

VOTE

MONTHLY HOUSE VIEW

Enero 2024

¿Serán las elecciones presidenciales el mayor desafío de 2024?

• Índice

01• Editorial	P3
¿Y SI LA IA FUERA LA SOLUCIÓN A LOS PROBLEMAS DEL MUNDO?	
02• Focus	P4
¿SERÁN LAS ELECCIONES PRESIDENCIALES EL MAYOR DESAFÍO DE 2024?	
03• Macroeconomía	P6
ZONA EURO: ¿LA LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?	
04• Renta fija	P8
UN NUEVO AÑO BAJO LOS AUSPICIOS DE LOS BANCOS CENTRALES	
05• Renta variable	P10
¿UN ATERRIZAJE SUAVE EN 2024?	
06• Divisas	P12
EURO: CUIDADO CON LA BAJADA	
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



¿Y SI LA IA FUERA LA SOLUCIÓN A LOS PROBLEMAS DEL MUNDO?



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

El año 2023 ha estado marcado por una serie de acontecimientos importantes. En primer lugar, aunque esperábamos una tregua o incluso el fin del conflicto de Ucrania, la guerra se ha empanado y se ha convertido en algo habitual. Después de más de 650 días de combates, Vladimir Putin se ha visto fortalecido por la aniquilación de la rebelión del grupo Wagner. A ello se sumó un nuevo conflicto entre Israel y Hamás, así como uno de los terremotos más mortíferos de los últimos 100 años en Turquía y Siria, que se cobró más de 50.000 vidas.

El cambio climático está acelerándose, con temperaturas extremas en Brasil de casi 60 grados en el mes de noviembre. Al mismo tiempo, las inundaciones se han multiplicado en todo el mundo, y las crecidas sin precedentes ligadas a El Niño en Etiopía, Kenia y Somalia han provocado cientos de muertos y han desplazado a un millón de personas, según las cifras provisionales de estos tres países. Por último, cabe recordar los incendios forestales históricos de Canadá, con más de 18 millones de hectáreas quemadas, una superficie casi equivalente al tamaño agregado de Austria, Suiza, Bélgica y los Países Bajos.

Los meses de junio a octubre fueron los más cálidos registrados en todo el mundo¹ y es probable que 2023 supere el récord anual de 2016 como el año más caluroso jamás registrado. La prueba es que, en noviembre, la temperatura media mundial se situó por primera vez más de dos grados por encima de la media estacional de la era preindustrial. ¿Cabía esperar entonces un milagro en la COP28 en el país del oro negro? Al final, el acuerdo de Dubái no supuso ningún punto de inflexión significativo, ya que, por el momento, no se ha puesto en marcha la eliminación coordinada de los combustibles fósiles.

En este entorno bastante deprimido, es fácil comprender cómo ciertos populistas que transmiten mensajes tranquilizadores y positivos que ponen en entredicho estas realidades pueden alcanzar las más altas cotas de responsabilidad. Este ha sido recientemente el caso de Javier Milei en Argentina y, potencialmente, el de Donald Trump, que aspira a volver a la Casa Blanca a finales de año.

Sin embargo, aún existen motivos para mantener el optimismo:

- La curva de aceleración de la temperatura se ha modificado, hemos pasado de una trayectoria de aumento de 4,3 grados² a 2,9 grados³ en 2100 en comparación con la era preindustrial.
- El año 2023 ha marcado un punto de inflexión en la Inteligencia Artificial (IA) y, aunque plantee cuestiones éticas, la revolución "chat GPT" es disruptiva, totalmente innovadora y probablemente será una fuente de productividad futura.
- Por último, la inflación interanual se ha normalizado y en noviembre se situó en el 3,1% en EE. UU. y el 2,4% en la zona euro. Los mercados de renta variable, excepto los emergentes, terminan el año por todo lo alto. El S&P 500 está recuperando todas las pérdidas de 2022, que fue su peor año de los últimos 10 años. Destaca el caso de los valores tecnológicos y, en particular, de los "siete magníficos"⁴ que, tras perder la mitad de su valor en 2022, han visto cómo su cotización se duplicaba en 2023.

El año 2024 promete estar lleno de desafíos, aunque también de promesas. Será un reto para los bancos centrales, que tendrán que coordinarse para llevar los tipos de interés a la baja con la mayor eficacia posible en un entorno complejo de sostenibilidad de la deuda mundial, en el 238% del PIB⁵, aún por encima de los niveles pre-COVID. También aparecen retos políticos y geopolíticos, sobre todo, entre China y EE. UU., especialmente, si Donald Trump acaba siendo reelegido. Por último, está el reto de la política climática, en el que, durante mucho tiempo, Europa ha dado la impresión de ir por libre.

Sin embargo, 2024 será también un año de promesas en las nuevas tecnologías y la aceleración de la Inteligencia Artificial (IA) en todos los ámbitos de la sociedad al servicio de la humanidad y del planeta, lo que debería ofrecernos magníficas oportunidades de inversión.

Espero que disfruten de la lectura de este número y les deseo lo mejor para 2024, durante el cual seguiremos a su disposición para acompañarles en sus inversiones.

1 - Fuente: Copernicus.

2 - Fuente: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (GIEC), 2015.

3 - Fuente: Organización de las Naciones Unidas (ONU), noviembre de 2023.

4 - Los "siete magníficos": Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla y Nvidia.

5 - Deuda mundial: datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre la deuda privada y pública a fin de 2022.



¿SERÁN LAS ELECCIONES PRESIDENCIALES EL MAYOR DESAFÍO DE 2024?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

El año 2024 estará marcado por las elecciones presidenciales estadounidenses. ¿Repercutirá el color del ganador, el rojo republicano o el azul demócrata, en el comportamiento del mercado bursátil este año y a lo largo del mandato de la futura Administración?

DE LA GEOPOLÍTICA A LA POLÍTICA

Las tensiones entre China y EE. UU., la invasión de Ucrania, el ataque a Israel... estos dos últimos años han estado dominados por una sucesión de grandes acontecimientos geopolíticos. 2024 podría marcar un punto de inflexión, ya que la política, más que la geopolítica, podría dominar los debates en este año. Los ciudadanos de hasta 40 países serán llamados a las urnas en 2024 para elegir a los representantes que los gobiernan. De entre todas estas elecciones, es probable que las de la presidencia de EE. UU. traigan su cuota de giros y sorpresas a lo largo de los próximos 12 meses, desde la nominación de los candidatos demócrata y republicano, hasta la elección del presidente a principios de noviembre y su toma de posesión dentro de un año. Independientemente del resultado, ¿debería preocuparnos que la incertidumbre generada por las elecciones estadounidenses pese sobre los mercados en los próximos meses?

La tabla 1 muestra la evolución del índice S&P 500 en los 19 años marcados por unas elecciones presidenciales en EE. UU. desde 1946. A primera vista, los inversores podrían desconfiar de los próximos 12 meses, ya que, históricamente, el S&P 500

ha registrado un infrarrendimiento de más del 2% en los años electorales desde el final de la Segunda Guerra Mundial (6,84% frente al 9,16%). Sin embargo, si excluimos 2008, que no solo fue un año de elecciones presidenciales sino que también estuvo marcado por la crisis financiera, no existen diferencias significativas entre un año electoral y un año no electoral (9,36% frente a 9,16%). La historia nos enseña que, si no hay una crisis exógena al proceso electoral, el comportamiento de la renta variable estadounidense no es diferente, con elecciones presidenciales o sin ellas.

EL CICLO POLÍTICO, UN FACTOR IMPORTANTE

¿Significa esto que el ciclo político es irrelevante? Observemos ahora la evolución de la renta variable estadounidense desde 1946, separando la muestra entre presidencias demócratas y republicanas. La diferencia es significativa: mientras que la rentabilidad media del S&P 500 fue del 10,17% bajo presidencias demócratas, "solo" fue del 7,12% con los republicanos en el poder. Incluso excluyendo 2008, bajo el mandato del presidente republicano George W. Bush, la brecha se mantiene cercana al 2%.

TABLA 1: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P 500 DESDE 1946

1946-2023			
Año de elecciones	6,84%	Demócratas	10,17%
Año sin elecciones	9,16%	Republicanos	7,12%
1946-2023, EXCLUIDO 2008			
Año de elecciones	9,36%	Demócratas	10,17%
Año sin elecciones	9,16%	Republicanos	8,29%

Nota: "Demócratas" y "Republicanos" denotan el rendimiento del S&P 500 según el partido del presidente de turno.
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LAS ELECCIONES
presidenciales
no pesan sobre
LA RENTA
VARIABLE



Pastor y Veronesi, dos profesores de la Universidad de Chicago, han encontrado una explicación a este “rompecabezas presidencial”⁶: cuando la aversión al riesgo es elevada, como ocurre durante las crisis económicas, los votantes son más susceptibles a elegir a un presidente demócrata porque exigen más protección social. Cuando la aversión al riesgo es reducida, es más probable que los electores voten a un republicano porque quieren asumir más riesgos. Así, Roosevelt fue elegido después de la crisis de 1929; Carter, tras la primera crisis del petróleo; Clinton, tras la recesión de principios de los años noventa; Obama, tras la crisis financiera de 2008; y Biden, después de la crisis de la COVID-19, todos ellos presidentes demócratas.

¿CORREN PELIGRO LAS INVERSIONES VERDES?

Otro factor que tampoco debe pasarse por alto es el impacto de la elección del próximo presidente sobre las políticas económicas y fiscales de los próximos años. Por un lado, algunos programas de ayuda de la Administración Biden, como la CHIPS Act⁷, que tiene por objetivo sustentar el sector de los semiconductores, han recibido el apoyo de ambas partes y no deberían ponerse en tela de juicio. Por otro lado, la llegada de un presidente republicano podría anunciar el final de algunas financiaciones verdes. En abril de 2023, el republicano McCarthy, en particular, propuso la “Limit, Save, Grow Act” para limitar determinados gastos, lo que podría presagiar posibles recortes por parte de una Administración republicana. En particular, preveía reducciones significativas de las ayudas fiscales que contempla la Inflation Reduction Act (ley de reducción de la inflación) y de los créditos fiscales verdes. Un relevo republicano no implicaría necesariamente la austeridad presupuestaria, sobre todo, con un Senado demócrata, pero es muy probable que se revisaran a la baja drásticamente los incentivos fiscales a las energías renovables. Un año electoral siempre trae sorpresas consigo y 2024 no debería ser una excepción. Los mercados financieros, como Neo en Matrix, podrían tener un destino diferente en función de si los votantes estadounidenses eligen la pastilla roja o la pastilla azul.



3%:
SOBRER-
RENDIMIENTO
de la renta variable
cuando el presidente
es demócrata

Una aversión al riesgo elevada implica una prima de riesgo de la renta variable también elevada, es decir, acciones con valoraciones más bajas en el momento T y, por lo tanto, mayores rendimientos potenciales para la renta variable. De ahí el sobrerrendimiento de la renta variable durante las presidencias demócratas, independientemente de las medidas económicas adoptadas. Si la historia se repite y se valida la teoría de Pastor y Veronesi, la ausencia de una crisis económica importante y la volatilidad reducida de los mercados de renta variable tenderían a favorecer a un candidato republicano en las próximas elecciones, lo que implicaría unos rendimientos ligeramente inferiores a la media durante la próxima legislatura.

GRÁFICO 1: PRIMA DE RIESGO DE LA RENTA VARIABLE Y ELECCIONES ESTADOUNIDENSES, %



Nota: la prima de riesgo de la renta variable se calcula tomando la inversa del ratio precio-beneficios de Shiller +6% de crecimiento de los beneficios - el rendimiento estadounidense a 10 años. R y D indican los años en los que fue elegido un presidente republicano (R) o demócrata (D).

Fuentes: Shiller data, Indosuez Wealth Management.

6 - Véase Lubos Pastor y Pietro Veronesi, 2020, “Political Cycles and Stock Returns”, Journal of Political Economy.

7 - La CHIPS Act es una ley federal estadounidense que ofrece financiación e incentivos para aumentar la producción nacional de semiconductores y la investigación en este ámbito.



Lucas MERIC
Investment Strategist

A pesar de la actual atonía de la economía de la zona euro, los últimos datos macroeconómicos han mostrado signos alentadores en línea con nuestra hipótesis de recuperación de la actividad en 2024. Los avances significativos registrados en los últimos meses en materia de subidas de precios respaldan esta opinión, aunque parezca todavía pronto para declarar la victoria sobre la inflación.



Los mercados esperan en la zona euro
UNA INFLACIÓN DEL 1,5% A FIN DE 2024

INFLACIÓN: ¿JUEGO, SET Y PARTIDO?

En el momento de escribir estas líneas, los mercados prevén ya que la inflación de la zona euro será ligeramente superior al 1,5% a fin de diciembre de 2024, frente a las expectativas del 2,5% de finales de octubre. Esta euforia desinflacionista sigue a tres meses de sorpresas positivas en materia de inflación⁸ en el Viejo Continente, que se sitúa ahora en el 2,4% interanual para la inflación total y en el 3,6% para la subyacente. Aunque esta dinámica está en consonancia con nuestras previsiones de desinflación continuada en la zona euro, las expectativas del mercado nos parecen muy optimistas, ya que esperamos que la inflación media anual caiga del 5,5% de 2023 al 2,7% en 2024.

En primer lugar, prevemos una nueva aceleración de la inflación total hasta cerca del 3% debido a los efectos de base relacionados con las subvenciones al gas natural implantadas en Alemania en diciembre de 2022. Sin embargo, es probable que este repunte sea solo temporal y debería ir seguido de una desaceleración de la inflación que oscilaría entre el 2,5% y el 3% en 2024, es decir, por encima del objetivo de inflación del 2% del Banco Central Europeo (BCE).

Así, se espera que sea una combinación de factores la que actúe como límite inferior para la inflación del Viejo Continente: la retirada de muchas de las ayudas estatales introducidas como respuesta a la crisis energética de 2022 (topes de precios en Alemania, blindajes de tarifas en Francia, y recortes del IVA en Italia y España); una inflación alimentaria que debería mantenerse (entre el 3% y el 4%) debido a los elevados precios de los productores y a los fenómenos meteorológicos (como

El Niño, que vuelve a esperarse este invierno); y, por último, un mercado laboral que mantiene una tensión histórica (con una tasa de desempleo del 6,5%), lo que debería seguir alimentando las presiones salariales (el Banco Central Europeo prevé que la remuneración por asalariado aumente un 4,6% en 2024, frente a un nivel medio prepandemia cercano al 2%).

A más largo plazo, las temáticas de la transición energética (*greenflation*⁹) y la desglobalización, en particular, también deberían jugar a favor de una inflación estructuralmente más alta, como se analiza en nuestro [Global Outlook 2024: En busca de un nuevo régimen de inflación](#).

UNA DINÁMICA SOMBRÍA, PERO CON PERSPECTIVAS ALENTADORAS

En este contexto de sorpresas positivas en el frente de la inflación, la economía europea sigue mostrando un impulso moderado, como ilustra la contracción del 0,1% del PIB en el tercer trimestre de 2023. Sin embargo, más allá de la cifra negativa del crecimiento, el detalle parece más alentador ante la contribución positiva de la demanda interna, ya que el principal lastre del PIB ha sido la variación de existencias. En particular, el consumo de los hogares contribuyó significativamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2023 por primera vez este año, lo que constituye un cambio positivo dada nuestra hipótesis basada en una recuperación del consumo impulsada por la mejora de la renta real de los hogares, en un contexto de recuperación de los salarios y de continuación de la desinflación.

8 - Los porcentajes indicados son interanuales.

9 - La *greenflation* o inflación verde se refiere a la subida de los precios de las materias primas y la energía provocada por la transición ecológica.



Así, aunque la dinámica de desinflación ha sido muy positiva últimamente, es importante recordar que un país como Alemania, por ejemplo, seguía registrando todavía niveles de inflación superiores al 6% este verano, y que los precios de los alimentos en la zona euro, un componente de la vida cotidiana de los hogares, aumentaron un 7% interanual en noviembre, un ritmo que debería desacelerarse hasta situarse entre el 3% y el 4% en 2024, pero que, de momento, sigue siendo muy elevado.

La mejora del poder adquisitivo debería ser un importante motor del crecimiento, dado que los hogares europeos, a diferencia de sus homólogos estadounidenses, siguen disfrutando de un gran volumen de ahorro, símbolo de que la actitud ante el consumo ha sido mucho más prudente en los últimos años. El repunte del consumo también debería ir acompañado de una relajación del endurecimiento de la política monetaria, mientras que el sector manufacturero parece haber tocado fondo en las últimas encuestas publicadas y debería repuntar el próximo año, gracias a un impacto menos adverso de los precios de la energía y a la recuperación del ciclo manufacturero mundial.

Sin embargo, respecto a la política fiscal, esperamos que el impulso fiscal pese más sobre el crecimiento en 2024, a medida que continúe la consolidación fiscal y se retiren las medidas fiscales relacionadas con la energía.

También es probable que la deuda pública sea un reto importante, con un riesgo latente que podría perdurar, ya que la sostenibilidad de la deuda italiana suscita inquietud en un entorno de tipos de interés elevados y crecimiento nominal más débil.

CRECIMIENTO POR DEBAJO DE SU POTENCIAL

Así, a pesar de nuestras expectativas de mejora de la dinámica de crecimiento, en definitiva, nuestra hipótesis para la zona euro sigue siendo de un crecimiento gradual y moderado del 0,6% en 2024. En particular, hemos decidido revisar ligeramente a la baja nuestras expectativas de crecimiento (-10 puntos básicos) debido a la actual atonía de la economía europea y la situación que rodea a la crisis presupuestaria alemana, a raíz de la sentencia del Tribunal de Justicia de Karlsruhe sobre el incumplimiento de la norma constitucional de “freno de la deuda” por parte del Gobierno alemán, lo que debería dar lugar a recortes presupuestarios en 2024 y, por lo tanto, lastrar (moderadamente) el crecimiento en la zona euro.

TABLA 2: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2023-2024, %

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

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



UN NUEVO AÑO BAJO LOS AUSPICIOS DE LOS BANCOS CENTRALES



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

En colaboración
con el equipo de Renta fija

Llegados al final de 2023, los mercados de renta fija reciben con optimismo el cambio de las expectativas de la política monetaria. El carry será menos generoso a principios de 2024 que en octubre de 2023, aunque seguirá siendo favorable en comparación con otros activos. Las condiciones financieras van relajándose con rapidez.

BANCOS CENTRALES

El final de 2023 ha puesto de manifiesto el desajuste entre los mensajes de los bancos centrales y las expectativas del mercado. Muchas partes interesadas, de estrategias a gestores de fondos, consideran que las expectativas de bajadas de tipos para 2024 son excesivas. Entonces, ¿quién fija los precios?

La inflación retrocede a corto plazo (véase el artículo: [Zona euro: ¿la luz al final del túnel?, página 6](#)), el crecimiento en Europa, actualmente lento, debería mejorar en 2024. En este entorno, ¿por qué bajar los tipos de forma agresiva?

Hasta hace poco, la Reserva Federal estadounidense (Fed) estaba acostumbrada a mantener los tipos bajos. Si nos remontamos unas décadas atrás, podemos recordar periodos en los que los tipos se mantenían dentro de una horquilla relativamente estrecha (gráfico 2).

En Europa, cuando el Banco Central Europeo (BCE) publique por primera vez sus expectativas económicas para 2026, se espera que la inflación subyacente se mantenga por encima de su objetivo del 2%. Las reinversiones de los programas

de compra de activos puestos en marcha durante la pandemia finalizarán a finales de 2024. El BCE se muestra menos acomodaticio que la Reserva Federal estadounidense.

INFLACIÓN Y TIPOS REALES

En nuestro [Global Outlook 2024](#), relacionamos el comportamiento de los tipos a largo plazo con la voluntad de los bancos centrales de mantener tipos reales positivos. Recordemos que los tipos reales representan los tipos a vencimiento menos la inflación esperada durante el mismo vencimiento. La caída de la inflación, unida a un aterrizaje suave del crecimiento, permite prever que los tipos reales sean acordes a la tasa de inflación a largo plazo del 2% (gráfico 3, página 9).

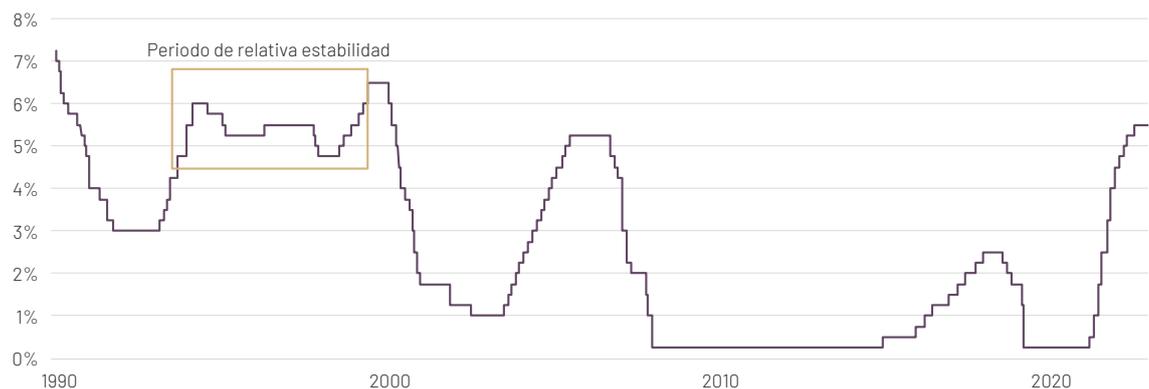
ACTIVIDAD DEL MERCADO

Desde 2022, la subida de los rendimientos en todos los segmentos de la renta fija ha favorecido que esta clase de activos vuelva a todas las carteras diversificadas. En Europa, han crecido los fondos con fecha objetivo, mientras que en EE. UU. los inversores minoristas compran directamente bonos emitidos por el Estado o las empresas.



EUROPA:
se prevé que
el crecimiento
MEJORE
EN 2024

GRÁFICO 2: TIPOS DE INTERÉS DIRECTORES DE LA RESERVA FEDERAL, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



El retorno de los grandes inversores ha permitido absorber las necesidades de financiación para 2023. Cada fin de año nos ofrece la oportunidad de mirar hacia el siguiente. Hasta hace unas semanas, los elevados tipos de interés hacían temer por la financiación de los países europeos más endeudados (Francia e Italia) y las empresas del alto rendimiento en 2024. El sector inmobiliario, en Europa o en EE. UU., también despertó la desconfianza de los inversores por dos motivos: las necesidades de financiación de las empresas (o el cuestionamiento de su solvencia) y los compradores. Desde el fin de octubre, los subsectores inmobiliarios del S&P y del Euro Stoxx se han disparado casi un 19% y más de un 20%, respectivamente. ¿Por qué mencionamos estos sectores de la renta variable en la sección de la renta fija? Simplemente, porque adoptamos el modelo de Merton. Desde una perspectiva muy simplificada, las acciones representan una opción de compra (call) sobre la deuda. La subida de las acciones proporciona un colchón de protección a los tenedores de deuda. También es una señal positiva que envían los inversores sobre la actividad futura de una empresa.

PREVISIONES PARA 2024

La aceleración del descenso de tipos en diciembre de 2023 reduce las perspectivas para 2024. Las necesidades de financiación de los Estados (déficit federal de 1,8 billones de dólares en 2024 en EE. UU.) abrirán oportunidades de inversión a lo largo del año. De cara a finales de año, es probable que los tipos a largo plazo se sitúen por debajo de los niveles actuales.

En la deuda corporativa, en cambio, se espera que las necesidades de financiación disminuyan el año próximo. Si no hay un choque exógeno, las primas de riesgo deberían mantenerse estables a principios de año, aunque es probable que le siga un periodo de volatilidad en vísperas de las elecciones presidenciales estadounidenses.

¿CUÁLES SON LOS RIESGOS DE CARA A 2024?

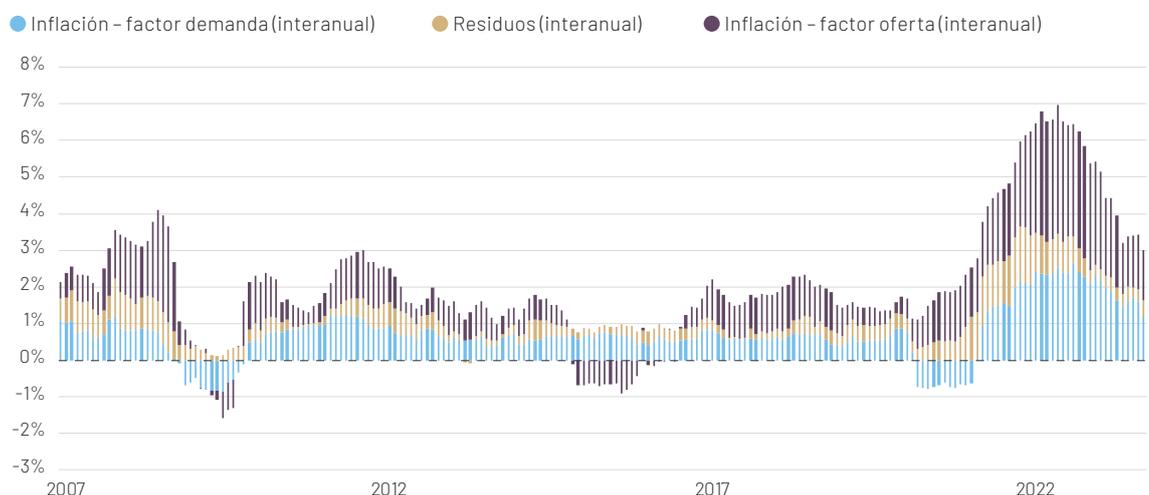
Los riesgos financieros para el próximo año están relativamente bien identificados, por lo que ya se han tenido en cuenta en las valoraciones. ¿Será 2024 el año del final de la política monetaria ultra acomodaticia de Japón? El gobernador Ueda no parece tener prisa por cambiar las condiciones financieras vigentes en el archipiélago.

Los riesgos geopolíticos, por su propia naturaleza difíciles de prever, no nos impidieron obtener buenos resultados en 2023. En 2024 se celebrarán muchas elecciones, todas ellas generadoras de tensión y volatilidad:

- ¿Las elecciones europeas de junio llevarán al Parlamento a partidos antieuropeos?
- Las elecciones presidenciales estadounidenses ya mencionadas.
- Elecciones en el Reino Unido.

Estas llamadas a las urnas se inaugurarán en enero con las elecciones presidenciales de Taiwán, especialmente interesantes dadas las continuas fricciones del país con China.

GRÁFICO 3: LA DEMANDA FINAL MANTIENE LA INFLACIÓN ELEVADA, %



Fuentes: Fed San Francisco, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

En colaboración
con el equipo de Renta variable

Mientras los mercados de renta variable cierran 2023 con optimismo y un vigoroso repunte de fin de año, los inversores empiezan a dirigir la mirada hacia 2024. Aunque aún quedan muchos interrogantes, el consenso ya no parece temer una hipótesis de recesión, y ya prevé una bajada de tipos en el segundo trimestre de 2024.



CAÍDA DE LOS TIPOS A LARGO PLAZO:

los inversores
intentan prever
el giro de los bancos
centrales

En este entorno, los tipos a largo plazo han caído de forma pronunciada. Desde el máximo alcanzado en octubre, el rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años ha disminuido 100 puntos básicos y ha pasado del 5% al 4%, lo que ha aliviado parte de la presión sobre los activos de riesgo.

Mientras que 2023 se caracterizó por el adagio *"higher for longer"* (más altos durante más tiempo), 2024 bien podría atribuirse el *"lower comes sooner"* (más bajos llegarán antes), lo que puede presagiar una hipótesis de *goldilocks* (ricitos de oro).

EUROPA

El mercado europeo repuntó con fuerza y alcanzó niveles de récord a un año. Esta fuerte subida se produce en un momento en que los rendimientos de la deuda soberana siguen una tendencia a la baja significativa en el conjunto de la zona euro. Aunque los niveles de desempleo se mantienen estables, la desinflación avanza más rápido de lo previsto y cada vez son más los inversores que esperan que el Banco Central Europeo (BCE) recorte los tipos en 2024. En este entorno, los inversores han perdido interés en el sector energético para decantarse por los valores industriales y tecnológicos, con lo que han invertido la tendencia observada en los dos meses anteriores.

La valoración de la renta variable europea sigue siendo muy atractiva y actualmente cotiza con descuento respecto a su media histórica.

ESTADOS UNIDOS

El S&P 500 prosigue su tendencia alcista, después de alcanzar la cota de los 4.650 puntos el 12 de diciembre, lo que representa su máximo a un año. A diferencia de lo que ocurrió el resto del año, la rentabilidad no ha estado impulsada por los gigantes tecnológicos (los "siete magníficos"), sino por valores hasta entonces se habían infravalorado, como los inmobiliarios, financieros e industriales, que se han beneficiado de la caída de los tipos de interés a largo plazo. Este descenso también ha favorecido a las empresas sin ánimo de lucro con balances poco sólidos. Tras el reciente repunte, el S&P 500, en 19 veces los beneficios, cotiza ahora a niveles de valoración superiores a su media histórica. Sin embargo, esta recalificación se explica en gran medida por la llegada de la temática de la Inteligencia Artificial (IA), que, al estimular las expectativas de crecimiento, justifica esta prima histórica. Más allá de los "siete magníficos", el ratio precio/beneficio (PER) del S&P 500 se sitúa en niveles de 16 veces el PER, en línea con los niveles históricos. El año 2024 también estará marcado por las elecciones presidenciales estadounidenses. Históricamente, los años electorales suelen traducirse en buenos resultados para el mercado de renta variable, sobre todo, en el segundo semestre del año (gráfico 4, página 11).



ASIA

La persistencia de la fuerte volatilidad reinante en los mercados de renta variable asiáticos en 2023 mantiene por el momento la presión sobre las rentabilidades. El pesimismo y el clima negativo hacia la economía china siguen siendo notables. La reciente aceleración de la dinámica de las medidas de estímulo debería ser positiva para la economía de China y, gradualmente, para la confianza en la nación asiática. Creemos que en la región existe una propuesta de valor interesante, especialmente, en los subsectores tecnológicos de Taiwán (IA, nube y centros de datos) y Corea del Sur (memorias HBM), así como en el sector del automóvil asiático (vehículos eléctricos y cadena de suministro vertical, en particular).

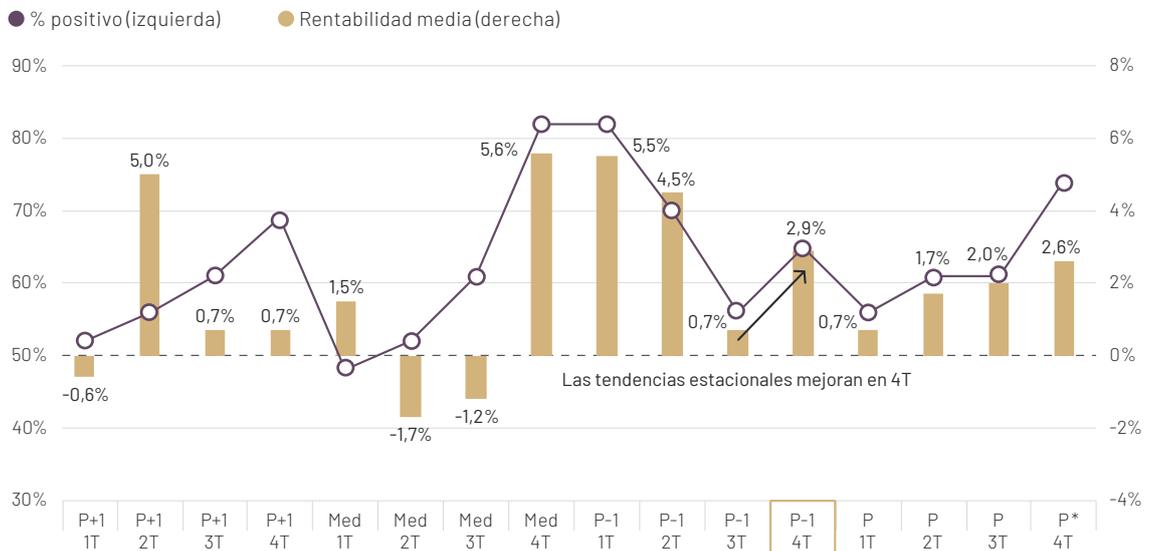
En el ámbito sectorial, nos centramos en una estrategia de tipo Barbell: consumo discrecional, tecnologías de la información y energía, y dividendos elevados. En China, también preferimos los sectores del consumo discrecional, la nueva economía y la cadena de suministro de vehículos eléctricos (con hincapié en el fuerte apoyo gubernamental), y somos selectivos en las empresas estatales que generan flujos de caja significativos.

Mantenemos las sobreponderaciones en Corea del Sur y Taiwán (principalmente, en las cadenas de suministro de tecnologías relacionadas con la IA). En 2024, la selección de valores será más esencial que nunca en Asia. Habrá vencedores en todos los mercados asiáticos, incluida China.

ESTILO DE INVERSIÓN

La caída de los tipos a largo plazo ha beneficiado especialmente al estilo Crecimiento, formado por empresas con modelos de negocio de larga duración que, por lo tanto, están muy influidas por el nivel de tipos de interés. También benefició al estilo Calidad, pero en menor medida que al Crecimiento, ya que también está formado por empresas más defensivas. Resulta especialmente interesante observar que este descenso de los rendimientos también ha favorecido a otros estilos, en particular, al segmento *Value*, en el que las valoraciones se mantienen en niveles muy bajos. Por último, a pesar de que las pequeñas capitalizaciones sufrieron por el nivel de los tipos de interés, la caída de estos últimos les ha permitido volver a rendir.

GRÁFICO 4: RENTABILIDAD TRIMESTRAL MEDIA DEL S&P 500 POR AÑO DEL CICLO PRESIDENCIAL ESTADOUNIDENSE, 1929-2020, %



* P: Previsiones.

Fuentes: Oppenheimer, Indosuez Wealth Management.

Maxime GARCIA
Investment Strategist

El dólar podría continuar su movimiento de recuperación a corto plazo, mientras que el potencial alcista del euro parece algo limitado. En cuanto al franco suizo, ahora esperamos un apoyo menor por parte del banco central. El yen sigue dependiendo de los futuros movimientos de la Reserva Federal (Fed) y el oro disfruta de buenos fundamentales, aunque preferimos esperar a una corrección antes de reforzar las posiciones.

USD

¿Hacia la continuación de la recuperación?

La moneda estadounidense perdió terreno en noviembre (-3% para el índice dólar en el mes), afectada por la caída de los tipos de interés y las esperanzas de un aterrizaje suave, que incrementaron el apetito de los inversores por las divisas de mayor riesgo. En cambio, el dólar lleva recuperándose desde principios de diciembre. El motivo principal es que las expectativas de los inversores sobre los bancos centrales distintos de la Fed están volviéndose relativamente más acomodaticias. Como consecuencia, el atractivo del rendimiento del dólar ha aumentado últimamente en relación con las divisas del G10. Creemos que esta tendencia podría mantenerse a corto plazo. A más largo plazo, esperamos que la Fed sea el primero en llevar a cabo su primera bajada de tipos, por delante de otros grandes bancos centrales, lo que podría pesar sobre la divisa estadounidense, sobre todo, si prosigue el movimiento de desdolarización.

EUR

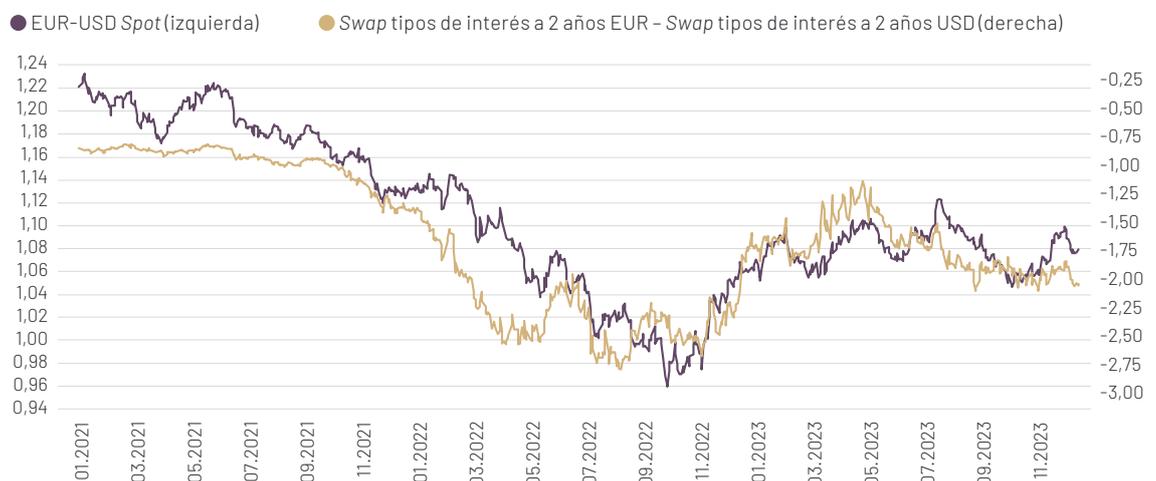
Ligeramente bajista

El euro repuntó frente al dólar en noviembre (+3,2% en el mes), impulsado por la evolución favorable del diferencial de rendimiento a 2 años con EE. UU. (gráfico 5) y la disminución de los riesgos que pesan sobre la zona euro. Sin embargo, parece que el mercado se embolsó un poco y ha retrocedido parte de su movimiento a principios de diciembre, debido al aumento de las expectativas de recortes de tipos en la zona euro. Observamos que existe tensión en el posicionamiento de la divisa, ya que la moneda única es la más sobrecomprada del G10. Por lo tanto, su potencial alcista es limitado por el momento, lo que nos lleva a adoptar una opinión neutra, o incluso algo bajista, sobre el euro a corto plazo, con un objetivo de 1,07-1,10. A largo plazo, esperamos que la Fed recorte los tipos antes que el BCE, lo que supondrá un catalizador positivo para el EUR/USD. Por último, la disminución del riesgo de recesión en la zona euro debería servir de apoyo a la moneda.



PRUDENCIA
respecto al dólar
a corto plazo

GRÁFICO 5: DIFERENCIAL DE TIPOS A 2 AÑOS ENTRE ALEMANIA Y EE. UU., Y EUR/USD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



CHF

Menos apoyo del Banco Nacional Suizo

El franco suizo ha registrado uno de los mejores resultados de las monedas del G10 desde principios de año. La moneda ha recibido el respaldo de un banco central que ha tomado la iniciativa en la lucha contra la inflación y no ha dudado en recurrir a sus reservas de divisas para apoyar su moneda y contrarrestar así la inflación importada. Esta política ha dado sus frutos y la inflación se sitúa ahora en el 1,7% interanual, por debajo del objetivo establecido por el Banco Nacional Suizo (inferior al 2%). Como resultado, el banco central dispone ahora de más libertad para adoptar una política acomodaticia el próximo año y menos interés en ver presiones alcistas sobre su moneda. Además, el nivel actual del franco suizo frente al euro y el dólar deja poco margen para una mayor apreciación. Por lo tanto, esperamos que el USD/CHF oscile entre 0,86 y 0,92, y el EUR/CHF, entre 0,95 y 1,00, aunque un rebrote de las tensiones geopolíticas podría reforzar a la moneda suiza.

JPY

Sin cambios importantes

El yen ha repuntado frente al dólar últimamente, ya que el mercado prevé una posible salida de los tipos negativos en 2024, lo que llevaría a un ajuste del diferencial transpacífico de tipos de interés.

Sin embargo, no esperamos un cambio importante en la política monetaria japonesa, ya que la economía no se enfrenta actualmente a una inflación sostenida ni a presiones al alza sobre el crecimiento salarial. Por lo tanto, creemos que el ajuste de la Fed y del BCE serán las principales variables que influirán en los futuros movimientos del yen. Mientras tanto, esperamos que el yen siga débil al menos hasta la primera bajada de tipos de la Fed.

ORO

Una demanda estructuralmente fuerte

El precio del oro ha continuado su alza iniciada con el estallido del conflicto en Oriente Próximo y llegó a un nuevo récord el 1 de diciembre de 2023, en 2.070 dólares/onza. Además de la reaparición de las tensiones geopolíticas, favorable para el oro, el metal amarillo también se ha visto respaldado por la reciente caída de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad relativo de invertir en oro. Asimismo, aunque se han registrado importantes salidas de los ETF físicos, los bancos centrales siguen comprando en grandes cantidades, lo que supone un importante factor de apoyo para el precio de la onza. Por lo tanto, seguimos siendo positivos con respecto al oro, aunque, en los niveles actuales, preferimos esperar una corrección antes de reforzar nuestro posicionamiento.



A LA ESPERA
de una corrección
antes de
REFORZAR
EL ORO



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** aunque se espera una desaceleración de la actividad económica en EE. UU. en los próximos trimestres, mantenemos la previsión de crecimiento para 2024 ligeramente por encima del consenso, lo que se justifica por nuestra confianza en la salud del consumo estadounidense. En Europa, seguimos previendo un crecimiento moderado, con divergencias entre los países de la zona, aunque la mejora del poder adquisitivo de los hogares a lo largo de 2024 será un factor de apoyo a medio plazo. Los países emergentes registrarán una dinámica de crecimiento superior a la de las economías avanzadas.
- **Inflación:** el proceso de desinflación continuará el próximo año, aunque se espera que las cifras sean algo volátiles en los próximos meses, debido a efectos técnicos significativos. Los cambios estructurales de la economía mundial conducirán a la estabilización de la inflación en un régimen de inflación subyacente más elevada que en épocas anteriores.
- **Bancos centrales:** ya se ha confirmado la estabilización de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE). A continuación, se espera que estos lleven a cabo sus primeros recortes de tipos de interés, del orden de 75 a 100 puntos básicos (pb) en el caso de la Fed a partir del segundo trimestre, seguidos de cerca por el BCE con un recorte de tipos de 25 pb a 50 pb.
- **Beneficios empresariales:** seguimos confiando más en la capacidad de las compañías estadounidenses a la hora de cumplir las previsiones de crecimiento de los beneficios en 2024 con respecto a sus homólogas europeas, para las que la dinámica de las expectativas del mercado sigue siendo menos boyante.
- **Entorno de riesgo:** la reducción de la volatilidad de los mercados refleja en parte una disminución de las incertidumbres macroeconómicas. No obstante, existe una serie de riesgos que deben tenerse en cuenta en 2024, tanto en términos (geo)políticos (con numerosas elecciones en el horizonte) como en el ámbito financiero (sostenibilidad de la deuda en la zona euro y en EE. UU.).

CONVICCIONES EN MATERIA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Renta variable

- Como ya mencionamos en publicaciones anteriores y, más recientemente, en el [Global Outlook 2024](#), seguimos adoptando un posicionamiento optimista respecto a los mercados de renta variable en los próximos meses, a la luz de un entorno macroeconómico resistente y de la continua solidez financiera de las compañías. No obstante, desde un punto de vista táctico, y dada la velocidad del repunte de fin de año y los ajustados indicadores técnicos, creemos que sería prudente reducir posiciones y acercarnos a la neutralidad.
- Dentro de nuestra asignación a la renta variable, seguimos prefiriendo las acciones de las grandes compañías estadounidenses, que generan abundantes flujos de caja y disfrutan de fundamentales económicos que se mantienen sólidos. También son las mejor posicionadas para beneficiarse del retorno del progreso tecnológico vinculado a la inteligencia artificial.
- En términos relativos, a pesar de que sus valoraciones son históricamente reducidas, creemos que la renta variable europea es menos boyante, ya que las perspectivas de crecimiento económico de la región para 2024 siguen siendo sombrías. También consideramos que tiene menos posibilidades de beneficiarse de los cambios estructurales actuales inherentes a las transiciones tecnológicas, climáticas y demográficas.
- Por último, aunque recientemente hemos reducido estratégicamente nuestra convicción en China, mantenemos una opinión favorable sobre los activos de los mercados emergentes en su conjunto. En 2024, estas economías deberían ofrecer un diferencial de crecimiento favorable en comparación con las economías desarrolladas, al tiempo que se benefician de una relajación de las condiciones financieras en EE. UU. y de un posible cambio de tendencia en el ciclo manufacturero (como ya se observa en algunos datos de exportación asiáticos). Cabe señalar que es importante que prevalezca una visión diversificada tanto geográficamente como en términos de clase de activos (renta variable y deuda), ya que es más difícil para los inversores evaluar la prima de riesgo específica de determinados países.



Mantener
LA DIVERSI-
FICACIÓN



Renta fija

- Los elevados niveles de tipos de interés (en comparación con los dos últimos años) ofrecen puntos de entrada interesantes para los inversores que deseen exponerse a los mercados de renta fija como complemento a una exposición a los activos de riesgo. Por otra parte, consideramos que el reciente descenso de tipos ha sido demasiado rápido y no estamos de acuerdo con la hipótesis de mercado que prevé hasta seis recortes de tipos de interés en 2024, ni en EE. UU. ni en Europa.
- Del mismo modo, desde un punto de vista más estructural, creemos que nos encontramos en una fase de transición hacia un régimen de mayor crecimiento nominal con equilibrios de mercado alterados, que presuponen la estabilización de los tipos de interés en niveles superiores a los que estábamos acostumbrados. Por estos motivos, mantenemos la prudencia táctica sobre la deuda pública y seguimos prefiriendo el extremo más corto de las curvas de rendimientos, que ofrecen una mejor relación riesgo/remuneración que los vencimientos a más largo plazo.
- En cuanto al crédito, seguimos prefiriendo la deuda corporativa de gran calidad y vencimiento corto, y nos mantenemos alejados del segmento del alto rendimiento. Por otra parte, en términos relativos, creemos que el segmento de la deuda subordinada ofrece oportunidades de inversión atractivas y su compensación de rendimiento es interesante, dado el riesgo implícito en esta clase de activos.
- Con vistas a la diversificación, seguimos siendo optimistas con respecto a la deuda emergente en divisa local para 2024.

Mercado de divisas

- La mayor resistencia del entorno macroeconómico al otro lado del Atlántico, unida a un reajuste de las expectativas del mercado sobre los recortes de tipos del BCE a partir del segundo trimestre de 2024, ha beneficiado al dólar a corto plazo (sobre todo, frente al euro). Aunque esta tendencia podría mantenerse en las próximas semanas, existe una serie de factores que nos sugieren mantener una visión prudente del billete verde desde un punto de vista estratégico: el esperado fin del endurecimiento monetario en EE. UU., la dirección de la política fiscal y, más estructuralmente, los fenómenos de diversificación de las reservas de divisas y la creación de canales bilaterales entre países emergentes que utilizan otras divisas de liquidación.

- A corto plazo, el oro podría resultar vulnerable a una subida parcial de los tipos de interés a largo plazo tras la fuerte relajación observada en las últimas semanas. En cambio, a medio plazo, la caída prevista de los tipos de interés reales, la continuidad de la preferencia de los bancos centrales por este activo y un entorno geopolítico más complejo que antes son fuerzas que deberían conducir a una apreciación del metal amarillo en 2024.

TABLA DE CONVICCIONES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 14 DICIEMBRE DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU, 10A	3,92%	-51,47	4,60
Francia 10A	2,64%	-51,00	-46,60
Alemania 10A	2,11%	-47,70	-45,30
España 10A	3,08%	-51,00	-57,20
Suiza 10A	0,66%	-35,90	-96,00
Japón 10A	0,67%	-11,60	25,60

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	36,50	1,50%	5,16%
Deuda pública EUR	202,75	2,28%	5,24%
Deuda corporativa EUR (HY)	214,64	3,00%	10,91%
Deuda corporativa USD (HY)	332,16	4,57%	11,95%
Deuda pública EE, UU,	306,70	2,29%	3,83%
Deuda corporativa emergente	43,73	3,02%	2,27%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9537	-1,12%	-3,63%
GBP/USD	1,2767	2,84%	5,66%
USD/CHF	0,8676	-2,37%	-6,15%
EUR/USD	1,0993	1,30%	2,69%
USD/JPY	141,89	-5,86%	8,21%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	12,48	-1,84	-9,19

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.719,55	4,69%	22,92%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.648,98	3,21%	2,65%
STOXX Europe 600	476,57	5,61%	12,16%
Topix	2.321,35	-2,00%	22,71%
MSCI World	3.128,89	5,24%	20,22%
Shanghai SE Composite	3.351,96	-6,17%	-13,42%
MSCI Emerging Markets	992,51	1,04%	3,78%
MSCI Latam (América Latina)	2.586,75	5,10%	21,54%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	196,63	2,71%	2,42%
MSCI Asia Ex Japan	619,89	0,01%	0,11%
CAC 40 (Francia)	7.575,85	5,68%	17,02%
DAX (Alemania)	16.752,23	6,12%	20,32%
MIB (Italia)	30.359,06	3,76%	28,06%
IBEX (España)	1.0171,70	5,22%	23,61%
SMI (Suiza)	11.209,95	5,33%	4,48%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.850,00	-1,74%	-5,98%
Oro (USD/Onza)	2.036,36	2,80%	11,64%
Crudo WTI (USD/Barril)	71,58	-1,81%	-10,81%
Plata (USD/Onza)	24,10	0,68%	0,23%
Cobre (USD/Tonelada)	8.551,50	4,03%	2,14%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,40	-21,88%	-46,55%

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

SEPTIEMBRE DE 2023	OCTUBRE DE 2023	NOVIEMBRE DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 14.12.2023
2,27%	-2,20%	12,99%	5,61%	22,92%
-0,37%	-2,97%	9,21%	5,24%	22,71%
-1,74%	-2,98%	8,92%	5,10%	21,54%
-2,01%	-3,00%	7,86%	4,69%	20,22%
-2,47%	-3,17%	6,86%	3,21%	12,16%
-2,81%	-3,68%	6,45%	2,71%	3,78%
-2,86%	-3,76%	6,32%	1,04%	2,65%
-3,35%	-3,91%	5,38%	0,01%	2,42%
-4,45%	-3,94%	1,80%	-2,00%	0,11%
-4,87%	-4,96%	-2,14%	-6,17%	-13,42%

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

MÁS RENTABLE
+

MENOS RENTABLE
-



AIE: Agencia Internacional de la Energía.

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

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

BPA: Beneficio Por Acción.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo Monetario Internacional.

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

GIEC: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados frente a las expectativas de los pronosticadores.

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

IRENA: Agencia Internacional de Energías Renovables.

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

ISR: Inversión sostenible y responsable.

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

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

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

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

OMC: Organización Mundial del Comercio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

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

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T.30.176, F.1, S.8, H.M-543170, CIF: W-0182904-C.
- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.
- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.
- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571)(SFO).
- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act 2001), de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- **En el DIFC:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái ("DFSA"). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado o ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.
- **En los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

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

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 15.12.2023.



