

PERSPECTIVA

2023

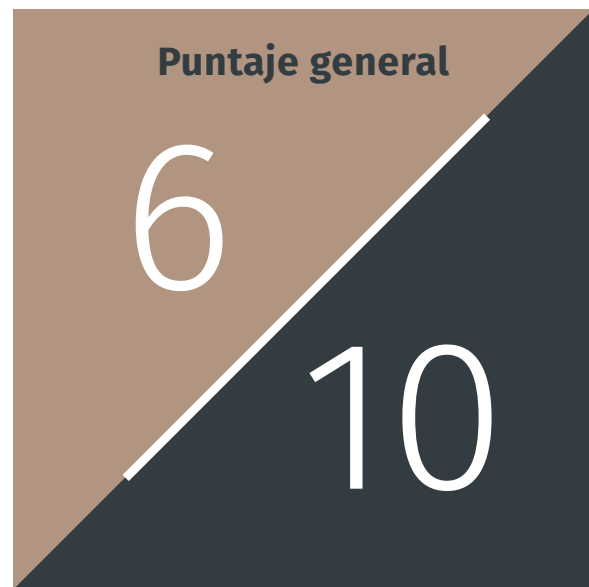
Nuestros 10 primeros temas
para el año que viene



Contenido

- Revisión de Perspectiva 2022** **3**

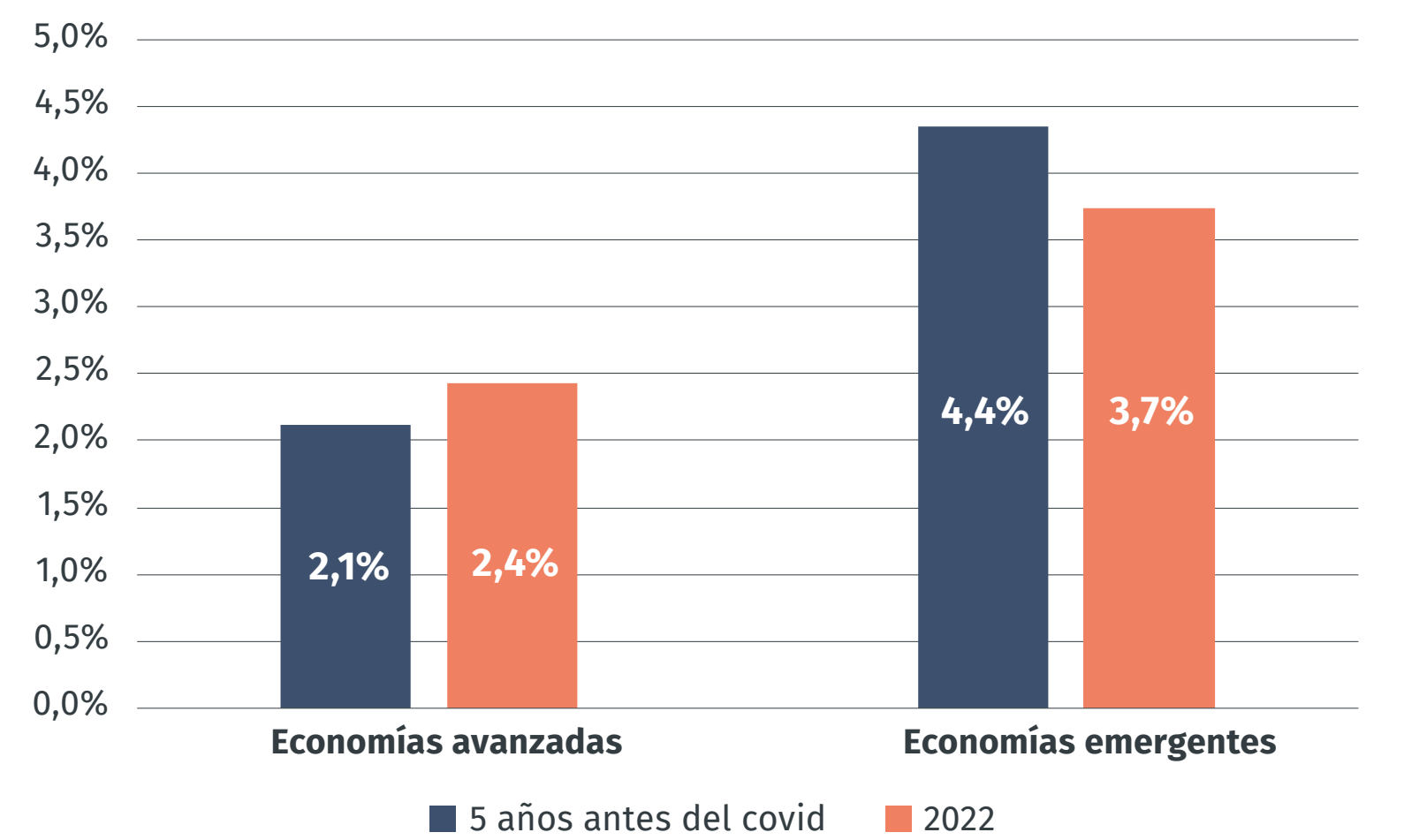
- Perspectiva 2023** **8**
- 1** La inflación (por fin) cede 9
- 2** Las tensiones geopolíticas disminuyen 10
- 3** Crecimiento global: vuelta a la realidad 11
- 4** Japón: el renacimiento continúa 12
- 5** Las economías emergentes se recuperan 13
- 6** Tendencia al debilitamiento del dólar estadounidense 14
- 7** Los vigilantes de bonos salen de patrulla 15
- 8** Bonos de grado de inversión 16
- 9** Baja capitalización global 17
- 10** Sector de consumo discrecional 18



Revisión de Perspectiva 2022

Cada mes de diciembre, revisamos las perspectivas que presentamos un año antes. El año 2022 fue difícil, y nuestras proyecciones se desviaron debido a acontecimientos inesperados: la guerra entre Rusia y Ucrania, el alza persistente de los precios del petróleo y las fuertes subidas de las tasas de interés. En general, obtuvimos un puntaje de 6/10. Nuestro historial a largo plazo es mucho mejor*.

Crecimiento del PIB mundial: 2022 en comparación con el período anterior al covid



Fuente: FMI (datos históricos) y Factset (pronósticos del Consenso 2022). 1 de diciembre de 2022.



Tema
1
Parcialmente correcto

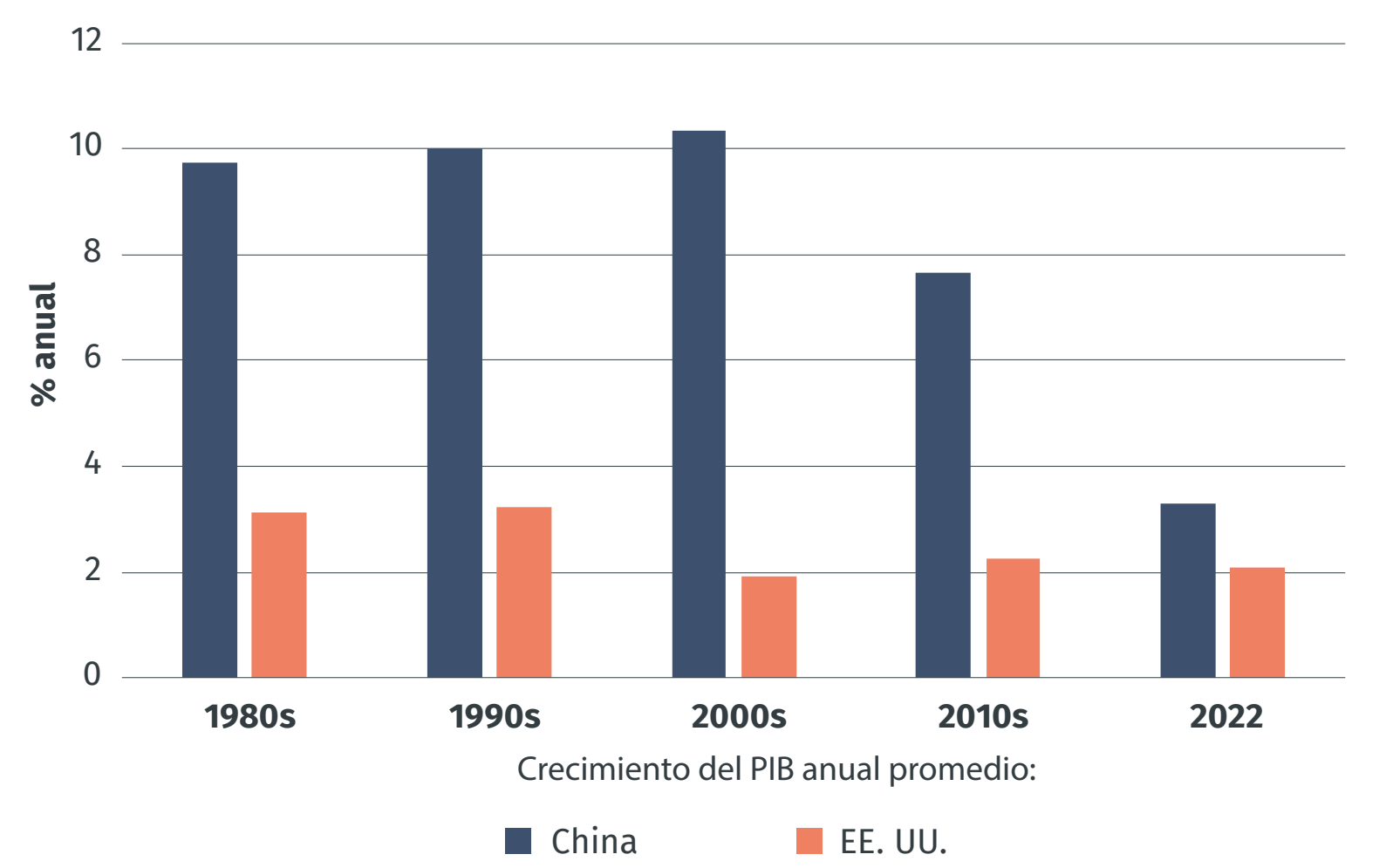
Crecimiento global por encima de la tendencia

Esperamos que el crecimiento del PIB de las economías avanzadas y emergentes se sitúe en el 2022 por encima de la tendencia (definida como los cinco años anteriores al covid). Eso sucedió en las economías avanzadas, pero solo de manera marginal. El crecimiento de las economías emergentes estuvo por debajo de la tendencia. Sin embargo, esto se debe enteramente a la contracción de la economía rusa

y al débil crecimiento de China, en gran parte debido a su política de cero covid. Otros mercados emergentes crecieron con fuerza: por ejemplo, India un 6,8% y la ASEAN5¹ un 5,3%. Esperábamos que el crecimiento del PIB estadounidense se aproximara al de China. Y así fue: en torno al 2% frente a algo más del 3%, respectivamente (una diferencia mucho menor que en el pasado).

* Una puntuación promedio del 83% de 2013 a 2021, ambos inclusive.
¹ Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia.

¿Nos ponemos en guardia?



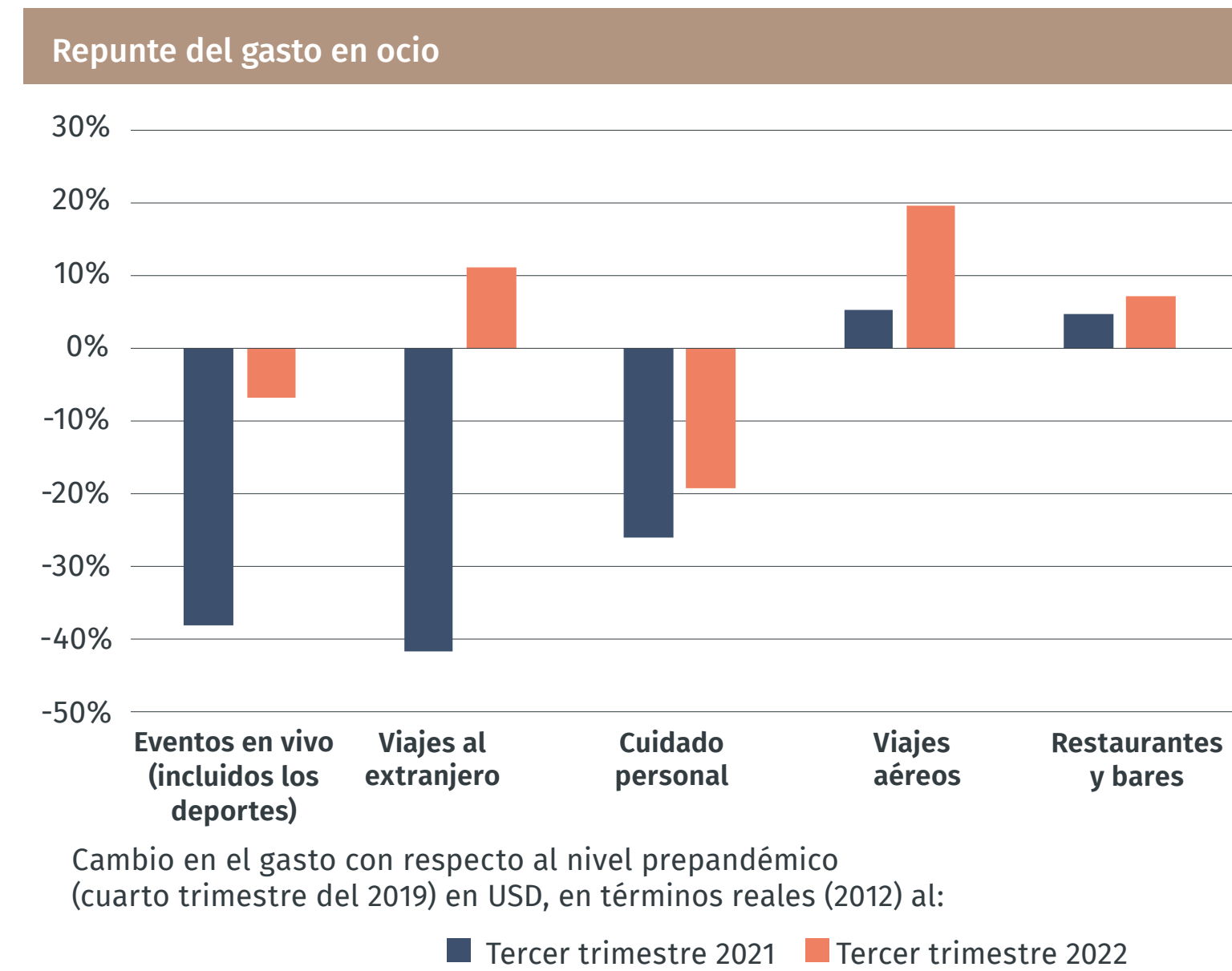
Fuente: FMI (datos históricos) y Factset (pronósticos del Consenso 2022). 1 de diciembre de 2022.

Tema
2
Parcialmente
correcto

Compra compulsiva

El gasto de los consumidores estadounidenses, en las zonas más afectadas por covid, sí se recuperó. En términos reales y ajustados a la inflación, el gasto en billetes de avión y viajes al extranjero aumentó considerablemente. Esto resulta aún más notable si se tiene en cuenta el aumento de los precios en estas zonas. El gasto en cuidados personales

no se recuperó con la misma fuerza, principalmente debido a una capacidad limitada para satisfacer la demanda adicional (por ejemplo, las listas de espera para tratamientos médicos siguen siendo extensas). Sin embargo, el exceso de ahorro se mantuvo elevado, lo que debería respaldar el gasto discrecional de los consumidores en el 2023.



Fuente: Refinitiv. 1 de diciembre de 2022.

² <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/sustaining-digital-payments-growth-winning-models-in-emerging-markets>
³ Los retornos netos del índice MSCI Emerging Markets en términos de USD fueron del -18,95% en el año hasta el 30 de noviembre del 2022 y del -15,65% para el índice MSCI Emerging Markets excepto China. Fuente: MSCI. 1 de diciembre de 2022.

Tema
3
Correcto

Los mercados emergentes avanzan hacia lo digital

En las economías emergentes, se ha producido una rápida adopción de las tecnologías digitales. Según un informe de McKinsey de octubre del 2022, “las transacciones de pago digitales se están disparando en los mercados emergentes a medida que las innovaciones se extienden”². Los mercados que registraron esta tendencia con

mayor claridad fueron los situados fuera de China. Los mercados que registraron esta tendencia con mayor claridad fueron los situados fuera de China. Como reflejo de ello, los mercados emergentes (excepto China) produjeron rendimientos superiores a los de todo el universo de mercados emergentes³.

Tema
4
Incorrecto

La inflación demuestra ser transitoria; riesgos de una política equivocada

La inflación se mantuvo obstinadamente alta en las principales economías avanzadas, sobre todo en EE. UU. La invasión de Rusia en Ucrania y su repercusión en los precios de las materias primas explican en gran medida esta situación. En EE. UU., la fortaleza de la economía ejerció una presión alcista

adicional sobre la inflación. Sin embargo, hacia finales del 2022, se observaron signos de moderación de la inflación en la eurozona y en EE. UU. La preocupación de que las subidas de las tasas de interés se consideren, en retrospectiva, como un error de política económica sigue vigente.



Tema

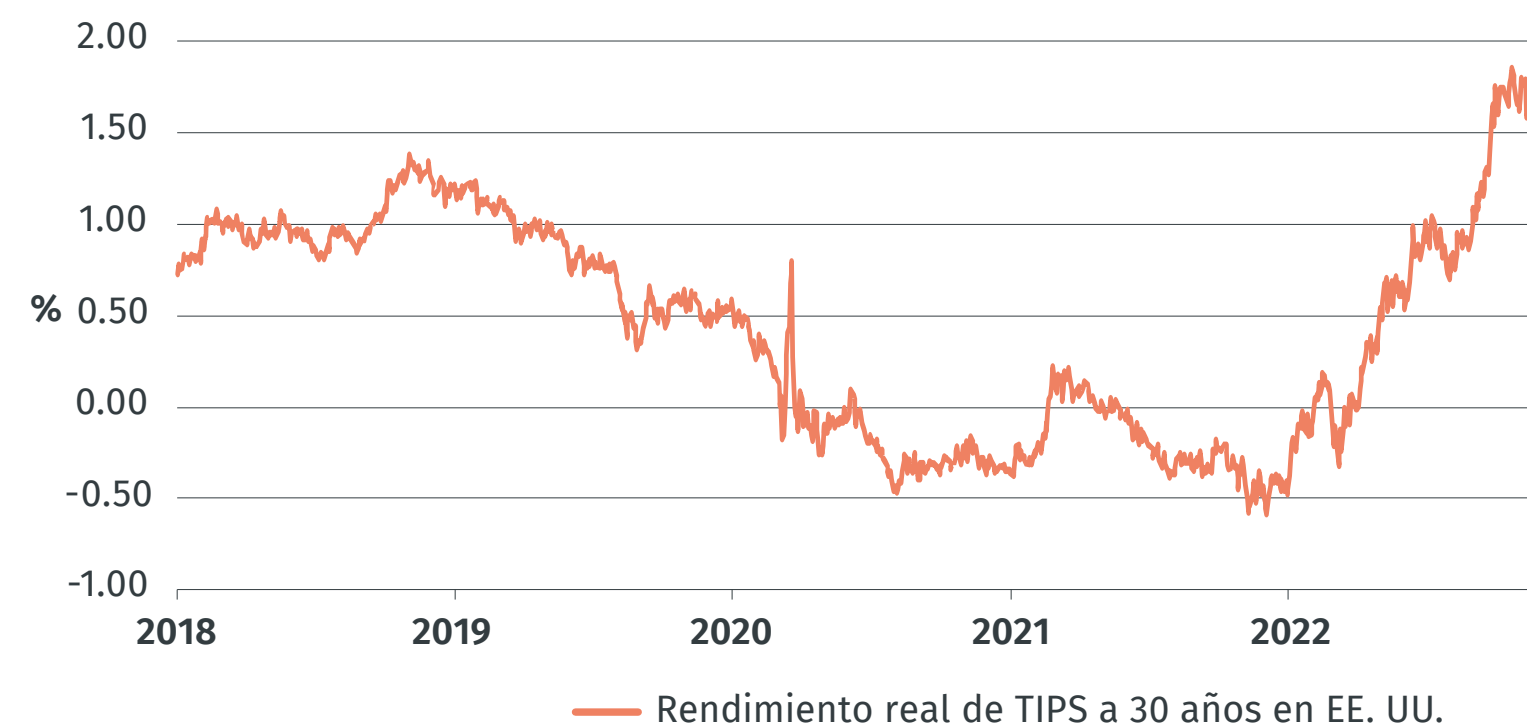
5

Correcto

Ahorros y la infraestructura ecológica

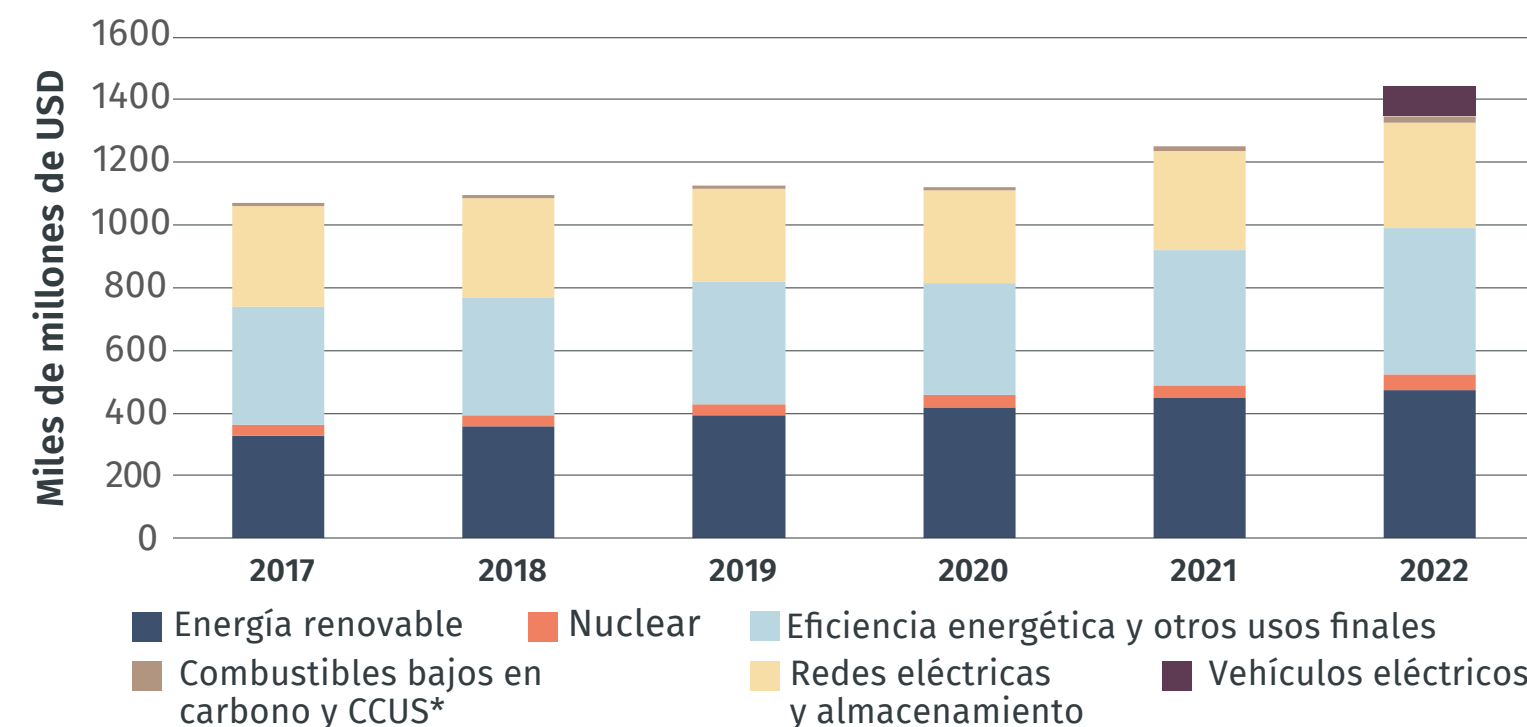
Vinculamos dos temas: la necesidad de financiar la infraestructura ecológica y la expectativa de que los rendimientos reales (sobre todo de los TIPS en EE. UU.) subirían. Los rendimientos reales aumentaron sustancialmente y se fortaleció el gasto en infraestructura ecológica.

Los rendimientos reales aumentaron considerablemente en el 2022



Fuente: Refinitiv. 1 de diciembre de 2022.

Inversión en energía limpia



Fuente: IEA. 1 de diciembre de 2022.

* Captura, utilización y almacenamiento de carbono

Tema

6

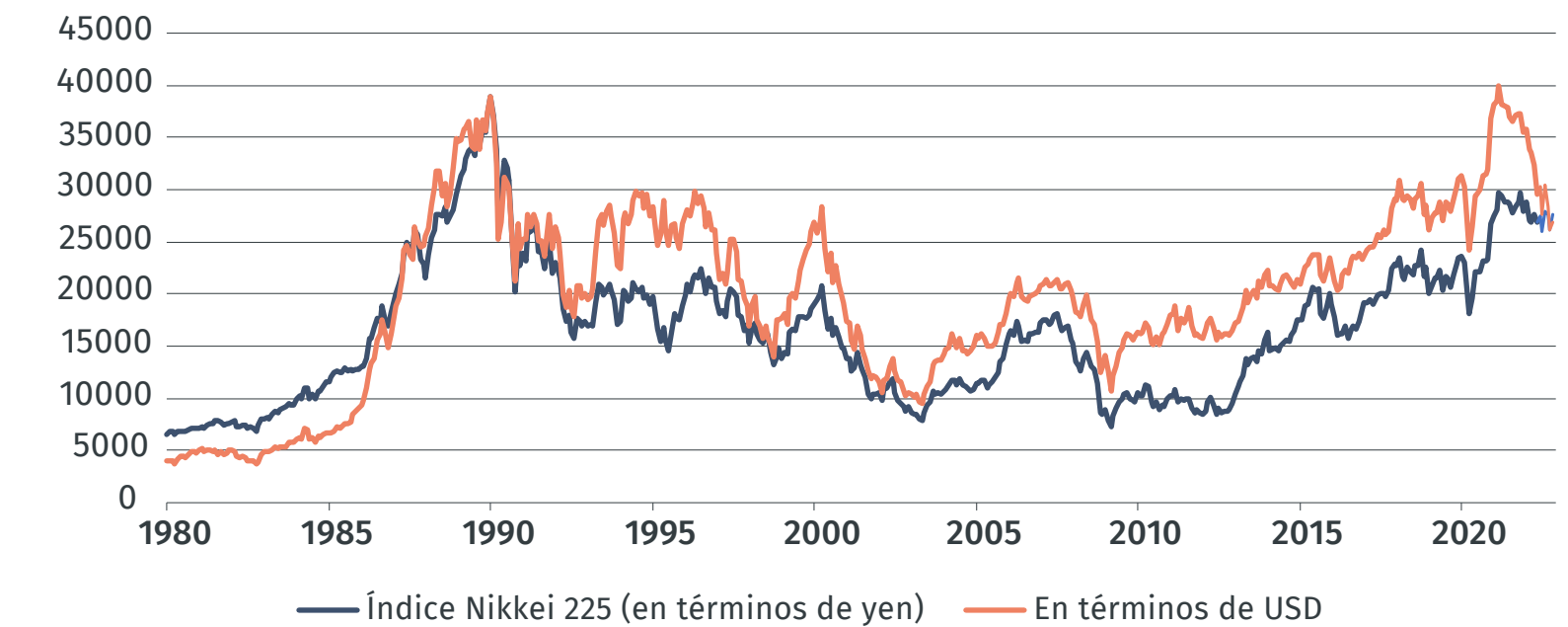
Parcialmente correcto

Convalecencia de cuarto de siglo de Japón

Nos mostramos optimistas sobre las perspectivas del mercado de acciones japonés, comentando que ya había recuperado su nivel máximo de 1999 en términos de USD y que recuperaría su máximo en términos de yenes en el 2022. Eso no sucedió. El mercado nacional de acciones se mantuvo

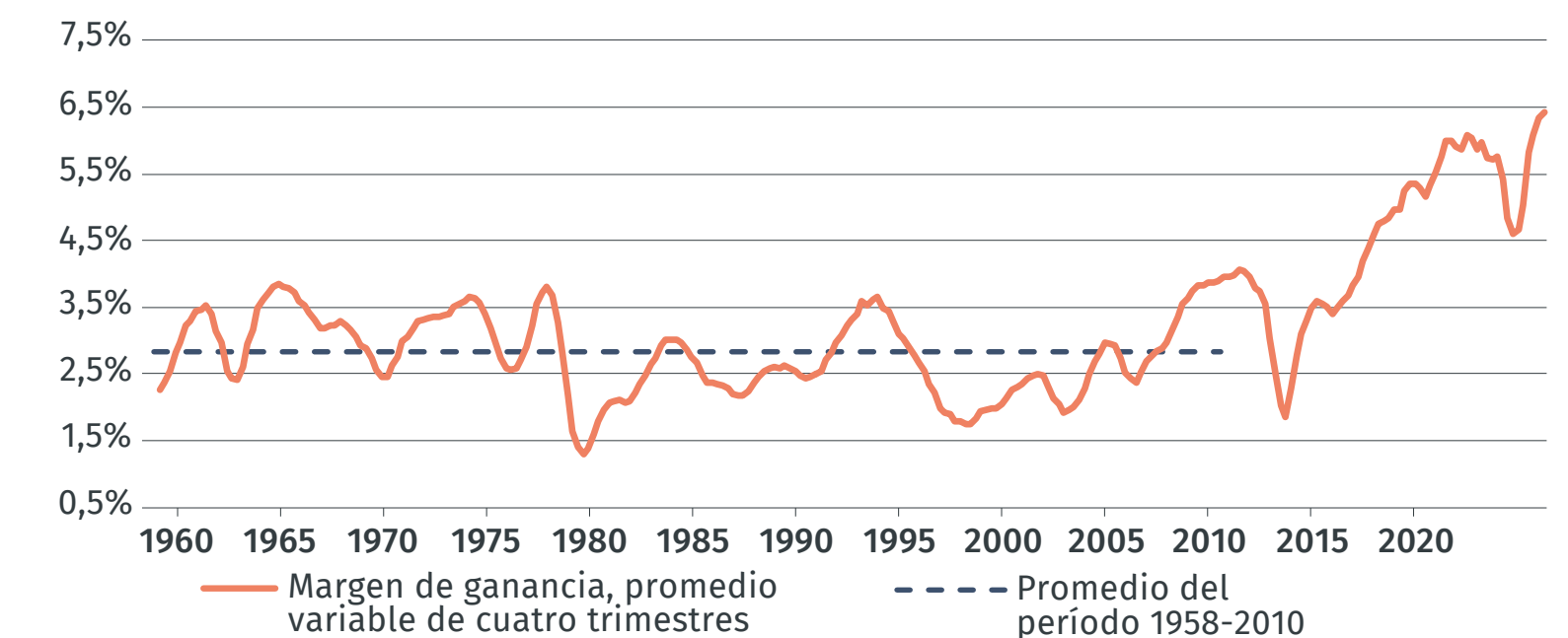
prácticamente sin cambios, un comportamiento mucho mejor que el de los demás principales mercados desarrollados. Sin embargo, el signo fundamental de la recuperación de Japón que mencionamos (una fuerte recuperación de las ganancias corporativas) sí se materializó.

El índice Nikkei 225 en términos de yenes y USD



Fuente: Cálculos de Refinitiv y EFGAM. 1 de diciembre de 2022.

Empresas japonesas: Margen de beneficio



Fuente: Cálculos de Refinitiv y EFGAM. 1 de diciembre de 2022.



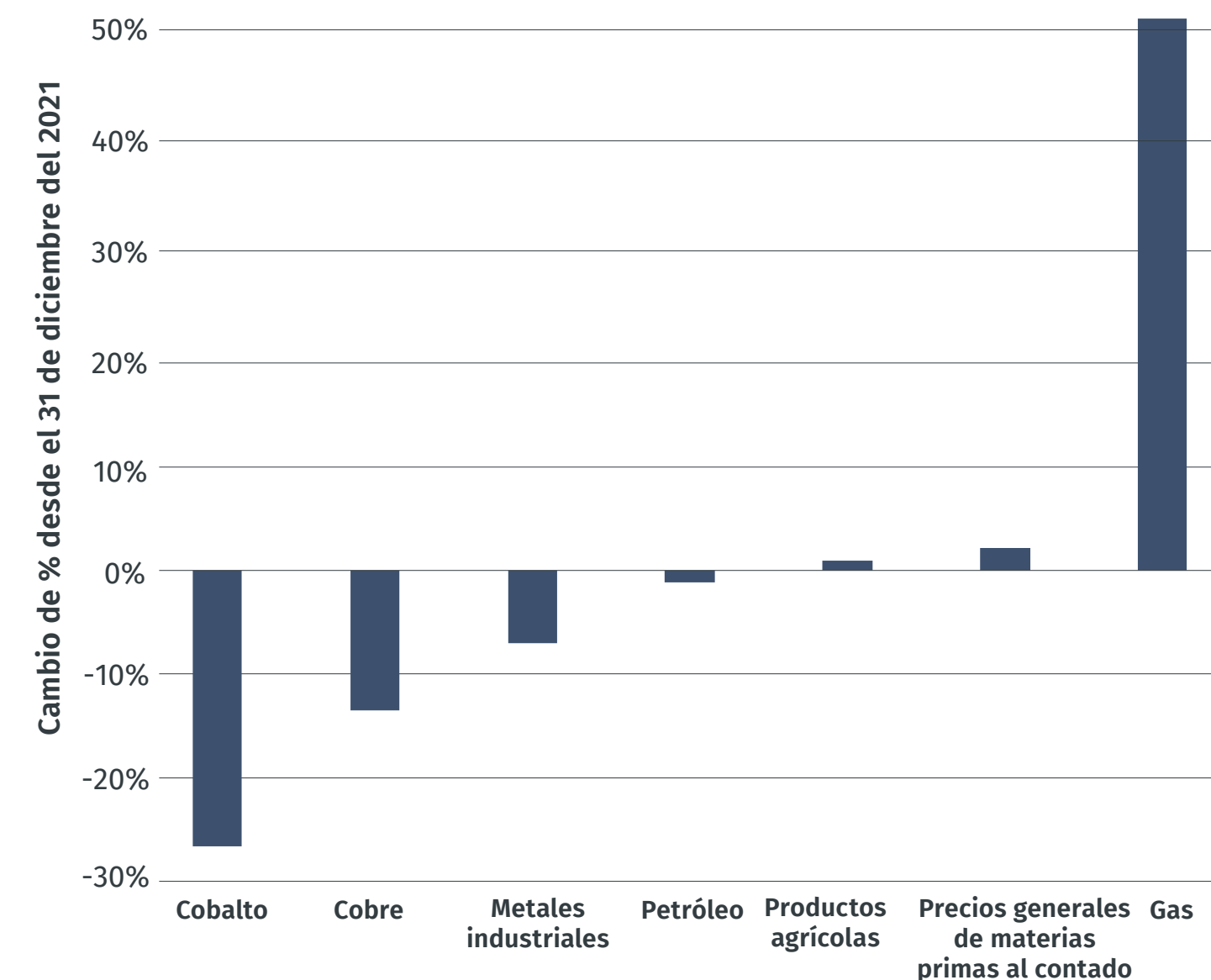
Tema
7
Incorrecto

Materias primas

Esperábamos que los precios de las materias primas retrocedieran, sobre todo por el débil crecimiento en China. Así ocurrió con los metales industriales, pero los principales índices de materias primas al contado (que tienen un elevado peso en petróleo y gas) subieron marginalmente. Los ganadores en términos relativos, el cobre y el cobalto, se mantuvieron

débiles (cayeron un 14% y un 27%, respectivamente). Consideramos que esta caída de los precios de los metales industriales es temporal y seguimos esperando que la transición a la economía ecológica (especialmente, la adopción más amplia de vehículos eléctricos) sea una fuerza estructural que eleve la demanda.

Precios de materias primas en el 2022



Fuente: Refinitiv. 8 de diciembre de 2022.

Tema

8

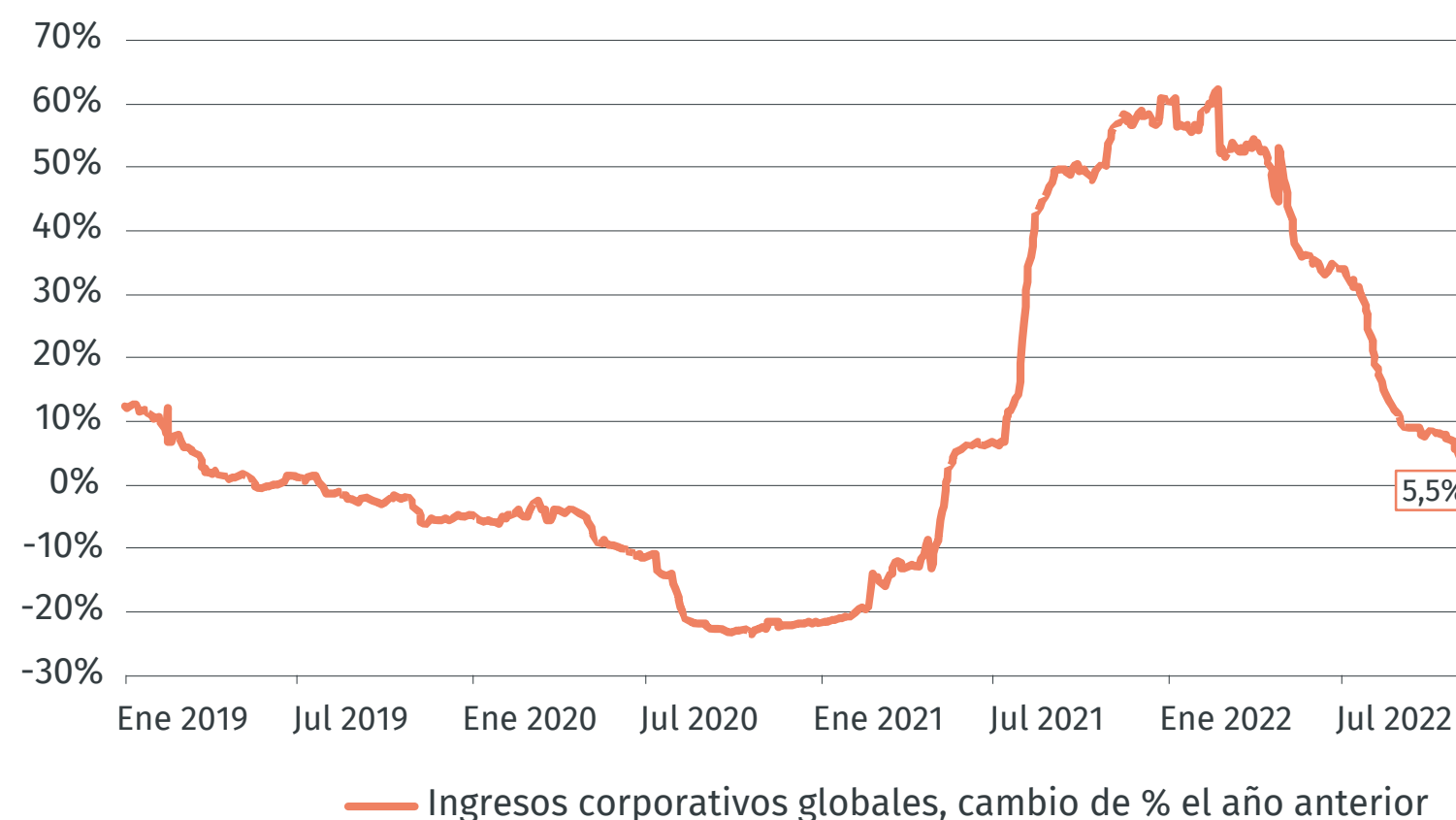
Correcto

Será difícil obtener ganancias

Las ganancias corporativas globales crecieron un 5,5% interanual en diciembre del 2022 en términos de dólares estadounidenses, una cifra mucho más baja que la del 2021 (una tasa máxima de más del 50%) y ampliamente alineada con nuestras expectativas. Señalamos que el mercado estadounidense

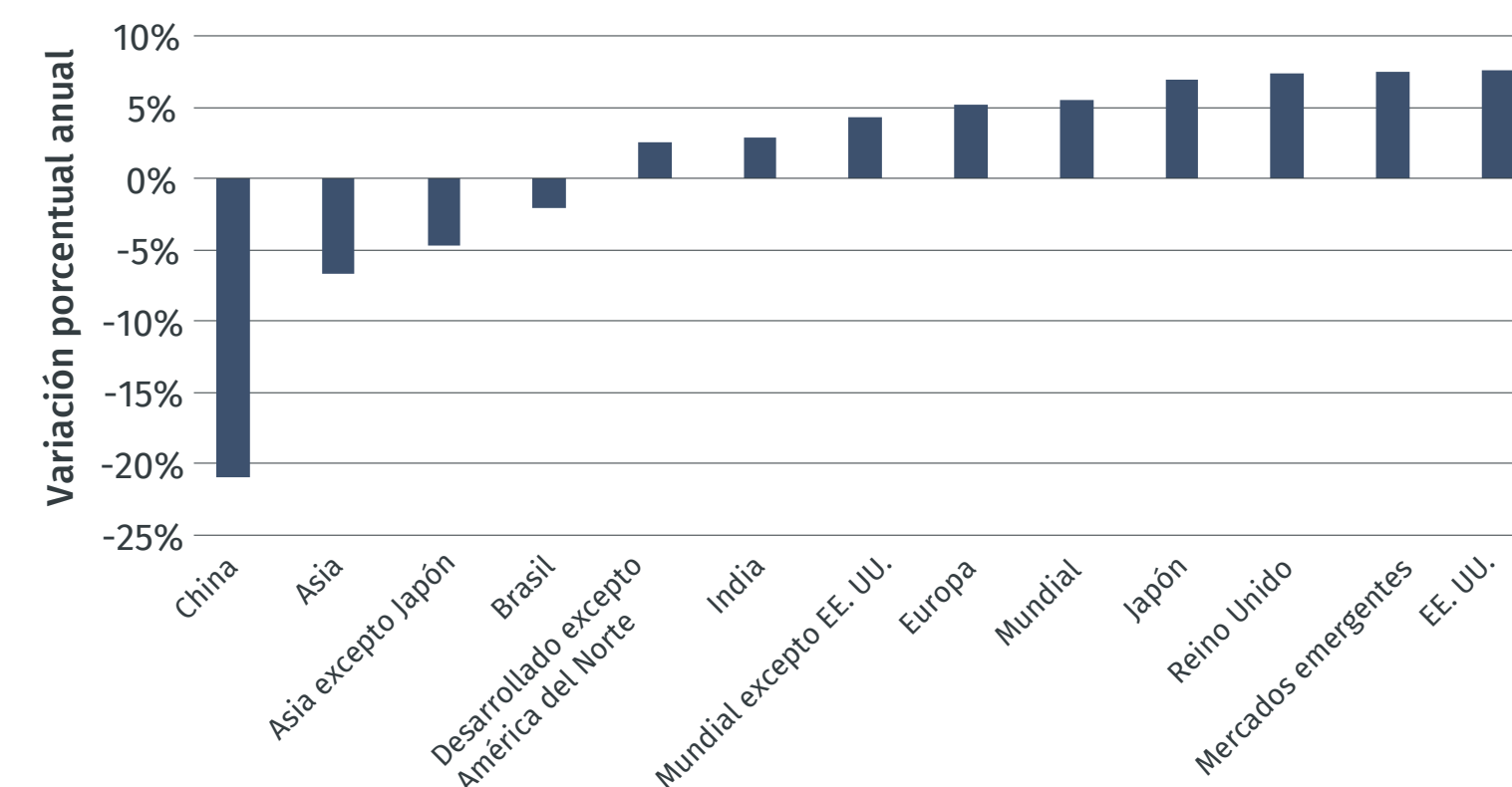
seguía siendo “el mercado por vencer” y, de hecho, fue el que registró el mayor crecimiento de ganancias del año, seguido de los mercados emergentes, el Reino Unido y Japón (consulte el gráfico de la parte inferior derecha). Las ganancias fueron más débiles en China: cayeron más del 20% en comparación con el año anterior.

Ganancias corporativas globales (en términos de USD)



Fuente: Refinitiv. 1 de diciembre de 2022.

Crecimiento de ganancias por región (retornos en moneda local)



Fuente: Refinitiv. 1 de diciembre de 2022.



Tema

9

Parcialmente
correcto

Tema

10

Correcto

Aún quedan oportunidades de ingreso fijo

Esperábamos que la presión alcista sobre los rendimientos de la deuda pública redujera la rentabilidad total de los mercados de renta fija. Los bonos de mercados emergentes fueron nuestra elección en un entorno difícil. El repunte de los rendimientos de la deuda pública fue vertiginoso y la ampliación de los diferenciales creó un entorno difícil para

todos los mercados de renta fija, siendo los mercados emergentes uno de los sectores más débiles. Sin embargo, durante el año, se presentaron algunas buenas oportunidades para gestionar tanto la duración como la exposición crediticia. Comenzamos el año con una exposición a la renta fija por debajo de la media.

Globalización, reshoring y nuevos patrones de comercio

Pensamos que habría una notable presión para el reshoring de la producción, pero que la capacidad de hacerlo se vería limitada por la escasez de trabajadores. En julio del 2022, el Congreso estadounidense aprobó la Ley CHIPS, cuyo objetivo es reforzar la fabricación, el diseño y la investigación nacionales de

semiconductores. Hubo presiones similares en otros sectores. Sin embargo, las importaciones estadounidenses de productos manufacturados procedentes de países asiáticos de bajo costo no han disminuido notablemente, según un estudio⁴. La escasez de mano de obra siguió siendo uno de los temas dominantes del 2022.

⁴ <https://www.kearney.com/operations-performance-transformation/us-reshoring-index>

Perspectiva 2023

Nuestros 10 primeros temas
para el año que viene

El enfoque se mantendrá firme en la tendencia de inflación en las principales economías desarrolladas en el 2023. Por último, esperamos que esto disminuya. Las tensiones geopolíticas disminuirán, especialmente con la apertura de China. El crecimiento económico repuntará en esa zona, pero la realidad es que el crecimiento mundial volverá a un nivel más sosegado en los próximos años, limitado por las tendencias demográficas y de productividad. Un punto positivo será el continuo renacimiento de Japón. Favorecemos los bonos con grado de inversión, la renta variable de baja capitalización y el sector de consumo discrecional. El dólar estadounidense se debilitará.

Estos temas se basan en nuestro propio análisis y representan nuestras opiniones, no hay garantía de que se vayan a producir realmente.



La inflación (por fin) cede

Las tasas de inflación deberían, por fin, bajar en las principales economías avanzadas. La tasa estadounidense será la más vigilada. Esperamos que llegue al 3% a finales de año.

La inflación seguirá siendo el tema principal en el 2023, al igual que lo fue en el 2022. El enfoque principal se centrará en las tasas de inflación de las principales economías avanzadas: EE. UU., Reino Unido, Japón y la eurozona.

En todas esas economías, los “efectos de base” (comparaciones favorables con los meses equivalentes del 2022) contribuirán a reducir las tasas de inflación. Cabe hacer dos observaciones importantes. En primer lugar, es probable que estos efectos sean mayores en EE. UU. en la primera mitad del año, pero la inflación en otras regiones seguirá siendo más difícil. Esto contribuirá a la debilidad del dólar estadounidense (consulte el Tema 6). En segundo lugar,

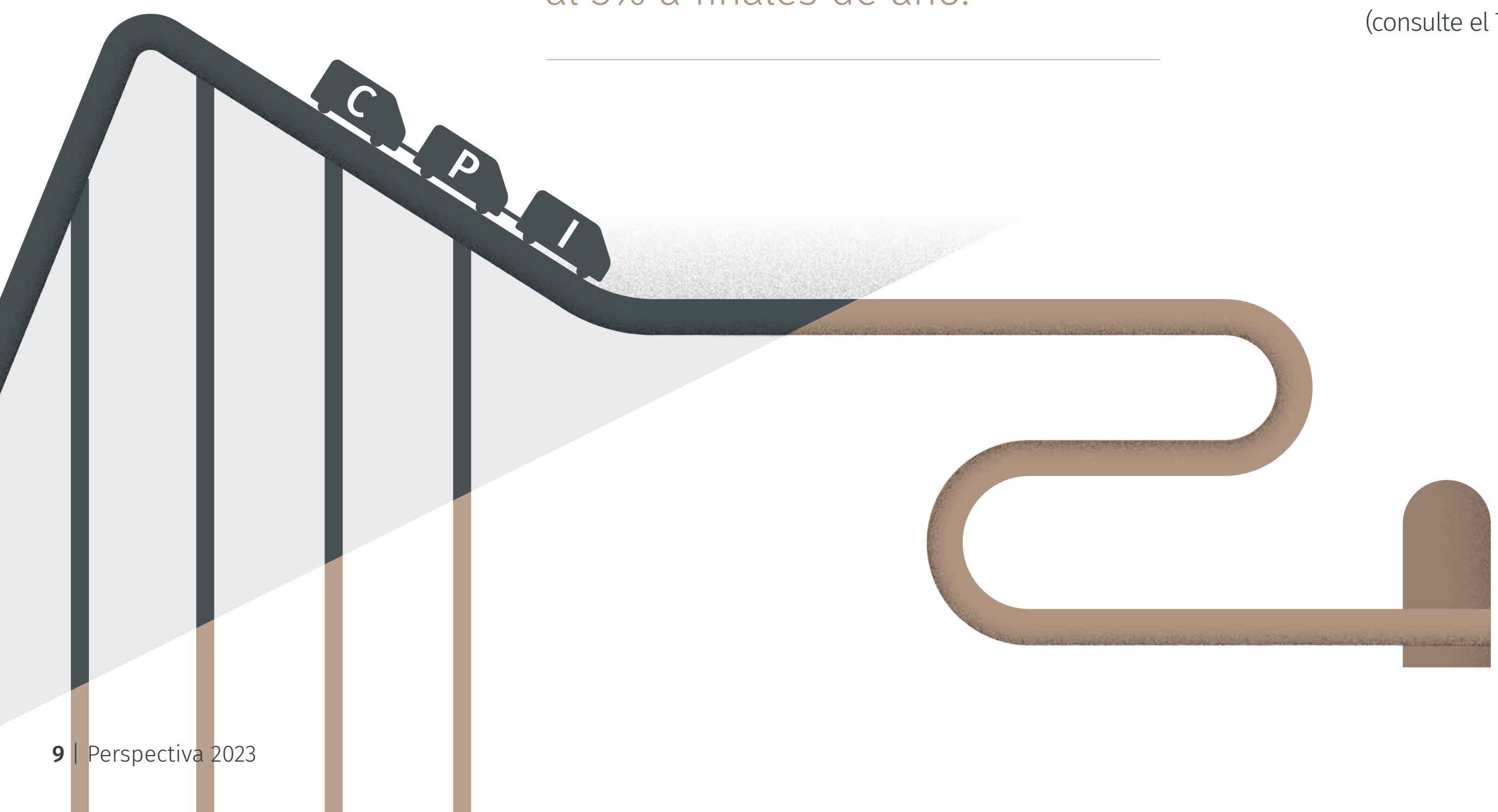
estos efectos básicos positivos se esperaban ampliamente en el 2022, pero no fueron lo suficientemente importantes como para reducir las tasas de inflación interanuales. La razón fue que se vieron desbordados por las nuevas presiones sobre los precios. En el 2022, fueron los continuos aumentos de los precios del petróleo y el gas, los costos de transporte y la escasez de suministros (de semiconductores, en particular) los que hicieron el daño. En el 2023, el aumento de los salarios y el costo de la vivienda (sobre todo en EE. UU.) son las mayores preocupaciones.

De cara al futuro, algunos bancos centrales consideran que la caída de la tasa de inflación será muy pronunciada. El Banco de Inglaterra

considera que el ajuste que ya se ha producido situará la inflación cerca de cero en el 2025. De ser así, el ajuste de los bancos centrales en el 2022 se puede llegar a considerar como encender el aire acondicionado justo cuando refresca el tiempo.

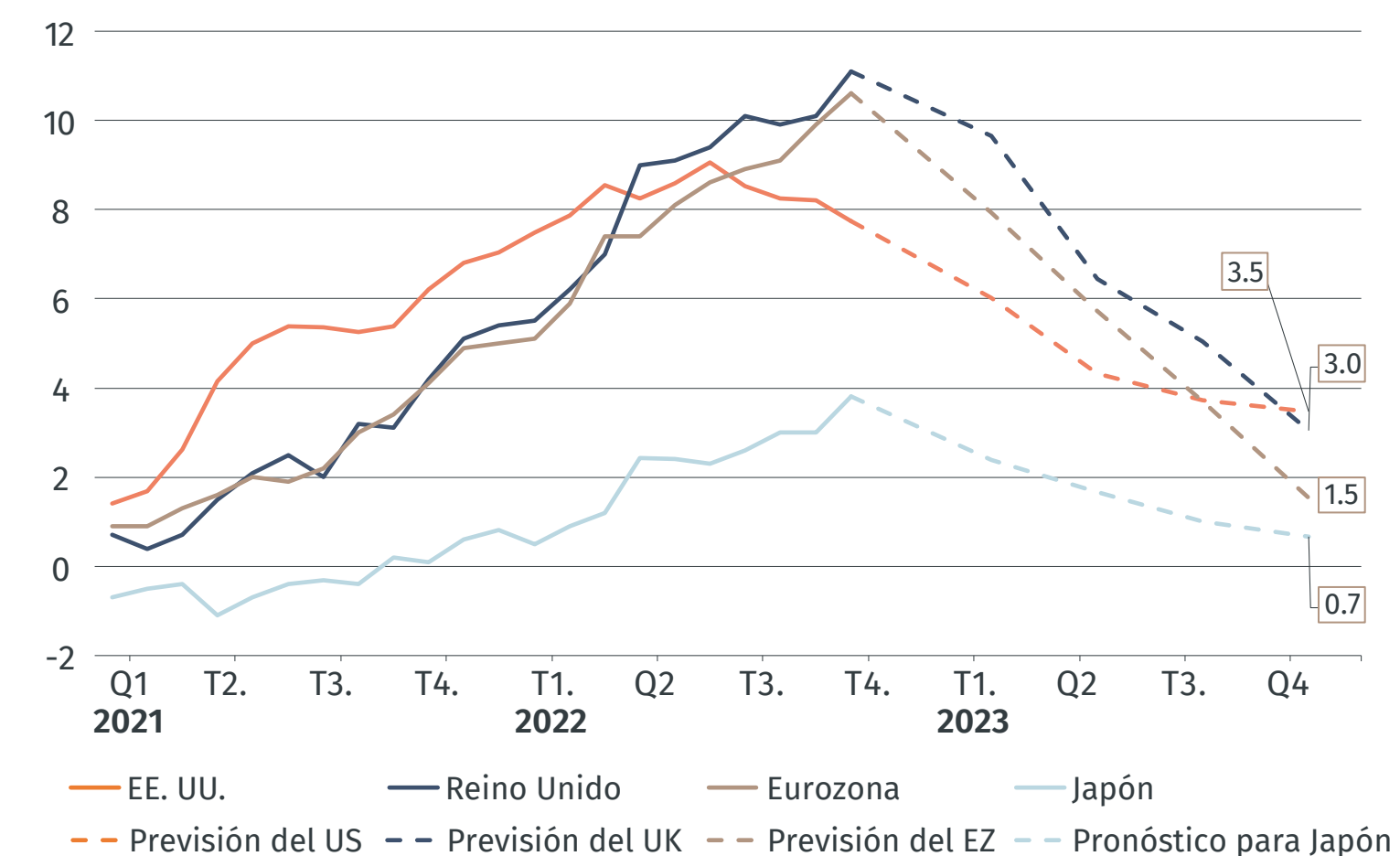
Las tasas de inflación en las economías emergentes son mucho menos preocupantes, ya sea porque la política se endureció de forma rápida y agresiva (como en Brasil, que empezó a subir las tasas de interés a principios de 2021) o porque el crecimiento económico se ha debilitado (en China, principalmente).

En definitiva, el optimismo (infundado) sobre una menor inflación en el 2022 debería justificarse a medida que avanza el 2023.



Un largo camino hacia abajo

Tasas de inflación de precios al consumidor, % de cambio en el año

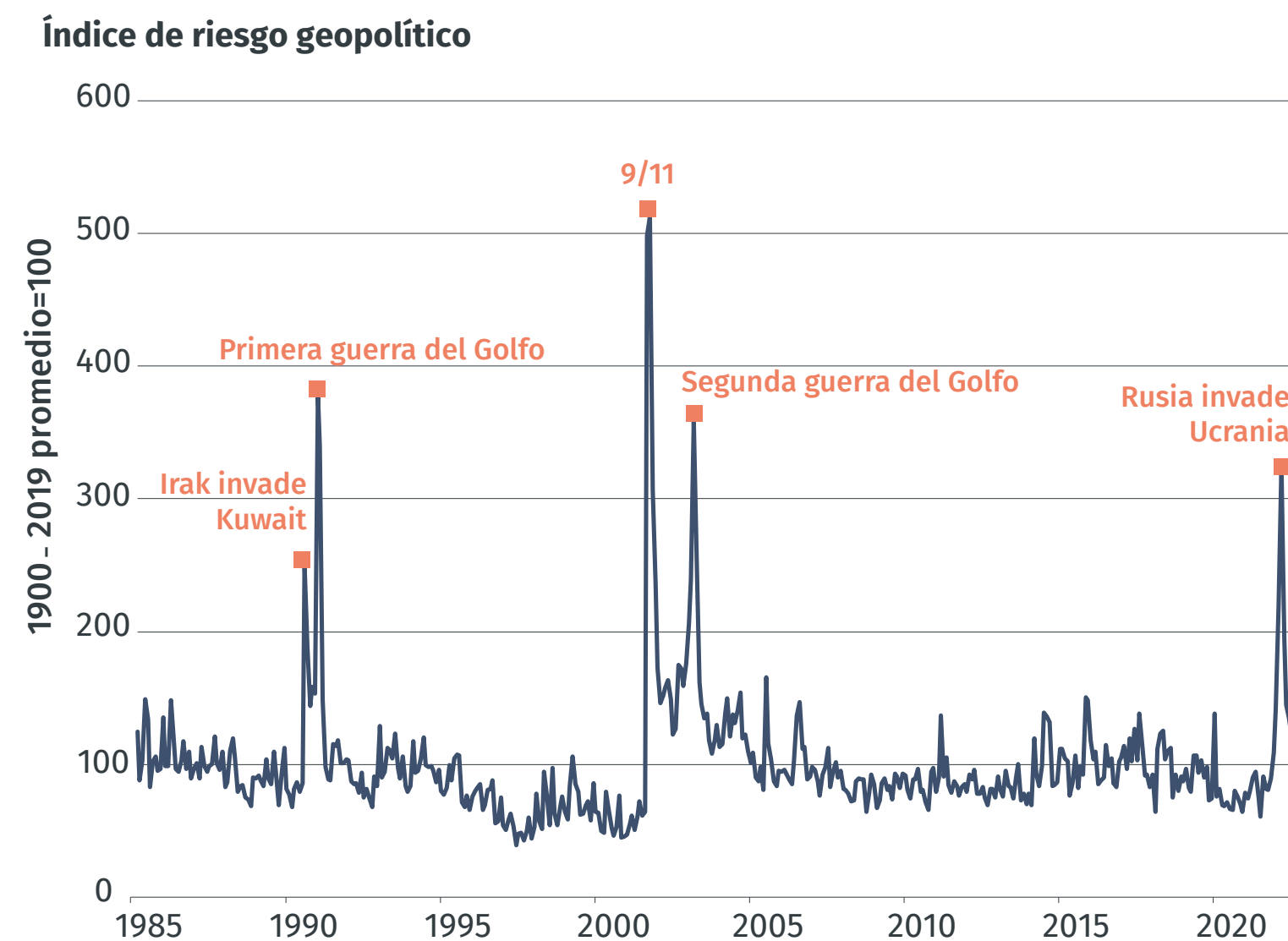


Fuente: Pronósticos de Refinitiv y Oxford Economics. 1 de diciembre de 2022.

Las tensiones geopolíticas disminuyen

Las tensiones geopolíticas deberían disminuir en el 2023, lo que ayudaría a las economías y a los mercados de activos.

Cinco repentes y estás afuera



Fuente: policyuncertainty.com. 1 de diciembre de 2022.



Nos anima la mejora del tono de la cooperación mundial, evidente en las reuniones del G20 y de la COP27 a finales del 2022, así como las importantes reuniones bilaterales entre China y los líderes europeos. La marea parece alejarse de la confrontación y el repunte de las tensiones geopolíticas está disminuyendo. La mayor incertidumbre está relacionada con Rusia, por supuesto. La recuperación de Rusia podría comenzar en el 2023 si se

vislumbra una solución a la guerra con Ucrania. China, por su parte, es probable que se concentre en la estabilidad interna a medida que la economía comienza a reabrirse. No se arriesgará ejerciendo una mayor presión sobre Taiwán. La cooperación mundial en materia de cambio climático es evidente y esperamos nuevas pruebas de este hecho a medida que avance el año.



Tema
3

Crecimiento global: vuelta a la realidad

Tras las bruscas oscilaciones de las tasas de crecimiento económico durante la pandemia y sus secuelas, el 2023 será un año de vuelta a la realidad.

Las principales economías del mundo han experimentado fuertes oscilaciones en sus tasas de crecimiento en los últimos años. El crecimiento del PIB británico fue el peor desde 1720 durante la pandemia, pero le siguió un repunte en el 2021. En el 2023, la recesión parece inevitable en el Reino Unido y la eurozona (sobre todo en Alemania, la zona más afectada por la debilidad de China y la guerra entre Rusia y Ucrania). Creemos que cualquier recesión en EE. UU. será leve y de naturaleza diferente a la del pasado. En particular, parece probable que afecte más a algunos trabajadores cualificados

(por ejemplo, en los sectores de la tecnología y las finanzas). La vuelta a la realidad en el 2023 y años posteriores tendrá dos vertientes. En primer lugar, China volverá a ser un motor del crecimiento mundial, aunque su crecimiento potencial futuro se sitúa en torno al 4,5% (consulte la tabla) y no en el 10% del pasado. En segundo lugar, el crecimiento se verá limitado en casi todas partes por un crecimiento más lento de la población en edad de trabajar, una disminución de la proporción de personas en edad de trabajar que desean trabajar y una productividad

estructuralmente más baja. Estos son los factores determinantes de las tasas de crecimiento potencial a largo plazo que figuran en la tabla. La realidad a largo plazo es que Estados Unidos solo puede crecer, en términos reales, algo menos del 2% anual. África es la única región que contrasta con estas tendencias. Tiene un gran potencial. Pero, como siempre ocurre con África, hacer realidad ese potencial es todo un desafío. India, también rezagada en materia de crecimiento en el pasado, parece preparada para un buen 2023.

Crecimiento global: vuelta a la realidad

Crecimiento real del PIB, cambio de % anual

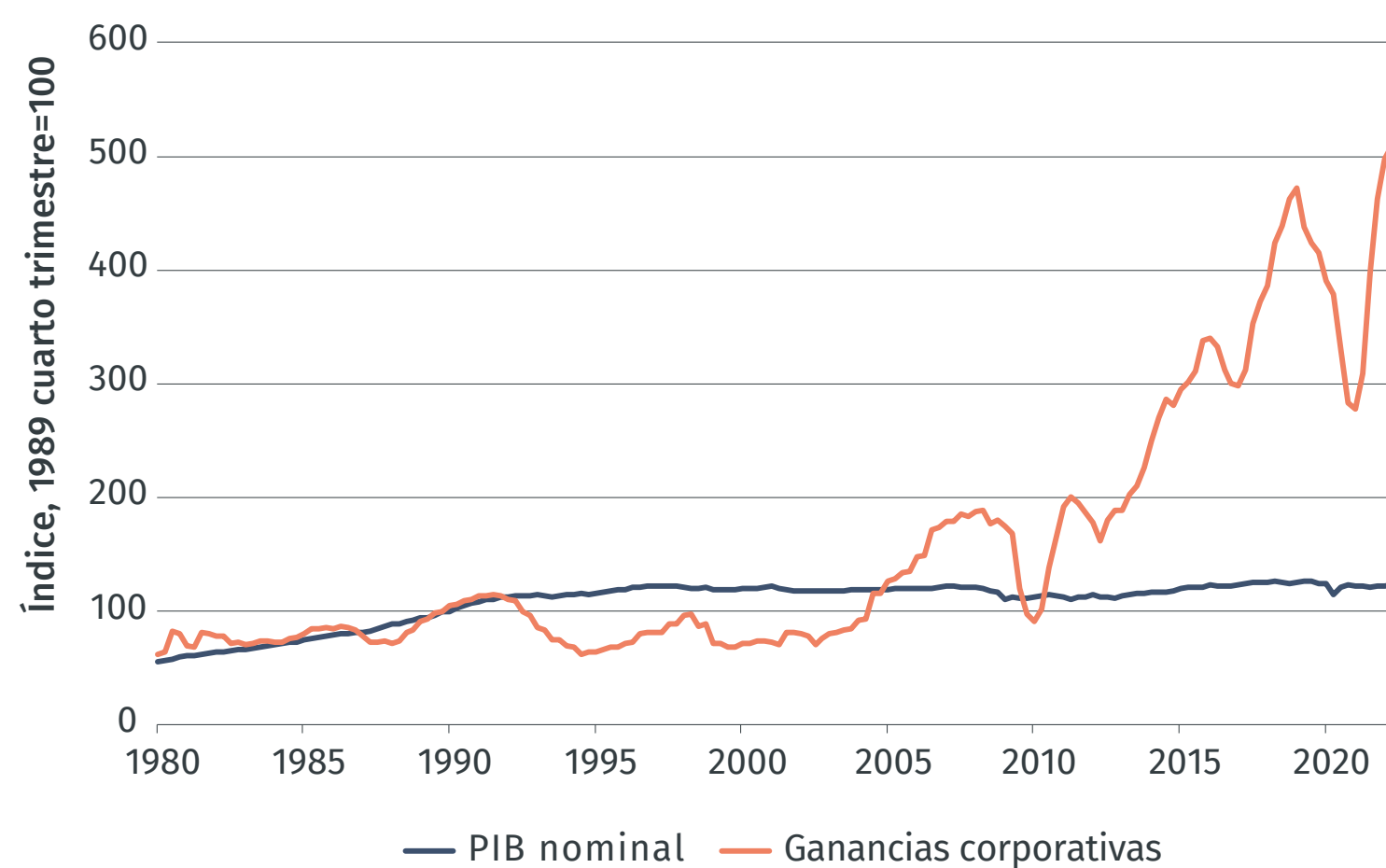
	2022	2023	Potencial a largo plazo
EE. UU.	2.1	0.5	1.8
Reino Unido	4.2	-0.4	1.5
Eurozona	3.2	0.0	1.2
Alemania	1.6	-0.6	1.3
Francia	2.5	0.2	1.1
Italia	3.6	0.0	0.8
España	4.5	0.8	1.3
Suiza	2.2	1.0	1.5
Japón	1.6	1.5	0.7
China	3.3	4.9	4.5
India	6.9	6.1	6.0
Brasil	2.7	0.8	2.0
África	2.8	3.3	3.5

Fuente: Pronósticos de consenso de Factset (2022 y 2023); estimaciones de EFGAM (crecimiento potencial a largo plazo). 1 de diciembre de 2022.

Japón: el renacimiento continúa

Japón es el mejor ejemplo de una economía que puede aumentar con fuerza las ganancias corporativas incluso con un crecimiento económico débil. Vemos que el renacimiento del sector corporativo continúa.

Japón: as ganancias corporativas superan el PIB

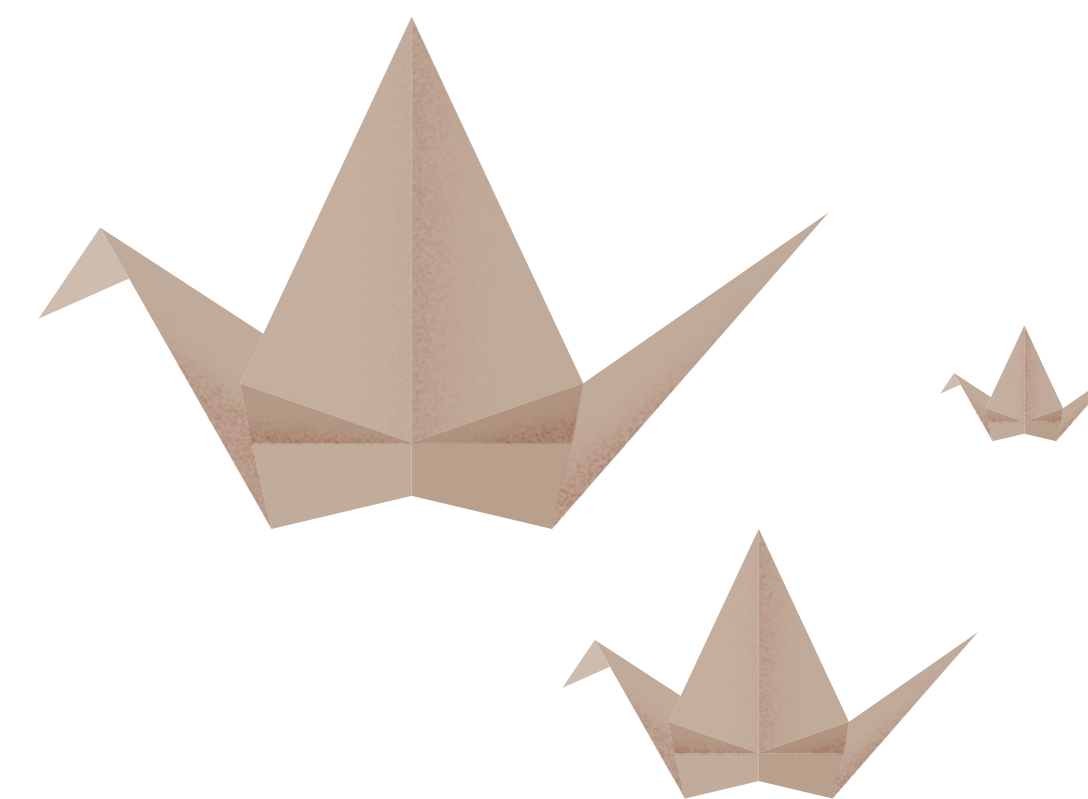


Fuente: Cálculos de Refinitiv y EFGAM. 1 de diciembre de 2022.

En los últimos años, las ganancias corporativas en Japón han crecido mucho más deprisa que la economía en general, según la tendencia del PIB nominal, que tiene en cuenta el crecimiento real y la inflación (consulte el gráfico). Esa tendencia, creemos, continuará en el 2023. Se verá favorecida por los efectos beneficiosos de la debilidad del yen en el 2022.

Japón resistió la tendencia a tasas de interés más altas en el 2022. El Banco de Japón no estaba convencido de que esto fuera necesario. Si la inflación en Japón retrocede, la postura del banco central parecerá estar totalmente justificada. Estas tendencias, y el hecho de que las valoraciones sean bajas, nos llevan a inclinarnos por el mercado de acciones japonés.

El ejemplo de Japón demuestra que las ganancias de las empresas pueden ir bien en un entorno de crecimiento lento, una señal alentadora para otras economías en un mundo de crecimiento más ralentizado.



Las economías emergentes se recuperan

La recuperación de China y Europa, y la solidez de la economía japonesa ayudarán a las economías emergentes, no solo del resto de Asia, sino de otros continentes.

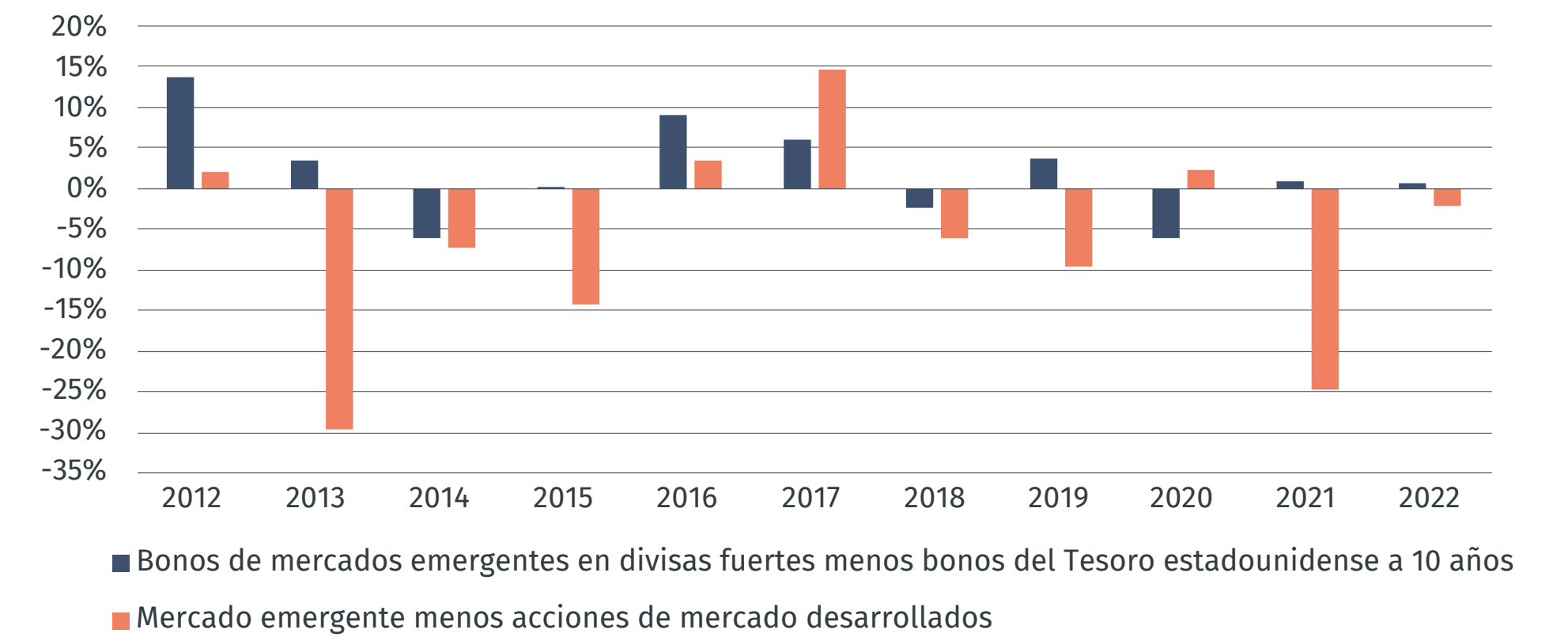
La realidad de muchos mercados emergentes es que aún dependen en gran medida de China. Para algunos, esto se debe a que China es un gran comprador de sus materias primas. Para otros, es un proveedor de productos manufacturados baratos. Y la influencia financiera de China es mundial, por lo que su esperada recuperación, a medida que se suavicen las restricciones del covid y se establezca el

mercado inmobiliario, será bienvenida. La mejora de las relaciones entre Europa y China, y la fortaleza de la economía japonesa también ayudarán a las economías emergentes. Sin embargo, no hay que exagerar la dependencia de China para otras economías emergentes. Actualmente, están empleando a gran velocidad las tecnologías digitales (nuestro tema del 2022, consulte la página 4), lo que

sitúa el crecimiento sobre bases más firmes. El ajuste monetario anticipado y agresivo significa que la inflación ya está bajando (sobre todo en economías como Brasil). Tras años en los que los mercados emergentes de acciones y bonos (consulte el gráfico) han obtenido resultados inferiores a los de los mercados desarrollados, vemos el 2023 como un año mucho mejor.

Los mercados emergentes se quedan rezagados con respecto a los desarrollados

Retornos totales en términos de USD de:



Fuente: Bloomberg, Datastream y MSCI. 8 de diciembre de 2022.

Tema

6

Tendencia al debilitamiento del dólar estadounidense

El dólar estadounidense ha mostrado una tendencia alcista durante una década y más. Alcanzó niveles sobrevalorados a finales del 2022. El 2023 debería ser un año de corrección.

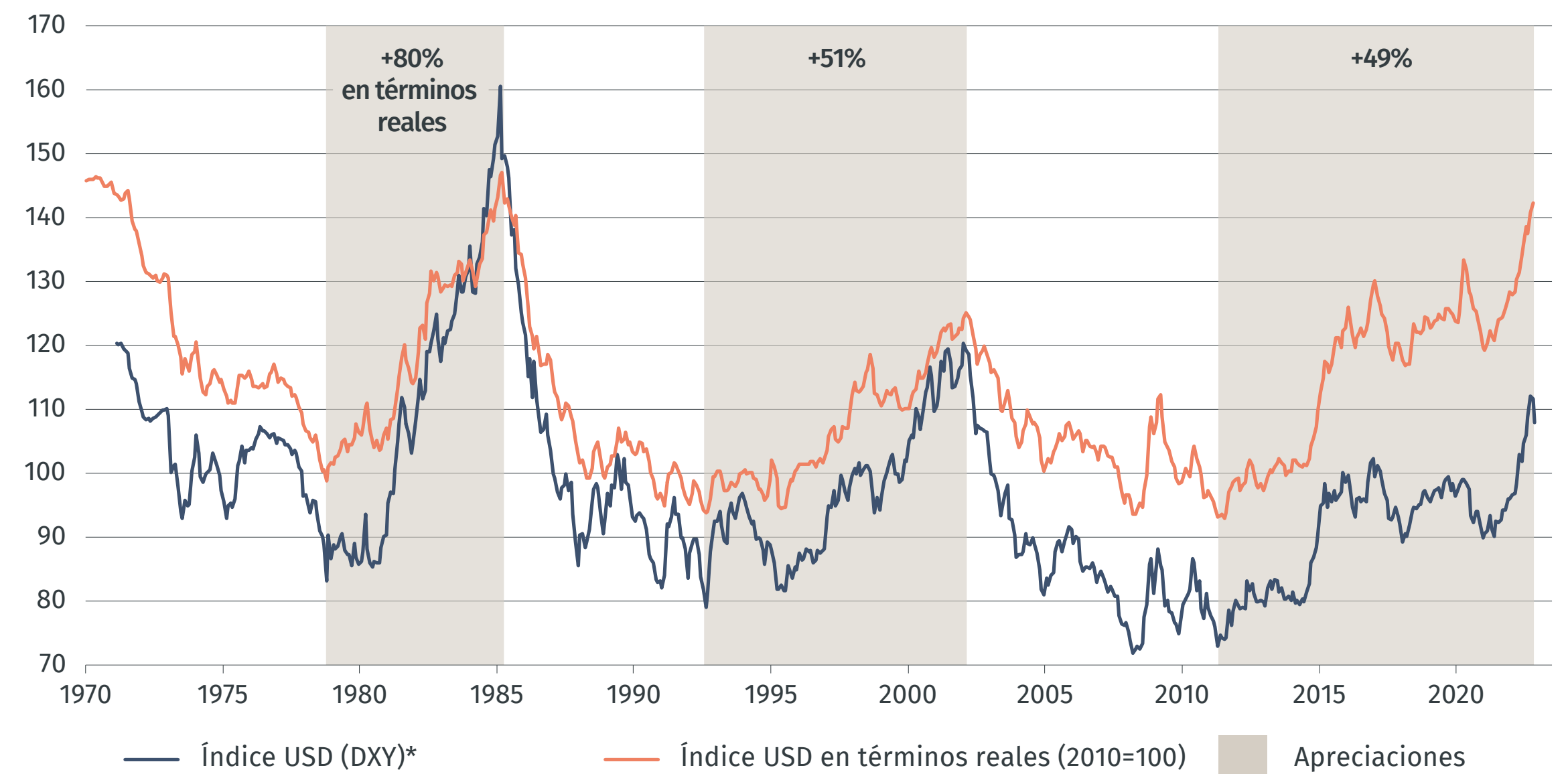


La mejora de la tendencia en los mercados emergentes se verá favorecida por nuestro sexto tema principal: un dólar más débil. El dólar ha alcanzado periódicamente niveles muy sobrevalorados, para luego debilitarse de manera brusca. Creemos que, a finales del 2022, se pudo haber alcanzado otro máximo (la revalorización real ha sido mayor y ha durado más que en los dos períodos anteriores). Esta revalorización provoca el debilitamiento del dólar a través

de la caída del saldo de cuenta corriente. Se espera que el déficit en esa medida supere el 3% del PIB en el 2023, lo que suele ser un punto de vulnerabilidad. Si el sistema de la Reserva Federal de EE. UU. modera y, luego, detiene su ajuste monetario conforme avanza el 2023, pero con el BCE y el Banco de Inglaterra rezagados, los tipos de interés relativos y los flujos de capital también sugerirán una tendencia más débil del dólar. Un tema recurrente es si se

cuestionará el estatus del dólar estadounidense como moneda de reserva. En el pasado se ha afirmado su discontinuación, pero nunca se ha concretado. Una nueva preocupación es que las sanciones estadounidenses contra Rusia puedan utilizarse en el futuro contra otros países, lo que disuadirá a algunos de mantener dólares estadounidenses. Sin embargo, por ahora no hay alternativas viables al dólar estadounidense como moneda de reserva mundial.

¿El dólar más alto?



Fuente: Refinitiv y BIS. 1 de diciembre de 2022.

* Medida relativa de la fortaleza del dólar estadounidense (USD) frente a una cesta de seis divisas influyentes.



Los vigilantes del mercado de bonos reaparecieron por sorpresa en el 2022 y afectaron duramente al mercado de gilts del Reino Unido en respuesta a un estímulo fiscal sin financiación y mal explicado. Eso provocó un brusco cambio de dirección. Durante años, la baja inflación y las bajas tasas de interés habían convencido a muchos de que los vigilantes estaban tomando una siesta. Pero el Reino Unido en el 2022 recordó a todos el potencial que tiene el mercado de bonos para ser un disciplinario estricto.

Los vigilantes estarán atentos a cualquier otro Gobierno que intente un movimiento similar. Las economías con un historial de crecimiento desalentador o aquellas con una mala posición neta de activos exteriores son vulnerables. El Reino Unido aún se encuentra en esa categoría, por lo que es posible que sus problemas no hayan terminado. Entre los mercados emergentes, Turquía continúa siendo motivo de preocupación.

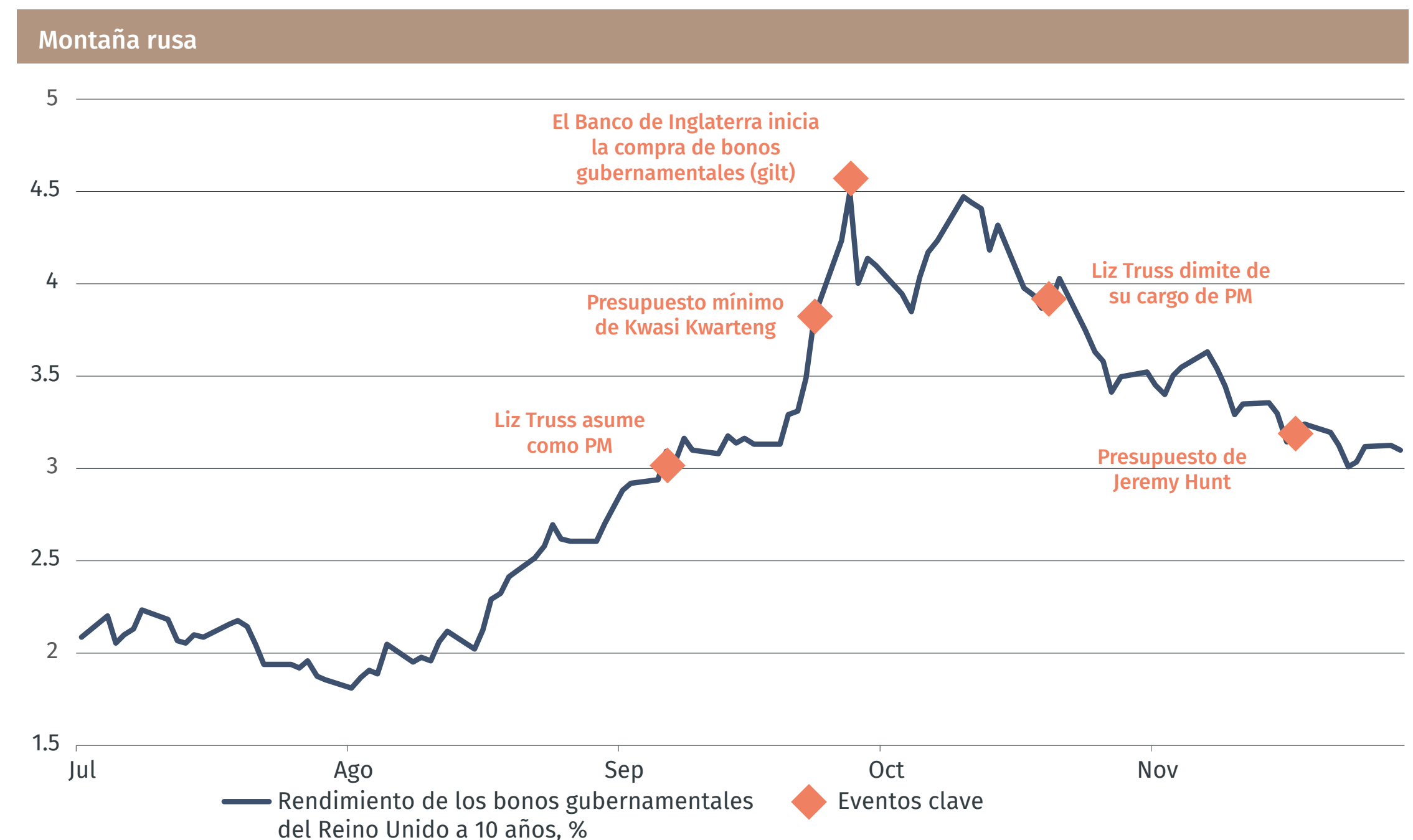
Una preocupación más general es si ahora vemos un nivel sostenido

más alto de tasas de interés reales y nominales en todos los mercados. Sin duda, las tasas reales negativas de los bonos del Estado a largo plazo (consulte la página 5) fueron anómalas. Es probable que la nueva tasa de equilibrio sea positiva (esperamos que se sitúe alrededor del 1%). Además, la incertidumbre relativa a la inflación sugiere también una prima más elevada para los bonos nominales. La larga racha alcista de los bonos podría, por fin, haber terminado.

Tema
7

Los vigilantes de los bonos salen de patrulla

Los vigilantes del mercado de bonos pusieron fin rápidamente al intento de liberalismo fiscal del Reino Unido en el 2022. Permanecerán en patrulla en el 2023.



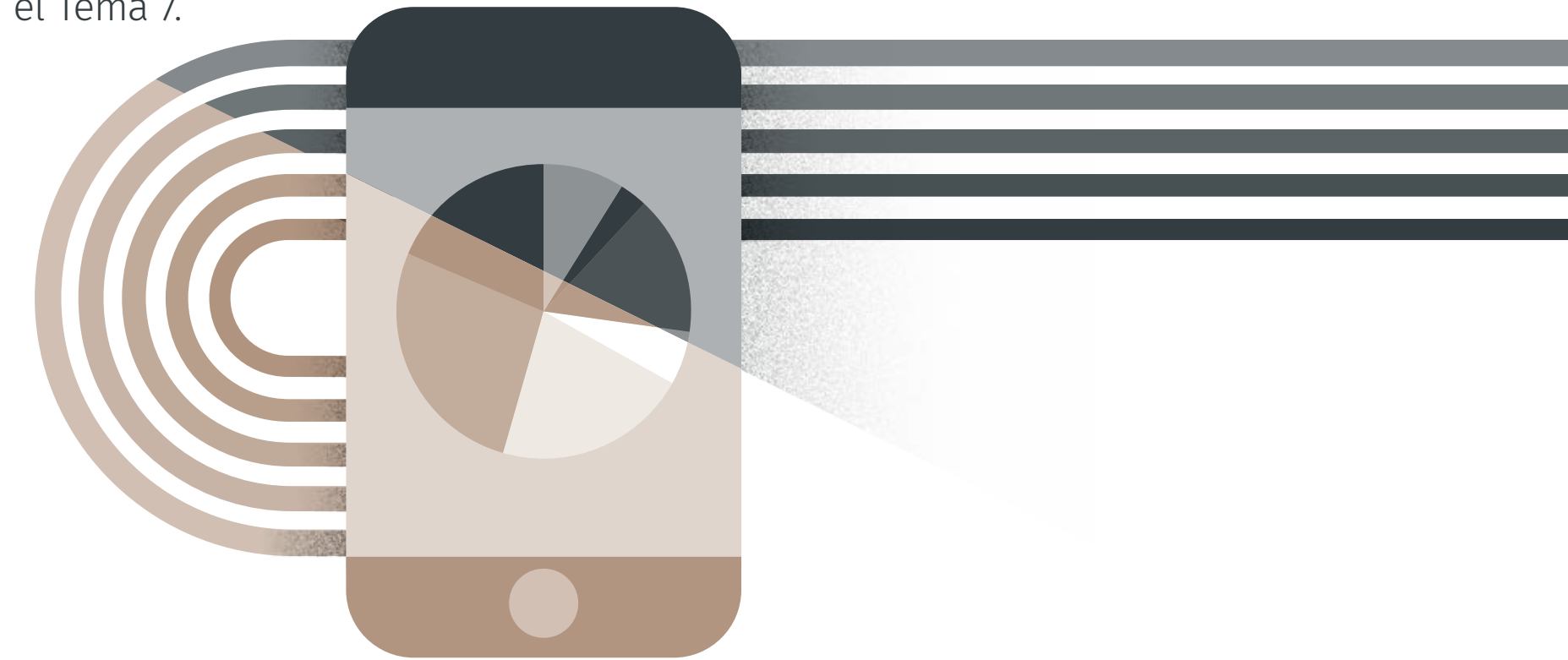
Fuente: Refinitiv y Financial Times. 1 de diciembre de 2022.

Bonos de grado de inversión

Los bonos con grado de inversión parecen atractivos en un mundo aún incierto.

Vemos que los bonos corporativos con grado de inversión, especialmente en EE. UU. y el Reino Unido, ofrecen un mejor perfil de rentabilidad/riesgo que los bonos del Estado o la deuda de alto rendimiento para el 2023. Los bonos con grado de inversión rara vez ocupan las posiciones extremas en la clasificación de retornos de los distintos sectores del mercado de bonos (consulte la tabla a continuación). Esperamos que la estabilidad aporte un valioso contrapeso a las carteras en el 2023. Los bonos de alto rendimiento podrían ser vulnerables en caso de deterioro

del ciclo de impagos. Algunas áreas del mercado mundial de deuda pública también son vulnerables en el contexto de los factores analizados en el Tema 7.

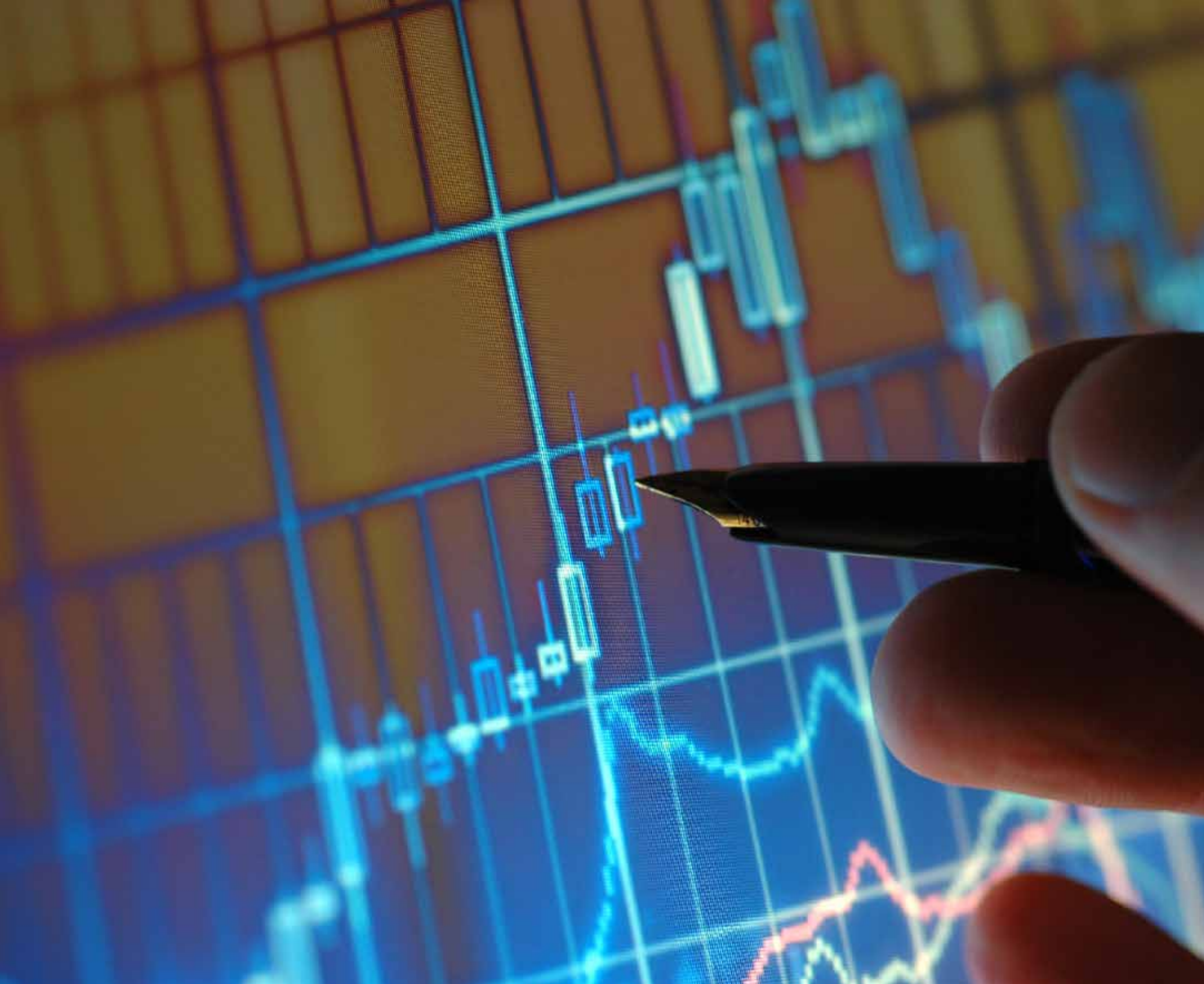


Retornos de bonos por sector y año

10,2%	59,4%	15,0%	13,6%	19,6%	22,4%	8,2%	1,5%	14,3%	17,3%	1,0%	22,8%	54,5%	6,0%	-9,4%
8,3%	50,9%	14,8%	8,1%	17,9%	7,3%	7,5%	1,3%	10,7%	14,3%	-0,4%	14,5%	11,0%	3,1%	-9,9%
4,8%	34,2%	12,8%	7,0%	15,3%	-1,4%	6,1%	-0,3%	9,9%	10,4%	-1,2%	13,1%	9,9%	1,0%	-10,3%
-2,4%	18,7%	12,5%	6,3%	15,1%	-1,5%	4,8%	-0,7%	6,1%	8,2%	-1,3%	12,6%	9,5%	-1,0%	-12,3%
-4,9%	17,1%	9,0%	6,2%	9,8%	-2,6%	3,6%	-1,4%	5,9%	7,4%	-1,8%	9,5%	9,2%	-1,0%	-13,6%
-14,8%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-4,1%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,3%	-2,5%	8,4%	7,0%	-1,6%	-14,9%
-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	6,4%	-2,5%	6,8%	6,5%	-1,7%	-14,7%
-37,0%	5,9%	5,5%	0,3%	2,6%	-4,3%	-0,8%	-3,3%	1,7%	3,0%	-3,4%	6,4%	5,3%	-4,7%	-16,2%
n/a	2,6%	5,4%	-6,5%	1,8%	-8,6%	-1,9%	-10,4%	1,7%	2,5%	-4,1%	5,6%	3,9%	-6,6%	-18,5%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022

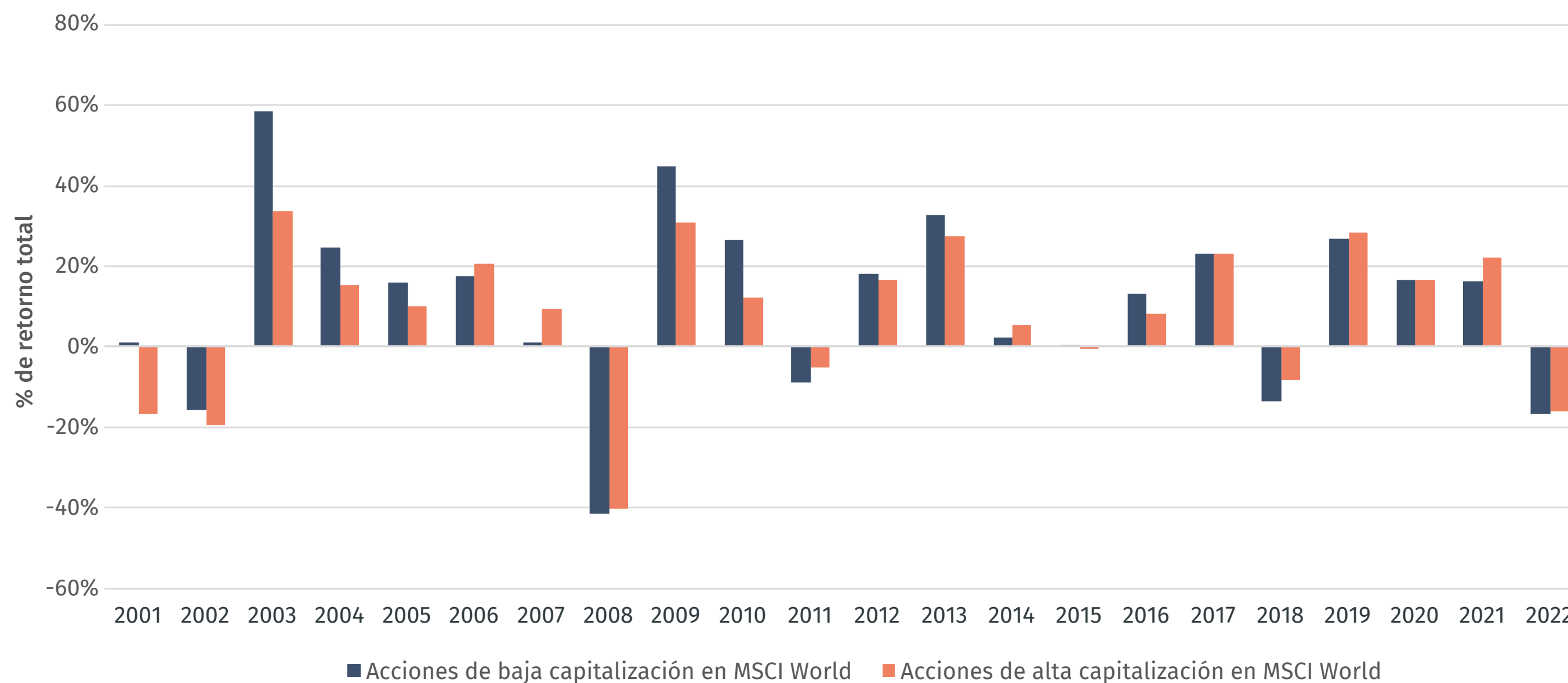
■ Convertibles de EE. UU.
 ■ TIPS de EE. UU.
 ■ Agregados globales
 ■ Gobierno global
 ■ Mercados emergentes en moneda fuerte
■ Mercados emergentes en moneda local
 ■ Hipotecas EE. UU.
 ■ Alto rendimiento global
 ■ Corporativo IG EE. UU.

Fuente: Bloomberg. 2022 hasta la fecha. 8 de diciembre de 2022.



Acciones de baja capitalización: rendimiento inferior en los últimos 5-10 años

Acciones de baja y alta capitalización en el mundo, retornos totales



Fuente: Refinitiv. 1 de diciembre de 2022.

Tema

9

Baja capitalización global

Vemos buenas oportunidades en el sector de baja capitalización mundial.

El primero de nuestros dos temas principales del mercado de acciones es favorecer a las acciones de baja capitalización. Las empresas de baja capitalización suelen adaptarse más rápidamente a los cambios de la situación económica que las empresas de mayor tamaño, tienen una valoración atractiva en comparación con las de alta capitalización y han tendido a obtener mejores resultados a largo plazo que los valores de

alta capitalización. Sin embargo, no ha sido así en los últimos 5-10 años (consulte el gráfico).

Es interesante el paralelismo con la década de 1970, un período en el que se produjeron dos crisis del petróleo y un aumento de la inflación y las tasas de interés. Las acciones estadounidenses de alta capitalización se movieron básicamente de forma lateral en ese período, pero las de baja capitalización obtuvieron buenos

resultados. La reciente tendencia mundial de los estilos de inversión pasiva ha tendido a favorecer a las acciones de alta capitalización. La vuelta a estrategias de inversión más activas y el reconocimiento del valor del sector de baja capitalización como resultado de los recientes malos resultados deberían crear un entorno propicio para un mejor rendimiento de dicho sector en el 2023.

Tema

10

Sector de consumo discrecional

Nuestra visión sectorial “contraria” favorece las acciones de consumo discrecional.

Nuestra última recomendación para el mercado de acciones es de carácter contrario: favorecer al sector de consumo discrecional. Vemos que las presiones sobre el gasto de los consumidores disminuirán en el 2023. La inflación empezará a retroceder y, con ella, la presión sobre los costos de endeudamiento. Los consumidores estarán dispuestos a gastar aún más los ahorros acumulados durante la pandemia. Aunque algunos han expresado su preocupación por un aumento de la deuda de las tarjetas de crédito, las tasas de morosidad

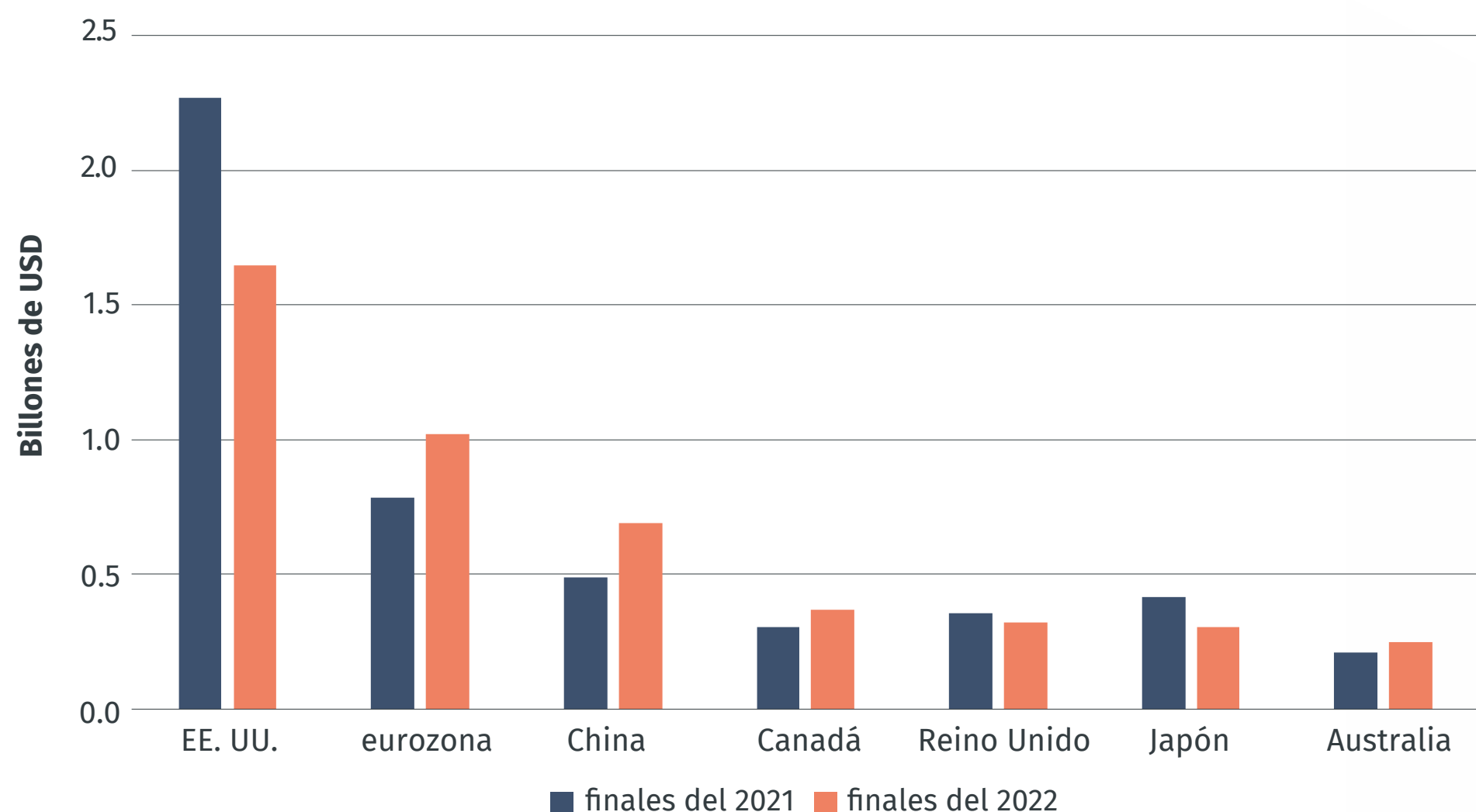
siguen siendo bajas, menos de un tercio de la tasa de la crisis financiera mundial, y cualquier aumento se verá limitado por el endurecimiento general de las normas de préstamo de los bancos a partir de entonces. Se espera que el crecimiento salarial se mantenga firme, sobre todo en sectores con gran escasez de mano de obra, como la industria hotelera. A corto plazo, los elevados costos hipotecarios tenderán a frenar las mudanzas, lo que significa que es probable que aumente el gasto en renovaciones y mejoras

de la vivienda. A largo plazo, la economía estadounidense, en particular, seguirá con escasez de viviendas y la construcción de nuevas viviendas se recuperará tras el reciente estancamiento.

La tendencia no se limita a EE. UU., por lo que favoreceríamos la expresión del tema a escala mundial, pero ponderado por igual, en lugar de ponderado por capitalización bursátil, de modo que se reduzca el énfasis en las acciones de megacapitalización.

Dinero para quemar

Exceso de ahorro global



El valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden disminuir o aumentar, y el rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro. Los productos de inversión pueden estar sujetos a riesgos de inversión, por ejemplo, la posible pérdida total o parcial del capital invertido.

Este documento no constituye (ni debe interpretarse como) un folleto, un anuncio publicitario, una oferta pública ni una colocación de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios, ni una recomendación para comprar, vender, retener o solicitar dichos instrumentos. No tiene el propósito de ser una representación final de los términos y condiciones de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios. Este documento solo tiene fines de información general, y no tiene el propósito de brindar asesoramiento sobre inversión ni ninguna otra recomendación específica sobre ninguna acción u omisión. La información contenida en este documento no contempla los objetivos de inversión específicos, la situación financiera ni las necesidades particulares del destinatario. Usted debe buscar su propio asesoramiento profesional en función de sus circunstancias particulares antes de realizar cualquier inversión o si tiene dudas sobre la información aquí contenida.

Aunque la información contenida en el presente se obtuvo de fuentes que se consideran confiables, ningún miembro del grupo EFG representa ni garantiza su precisión, y podría estar incompleta o resumida. Cualquier opinión incluida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso. Este documento puede contener opiniones personales que no reflejan necesariamente la postura de ningún miembro del grupo EFG. Hasta el máximo grado permitido por la ley, ningún miembro del grupo EFG será responsable de las consecuencias de cualquier error u omisión incurridos en este documento, ni de la confianza que se deposite en cualquier opinión o declaración contenidas en este documento, y cada miembro del grupo EFG renuncia expresamente a cualquier responsabilidad, lo que incluye (sin limitación) la responsabilidad por daños fortuitos o consecuentes que surjan de ellas o que resulten de cualquier acción u omisión por parte del destinatario en virtud del presente.

La disponibilidad de este documento en cualquier jurisdicción o país puede ser contraria a la ley o regulación local, y las personas que tomen posesión de este documento deben informarse sobre las restricciones y respetarlas. Este documento no puede reproducirse, divulgarse ni distribuirse (en su totalidad o en parte) a ninguna otra persona sin el permiso previo por escrito de un miembro autorizado del grupo EFG.

Este documento fue producido por EFG Asset Management (UK) Limited para su uso por el grupo EFG y las entidades subsidiarias y afiliadas en todo el mundo dentro del grupo EFG. EFG Asset Management (UK) Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) del Reino Unido, con el registrada N° 7389746. Dirección registrada: EFG Asset Management (UK) Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom. Teléfono +44 (0)20 7491 9111.

Si usted recibió este documento de alguna sucursal o entidad afiliada de las que figuran más abajo, tenga en cuenta información proporcionada para cada una:

Información para inversionistas en Australia:

EFG Asset Management (UK) Limited, una empresa privada limitada cuyo número de registro es 7389746 y cuyo domicilio social es 116 Park Street, London W1K 6AP (número de teléfono +44 (0)20 7491 9111), elaboró y emitió este documento. La Autoridad de Conducta Financiera n.º 536771 regula y autoriza a EFG Asset Management (UK) Limited. EFG Asset Management (UK) Limited está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros con respecto a los servicios financieros que proporciona a los clientes mayoristas en Australia, y está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (Registro de FCA n.º 536771) según las leyes del Reino Unido que difieren de las leyes australianas. Este documento es confidencial y está previsto únicamente para el uso de la persona a quien se entrega o envía, y no se puede reproducir, en su totalidad o en parte, a ninguna otra persona.

Orden Clase CO de ASIC 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited le notifica que se basa en la exención de la Orden de Clase CO 03/1099 (Orden de Clase) de la Comisión Australiana de Valores e Inversiones (ASIC), ampliada en su funcionamiento por ASIC Corporations (Instrumento de Derogación y Transición 2016/396) para las empresas reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido, que la exime del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros (AFSL) en virtud de la Ley de Sociedades del 2001 (Commonwealth) (Ley de Sociedades) con respecto a los servicios financieros que le proporcionamos.

Requisitos regulatorios del Reino Unido

Los servicios financieros que le proporcionamos están regulados por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) según las leyes y los requisitos regulatorios del Reino Unido, que son diferentes de los de Australia. Por lo tanto, cualquier oferta u otra documentación que reciba de nosotros en el transcurso de la prestación de servicios financieros se prepararán de acuerdo con esas leyes y requisitos regulatorios. Los requisitos regulatorios del Reino Unido se refieren a la legislación, las normas promulgadas conforme a la legislación y cualquier otra política o documento pertinente emitidos por la FCA.

Su estado como cliente mayorista

Con el objetivo de ofrecerle servicios financieros y para cumplir con la Orden de Clase, debe ser un “cliente mayorista” dentro del significado establecido en la sección 761G de la Ley de Sociedades. En consecuencia, mediante la aceptación de cualquier documentación por nuestra parte antes del inicio de la prestación de servicios financieros a usted o en el transcurso de esta, usted:

- nos garantiza que es un “cliente mayorista”;
- acepta proporcionar dicha información o evidencia que podamos solicitar ocasionalmente para confirmar su estado como cliente mayorista;
- acepta que podemos dejar de prestarle servicios financieros si ya no es cliente mayorista o no nos proporciona información o evidencia satisfactoria para confirmar su estado como cliente mayorista; y
- acepta notificarnos por escrito dentro de 5 días hábiles si deja de ser un “cliente mayorista” para los fines de los servicios financieros que le proporcionamos.

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. cuenta con la licencia de la Securities Commission of The Bahamas (Comisión de Valores de las Bahamas) de conformidad con la Ley del Mercado de Valores de 2011 y las Regulaciones del Mercado de Valores de 2012, y está autorizada para llevar a cabo negocios de valores en las Bahamas y desde ese país, entre ellos la comercialización de valores, la organización de operaciones en valores, la gestión de valores y el asesoramiento sobre valores. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. también cuenta con la licencia del The Central Bank of The Bahamas (Banco Central de las Bahamas) de conformidad con la Ley reguladora de bancos y sociedades fiduciarias de 2000, como empresa bancaria y fiduciaria.

Bahréin EFG AG Bahrain Branch está regulada por el Central Bank of Bahrain (Banco Central de Bahréin), con domicilio legal en Bahrain Financial Harbour, West Tower, 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

Bermudas: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. es una sociedad exenta constituida en Bermudas con responsabilidad limitada. Dirección registrada: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermudas

Avisos importantes



Islas Caimán: EFG Bank cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para llevar a cabo operaciones bancarias de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán, y para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley Comercial de Inversiones en Valores de las Islas Caimán.

Chile: EFG Corredores de Bolsa SpA cuenta con la licencia de la Comisión para el Mercado Financiero (“Ex SVS”) como corredor de bolsa autorizado para realizar transacciones de corretaje de valores en Chile y actividades reguladas complementarias, entre ellas la gestión discrecional de la cartera de valores, la organización de operaciones en valores y el asesoramiento en inversión. Número de registro: 215. Dirección registrada: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Chipre: EFG Cyprus Limited es una empresa de inversión establecida en Chipre con el N.º de empresa HE408062, con dirección registrada en Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited está autorizada y regulada por la Comisión de Bolsa y Valores de Chipre (CySEC) Dubái: EFG (Middle East) Limited está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái con dirección registrada en Gate Precinct Building 05, nivel 07, casillero postal 507245, Dubái, Emiratos Árabes Unidos.

Guernsey: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited cuenta con la licencia de la Guernsey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Guernsey).

Hong Kong: EFG Bank AG está autorizado como banco con licencia por la Hong Kong Monetary Authority (Autoridad Monetaria de Hong Kong) de conformidad con la Ordenanza bancaria (Cap. 155, Leyes de Hong Kong) y está autorizado a llevar a cabo actividades reguladas de Tipo 1 (comercio de valores), Tipo 4 (asesoría sobre valores) y Tipo 9 (administración de activos) en Hong Kong.

Jersey: EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited está regulada por la Jersey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Jersey) para dedicarse al negocio de inversión en virtud de la Ley de Servicios Financieros (Jersey) de 1998.

Liechtenstein: EFG Bank von Ernst AG está regulado por la Financial Market Authority Liechtenstein (Autoridad del Mercado Financiero de Liechtenstein), con la siguiente dirección: Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxemburgo: EFG Bank (Luxembourg) SA figura en la lista oficial de bancos establecidos en Luxemburgo de conformidad con la Ley de Luxemburgo del 5 de abril de 1993 relativa al sector financiero (en su versión modificada) (la “Ley de 1993”), en poder de la autoridad supervisora de Luxemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), como sociedad anónima de conformidad con la Ley de Luxemburgo (société anonyme) autorizada para llevar a cabo sus actividades de conformidad con el Artículo 2 de la Ley de 1993. Los residentes de Luxemburgo que deseen obtener cualquier información relacionada con los servicios de EFG Bank (Luxembourg) S.A. deben comunicarse exclusivamente con EFG Bank (Luxembourg) S.A. a la siguiente dirección: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, o al siguiente teléfono: +352 264541.

Mónaco: EFG Bank (Monaco) SAM es una sociedad anónima monegasca registrada como empresa con el N.º 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l’Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM es un banco que lleva a cabo actividades financieras autorizadas y reguladas por la Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Autoridad de Supervisión Prudencial y de Resolución) de Francia y por la Commission de Contrôle des Activités Financières (Comisión para el Control de Actividades Financieras) de Mónaco. Dirección registrada: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d’Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco). Teléfono: +377 93 15 11 11. El destinatario de este documento habla perfectamente inglés y renuncia a la posibilidad de obtener una versión en francés del presente.

República Popular China: EFG Bank AG Shanghai Representative Office está aprobada por la China Banking Regulatory Commission (Comisión Reguladora Bancaria de China) y registrada en la Administración de Industria y Comercio de Shanghái de conformidad con el Reglamento de la República Popular China para la Administración de Bancos con Inversión Extranjera y las normas de

implementación relacionadas. Número de registro: 310000500424509. Dirección registrada: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. El alcance comercial de la Oficina de Representación de EFG Bank AG Shanghái se limita a realizar actividades sin fines de lucro, limitadas a enlace, investigación de mercado y consultoría.

Portugal: EFG Bank (Luxemburgo) S.A. - Sucursal em Portugal, Lisboa, incluida su agencia en Oporto, está autorizada y supervisada por el Banco de Portugal y la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para la prestación de servicios de inversión (asesoramiento en inversiones y recepción y transmisión de órdenes), registrada con el número 980649439. EFG Bank (Luxemburgo) S.A. - Sucursal em Portugal es una sucursal que no forma parte de bancos extranjeros de EFG Bank (Luxemburgo) S.A., un banco luxemburgués supervisado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier, la autoridad reguladora luxemburguesa para el sector financiero. Dirección registrada: Avenida da Liberdade N° 131 - 6° Dto. - 1250 - 140 Lisboa. Agencia en Oporto: Avenida da Boavista, 1837 – Escritório 6.2, 4100-133 Oporto.

Singapur: La sucursal de EFG Bank AG en Singapur (UEN N.º T03FC6371J) cuenta con la licencia de la Monetary Authority of Singapore (Autoridad Monetaria de Singapur) como banco mayorista para dedicarse al negocio bancario y es Asesor Financiero Exento según se define en la Ley de Asesores Financieros y Licenciario Exento de Servicios de Mercados de Capital Exento según se define en la Ley de Valores y Futuros.

Suiza: EFG Bank AG, Zurich, incluidas sus sucursales en Ginebra y Lugano, está autorizado y regulado por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero, FINMA) de Suiza. Dirección registrada: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suiza. Sucursales suizas: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Reino Unido: EFG Private Bank Limited está autorizado por la Prudential Regulation Authority (Autoridad de Regulación Prudencial) y regulado por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) y la Prudential Regulation Authority, con número de registro 144036. EFG Private Bank Limited es miembro de la Bolsa de Londres. Empresa registrada N.º 2321802. Dirección registrada: EFG Private Bank Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom. Teléfono +44 (0)20 7491 9111. En relación con EFG Asset Management (UK) Limited, tenga en cuenta la información de estado que aparece más arriba.

Estados Unidos: EFG Capital International Corp. (“EFG Capital”) es una sociedad de valores registrada en la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos (“SEC”) y miembro de la Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) y de la Securities Investor Protection Corporation (“SIPC”). Ningún miembro de SEC, FINRA o SIPC avala este documento ni los servicios y productos proporcionados por EFG Capital y su filial con sede en los EE. UU., EFG Asset Management (Americas) Corp. (“EFGAM Americas”), un asesor de inversión registrado en la SEC. EFG Capital proporciona productos de valores y servicios de corretaje, y EFGAM Americas proporciona servicios de asesoramiento de inversión. EFG Capital y EFGAM Americas son afiliadas por medio de propiedad común bajo EFGI y mantienen personal asociado mutuamente. Los productos y servicios aquí descritos no fueron autorizados por ninguna autoridad reguladora ni de supervisión, ni están sujetos a supervisión por parte de ninguna autoridad reguladora fuera de los Estados Unidos. Asimismo, EFGAM Americas no está regulada por ninguna autoridad reguladora de valores fuera de los Estados Unidos. El registro ante la SEC o cualquier autoridad estatal de valores no implica ningún nivel de habilidad o capacitación. EFGAM Americas solo puede realizar transacciones comerciales o brindar asesoramiento de inversión personalizado en estados y jurisdicciones internacionales en los que está registrado, ha presentado notificaciones o está por otros motivos excluido o exento de los requisitos de registro. Los inversionistas deben considerar con detenimiento sus objetivos de inversión, riesgos, cargos y gastos antes de invertir. Consulte el ADV Parte 2 o el Formulario CRS de EFGAM Americas para obtener información adicional y conocer los riesgos. Tenga en cuenta que el contenido de este documento ha sido producido y creado por EFG Bank AG. Este material no ha sido creado u originado por EFG Capital o EFGAM Americas. Ni EFGAM Americas ni EFG Capital se representan a sí mismos como gestores subyacentes o asesores de inversión de este fondo/producto o estrategia. EFG Capital Domicilio social: 701 Brickell Avenue, Novena Planta y Suite 1350 - Miami, FL 33131. Dirección registrada de EFGAM Americas: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 – Miami, FL 33131.