



# MONTHLY HOUSE VIEW

Noviembre 2023

¿Deberíamos temer una subida del precio del petróleo?

• Índice

01• Editorial	P3
POLARIZACIÓN	
02• Focus	P4
¿DEBERÍAMOS TEMER UNA SUBIDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO?	
03• Macroeconomía	P6
UN ATERRIZAJE SUAVE	
04• Renta fija	P8
NO HAY QUE RESIGNARSE NUNCA	
05• Renta variable	P10
UNA TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS MUY ESPERADA	
06• Divisas	P12
ENTRE LA GEOPOLÍTICA Y LOS FUNDAMENTALES	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Global Head  
of Asset Management

Estimado/a lector/a:

Mientras la guerra de Ucrania se empantana, los atentados perpetrados en Israel por Hamás el 7 de octubre, 50 años después del inicio de la Guerra del Yom Kippur, sorprendieron a todos, ya que no habían sido previstos por el Gobierno israelí. En un mundo cada vez más dividido, esta nueva guerra ha terminado de enterrar los Acuerdos de Oslo, firmados hace 30 años, que debían garantizar una nueva era de paz entre Israel y Palestina.

Este atentado se produce también el día del cumpleaños de Vladimir Putin, que sin duda querrá aprovechar este conflicto para hacer sentir su presencia en el ámbito geopolítico. De hecho, al reforzar el frente occidental, esta guerra acelera la polarización y deja en un segundo plano la atención de la comunidad internacional a Ucrania.

Este nuevo conflicto pone potencialmente en tela de juicio los Acuerdos de Abraham<sup>1</sup>, justo cuando Israel y Arabia Saudí estaban a punto de firmar un tratado de paz que anunciaba una nueva organización de la región. Por otra parte, los estadounidenses siempre han tenido dificultades para gestionar varios conflictos externos al mismo tiempo en Oriente Próximo. Ante la inminencia de las elecciones presidenciales estadounidenses del próximo año, la situación parlamentaria se ha complicado con la histórica destitución de Kevin McCarthy, presidente republicano de la Cámara de Representantes. Aunque a corto plazo se ha evitado el *shutdown*<sup>2</sup>, técnicamente, se ha suspendido la ayuda a Ucrania. Además de los 43.900 millones de dólares de ayuda estadounidense proporcionada desde el inicio del conflicto de Ucrania (es decir, el 4% del presupuesto de defensa), aún se necesitan 60.000 millones de dólares para apoyar al país, según la Casa Blanca.

La última encuesta disponible muestra hasta qué punto los estadounidenses están cada vez más divididos sobre la ayuda a Ucrania. Destaca especialmente el caso de los votantes republicanos, más del 60% de los cuales cuestionan el gasto que ya se ha realizado desde el comienzo del conflicto. En este contexto, podemos imaginar que ahora se dará prioridad a Israel.

¿Qué impacto tendrá en el mercado? Históricamente, cuando hay tensiones geopolíticas, los inversores tienden a recurrir a valores refugio como el oro, el yen, el franco suizo y los bonos del Estado de máxima calificación, lo cual se pudo apreciar, especialmente en el caso del oro, en los primeros días después del ataque. Los conflictos en Oriente Próximo suelen generar volatilidad y presión sobre los precios de la energía, ya que la región es un gran exportador de esta y una vía de navegación clave, como es el caso del Estrecho de Ormuz. Se espera que el mercado siga centrado en el riesgo energético, es decir, los precios del gas y del petróleo, que podrían seguir bajo presión y dar muestras de volatilidad a medida que se acerque el invierno. Los riesgos para el crecimiento mundial podrían materializarse si Israel entrara en conflicto directo con Irán, lo que llevaría el precio del barril de petróleo muy por encima de los 100 dólares. Una extensión del conflicto no es nuestro escenario actual.

Si desea saber más sobre nuestros análisis, le invito a leer este número, que analiza en particular las consecuencias de esta crisis para los precios del petróleo y la menor dependencia de nuestra economía del oro negro.

1 - Los Acuerdos de Abraham: firmados a partir de 2020, son acuerdos destinados a normalizar las relaciones entre Israel y los Emiratos Árabes Unidos, Bahrein, Sudán y Marruecos bajo los auspicios de EE. UU.

2 - *Shutdown*: cese de la actividad del Gobierno de EE. UU. por falta de recursos aprobados por el Congreso. En caso de *shutdown*, ya no se eleva el techo de la deuda, lo que obliga al Gobierno a cerrar inicialmente los servicios considerados no esenciales (museos o parques nacionales, por ejemplo) que ya no puede financiar.

## ¿DEBERÍAMOS TEMER UNA SUBIDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO?



Nicolas MOUGEOT  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability

Los acontecimientos geopolíticos que podrían afectar a los precios de la energía parecen haber cobrado protagonismo en los últimos meses. 2022 estuvo marcado por la invasión rusa de Ucrania y 2023 vio la reaparición del conflicto de Nagorno Karabaj entre Armenia y Azerbaiyán, país exportador de gas y petróleo. En las últimas semanas, el ataque de Hamás contra Israel ha acentuado el temor a un conflicto en Oriente Próximo que podría disparar los precios del petróleo. ¿Cuál sería su coste económico?



IMPACTO  
negativo de  
la 1ª CRISIS  
DEL PETRÓLEO  
sobre la economía  
en 1973

### UNA ECONOMÍA MENOS DEPENDIENTE DEL PETRÓLEO QUE EN LOS AÑOS SETENTA

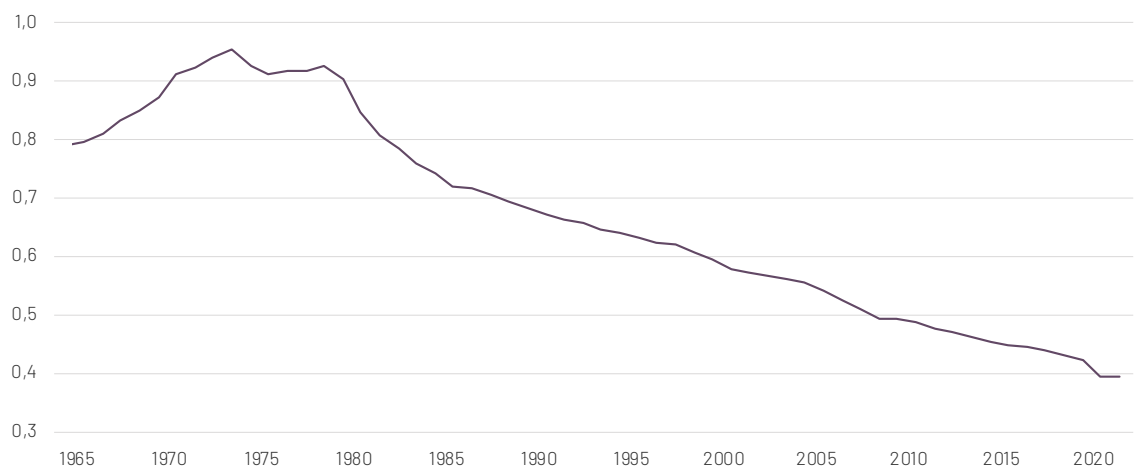
Todo el mundo recuerda la crisis del petróleo de 1973, que comenzó con la guerra del Yom Kippur. Los países árabes, miembros de la OPEP, decidieron entonces subir los precios del petróleo y reducir su producción. El impacto en la economía fue bastante rápido, con un aumento tanto de la inflación como del desempleo. En EE. UU., por ejemplo, la tasa de desempleo casi se duplicó en menos de dos años y pasó del 4,6% de octubre de 1973 al 9% en mayo de 1975. Sin embargo, el efecto de una escalada de la situación en Oriente Próximo podría ser más limitado.

En primer lugar, si la situación se deteriorara bruscamente en Oriente Próximo, los precios del petróleo subirían, pero probablemente no en la misma medida que durante la primera crisis del petróleo. En 1973, el precio del petróleo se cuadruplicó y pasó de 2,5 dólares a más de 11 dólares a

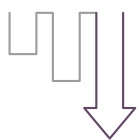
principios de 1974, para después subir a más de 30 dólares en 1980, tras la segunda crisis del petróleo de 1979. La situación es relativamente diferente en la actualidad: antes de la primera crisis del petróleo, los precios de este se mantenían artificialmente bajos, ya que estaban controlados en gran medida por las grandes compañías energéticas estadounidenses y británicas que explotaban los pozos petrolíferos de Oriente Próximo. El precio del petróleo es hoy mucho más elevado, cercano a los 90 dólares, muy lejos de los 2,5 dólares, incluso teniendo en cuenta la inflación de los últimos 50 años.

En segundo lugar, la importancia del petróleo en la economía mundial ha tendido a disminuir. Indudablemente, el consumo de petróleo se duplicó entre 1972 y 2022, con escasos descensos anuales (debidos principalmente a las crisis del petróleo de 1973 y 1979, la financiera de 2008 y la de la COVID-19 de 2020).

GRÁFICO 1: INTENSIDAD DEL PETRÓLEO, BARRILES DE PETRÓLEO PARA PRODUCIR 1.000 DÓLARES ESTADOUNIDENSES DEL PIB MUNDIAL



Fuentes: Center on Global Energy Policy (Columbia), Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## LAS RESERVAS de petróleo están EN CAÍDA LIBRE

Sin embargo, la economía mundial necesita cada vez menos petróleo: como muestra un estudio de la Universidad de Columbia<sup>3</sup>, la intensidad del petróleo, es decir, el número de barriles necesarios para producir 1.000 dólares de PIB (ajustado a la inflación), se ha reducido a la mitad desde los años setenta.

Mientras que antes se necesitaba casi un barril de petróleo para generar 1.000 dólares de PIB, hoy se necesitan menos de 0,4 barriles (gráfico 1, página 4), lo cual se explica por varios factores. En primer lugar, el aumento de la productividad ha permitido reducir la dependencia del petróleo. Otro factor es el paso gradual de una economía industrial a otra basada en los servicios, que requieren menos energía. Por ello, los economistas coinciden en que las variaciones del precio del petróleo tienen ahora un impacto menor sobre el empleo y la inflación que en los años setenta (véase Blanchard y Riggi<sup>4</sup>, por ejemplo).

### UN IMPACTO POTENCIAL EN EL MERCADO QUE NO DEBE PASARSE POR ALTO

Aunque el efecto de una subida significativa del precio del petróleo en la economía mundial podría ser menor que en 1973 o 1979, sin duda tendría un impacto nada desdeñable en los mercados. Como describimos en una reciente publicación de [CIO Perspectives](#), la mayoría de los acontecimientos geopolíticos de los últimos 50 años han tenido un impacto positivo en el petróleo y negativo en los mercados de renta variable, aunque en ocasiones el efecto haya sido a corto plazo.

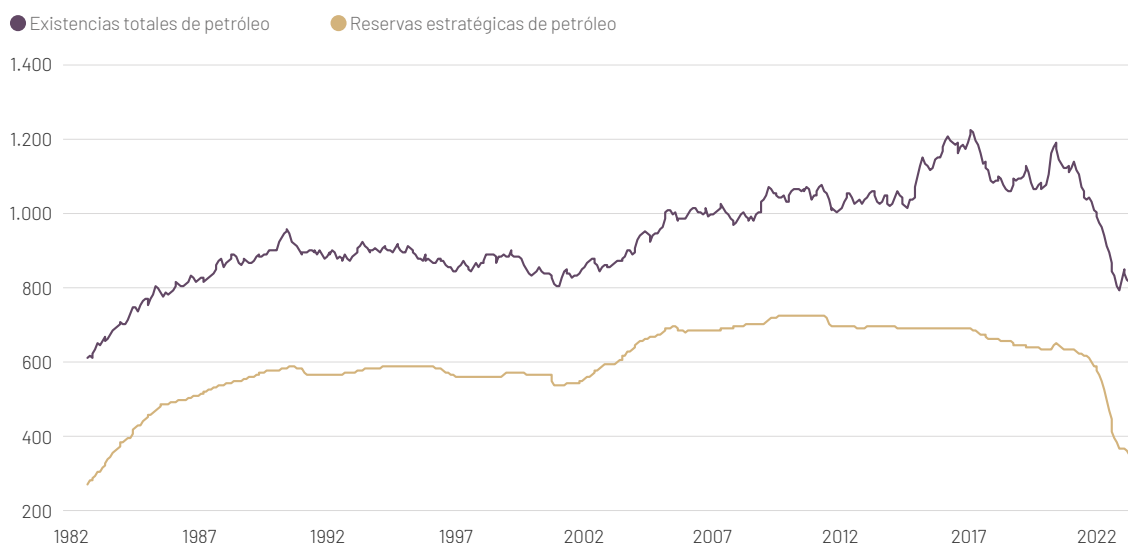
Además, como muestra el gráfico 2, las reservas actuales de petróleo están en un nivel históricamente reducido, sobre todo, en EE. UU. Esta caída se explica por el hecho de que este país ha tenido que recurrir a sus reservas estratégicas tras el embargo de petróleo y gas rusos a raíz de la invasión rusa de Ucrania. Así, las reservas estratégicas han desempeñado su papel en la compensación del petróleo ruso, pero han caído más de un 40%, por lo que tendrían un efecto amortiguador limitado si la situación en Oriente Próximo provocara una caída de la producción de esta región.

### LA INDEPENDENCIA ENERGÉTICA, UN FACTOR CLAVE

La invasión de Ucrania, el conflicto de Nagorno Karabaj, los ataques a Israel... por desgracia, esta sucesión de sucesos geopolíticos nos recuerda regularmente que la independencia energética es un reto importante para los gobiernos, especialmente para los europeos. Aunque la importancia de los combustibles fósiles es ahora menor para el funcionamiento de la economía mundial, estos siguen siendo críticos en determinados sectores, como el transporte y los productos químicos, y el acceso al petróleo continúa siendo una cuestión de defensa nacional.

Así, los países no productores de petróleo deben seguir apoyando el desarrollo de las energías renovables, ya que son necesarias para reducir la dependencia de los combustibles fósiles y, por lo tanto, esenciales para garantizar la independencia energética a largo plazo.

GRÁFICO 2: EXISTENCIAS DE PETRÓLEO EE. UU., MILLONES DE BARRILES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Véase «Oil Intensity: The curiously steady decline of oil in GDP», septiembre de 2021, Columbia Center on Global Energy Policy.

4 - Véase «Why are the 2000s so different from the 1970s? A structural interpretation of changes in the macroeconomic effects of oil prices», Blanchard y Riggi, Journal of the European Economic Association, 2013.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Llevamos varios meses insistiendo en la resistencia de la economía estadounidense, a pesar de estar sufriendo uno de los procesos de endurecimiento de la política monetaria más rápidos desde los años ochenta. A pesar de una serie de factores adversos que probablemente ralenticen el crecimiento en los próximos trimestres, ahora vemos muy probable que la economía estadounidense logre un aterrizaje suave, teniendo en cuenta la reciente dinámica del gasto de los consumidores, la buena salud financiera de los hogares y la fortaleza del mercado laboral.

### LA RESISTENCIA DEL CONSUMIDOR ESTADOUNIDENSE

El mercado empezó el año 2023 ante la expectativa de una de las recesiones más previstas de la historia. Sin embargo, casi 18 meses después del inicio del ciclo de subidas de tipos de 525 puntos básicos (pb) por parte de la Reserva Federal (Fed), aquí estamos, al final de un tercer trimestre en el que el gasto de los consumidores ha crecido casi un 4% anualizado. En un país en el que el componente de consumo representa más de dos tercios del producto interior bruto (PIB), el papel del consumidor para lograr un aterrizaje suave es crucial, y por el momento, no parece estar fallando.

### IMPULSADOS POR LA DINÁMICA POSTPANDEMIA

Esta capacidad de resistencia del consumo durante varios trimestres es el resultado de fenómenos postpandemia que han permitido a los consumidores mantener niveles de gasto elevados. De hecho, durante la pandemia, los hogares pudieron acumular grandes excedentes de ahorro, que llegaron a alcanzar los 2,1 billones de dólares en 2021. Las estimaciones de estos excedentes varían según la tendencia de ahorro anterior a la COVID-19 que se considere, pero hay un factor indudable: mientras que el mes pasado estimábamos este excedente de ahorro en 1.000 millones de dólares a finales del segundo trimestre, la revisión a principios de octubre de los datos de ahorro de los últimos 10 años por parte de la Bureau of Economic Analysis (que publica, entre otros datos, el PIB estadounidense) implica una tendencia de ahorro previa a la COVID-19 inferior a la anterior. Esto significa que el excedente de ahorro sería en realidad casi 600.000 millones de dólares.

Un colchón adicional de protección para los hogares estadounidenses, que también disponen de balances saneados, gracias a los importantes efectos sobre la riqueza que han podido disfrutar desde la pandemia, ya sea por la subida de los mercados de renta variable o de los precios inmobiliarios. De hecho, el patrimonio (en valor neto) de los hogares estadounidenses ha aumentado en más de 30 billones de dólares desde finales de 2019 y estos mismos hogares se encuentran ahora en un contexto en el que el ahorro está muy bien remunerado, aunque este fenómeno varíe en función del nivel de ingresos.

Al mismo tiempo, el consumidor estadounidense también se ha beneficiado de un importante crecimiento salarial (la Fed de Atlanta estima actualmente una tasa de crecimiento anual de los salarios medios por hora del 5,2%), lo que se explica, en particular, por un mercado laboral extremadamente desequilibrado al salir de la pandemia: a fin de 2022, el número de puestos vacantes seguía siendo dos veces superior al de desempleados. Desde entonces, el mercado laboral ha seguido reequilibrándose mediante una reducción de las ofertas de empleo, no por la eliminación de puestos de trabajo, y la tasa de desempleo se ha mantenido en niveles históricamente bajos del 3,8%. Al mismo tiempo, el proceso de desinflación en curso en EE. UU. debería seguir favoreciendo el poder adquisitivo de los hogares, aunque este fenómeno parece menos clave que en Europa y se espera un proceso de desinflación tortuoso debido a efectos técnicos.



Revisión de la BEA:  
**600.000 MILLONES DE DÓLARES**  
de excedente de ahorro

En nuestra opinión, estos factores ya no justifican en su conjunto una contracción del consumo y del crecimiento en el tercer trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, lo que nos lleva a considerar como hipótesis central un aterrizaje suave de la economía estadounidense, aunque es probable que se ralentice en los próximos meses.

### NO HAY CONTRACCIÓN, PERO SÍ RALENTIZACIÓN

La resistencia del consumidor estadounidense es real, pero es probable que la economía del país se enfrente a una serie de factores adversos hacia finales de año. En este sentido, se prevé que el fin de la moratoria sobre los préstamos estudiantiles pese sobre el consumo, aunque este se haya mantenido sólido durante el verano a pesar del aumento significativo de los pagos al Departamento de Educación de EE. UU. en concepto de reembolso anticipado de la deuda estudiantil. Al mismo tiempo, el aumento de los precios del petróleo y el endurecimiento de las condiciones financieras como consecuencia de la subida de los tipos de interés estadounidenses a largo plazo desde el verano también deberían frenar la dinámica del crecimiento.

Por último, la amenaza de un cierre del Gobierno estadounidense sigue latente, ya que el plazo para alcanzar un acuerdo sobre el presupuesto se ha

retrasado hasta mediados de noviembre, mientras prosigue la huelga del sindicato estadounidense de trabajadores del automóvil, iniciada a principios de septiembre y que afecta a más de 30.000 empleados. Si estos riesgos se estancaran, actuarían como un freno para el crecimiento a finales de año, aunque en última instancia su impacto solo sería temporal y su resolución se traduciría en un efecto positivo inverso inmediato en la dinámica del crecimiento.

### REVISIÓN AL ALZA DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN

El incremento de la mayor probabilidad de un aterrizaje suave de la economía estadounidense y la resistencia del consumo durante el verano conllevan una marcada revisión al alza de nuestras perspectivas de crecimiento en EE. UU., que se sitúan ahora en el 2,2% (+40 pb) en 2023 y el 1,2% (+70 pb) en 2024 (tabla 1). Sin embargo, ahora esperamos una inflación media del 2,7% (+10 pb) en 2024 debido a la reciente evolución de los precios del petróleo, lo que debería situar la inflación general en torno al 2,4% antes del final del próximo año, un nivel aún por encima del objetivo de inflación de la Fed.

TABLA 1: PREVISIONES MACROECONÓMICAS 2023-2024, %

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

	PIB		INFLACIÓN	
	2023	2024	2023	2024
EE. UU.	2,2%	1,2%	4,2%	2,7%
Zona euro	0,5%	0,8%	5,6%	2,9%
China	5,1%	4,5%	0,4%	1,8%
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%
<b>Mundo</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,7%</b>	-	-

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

En colaboración  
con el equipo de Renta fija

Una vez más, existen factores ajenos a los mercados financieros que interfieren en las previsiones y las valoraciones. El retorno de la volatilidad está afectando a todos los mercados y la renta fija no es una excepción. El aumento de los rendimientos genera nuevas oportunidades para los inversores a medio-largo plazo.



-25%:

estimación de las  
NECESIDADES  
DE FINANCIACIÓN  
de las grandes  
empresas europeas  
en 2024

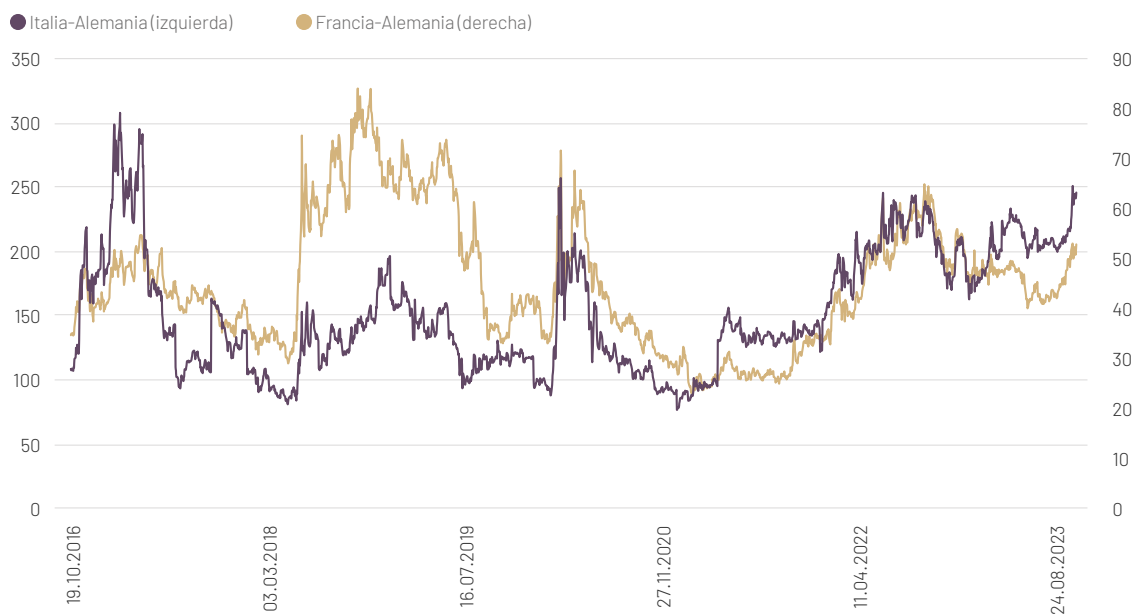
La subida de los rendimientos de la renta fija se vio suspendida por los trágicos acontecimientos de Oriente Próximo. La renta fija desempeñó temporalmente su papel de valor refugio, mientras que los activos de riesgo cayeron sin que cundiera el pánico. Rápidamente, el despliegue de esfuerzos diplomáticos frenó la subida del precio del petróleo y devolvió la esperanza a los mercados de renta variable, y los fundamentales de los mercados de renta fija se recuperaron. Desde el verano, la decisión del Tesoro estadounidense de financiar el déficit federal con emisiones a largo plazo ha lastreado los rendimientos a largo plazo. El restablecimiento de la prima por plazo, un concepto olvidado en los últimos años, está anulando las intervenciones de la Fed desde la pandemia del COVID-19. El endurecimiento cuantitativo (*quantitative tightening*) se reanudó a principios de septiembre, y la retirada de la liquidez empezó a afectar a todos los activos.

Es evidente que los mercados inmobiliarios de las distintas zonas geográficas están adaptándose a las nuevas condiciones de financiación y a la escasez de crédito, tanto en volumen como en precio.

### BANCOS CENTRALES

Los tipos a corto plazo están ahora anclados tanto en EE. UU. como en la zona euro. En nuestra opinión, los mercados siguen siendo optimistas en sus previsiones de recortes de los tipos de interés oficiales en 2024. Por otra parte, los tipos siguen ajustándose a la hipótesis de *high for long*<sup>5</sup>, lo que explica el actual aumento de la pendiente de las curvas. Con casi un 5% en términos nominales, el tipo estadounidense a 10 años incluye un tipo real del 2,5%, es decir, un sobrepago por encima de la inflación prevista del 2,5%. Esta compensación supera el objetivo de la Fed del 2%, así como las estimaciones del "tipo de interés neutral".

GRÁFICO 3: DIFERENCIAL ENTRE PAÍSES (TIPO A 10 AÑOS), FRANCIA E ITALIA FRENTE A ALEMANIA, PB



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Alto durante mucho tiempo.



En la zona euro, los rendimientos a corto plazo también han alcanzado su máximo de este ciclo. Como anécdota, el tipo de depósito del Banco Central Europeo (BCE) se sitúa en el 4%, su máximo desde la creación de la moneda única. El siguiente paso es reducir gradualmente el tamaño del balance del banco central, un paso crucial que aún está en gestación. En esta fase, los países europeos más endeudados corren el riesgo de sufrir una ampliación notable de su prima de riesgo frente a la referencia alemana. Dado que el mercado siempre identifica rápidamente los factores más frágiles, los diferenciales de Francia e Italia ya han empezado a ampliarse (gráfico 3, página 8).

### MERCADOS DE CRÉDITO

El riesgo específico se mantiene contenido en los países desarrollados. En cambio, el riesgo sistémico se ha materializado desde mediados de septiembre en forma de una fuerte divergencia de los índices iTraxx de derivados de crédito en EE. UU. y la zona euro (gráfico 4).

Desde mediados de septiembre, la rentabilidad del alto rendimiento ha sido inferior a la de la renta variable. Algunas empresas oportunistas han propuesto a sus inversores amortizar la deuda que vence a finales de 2023 o 2024, para volver a emitirla a 2028, por ejemplo. Esta gestión del pasivo permite mantener el acceso al mercado, ya que muchas partes interesadas prevén un final de año relativamente ilíquido.

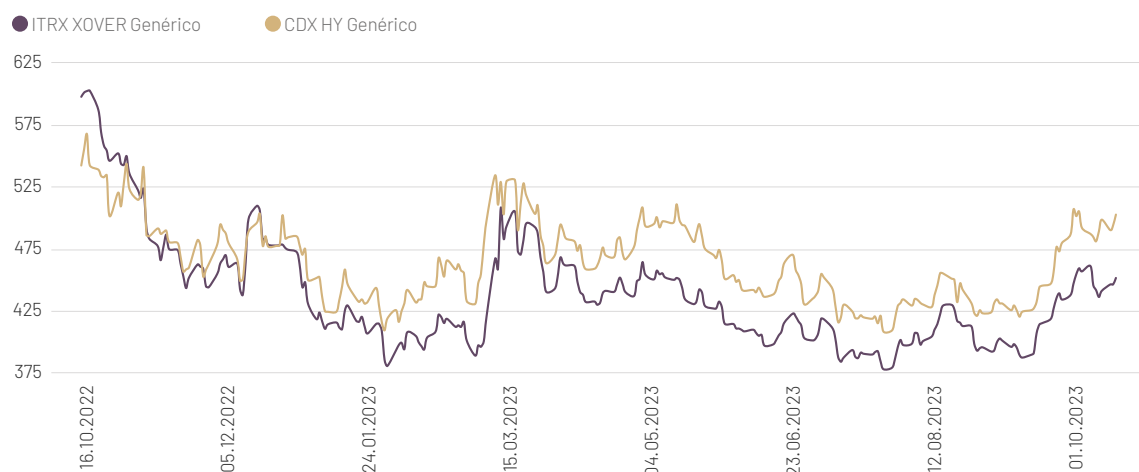
Las emisiones en mercado primario estuvieron muy activas en septiembre, lo que refleja una relación equilibrada entre las sociedades emisoras y los inversores. Sin embargo, el retorno de la volatilidad desde el 9 de octubre ha cerrado prácticamente el mercado primario.

La contracción de las condiciones del crédito concedido por los bancos está afectando al mercado de los leveraged loans<sup>6</sup>, cuyas tasas de impago aumentan con más rapidez en EE. UU. que en Europa. Los resultados de esta región desde principios de año han superado los del mercado estadounidense. Por efecto contagio, las calificaciones más débiles del mercado de crédito también se han visto afectadas.

Nuestros analistas han llevado a cabo una revisión de los emisores bancarios. La Autoridad Bancaria Europea (ABE) ha publicado un estudio consolidado del sector que confirma su buena salud: el nivel de capital ha alcanzado un máximo, los préstamos en mora son estables y el coste del riesgo se mantiene firme en 45 pb. La subida de los tipos de interés permite asentar la rentabilidad del sector, pero las perspectivas se ven empañadas por un probable deterioro de la calidad de los activos. Sin embargo, las reservas son más que suficientes para absorber cualquier factor adverso.

En EE. UU., el sector vuelve a estar bajo presión debido a la subida de los tipos de interés, lo que provoca pérdidas potenciales (aunque no realizadas) en las carteras de activos invertidos en deuda pública. La subida de los tipos de interés también ha desplazado los depósitos hacia los fondos del mercado monetario. Este movimiento del capital ya se ha completado. Los activos, en particular los inmobiliarios, también sufren un ligero deterioro, pero no plantean ningún riesgo sistémico. Por último, las autoridades reguladoras están imponiendo nuevas normas de capital más estrictas en beneficio de los tenedores de renta fija. Seguimos centrando nuestras inversiones en los bancos más grandes, sólidos y geográficamente diversificados.

GRÁFICO 4: ÍNDICES DE DERIVADOS DE CRÉDITO, CREDIT DEFAULT SWAP (CDS), HIGH YIELD



Fuentes: Bloomberg, Markit iTraxx, Indosuez Wealth Management.

6 - Leveraged loans (préstamos apalancados): tipo de deuda utilizado por empresas ya endeudadas para financiar fusiones y adquisiciones, por ejemplo. Esta deuda conlleva un mayor riesgo para los inversores, a cambio de unos rendimientos elevados.

## UNA TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS MUY ESPERADA



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

En colaboración  
con el equipo de Renta variable

Los mercados de renta variable se encuentran bajo presión como consecuencia de la subida de los tipos de interés a largo plazo (el tipo a 10 años en EE. UU. está en su máximo desde 2007) y la atención de los inversores parece centrarse en la capacidad de las empresas para navegar en este nuevo entorno. La economía estadounidense sigue resistiendo, pero la próxima tanda de publicaciones de resultados será la ocasión de confirmar, a nivel micro-económico, el impacto de las variaciones de los tipos en las empresas.



EL SECTOR  
ENERGÉTICO  
a la cabeza,  
el LUJO SUFRE  
la toma  
de beneficios

### EUROPA

La estacionalidad volvió a marcar el periodo posterior al verano con un deterioro del mercado europeo de renta variable. Impulsado por la subida de los precios del petróleo, el sector energético sigue liderando los resultados, mientras que el sector de artículos de lujo continúa sufriendo recogidas de beneficios.

Estos arbitrajes dentro de los sectores se traducen en un fuerte sobre rendimiento de los valores del estilo *Value* frente a los valores Crecimiento, más sensibles a la dinámica de los tipos de interés.

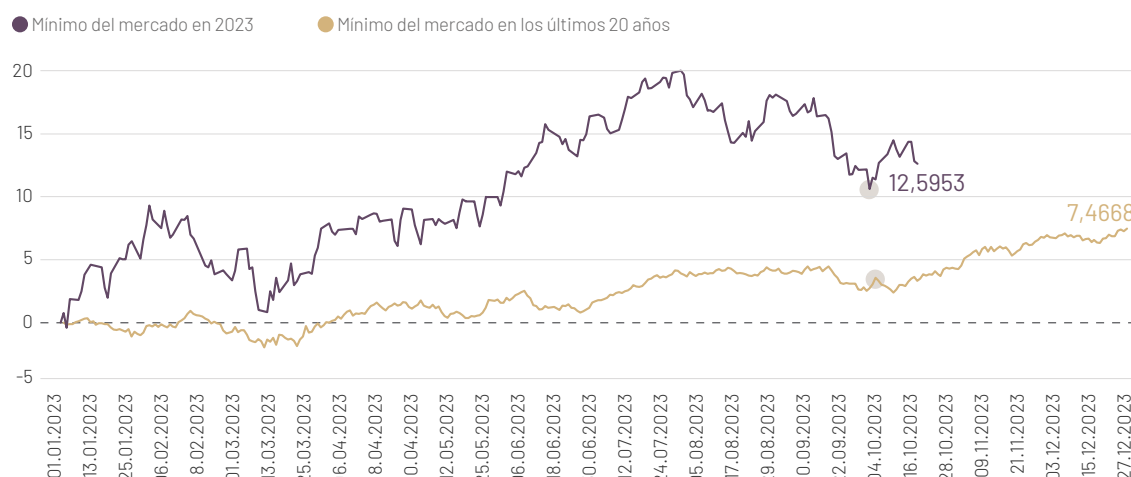
La valoración de la renta variable europea sigue siendo muy atractiva y actualmente se sitúa muy por debajo de su media histórica. Por otro lado, las revisiones de beneficios se han mostrado resistentes en el último mes y también parecen buenas para 2023 y 2024.

Es probable que la atención de los inversores se centre ahora en la temporada de publicación de resultados del tercer trimestre y en las perspectivas de los directivos para 2024, sobre todo, en lo que respecta a la demanda y la capacidad de mantener los márgenes.

### ESTADOS UNIDOS

El S&P 500 ha caído de forma generalizada desde finales de julio, aunque la corrección parece saludable. El índice volvió a poner a prueba sus máximos de febrero y su media de 200 días, aunque esto no pone en entredicho la tendencia alcista a largo plazo del índice. Además, históricamente, el periodo estival es más flojo en términos de volumen y rendimiento, y, en los últimos 20 años, esta debilidad ha finalizado por término medio justo antes del inicio de la temporada de publicación de resultados empresariales, que comienza a mediados de octubre (gráfico 5).

GRÁFICO 5: ESTACIONALIDAD DEL S&P 500, MEDIA DE LAS COTIZACIONES A 20 AÑOS, Y EVOLUCIÓN EN 2023



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: Históricamente, el mercado marcó un mínimo el 9 de octubre, correspondiente al punto mínimo alcanzado por el S&P 500 en 2023.

Además, las revisiones de los beneficios empresariales en EE. UU. parecen positivas y podrían impulsar un repunte a finales de año. Por último, aunque los tipos de interés a largo plazo alcancen niveles especialmente elevados, muchas empresas estadounidenses de mega capitalización no se verán necesariamente perjudicadas, gracias a que sus balances están saneados y sus niveles de liquidez son elevados.

## ASIA

Los mercados bursátiles asiáticos siguen luchando por encontrar su camino en medio de una gran volatilidad e incertidumbre, con pesimismo en el ambiente, en particular, con respecto a China. La reapertura de la economía china ha sido decepcionante, pese a su vigorosa recuperación, aunque efímera, posterior a la COVID-19, lo que plantea interrogantes sobre la eficacia de las medidas adoptadas por el Gobierno de Pekín. A pesar de las iniciativas de estímulo, los flujos de capital apenas son visibles, dado el continuo pesimismo que rodea a China: la falta de confianza en el sector privado, la debilidad de la demanda interna, las tensiones con EE. UU. y los persistentes temores dentro del sector inmobiliario alimentan la inquietud de los inversores extranjeros.

La aceleración de la flexibilización monetaria y las medidas de apoyo al sector inmobiliario adoptadas recientemente por el Gobierno chino podrían

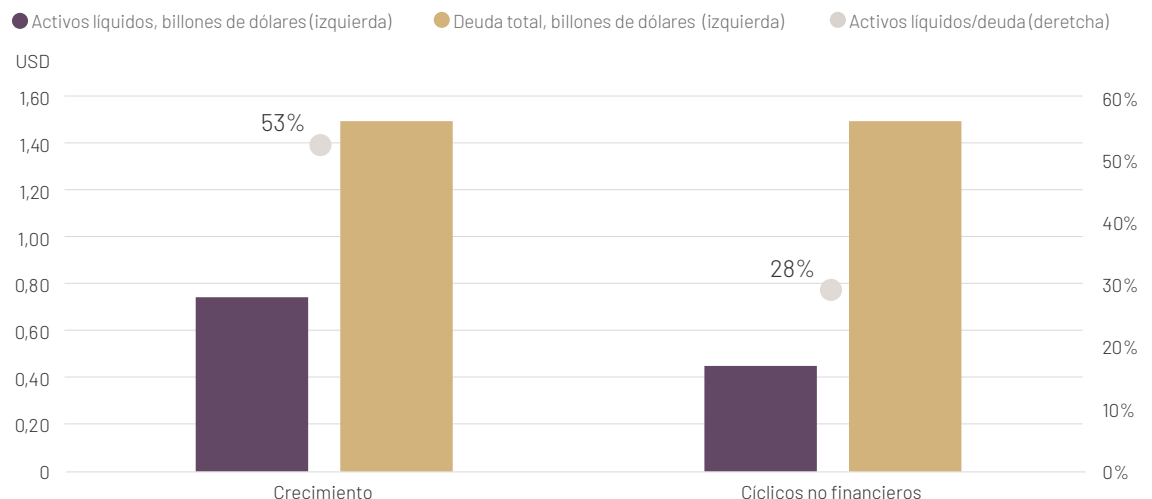
tardar un poco en producir efectos positivos. Mientras tanto, las expectativas del mercado se centran en la posibilidad de un fuerte estímulo fiscal y medidas de reactivación adicionales para el gasto en infraestructuras. La tercera sesión plenaria del 20º Comité Central y la Conferencia Central sobre trabajo económico son los principales acontecimientos que habrá que seguir de cerca.

## ESTILO DE INVERSIÓN

El repunte de los rendimientos a largo plazo continuó durante el mes pasado, lo que impulsó al alza el rendimiento relativo del estilo *Value* y sometió a presión los valores de Crecimiento, especialmente en Europa. Los sectores menos caros del *Value* (bancos, energía, minería, etc.) tendieron a obtener mejores resultados. Sin embargo, los valores de Crecimiento/Calidad han resistido relativamente bien durante la caída del mercado, sobre todo en EE. UU., gracias a su sólida generación de ingresos, unida a un nivel muy reducido de deuda/liquidez (gráfico 6), que les permite beneficiarse de los elevados rendimientos del mercado monetario sin necesidad de financiación.

Además, si las presiones sobre los tipos de interés disminuyen o se mantienen estables, la próxima temporada de presentación de resultados podría poner en primer plano a las empresas de calidad con márgenes resistentes, fuerte generación de caja y poder de fijación de precios.

GRÁFICO 6: ACTIVOS LÍQUIDOS Y DEUDA TOTAL EN EL S&P 500



Fuentes: Citi Group, Indosuez Wealth Management.

Nota: Los valores de Crecimiento registran un ratio de activos líquidos/deuda del 53%, frente al 28% del segmento de los Cíclicos (excluidos los financieros).



Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Los acontecimientos internacionales han alterado un poco el panorama de las divisas, y el franco suizo y el oro han recuperado su atractivo debido a su condición de valores refugio, aunque la confianza sigue siendo neutra respecto a estos activos, debido a la persistencia de los factores adversos, especialmente, en los fundamentales.

## EUR

### Persisten los riesgos

Las divergencias macroeconómicas entre EE. UU. y la zona euro, y el aumento del diferencial transatlántico han penalizado al EUR/USD, que pierde un 1,5% en el mes. Además, el apoyo de los flujos hacia el euro procedentes de la mejora de la balanza comercial empezó a desvanecerse con la ralentización del comercio mundial y el repunte de los precios de la energía. Los inversores extranjeros parecen haber perdido el apetito por los activos denominados en euros (gráfico 7). No obstante, las expectativas son ahora débiles y creemos que la reciente estabilización del diferencial de tipos de interés reales EUR/USD es un factor positivo para la moneda única. Igualmente importante es la probabilidad de que, a largo plazo, los primeros recortes de tipos provengan de la Fed, lo que podría proporcionar un apoyo fundamental al par de divisas en el futuro. En consecuencia, las perspectivas del EUR/USD siguen pareciendo equilibradas si asumimos que no hay una escalada de las tensiones geopolítica (rango de negociación

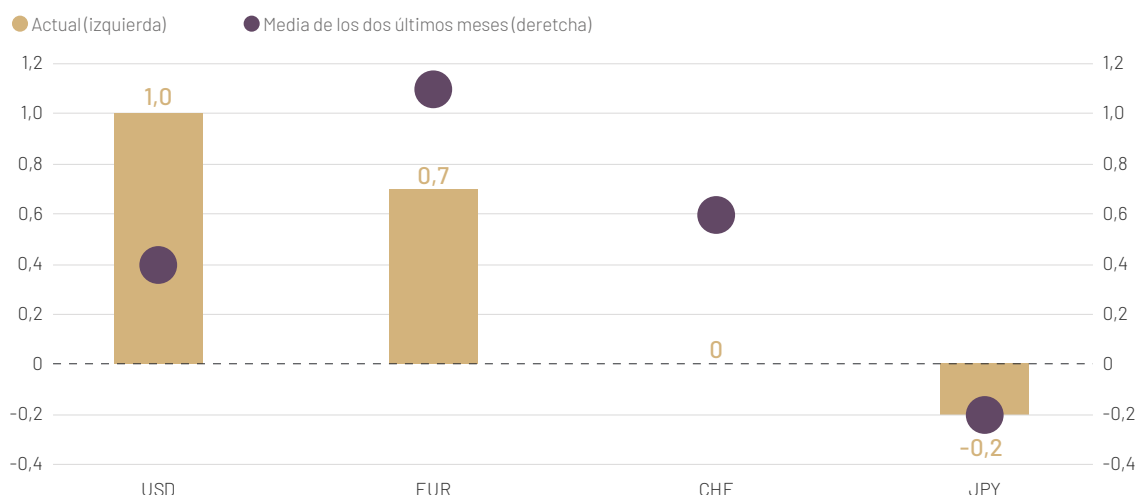
previsto: 1,045 - 1,085). Sin embargo, habrá que prestar especial atención al diferencial BTP-Bund que podría pesar sobre el euro, y tener en cuenta que podría alcanzarse el mínimo del rango en caso de crisis de la oferta en el suministro energético.

## USD

### Potencial alcista limitado

A principios de mes, el dólar alcanzó un nuevo máximo de un año, impulsado por la dinámica macroeconómica, que sigue sorprendiendo al alza y una tendencia que podría continuar acompañada de una recuperación del atractivo del billete verde. Asimismo, los acontecimientos en Oriente Próximo también favorecieron la demanda de activos seguros (y, por lo tanto, del dólar) en la segunda quincena del mes (gráfico 8, página 13). También en este caso, un conflicto generalizado reforzaría la divisa estadounidense. Así, como mencionamos el mes pasado, no somos tan negativos respecto al dólar, pero seguimos pensando que su potencial de apreciación sigue siendo limitado.

GRÁFICO 7: ÍNDICE DE POSICIONAMIENTO DE DIVISAS



Fuentes: CACIB, Indosuez Wealth Management.

De hecho, este último cedió unos puntos tras los comentarios considerados acomodaticios de algunos miembros de la Fed, que subrayaban que el reciente endurecimiento de las condiciones financieras en EE. UU. podría reducir la necesidad de nuevas subidas de los tipos de interés oficiales. Además, el dólar es ahora la divisa del G-10 con el mayor posicionamiento largo, lo que limita la probabilidad de nuevos flujos de compra.

## CHF

### Entre su condición de valor refugio y los fundamentales

El franco suizo sigue siendo la divisa del G10 con mejor comportamiento desde principios de año. En un principio, la moneda sufrió a principios de octubre tras la última reunión del comité del Banco Nacional Suizo (BNS), en la que se decidió no aumentar los tipos de interés oficiales, pero después se vio respaldada por su condición de valor refugio y subió un 1,6% frente al euro en el mes. Mantenemos nuestra posición neutra con un rango de negociación previsto de 0,90-0,94 para el USD/CHF y de 0,95-0,98 para el EUR/CHF. Por un lado, la moneda suiza podría proseguir su alza si se intensifican las tensiones geopolíticas, pero también podría beneficiarse de la disposición del BNS a intervenir en el mercado de divisas si fuera necesario. Por otra parte, todavía existen factores adversos, en particular, la desventaja del franco suizo en términos de *carry*.

## JPY

### Sin cambios, no hay apreciación

El USD/JPY cotizó cerca del umbral de 150 a principios de octubre, para después caer bruscamente en cuestión de minutos, lo que sugiere una intervención de las autoridades monetarias japonesas. Si este fue el caso, la medida no resultó muy eficaz, ya que el USD/JPY vuelve a cotizar muy cerca de 150, un nivel que preocupa a los responsables políticos japoneses. El yen sigue penalizado por su diferencial de tipos de interés con el resto de grandes economías, pero el débil crecimiento de los salarios y la ralentización de la economía mundial podrían impedir al Banco de Japón modificar su política monetaria en 2023. Como ya indicamos el mes pasado, solo una pausa de la Fed o una normalización de la política del Banco de Japón permitiría que el yen se apreciara de forma duradera, y podría entonces proyectar el par USD/JPY a un rango entre 138 y 140.

## ORO

### ¿Rentabilidad real o geopolítica?

El restablecimiento de la correlación (negativa) entre los tipos de interés reales y el oro siguió siendo un lastre para este y llevó la onza a un mínimo anual en torno a los 1.800 dólares. Sin embargo, la caída duró poco, ya que la situación geopolítica ayudó al oro a recuperar su nivel de 1.900. El clima inversor sigue siendo neutro a corto plazo, ya que la postura restrictiva de la Fed supone un freno importante a la subida del precio del metal amarillo. En consecuencia, creemos que las perspectivas del EUR/USD se mantienen equilibradas si asumimos que las tensiones geopolíticas no aumentarán. Preveemos un rango de cotización de entre 1.850 y 1.950.



**EL ORO  
HA SUBIDO**  
por encima de  
**1.900**  
con el auge  
del conflicto en  
Oriente Próximo

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN DE LOS VALORES REFUGIO DESDE EL INICIO DE LAS TENSIONES, DEL 09.10.2023 AL 18.10.2023, %



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### ESCENARIO DE INVERSIÓN

- **Crecimiento:** nuestra hipótesis de crecimiento para EE. UU. se ha revisado al alza y ahora se prevé una ligera expansión de la actividad económica en los dos próximos trimestres debido a la mayor resistencia del consumo estadounidense. En Europa, la actividad económica seguirá siendo moderada el año próximo, aunque habrá grandes divergencias entre los países de la zona. En términos más generales, los países emergentes serán los principales impulsores del crecimiento mundial en 2024.
- **Inflación:** mantenemos nuestra hipótesis de un proceso no lineal de reducción de la inflación en las economías desarrolladas. La balanza de los riesgos se inclina al alza debido a la fortaleza observada en la economía estadounidense y al posible impacto en los precios de la energía de las tensiones geopolíticas emergentes en Oriente Próximo.
- **Bancos centrales:** la subida de los tipos a largo plazo en los mercados está reemplazando parcialmente el trabajo a los bancos centrales al endurecer las condiciones financieras. Unido a la ralentización de la inflación, creemos que el ciclo de subidas de tipos por parte de la Fed y el BCE ha llegado a su fin. Ahora esperamos una estabilización de los tipos de interés elevados hasta principios del segundo semestre de 2024.
- **Resultados empresariales:** en general, nos sentimos cómodos con las expectativas de beneficios estimadas por el mercado para 2024, pero seguimos atentos a la divergencia en las revisiones de beneficios, al alza en EE. UU. y Japón, y a la baja en Europa y China.
- **Entorno de riesgo:** el riesgo geopolítico vuelve cobrar protagonismo, lo que nos invita a añadir más cobertura a nuestras carteras. Al mismo tiempo, tras la nueva subida de los tipos de interés a largo plazo, no podemos descartar la aparición de riesgos idiosincrásicos en el ámbito financiero.

### CONVICCIONES EN MATERIA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

#### Renta variable

- Mantenemos una postura optimista sobre los activos de riesgo a corto plazo, habida cuenta de que el entorno económico es más favorable (sobre todo en EE. UU.) y que salud financiera de las empresas es todavía sólida.
- Seguimos prefiriendo la renta variable estadounidense por los motivos ya expuestos, aunque las revisiones positivas de los beneficios de la región constituyen un factor de apoyo adicional. Mantenemos una opinión neutra sobre la renta variable europea, ya que la actividad económica no muestra signos claros de mejora en estos momentos y la dinámica de las revisiones de los beneficios son menos boyantes que en EE. UU.
- Por sectores, mantenemos la preferencia por los valores de crecimiento, que siguen beneficiándose del interés de los inversores por la temática de la inteligencia artificial. El sector inmobiliario cotizado, que ya ha descontado gran parte de la subida de los tipos de interés y la caída prevista de los precios de los inmuebles físicos, sigue siendo una de las convicciones para los próximos trimestres.
- A pesar de los recientes anuncios del Gobierno chino para apoyar su economía y del impacto ya visible en la actividad económica, aún no hemos visto ninguna reacción concreta en los mercados de renta variable. Aunque esperamos un repunte antes de finales de año, nuestra visión estratégica de la renta variable china es menos favorable. Por otra parte, mantenemos una opinión optimista sobre los activos de los mercados emergentes, que disfrutarán de un diferencial de crecimiento positivo frente a las economías avanzadas y podrían considerarse un área de diversificación si aumentan las tensiones geopolíticas.



PREFERENCIA  
por el posicionamiento en los  
VENCIMIENTOS  
HASTA 5 AÑOS

## Renta fija

- Aunque los elevados niveles de los tipos a largo plazo ofrecen puntos de entrada interesantes, preferimos seguir posicionados en las partes más cortas de las curvas de rendimiento, hasta los vencimientos a 5 años. Estos últimos, además de ofrecer un *carry* más elevado, también parecen estar menos correlacionados con los movimientos de los activos de riesgo que los bonos a más largo plazo.
- Al mismo tiempo, la volatilidad propia de la deuda pública de vencimientos largos reduce su atractivo. Las importantes emisiones previstas en estos puntos de la curva estadounidense (y la reducción en curso de los balances de los bancos centrales), unidas a los riesgos de una mayor relación crecimiento/inflación, podrían seguir lastrando este segmento.
- En cuanto al crédito, mantenemos la preferencia por la deuda corporativa de gran calidad y vencimiento corto, y nos mantenemos alejados del segmento del alto rendimiento.
- Estamos elevando tácticamente nuestra opinión sobre el *breakeven* de inflación, principalmente por motivos técnicos, mientras que un posible aumento de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo y su impacto en los precios de la energía podría favorecer a esta clase de activos.

## Mercado de divisas

- El dólar está respaldado a corto plazo por el entorno macroeconómico, que sigue sorprendiendo al alza al otro lado del Atlántico, y por la nueva ampliación del diferencial transatlántico. La moneda se ve favorecida por su condición de valor refugio ante el aumento del riesgo geopolítico. Aunque esto supone un apoyo para el billete verde a corto plazo, la actitud más acomodaticia de algunos miembros del FOMC y el posicionamiento de los inversores nos llevan a pensar que el potencial de apreciación sigue siendo limitado.
- El franco suizo se ve favorecido temporalmente por su papel de activo de cobertura, pero es probable que siga limitado por un nivel de *carry* poco atractivo en relación con otras divisas de los países desarrollados.
- El yen sigue cotizando a mínimos históricos, cerca de los anteriores niveles de intervención del Banco de Japón. Una intervención del banco central apoyaría la moneda y provocaría un incremento de la volatilidad a corto plazo. Por otra parte, es necesario un cambio más estructural del entorno monetario para que exista una apreciación sostenible a largo plazo del yen frente al dólar.

- El oro ha recuperado su atractivo con el aumento del riesgo geopolítico en las últimas semanas. Sin embargo, más allá de esta consideración, el precio del metal amarillo parece estar atrapado entre el apoyo proporcionado por la demanda de los bancos centrales y la subida de los tipos de interés reales.

## TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRÉGICA (LP)
<b>RENTA FIJA</b>		
<b>DEUDA PÚBLICA</b>		
EUR 2 años	=/+	=
EUR 10 años	=/-	=/-
Periferia EUR	=/-	=/-
US 2A	+	+
US 10A	=/-	=
EUR breakevens de inflación	=/+	=/+
US breakevens de inflación	=/+	=
<b>DEUDA CORPORATIVA</b>		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR	=/-	=
Bonos de entidades financieras EUR	=	=
Investment grade USD	=/+	+
High yield USD	-	=
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
Deuda pública moneda fuerte	=	=/+
Deuda pública moneda local	=/+	=/+
<b>RENTA VARIABLE</b>		
<b>GEOGRAFÍAS</b>		
Europa	=	=
EE.UU.	=/+	=/+
Japón	=	=
Iberoamérica	=	=
Asia ex-China	=/+	=/+
China	=	=
<b>ESTILOS</b>		
Crecimiento	=/+	=/+
Value	=	=
Calidad	=/+	=
Cíclico	=	=
Defensivo	=/-	=/-
<b>DIVISAS</b>		
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 20 OCTUBRE DE 2023



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (EN PB)	DESDE 1 ENERO (EN PB)
Deuda pública EE.UU., 10A	4,91%	48,00	103,89
Francia 10A	3,51%	22,70	40,60
Alemania 10A	2,89%	15,10	32,30
España 10A	4,00%	18,60	34,90
Suiza 10A	1,19%	12,00	-42,80
Japón 10A	0,84%	9,90	42,20

DEUDA	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	34,21	-3,38%	-1,44%
Deuda pública EUR	194,52	-0,23%	0,96%
Deuda corporativa EUR (HY)	203,49	-1,42%	5,15%
Deuda corporativa USD (HY)	306,04	-2,38%	3,14%
Deuda pública EE, UU,	294,72	-0,63%	-0,23%
Deuda corporativa emergente	41,44	-2,56%	-3,09%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	0,9450	-2,18%	-4,50%
GBP/USD	1,2164	-0,63%	0,67%
USD/CHF	0,8921	-1,60%	-3,50%
EUR/USD	1,0594	-0,55%	-1,04%
USD/JPY	149,86	1,00%	14,29%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	21,71	4,51	0,04

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE,UU,)	4.224,16	-2,22%	10,02%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.402,14	-3,67%	-0,67%
STOXX Europe 600	433,73	-4,31%	2,08%
Topix	2.255,65	-5,08%	19,24%
MSCI World	2.791,24	-3,08%	7,24%
Shanghai SE Composite	3.510,59	-6,11%	-9,33%
MSCI Emerging Markets	925,58	-4,01%	-3,22%
MSCI Latam (América Latina)	2.177,06	-6,93%	2,29%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	179,94	-3,66%	-6,27%
MSCI Asia Ex Japan	589,23	-3,66%	-4,84%
CAC 40 (Francia)	6.816,22	-5,13%	5,29%
DAX (Alemania)	14.798,47	-4,88%	6,28%
MIB (Italia)	27.357,00	-4,27%	15,40%
IBEX (España)	9.029,10	-4,98%	9,72%
SMI (Suiza)	10.348,60	-6,05%	-3,55%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.590,00	-3,10%	-12,33%
Oro (USD/Onza)	1.981,40	2,92%	8,63%
Crudo WTI (USD/Barril)	88,75	-1,42%	10,58%
Plata (USD/Onza)	23,50	-0,39%	-2,23%
Cobre (USD/Tonelada)	7.948,50	-3,33%	-5,06%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,90	9,94%	-35,22%

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 2023	AGOSTO DE 2023	SEPTIEMBRE DE 2023	ÚLTIMAS 4 SEMANAS	01.01.2023 A 20.10.2023
0,41%	6,75%	2,27%	-2,22%	19,24%
-1,77%	5,80%	-0,37%	-3,08%	10,02%
-2,55%	5,68%	-1,74%	-3,66%	7,24%
-2,79%	5,01%	-2,01%	-3,66%	2,29%
-3,38%	4,48%	-2,47%	-3,67%	2,08%
-5,73%	3,29%	-2,81%	-4,01%	-0,67%
-6,21%	3,11%	-2,86%	-4,31%	-3,22%
-6,36%	2,23%	-3,35%	-5,08%	-4,84%
-6,61%	2,04%	-4,45%	-6,11%	-6,27%
-7,90%	1,48%	-4,87%	-6,93%	-9,33%

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.

**Estañación:** 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](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://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<sup>er</sup>, 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 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 Dubai ("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 los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> 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 20.10.2023.





