversificación hacia mercados emergentes más amplios puede estar justificada en este contexto.
- Desde una perspectiva sectorial y de estilo, seguimos expresando nuestra preferencia por un equilibrio entre las empresas de calidad, los modelos generadores de efectivo y dividendos, y las acciones *value* que se beneficien de este entorno de reflación.

RENTA FIJA

- Mantenemos la opinión adoptada en los dos últimos meses sobre la deuda pública, con una estrategia **barbell** entre los vencimientos muy cortos (que integran bien las próximas subidas de tipos) y la parte ultralarga de la curva (que podría actuar como cobertura macroeconómica ante la amenaza de recesión).
- Seguimos prefiriendo los bonos *investment grade* frente a los de alto rendimiento, debido a que estos poseen unos diferenciales relativamente poco atractivos en comparación con los primeros.
- Sin embargo, mantenemos una visión relativamente optimista sobre la deuda financiera, ya que consideramos que los balances de las compañías financieras son relativamente sólidos y que el riesgo es mayor en las empresas industriales apalancadas.
- Mantenemos una prudencia relativa con respecto a la deuda emergente en divisa fuerte y reconocemos que los bonos en moneda local representan una forma de diversificación interesante en 2023 para los inversores en euros, a pesar de la mayor volatilidad que generan.

MERCADO DE DIVISAS

- Creemos que la valoración del dólar estadounidense es elevada y que ya está descontando la larga lista de motivos que explican su fortaleza: tipos de interés más elevados, mejora de la situación macroeconómica, una Fed más creíble, menos riesgo político y una cobertura cara.
- Sin embargo, vemos pocas razones que puedan llevar a que otras divisas repunten frente al billete verde a muy corto plazo, dado el nivel de incertidumbre tanto en la macroeconomía como en las políticas monetarias en todo el mundo, y el deterioro de las cuentas corrientes de Europa debido a los precios de la energía. También destacamos las divergencias entre políticas, que podrían llevar a las principales monedas asiáticas, como el yen y el yuan chino, a seguir relativamente débiles frente al dólar.
- Las tensiones de liquidez en torno a la situación del Reino Unido también contribuyeron a la fortaleza del dólar.
- Este dominio del dólar cambiará cuando la Fed relaje su postura o si los riesgos que rodean a la zona euro y al Reino Unido disminuyen.
- Mientras tanto, seguimos considerando que las monedas de las materias primas son una buena diversificación para los inversores en dólares, y que el franco suizo es la mejor cobertura aparte del dólar, especialmente, para los inversores en euros.

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
RENTA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
Potencias EUR 10A (Bund)	=/-	=
Periferia EUR	-	=/-
US 2A	=/+	=/+
US 10A	=/-	=
US 30A	=/+	=/+
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	+	=/+
Yield	+	=/+
Cíclico	-	=
Defensivo	+	=/-
DIVISAS		
EE.UU. (USD)	=	=/-
Zona euro (EUR)	=/-	=
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suiza (CHF)	=/+	=
Japón (JPY)	=	=/-
Brasil (BRL)	=	=
China (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=	=
Commodity currencies (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 20 DE OCTUBRE DE 2022



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,23%	51,45	271,82
Francia 10A	2,96%	43,70	276,10
Alemania 10A	2,40%	43,80	258,10
España 10A	3,53%	44,90	296,30
Suiza 10A	1,34%	-0,80	147,60
Japón 10A	0,25%	2,00	18,50

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	32,04	-3,90%	-18,31%
Deuda pública EUR	193,63	-1,40%	-11,40%
Deuda corporativa EUR (HY)	184,67	-2,20%	-13,56%
Deuda corporativa USD (HY)	286,91	-1,23%	-13,69%
Deuda pública EE, UU,	288,67	-1,63%	-9,87%
Deuda corporativa emergente	40,15	-4,93%	-21,27%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9820	2,17%	-5,36%
GBP/USD	1,1235	-0,23%	-16,97%
USD/CHF	1,0037	2,61%	9,95%
EUR/USD	0,9786	-0,51%	-13,93%
USD/JPY	150,15	5,45%	30,47%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	29,98	2,63	12,76

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.665,78	-2,45%	-23,09%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.943,91	-3,01%	-5,97%
STOXX Europe 600	398,77	-0,25%	-18,25%
Topix	1.895,41	-1,08%	-4,86%
MSCI World	2.429,26	-2,41%	-24,83%
Shanghai SE Composite	3.754,93	-2,96%	-23,99%
MSCI Emerging Markets	864,76	-6,27%	-29,81%
MSCI Latam (América Latina)	2.229,21	1,55%	4,66%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	189,62	1,23%	-31,22%
MSCI Asia Ex Japan	539,53	-8,41%	-31,64%
CAC 40 (Francia)	6.086,90	2,85%	-14,90%
DAX (Alemania)	12.767,41	1,88%	-19,63%
MIB (Italia)	21.701,50	-0,45%	-20,64%
IBEX (España)	7.644,40	-1,68%	-12,27%
SMI (Suiza)	10.473,45	1,71%	-18,66%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.696,00	-5,42%	-18,73%
Oro (USD/Onza)	1.628,02	-2,58%	-11,00%
Crudo WTI (USD/Barril)	85,98	2,98%	14,32%
Plata (USD/Onza)	18,69	-4,39%	-19,97%
Cobre (USD/Tonelada)	7.560,5	-1,56%	-22,22%
Gas natural (USD/MMBtu)	5,36	-24,42%	43,65%

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

JULIO DE 2022	AGOSTO DE 2022	SEPTIEMBRE DE 2022	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2022 A 20.10.2022
9,11%	1,18%	-3,37%	1,55%	4,66%
7,86%	0,03%	-5,36%	1,23%	-4,86%
7,64%	-0,04%	-6,48%	-0,25%	-5,97%
4,22%	-0,22%	-6,57%	-1,08%	-18,25%
3,71%	-1,04%	-6,72%	-2,41%	-23,09%
3,54%	-1,88%	-8,19%	-2,45%	-23,99%
3,18%	-2,19%	-9,34%	-2,96%	-24,83%
-0,69%	-4,24%	-9,46%	-3,01%	-29,81%
-1,66%	-4,33%	-11,90%	-6,27%	-31,22%
-7,02%	-5,29%	-12,94%	-8,41%	-31,64%

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

MÁS RENTABLE



MENOS RENTABLE





AIE: Agencia Internacional de la Energía.

ASG (ESG, en inglés): Sistema de calificación extrafinanciera de las compañías en los ámbitos del medio ambiente, social y de la gobernanza que permite evaluar la sostenibilidad y el impacto ético de la inversión en una empresa.

BCE: Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

Blockchain: tecnología de almacenamiento y transmisión de información que adopta la forma de una base de datos que posee la particularidad de ser compartida simultáneamente con todos sus usuarios y que, por lo general, no depende de ningún organismo central.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

BPA: Beneficio Por Acción.

Brent: Tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

Calidad: Las acciones de Calidad se refieren a las empresas con beneficios más elevados y fiables, bajo endeudamiento, y otros indicadores de beneficios estables y gobernanza sólida. Las características comunes de las acciones de Calidad son un alto rendimiento del capital propio, un elevado ratio de deuda sobre capital propio y una gran variabilidad de los beneficios.

Cíclicas: Las acciones cíclicas se refieren a las empresas que dependen de los cambios de la economía general. Estas acciones representan a las empresas cuyos beneficios aumentan cuando la economía prospera.

Combinación de políticas (policy-mix): Estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

Crecimiento: El estilo Crecimiento se refiere a las empresas con una previsión de ritmo de crecimiento de ventas y beneficios superior al de la media del mercado. Por ello, las acciones de Crecimiento suelen caracterizarse por una valoración superior a la del mercado en su conjunto.

Defensivas: Las acciones defensivas se refieren a las empresas que son más o menos inmunes a los cambios en las condiciones económicas.

Deflación: Lo contrario de la inflación; a diferencia de esta, se caracteriza por una caída duradera y sostenida del nivel general de precios.

Diferencial crediticio (spread): Diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

Duración: Mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): Término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): El EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de extraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

Economías de escala: Disminución del coste unitario de un producto que una empresa obtiene al aumentar el volumen de producción.

Estancamiento secular: Se refiere a un período prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

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

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

FMI: Fondo Monetario Internacional.

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

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

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 incrementar liquidez en la economía.

SEC (Securities and Exchange Commission): La SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

Tipo swap de inflación a 5 años dentro de 5 años: Indicador de mercado sobre las expectativas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Ofrece una visión de cómo pueden cambiar las expectativas de inflación en el futuro.

TPI: Nueva herramienta del Eurosistema que se puede activar por el ECB para contrarrestar la evolución desordenada e injustificada de los mercados si esto supone una amenaza para la transmisión fluida de la política monetaria en toda la zona del euro. El Consejo de Gobierno del BCE aprobó este instrumento el 21 de julio de 2022.

Uberización: Término inspirado en el nombre de la empresa estadounidense Uber, que desarrolla y opera plataformas digitales para conectar a conductores y usuarios. Designa a un nuevo modelo de negocio que aprovecha las nuevas tecnologías digitales y que forma parte de la economía colaborativa al poner en contacto directo a clientes y proveedores de servicios, con costes reducidos y precios más bajos.

Value: El estilo Value se refiere a las empresas que parecen cotizar a un precio reducido en relación con sus fundamentales. Las características comunes de las acciones Value incluyen una elevada rentabilidad por dividendo, y unos ratios precio-valor contable y precio-beneficio reducidos.

VIX: Índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices, amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

WTI (West Texas Intermediate): Junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez, sociedad de nacionalidad francesa, matriz de la actividad de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales o entidades vinculadas, esto es CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus filiales, sucursales y oficinas de representación respectivas, dondequiera que estén, operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás entidades de Indosuez Wealth Management se designarán individualmente el «Entidad», y conjuntamente, los «Entidades».

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo") y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o al garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o tratar de prestar servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o desde ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en la Guía Informativa, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales y normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** esta guía informativa es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.
- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.
- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.
- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO).
- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a 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 el DIFC-EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubái (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái («DFSA»). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado y ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.
- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

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

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 24.10.2022.

