

MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Mayo de 2021

Focus

«Make Infrastructures Great Again»

• Índice

01• Editorial	P3
«SMELLS LIKE ANIMAL SPIRITS»	
02• Focus	P4
«MAKE INFRASTRUCTURES GREAT AGAIN»	
03• Macroeconomía	P6
UNA NUEVA LOCOMOTORA PARA EL CRECIMIENTO MUNDIAL	
04• Renta fija	P8
RESISTENCIA DE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO A PESAR DEL ENTORNO DE SUBIDA DE TIPOS	
05• Renta variable	P10
¡COMIENZA LA TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS!	
06• Divisas	P12
EL REPUNTE CORRECTIVO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE YA ESTÁ DISMINUYENDO	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

«Incluso aparte de la inestabilidad debida a la especulación, está la inestabilidad debida a la característica de la naturaleza humana de que una gran proporción de nuestras actividades positivas dependen del optimismo espontáneo más que de las expectativas matemáticas (...). La mayor parte, probablemente, de nuestras decisiones de hacer algo positivo (...) sólo puede tomarse como resultado de los impulsos animales: un impulso espontáneo a la acción más que a la inacción»

John Maynard Keynes,
The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936.

Estimado/a lector/a:

¿Cómo debemos interpretar el actual optimismo de los mercados de renta variable y hasta dónde puede llegar antes de encontrar obstáculos? Evitando el término burbuja, podemos hablar de entusiasmo, incluso de euforia, en los mercados. Algunos signos son evidentes: baja volatilidad, volúmenes de compra récord, múltiplos de valoración por las nubes y precios de las acciones que parecen tener a los analistas corriendo detrás de ellos a diario. Los observadores del mercado compiten para explicar esta realidad.

Una primera teoría podría ser un nuevo equilibrio de precios. En resumen, los mercados de renta variable han encontrado un nuevo sistema de valoración, justificado por una alineación de factores positivos: la recuperación económica mundial, el fuerte crecimiento de los beneficios, las transformaciones seculares que conducen a nuevas fuentes de crecimiento y las ganancias de productividad. Pero conocemos los límites de este estribillo: cada vez que construimos una teoría para justificar valoraciones récord («esta vez es diferente», como diría Kenneth Rogoff), la realidad nos alcanza, espejo de nuestro exceso de optimismo.

Otra teoría es la de la burbuja racional. Racional en el sentido de que los inversores reaccionan positivamente a la señal enviada por las autoridades fiscales (que se han convertido en el factor tranquilizador del ciclo) y monetarias (que se han convertido en los creadores de mercado de los activos financieros). Sin embargo, este razonamiento encuentra su límite, ya que este equilibrio suele ser sólo temporal; porque el exceso de deuda acaba traducándose o bien en un aumento de los impuestos, o bien en una inflación, o bien en un menor crecimiento, lo que en todos los casos se traduce en una reducción de los rendimientos reales a largo plazo. Una lección de la historia de la política económica: los medios utilizados para salir de una crisis suelen ser la causa de la siguiente.

Una tercera explicación, que es la continuación de la segunda: el exceso de apalancamiento, subvencionado por las políticas económicas, está creando importantes distorsiones en los precios de los activos financieros. Si los inversores aprovechan las ganancias de los préstamos a corto plazo a interés cero y los cheques del gobierno estadounidense para comprar activos financieros, podemos entender por qué los mercados están superando nuestras expectativas. La popularidad de la inversión en bolsa entre los hogares estadounidenses valida en parte esta teoría.

Una última interpretación podría ser un efecto primaveral un tanto tradicional. Los inversores estarían simplemente extrapolando el fortísimo crecimiento de 2021, que se debe en parte a un efecto base muy fuerte tras la contracción de los beneficios en 2020. Una especie de ilusión matemática y cortoplacista que no tiene en cuenta la probable ralentización del crecimiento a partir de 2022, y que suele terminar cuando las buenas noticias tienen precio y el ratio de sorpresa positiva cae.

Esto nos lleva de nuevo a Keynes. Después de un año traumático en 2020 en los frentes sanitario, humano y económico, nuestra tendencia natural es pasar del pesimismo al optimismo y centrarnos en las buenas noticias, por la necesidad visceral de ser positivos y proyectarnos hacia el futuro, aunque el presente siga siendo complejo y haya incertidumbres por delante. Y nuestro reflejo -natural o condicionado por la sobreabundancia de información- es reaccionar ante el presente. Un primer paso hacia una especie de racionalidad sería tener esto en cuenta, aprovechar la situación sin excesos y estar preparados para reaccionar cuando los osos se despierten...

Después de que la Administración del presidente Biden haya gestionado con éxito el plan de rescate estadounidense (American Rescue Plan Act), la Casa Blanca está avanzando a toda máquina para reconstruir y remodelar EE. UU. A pesar de ser necesario, este enorme y ambicioso plan que se avecina parece un reto aún mayor, dado que se enfrenta a la controversia sobre su financiación, incluso entre los demócratas.



2,59

billones de dólares:
el déficit de
inversión en
infraestructuras
de EE. UU.

EL DÉFICIT DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS DE EE. UU.

A pesar de ser el país más rico del mundo (en PIB), EE. UU. ocupa el decimotercer lugar en cuanto a la calidad general de las infraestructuras. Aunque estas obtienen una nota más alta (C-), la última conclusión de la Sociedad Americana de Ingenieros Civiles revela que la factura atrasada en materia de infraestructuras está muy lejos de ser pagada: el déficit total de inversión aumentó a 2,59 billones de dólares en 10 años (desde los 2,1 billones).

Si no se adopta ninguna medida, podría costar hasta 3 millones de puestos de trabajo antes de 2039, de ahí que el presidente Biden haya bautizado este próximo plan de infraestructuras como el «American Jobs Plan» (Plan de Empleo Estadounidense). Este paquete, que solo es el primero de un plan económico más amplio de dos partes que podría ascender a 4 billones de dólares (la segunda parte es el «American Family Plan» [Plan de la Familia Americana], que debería estar dedicado al cuidado de los niños, la educación y la salud), tiene un coste previsto de 2,25 billones de dólares en 8 años.

RECONSTRUIR EE. UU.

A diferencia de los grandes paquetes de estímulo anteriores, este plan «único en una generación» debería abordar problemas de larga duración. Según la propuesta de la Casa Blanca, se dedicarían más de 620.000 millones de dólares a mejoras en el transporte: reparación de autopistas, reconstrucción de puentes, mejora de los sistemas de transporte y desarrollo de una red nacional de estaciones de recarga. También se ofrecerán incentivos fiscales para impulsar la compra de vehículos eléctricos como parte de una inversión de 174.000 millones de dólares. Además de las infraestructuras de transporte, se gastarían 400.000 millones de dólares en mejorar el acceso a la sanidad y a la asistencia domiciliaria, aumentando al mismo tiempo los salarios de estos trabajadores.

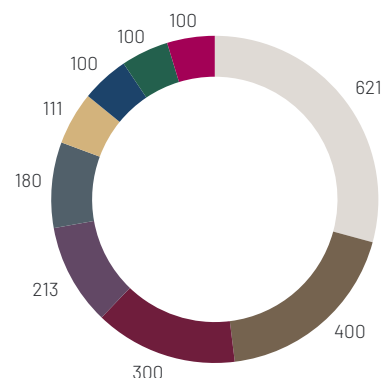
Otra prioridad es la creación de un sector manufacturero de buena calidad (300.000 millones de dólares asignados) con una gran atención al apoyo a los fabricantes nacionales, especialmente, en la industria de los semiconductores. Parte de este paquete también incluye la «preparación para la pandemia», la «energía limpia» y la «creación de centros de innovación». También se destinarán cientos de miles de millones de dólares a impulsar la innovación, aumentar el acceso a la banda ancha por medio del 5G, mejorar la eficiencia energética de las viviendas y construir escuelas (gráfico 1).

RECAUDACIÓN DE IMPUESTOS A EMPRESAS Y RENTAS ALTAS

Como EE. UU. ya se ha gastado billones de dólares en relanzar la economía, había que impulsar varias opciones para financiar este plan. Entre las propuestas, el aumento del impuesto de sociedades del 21% al 28% a lo largo de quince años; el aumento del impuesto mínimo global sobre las multinacionales al 21% y la imposición de un impuesto suplementario del 10% sobre la deslocalización representan la mayor parte del acuerdo.

GRÁFICO 1: DESGLOSE DEL PLAN DE INFRAESTRUCTURAS POR TEMÁTICAS, MILES DE MILLONES USD

● Servicios de asistencia domiciliaria y mano de obra
● Transporte ● Fabricación ● Vivienda ● I+D
● Agua ● Escuelas ● Infraestructura digital
● Desarrollo de la mano de obra



Fuentes: CNN Politics, Indosuez Wealth Management.

La Administración de Biden también espera generar ingresos con los estadounidenses de mayores ingresos mediante el aumento del tipo impositivo al 39,6%. Unidas a los nuevos impuestos sobre las ganancias de capital, la eliminación de las bonificaciones fiscales en las herencias, así como algunos recortes del gasto federal, estas medidas financiarían por completo los próximos gastos.

UN ENFOQUE BIPARTIDISTA PARECE POCO PROBABLE

Sin embargo, aunque algunos republicanos han insinuado que podrían aceptar la iniciativa de reconstrucción nacional (gráfico 2), otros ya han pedido un plan limitado (615.000 millones de dólares). Además, como mencionó el líder de la minoría del Senado, Mitch McConnell, los republicanos ven la propuesta como un «caballo de Troya» destinado a ocultar subidas de impuestos, de ahí que el plan, en su estado actual, reciba el rechazo del partido republicano. Aunque el presidente Biden pide un enfoque bipartidista, parece poco probable que se alcancen los 60 votos necesarios en el Senado.

Una estrategia para sortear el filibusterismo republicano sería utilizar las llamadas normas de reconciliación presupuestaria, que permitirían aprobar la propuesta con mayoría simple. Dado que los demócratas solo cuentan con 50 escaños en el Senado y dependen de la vicepresidenta Kamala Harris para deshacer el empate, una divergencia entre los demócratas impediría la aprobación del plan. A día de hoy, los demócratas no forman un bloque común: el senador Manchin preferiría un impuesto de sociedades del 25%, mientras que otros piden que se derogue el tope de la deducción SALT¹ a cambio de su voto a favor.

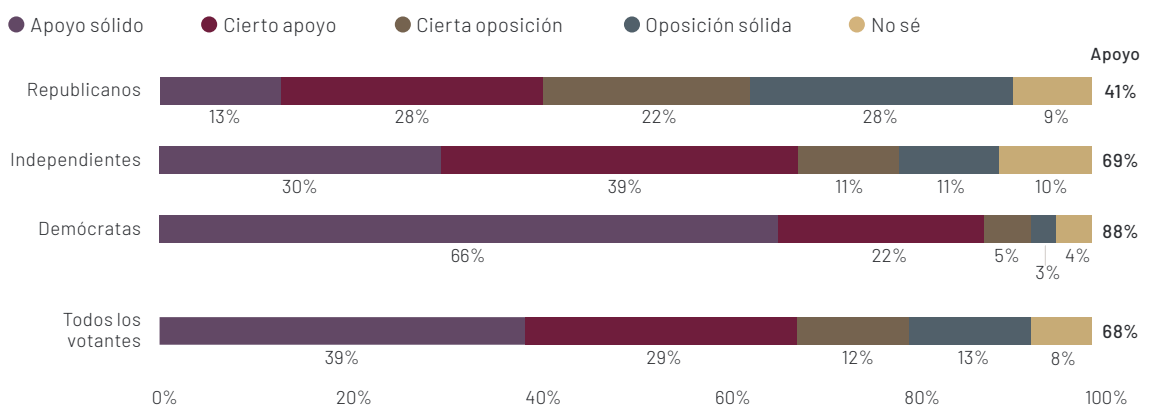
Aunque la Administración de Biden espera aprobar el paquete este verano, este plan de infraestructuras se enfrenta a desafíos, por lo que podría ser necesario llegar a ciertos acuerdos. Los republicanos están sugiriendo la posible imposición de «tasas de usuario» en los servicios federales. También podrían revisarse a la baja las aspiraciones en materia de clima y justicia social.

LOS MERCADOS MIRAN EL VASO MEDIO LLENO

Los valores que deberían beneficiarse de este plan ya han ganado fuerza, pero parece que los inversores solo han integrado la futura subida de impuestos parcialmente, lo que refleja sus expectativas de un tipo inferior al 28%.

Si la reforma fiscal se aprueba en su totalidad, la caída del BPA del S&P 500 en 2022 podría ser de hasta un 9%, aunque no todas las empresas se verían impactadas de la misma manera. Las empresas financieras, industriales y de consumo básico, que fueron las principales beneficiarias de los recortes fiscales de 2017, serían las primeras afectadas por el aumento del impuesto de sociedades, mientras que las propuestas de un impuesto mínimo sobre los beneficios extranjeros suponen el mayor riesgo para los sectores de crecimiento de «baja tributación», como las tecnologías de la información y la atención sanitaria. Por otro lado, los valores relacionados con la construcción o la movilidad ecológica podrían ver cómo aumenta su atractivo.

GRÁFICO 2: EL PLAN DE INFRAESTRUCTURAS ENCUENTRA EL APOYO DE TODOS LOS VOTANTES, %



Fuentes: Vox y Data for progress, Indosuez Wealth Management.

1- SALT son las siglas de «State and Local Taxes» (impuestos estatales y locales). El límite de 10.000 dólares, presentado como parte de la Tax Cuts and Jobs Act (Ley de Recortes Fiscales y Empleo), en la deducción SALT es un modo de ampliar la base del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

UNA NUEVA LOCOMOTORA PARA EL CRECIMIENTO MUNDIAL

Aunque China se basó en las inversiones y las exportaciones para convertirse en el principal motor de crecimiento en 2020, ahora pretende cambiar su composición de crecimiento hacia el consumo. Al otro lado del Atlántico, se espera que la economía estadounidense contribuya con mayor firmeza al crecimiento mundial en 2021, impulsada por los sucesivos paquetes de estímulo y el próximo plan de infraestructuras. No se espera que Europa tome el relevo hasta el segundo semestre del año.

¿UN PUNTO DE INFLEXIÓN EN CHINA?

Como mencionábamos el mes pasado, China está en pleno auge. La segunda economía del mundo registró un aumento del 18,3% en el primer trimestre, impulsada por el enorme efecto base, aunque el crecimiento sigue siendo fuerte en comparación con el 1T de 2019 (+10,3%).

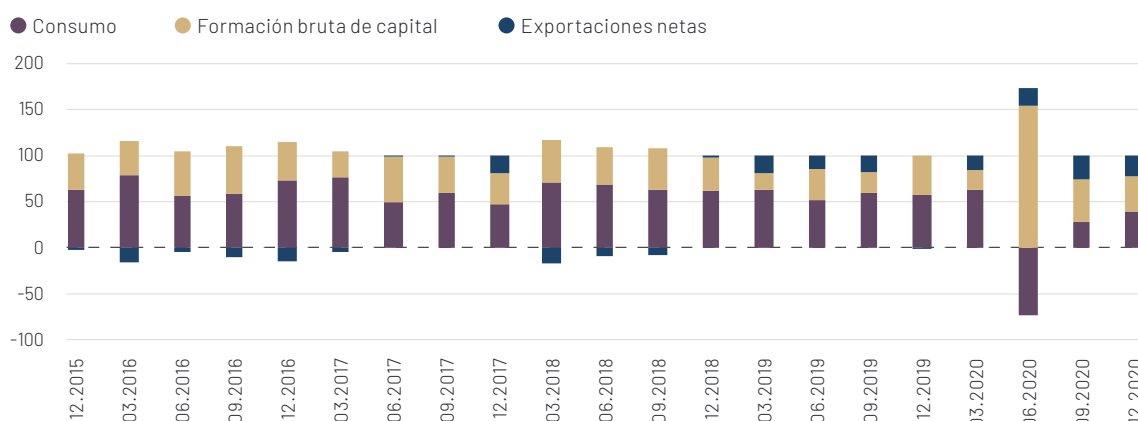
Sin embargo, aunque el crecimiento del PIB chino se vio impulsado principalmente por los fuertes componentes de la inversión y la exportación neta en los últimos meses (gráfico 3), el reequilibrio del crecimiento sigue siendo clave en 2021, tal como se desprende de la estrategia de doble circulación monetaria desvelada el año pasado. De hecho, las exportaciones se dispararon un 30,6% en marzo y es probable que se mantengan en el 2T, a pesar de que existen indicios que muestran que su contribución debería tender a la baja: la relajación de los productos relacionados con quedarse en casa, la subida de los precios de las materias primas que disuade a algunos exportadores de aceptar pedidos, así como la posibilidad de que los consumidores pasen de los bienes a los servicios en un futuro próximo.

En este contexto, se espera que el consumo, que fue un lastre en 2020, repunte en 2021. A pesar de la elevada tasa de ahorro existente, las ventas minoristas aumentaron más de lo previsto (+34,2% frente al +28%) y los servicios de restauración volvieron por fin a los niveles anteriores a la pandemia. Además, se han tomado 24 medidas para impulsar el consumo en línea y fuera de línea, especialmente fomentando los negocios minoristas e impulsando el desarrollo de la cultura digital y el turismo. Las inversiones también deberían mantener su fortaleza, sobre todo en infraestructuras.

Asimismo, aunque las condiciones monetarias empezaron a invertirse, con la reducción del crecimiento de los préstamos pendientes en yuanes al 12,6% y una desaceleración de la oferta monetaria general (+9,4% en marzo, +10,1% anteriormente), las autoridades chinas deberían mantener una actitud atenta para no provocar un cambio brusco. En resumen, se espera que el escrutinio normativo se intensifique con el fin de controlar los excesos en el sector inmobiliario, sin dejar de apoyar las prioridades del consejo.

CHINA
el reequilibrio
del crecimiento
sigue siendo clave
para 2021

GRÁFICO 3: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB
DE CHINA POR COMPONENTE, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



La inflación general
de EE. UU.
alcanzó el
2,6%
en marzo

ESTADOS UNIDOS: UN BUEN ÍMPETU MACROECONÓMICO

Aunque el consumo se vio afectado, en parte, por los efectos del clima en febrero, las ventas minoristas se recuperaron en marzo y registraron un aumento del 27,7% interanual, impulsado por los cheques de estímulo de 1.400 dólares que están llegando a las cuentas bancarias de los hogares. Podría esperarse un mayor aumento a medida que los pagos continúen y la reapertura progresiva de restaurantes impulse el componente de servicios de alimentación. En cuanto a los datos del mercado de trabajo, la tendencia sigue siendo favorable: las solicitudes iniciales del subsidio de desempleo semanales alcanzaron un nuevo mínimo de los últimos 12 meses al situarse en 576.000 a mediados de abril. La inflación general fue del 2,6% (frente al 1,7% anterior), debido principalmente a la presión alcista de la energía (+13,2%). La inflación subyacente subió un 1,6% (frente al 1,3%), liderada por los componentes relacionados con los viajes. La Reserva Federal confirmó que la reapertura económica provocará una presión alcista temporal de los precios, pero también destacó que esta debería desaparecer a medida que la economía entre en una nueva normalidad.

TODAVÍA TENEMOS TODO POR DELANTE EN EUROPA

En Europa, la inflación subió un 1,3%, la más elevada desde enero de 2020, aunque sigue por debajo del objetivo del BCE. El aumento de los precios de las materias primas, así como los efectos de base, deberían mantener la inflación al alza en el 2T. Excluyendo los precios de los alimentos y la energía, la inflación subyacente de la zona euro se desaceleró hasta el 0,9%, en línea con el consenso, lo que permitió al BCE mantener su política de apoyo. A diferencia de EE. UU., la actividad económica no está en fase de recuperación todavía: tanto la producción industrial (-1,6% en febrero) como las ventas minoristas (-2,9%) disminuyeron en términos anuales. No obstante, esta tendencia debería invertirse progresivamente a medida que aumenten las tasas de vacunación, tendencia que ya se refleja en los indicadores económicos adelantados. El PMI compuesto de la zona euro se situó en 53,2, liderado por la solidez del sector manufacturero (+4,6 puntos, hasta 62,5), especialmente, en Alemania (66,6). Al otro lado del Canal de la Mancha, a pesar de una contracción del PIB del 7,8% interanual en febrero, el Reino Unido está relajando las restricciones gradualmente con la reapertura parcial de los comercios no esenciales, lo que debería favorecer el consumo en los próximos meses.

RESISTENCIA DE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO
A PESAR DEL ENTORNO DE SUBIDA DE TIPOS

Dadas las políticas tan expansivas de los bancos centrales, los enormes paquetes de rescate económico, y el futuro paquete de infraestructuras y empleo en EE. UU., la deuda corporativa debería seguir superando a la soberana en los próximos meses. Se espera que la estabilización de los parámetros de crédito, junto con el descenso de las tasas de impago, compense el relativo encarecimiento de las valoraciones de algunos segmentos de crédito.



El tipo real de la Reserva Federal a 10 años se mantendrá entre el

0% Y EL 0,5%

BANCOS CENTRALES

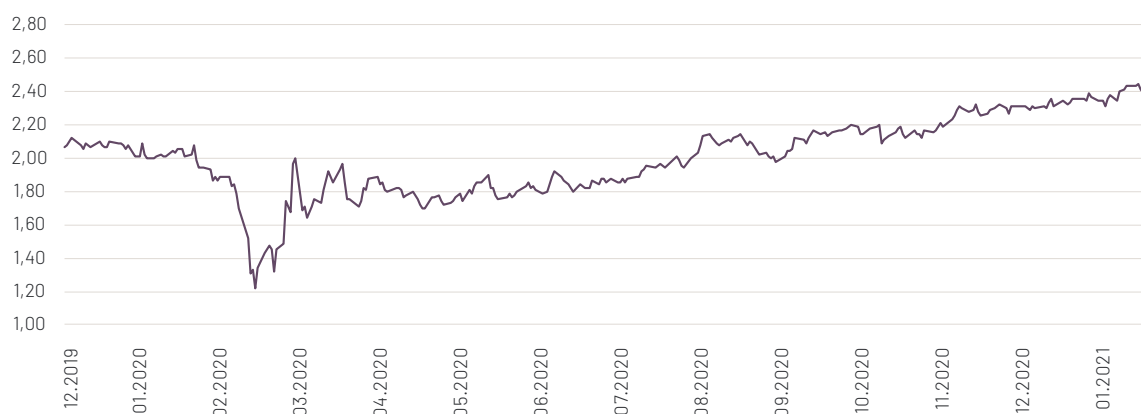
Los bancos centrales mantienen su postura acomodaticia y conciliadora. El Banco Central Europeo (BCE) reiteró su declaración de ofrecer unas condiciones de financiación lo más baratas posible. Por su parte, la Reserva Federal (Fed) insistió en que no hay prisa ni por realizar una retirada gradual de estímulos ni por endurecer las políticas. En cuanto a la inflación, la Fed no prevé una subida sostenida. En cambio, el banco central prevé un descenso de las cifras de la inflación el próximo año después de que desaparezcan los efectos de base y las restricciones de la oferta. Además, las previsiones de la Fed sugieren que el tipo real a 10 años seguirá entre el 0% y el 0,5%.

DEUDA PÚBLICA

Desde principios de año, la curva estadounidense ha registrado un enérgico movimiento de «bear-steepening» (pendiente más pronunciada por el descenso de la rentabilidad a menor plazo). El diferencial de rendimientos del Tesoro entre 10 y 2 años ha seguido aumentando a pesar de la reciente estabilización de las expectativas de inflación en EE. UU. (gráfico 4). De hecho, la dinámica macroeconómica positiva, el próximo paquete fiscal de infraestructuras y planes familiares, la creciente presión relativa a la gestión de activos y pasivos de los bancos y la masiva oferta del Tesoro estadounidense están avivando el movimiento. Sin embargo, más recientemente, tanto los factores de compra de cobertura como las fuertes subastas de bonos han empujado el rendimiento a la baja.

GRÁFICO 4: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN FUTURA DEL MERCADO DE EE. UU., %

● Tipo swap de inflación en USD a 5 años dentro de 5 años



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



La deuda corporativa de los mercados emergentes es más

RESISTENTE

DEUDA CORPORATIVA

Los diferenciales de crédito continúan su reducción en 2021. Siguen siendo más que resistentes a pesar del trasfondo de subida de tipos, favorecidos por un entorno de crecimiento mejor de lo esperado y la estabilización de los parámetros de crédito. Las valoraciones del crédito *investment grade* no son baratas, pero, gracias al aumento del *carry*, deberían seguir superando a los bonos del Tesoro en el actual entorno de recuperación. Los valores BBB y los financieros subordinados concentran las mejores oportunidades dentro del *investment grade*. En cuanto al crédito *high yield*, la mejora de las tendencias de crecimiento, el aumento de los precios de las materias primas y el reciente plan de infraestructuras masivas (en EE. UU.) están alimentando el fuerte ajuste de los diferenciales. Los valores CCC y los sectores de estilo *value*, como el transporte, la energía y los viajes, y el ocio, prosiguen su sobrerrendimiento. En lo que respecta al alto rendimiento estadounidense, es importante señalar que se logran buenos resultados a pesar de los grandes volúmenes de emisión y las corrientes de salida negativas.

DEUDA EMERGENTE

Las perspectivas del crédito emergente se ven favorecidas por la mejora del crecimiento, pero sufren el impacto negativo del actual entorno de subida de tipos y el riesgo de crédito específico, especialmente, en las empresas públicas chinas. En lo que respecta al crédito, la deuda corporativa de los mercados emergentes (EM) ha resistido mejor que otros segmentos de la renta fija EM durante las épocas de subida de los tipos y esperamos que el periodo actual se comporte de la misma manera. Vemos margen para que los diferenciales emergentes se compriman ligeramente en medio de nichos de precios bajos, y seguimos priorizando la duración más corta y la parte del alto rendimiento, las cuales proporcionan más amortiguación contra la presión de aumento de la pendiente de la curva. Seguimos decantándonos estratégicamente por el crédito asiático, pero hemos decidido rebajar nuestra puntuación táctica a neutral debido a las recientes corrientes de noticias negativas y al incremento del riesgo idiosincrático.

¡COMIENZA LA TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS!

Después de una subida del 0,50% al 1,70%, la rentabilidad del bono americano a 10 años se ha estabilizado en torno al 1,60%, lo que da un respiro a los mercados en la actual tendencia de liderazgo reciente. A pesar de este fuerte movimiento al alza de las rentabilidades de los bonos estadounidenses, los mercados de renta variable han sido capaces de ofrecer fuertes rentabilidades positivas (+26% en el MXWO durante el mismo periodo, desde agosto de 2020 hasta ahora) con una disminución constante de la volatilidad.

Aunque empiezan a materializarse ciertas señales de entusiasmo y se espera otro escalón de subida del rendimiento de bonos en los próximos meses, seguimos pensando que este mercado alcista aún tiene camino por delante.

El ciclo de recuperación se encuentra todavía en su fase inicial. La distribución de las vacunas y la relajación gradual de los confinamientos, la sólida posición financiera de los consumidores, el apoyo fiscal continuado y los efectos de base favorables en una amplia gama de indicadores económicos serán favorables a la tendencia actual del mercado. Sin embargo, los inversores deberían vigilar la dinámica de la macroeconomía y el ímpetu de los beneficios, ya que la reducción del optimismo podría impulsar una nueva estacionalidad en los mercados. De hecho, los indicadores de confianza apuntan a un exceso de complacencia por parte del mercado, por lo que no puede descartarse el riesgo de una corrección a corto plazo.

No obstante, dado que tanto el exceso de liquidez como el apoyo de los bancos centrales seguirán presentes, creemos que, si hay una corrección, esta será limitada.

EE. UU.

Mantenemos la posición neutral en nuestra exposición a EE. UU., ya que el mercado parece más caro, aunque el estímulo fiscal y los avances en materia de vacunación deberían impulsar la evolución de la economía y el BPA.

Consideramos que esta nueva temporada de presentación de resultados es también favorable para el mercado de renta variable. El ratio de beneficios negativos-positivos antes de la presentación se encuentra en su nivel mínimo de los últimos 25 años en EE. UU., lo que sugiere una comodidad general con las estimaciones existentes y un posible movimiento al alza de las estimaciones de beneficios de los analistas.

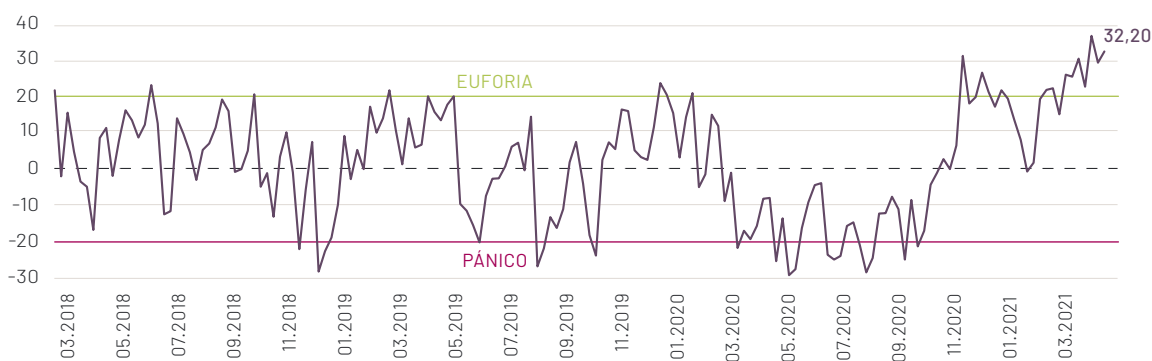
La temporada de presentación resultados del 1T comienza en medio de un clima de euforia marcado por un VIX en su nivel mínimo del último año (gráfico 5.)

Solo el 10% de las empresas del S&P 500 han publicado sus resultados y, por lo tanto, ciertamente aún es pronto para extraer conclusiones. Sin embargo, los mayores bancos ya han presentado sus beneficios y estos son mucho mejores de lo esperado por el consenso.

EUROPA

Confirmamos nuestra postura optimista sobre los mercados de renta variable europeos para los próximos meses. Nuestra convicción se basa en tres motores principales: el estilo, las tendencias del BPA y la valoración.

GRÁFICO 5: EL ÍNDICE ALCISTA/BAJISTA SE ENCUENTRA EN SU MÁXIMO DESDE 2018



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



En 2021 se espera un crecimiento mundial del BPA del **29%**

En lo relativo al estilo, el mercado europeo está más sesgado hacia los sectores cíclicos y *value* que el resto del mundo, lo que se considera una ventaja cuando la actividad económica se acelere.

En cuanto al crecimiento del BPA, Europa debería liderar el grupo este año y el ímpetu de la revisión ha seguido una fuerte tendencia al alza durante varios meses seguidos (gráfico 6). En Europa, la temporada de presentación de resultados aún está menos avanzada, pero las empresas de crecimiento del sector de la tecnología y el lujo están publicando cifras sólidas.

En cuanto a la valoración, Europa sigue siendo relativamente interesante, ya que registra un mayor descuento con respecto a la renta variable estadounidense, y sigue beneficiándose de un entorno de tipos de interés reales negativos.

Por último, Europa está a la vanguardia de la tendencia ASG y se encuentra bien posicionada para exponerse a algunas temáticas de crecimiento secular que nos agradan a largo plazo (tecnología disruptiva, desarrollo sostenible o nuevas tendencias de consumo, entre otras).

MERCADOS EMERGENTES

Los mercados de renta variable de Asia se han mostrado bastante volátiles en los últimos dos meses, sobre todo, debido al clima inversor mundial negativo respecto a China y a los temores que se ciernen por la COVID-19 en la India y la ASEAN.

Creemos que la corrección actual es, principalmente, el reflejo de la toma de beneficios en algunos valores volátiles a partir de 2020, desencadenada por el clima inversor negativo provocado por el temor a la subida de los tipos de interés en EE. UU., la reanudación de las tensiones entre EE. UU. y China y la presión regulatoria

sobre algunos sectores chinos (p. ej., el comercio electrónico y la educación).

Las últimas cifras del PMI manufacturero y de servicios de China fueron positivas. Sin embargo, los datos económicos no son tan positivos para el resto de Asia. La reaparición de la inquietud sobre la COVID-19 en la India y Tailandia nos lleva a ser prudentes en estos países por el momento.

La amenaza de la COVID, y la inflación y el aumento los tipos de interés en EE. UU. deberían provocar que los inversores mundiales mantengan la cautela respecto a la renta variable de los mercados emergentes a corto plazo. Sin embargo, la dinámica de crecimiento de los beneficios sigue siendo favorable a medio plazo para China y el norte de Asia.

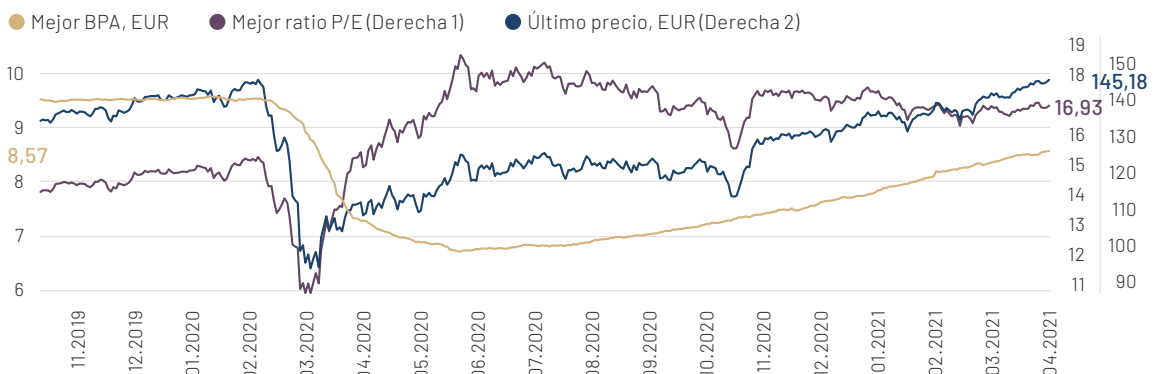
Por lo tanto, dentro de la renta variable asiática seguimos sobreponderados en China, neutrales en Corea del Sur, Singapur, Indonesia y Filipinas, mientras que seguimos infraponderados en la India, Taiwán, Malasia y Tailandia.

ESTILO DE INVERSIÓN

Seguimos centrándonos en un enfoque polarizado, en el que nuestra exposición al *value*, que se incrementó durante el último trimestre de 2020 (con una gran exposición a los valores cíclicos), por una parte, y las temáticas de crecimiento secular (tecnología disruptiva, desarrollo sostenible y *millennials*), por otra; por último, seguimos sobreponderados en el sector TI, donde las perspectivas de beneficios siguen siendo saludables y los balances, sólidos.

Creemos que es pronto para volver al sector defensivo, ya que es probable que los BPA vayan a la zaga de la recuperación mundial y el aumento de los rendimientos de los bonos también debería pesar en el rendimiento relativo.

GRÁFICO 6: EL ÍMPETU DEL BPA LIDERA EL MERCADO*



*El BPA 12m Fwd, +11% en lo que va de año, ha contribuido a que la valoración del mercado disminuya ligeramente a pesar del buen comportamiento del MSCI Europe en los últimos meses.

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EL REPUNTE CORRECTIVO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE YA ESTÁ DISMINUYENDO



En la primera quincena de abril se produjo una reversión de 180 grados en las tendencias más sólidas del 1T en los mercados de divisas y de metales preciosos, unida al enfriamiento de las presiones de la renta fija: el dólar retrocedió gran parte de sus ganancias del 1T, mientras que el movimiento del precio del oro, apoyado por un «doble suelo», podría poner fin a su larga tendencia a la baja desde los máximos históricos del año pasado.

EURO: BROTES VERDES EN EUROPA

Un respiro para el euro en abril, ya que por fin amaina el implacable deterioro del primer trimestre, exactamente al mismo tiempo que el cambio de trimestre (la recuperación del EUR/USD del 1,17 en adelante empezó el 1 de abril). En el trasfondo, gran parte de esta recuperación se debe a la reciente debilidad del dólar estadounidense, pero también hay algunos cambios positivos fundamentales que hay que seguir de cerca: el primero es el aumento del ritmo de vacunación en la UE, que hasta ahora había quedado rezagado. En segundo lugar, y más sutil, está el clima político alemán, en el que los votantes están empezando a favorecer a los Verdes, más derrochadores fiscalmente hablando, en las elecciones de este año que elegirán al sustituto de Merkel. Este cambio podría marcar un importante giro en la política fiscal europea, lo que sería positivo para el euro.

ORO: NO CAIGAS TAN RÁPIDO

Aunque marzo fue un mes horrible para el oro, en el que parecía que la tendencia a la baja se aceleraba, en cuanto cambió el trimestre vimos una recuperación del precio del metal, que repuntó desde sus mínimos de 1.677 dólares hasta los 1.780 dólares en el momento de redacción de este artículo. Detrás del movimiento, se encuentran sobre todo el descenso de los rendimientos del Tesoro estadounidense (y, lo que es más importante para el oro, el descenso de los rendimientos reales implícitos en el dólar estadounidense) y el debilitamiento del USD, y los analistas técnicos se apresuran a señalar que, durante el mes de marzo, se formó un «doble suelo» en el precio (en 1.677 dólares), lo que indica que podría seguir subiendo hasta 1.830 dólares. Seguimos desconfiando del impacto que pueda tener el aumento de los rendimientos estadounidenses este año, ya que una recuperación de los rendimientos limitaría las ganancias, y la tendencia a la baja desde los máximos de agosto de 2.075 dólares sigue vigente.

FRANCO SUIZO: YA NO ES UN MANIPULADOR

EE. UU. por fin ha retirado la designación de manipulador monetario a Suiza, aunque sigue llegando a algunos de los umbrales que le llevarían a ello. Aunque no ha tenido un impacto real sobre el franco suizo (cuando la designación se aplicó anteriormente, el BNS básicamente la ignoró), generará un pequeño riesgo de cola que llevaría a la moneda a apreciarse. Desde que el EUR/CHF subió de 1,08 a 1,10 a finales de febrero, el par de divisas se ha mantenido muy estable, entre 1,10 y 1,11, y esperamos que el franco se mantenga estable a menos que se produzca un acontecimiento grave de aversión al riesgo que ponga en duda la recuperación.

La estabilidad
es un buen
presagio para el

YUAN,
de mayor
rendimiento



El dólar cede el

50%

de sus ganancias
en el 1T

DÓLAR ESTADOUNIDENSE: LA RECUPERACIÓN DE LA CORRECCIÓN YA ESTÁ DESVANECIÉNDOSE

El repunte del billete verde en 2021 está perdiendo ímpetu a pesar de la confirmación del efusivo optimismo del consumidor estadounidense. Los datos de las ventas minoristas demostraron el potencial de despliegue del ahorro reprimido una vez que se permita la reapertura gradual de la economía. Parece que las tasas de vacunación mejores de lo esperado están siendo «descontadas», lo que requiere una nueva palanca para impulsar al dólar más allá de su empeoramiento y de las inquietudes por el déficit estructural (gráfico 7).

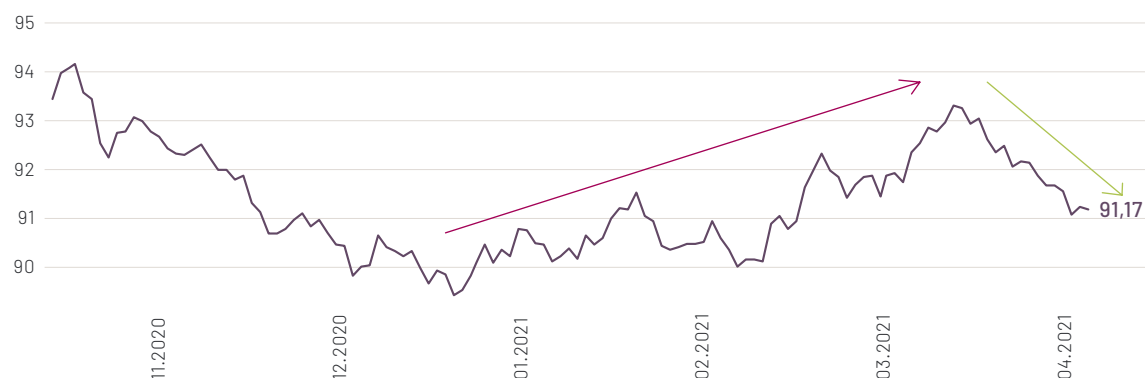
Además, Europa ha acelerado sus programas de vacunación, lo que favorece la esperanza de un repunte del crecimiento de fuerza similar en el 2S. Debemos tener en cuenta que, históricamente, el dólar estadounidense ha sido una divisa anticíclica y, dados sus importantes déficits comerciales y de cuenta corriente, tiene peor comportamiento cuando el crecimiento y el comercio mundial se

recuperan rápidamente de las perturbaciones de crecimiento. En cambio, los países exportadores se benefician cuando aumentan las ventas en EE. UU. y las cuentas a cobrar en dólares, que convierten rápidamente en su propia divisa base. Por lo tanto, al entrar en el 2S de 2021 tenemos que este repunte no sea más que una mera pausa en la actual tendencia bajista del dólar. Es muy posible que dure todo el verano, ya que el PIB estadounidense parece ser estelar y los rendimientos de los bonos lo favorecen, antes de la inevitable fase de recuperación prevista para otros «al otro lado del charco».

YUAN CHINO: ESTABILIDAD, ANTE TODO

El Banco Central de China ha conseguido estabilizar el yuan, al neutralizar las rápidas entradas de capital en sus mercados de renta fija de los gestores de fondos, desesperados como siempre por obtener rendimientos «reales» positivos. A pesar de los excepcionales datos económicos interanuales publicados, la divisa ha retrocedido frente al dólar estadounidense. En cambio, el objetivo buscado ha sido reflejar las fluctuaciones del euro frente al dólar y mantener así una situación de estabilidad con su principal socio comercial, la UE. De hecho, desde 2017, la paridad estática EUR/CNY se ha mantenido sin cambios en la práctica, dentro de un rango fijo de +/- 3%. Esta estabilidad es un buen presagio de un aumento gradual de la diversificación y de entradas de *carry trade* hacia el yuan, de mayor rendimiento. Los datos publicados recientemente por el BPI sugieren que cada vez más bancos centrales han optado por reducir su componente en dólares, que ahora está en conjunto por debajo del 60%, en favor de exposiciones alternativas, como el renminbi chino, que está infraponderado, y creemos que es probable que esta tendencia continúe.

GRÁFICO 7: ÍNDICE USD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Crecimiento mundial superior al

5%

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

TENDENCIA MACROECONÓMICA: UN AÑO DE RECUPERACIÓN

- Una recuperación a varias velocidades, con un crecimiento mundial superior al 5%, un entorno favorable para los activos de riesgo.
- EE. UU.: campañas de vacunación, efecto de base y un importante estímulo fiscal que lleva a un ritmo de crecimiento récord, con un crecimiento del PIB que probablemente supere el 7% en 2021 y el 3% en 2022. Sin embargo, es probable que la máxima aceleración se registre en la segunda mitad, con el riesgo de que el momentum disminuya a partir de entonces.
- Europa: una recuperación retrasada por la reanudación de los confinamientos y la lentitud de las campañas de vacunación, pero con una mejora de los indicadores de confianza y de actividad que refleja una aceleración prevista en el segundo semestre.
- China: Crecimiento del PIB por encima del 8%, con una ligera restricción de la liquidez, aunque un conjunto de políticas de apoyo general y una normalización muy progresiva.
- Inflación: fuerte pero temporal aumento de la inflación en EE. UU. en el segundo trimestre, además de la incertidumbre del efecto del estímulo estadounidense sobre la tasa de inflación a medio plazo.
- Política monetaria: continúa siendo favorable en Europa y en EE. UU. en 2021-2022, pero la normalización está en curso en los mercados emergentes (ajuste de liquidez/apalancamiento en China y con otros bancos centrales luchando contra la inflación y el debilitamiento de la divisa).
- Política fiscal: muy favorable en 2021 y, probablemente alcanzando máximos en 2022, con incertidumbres en torno a la perspectiva de la subida de impuestos en EE. UU.

EL AUMENTO DE LA PENDIENTE DE LA CURVA DE TIPOS SE PONE EN MARCHA

- El reciente aplanamiento de la curva de tipos en EE. UU. refleja la estabilización de las expectativas de inflación, en línea con nuestro escenario de un camino lleno de baches en los tipos con sensibilidad a la evolución macroeconómica a corto plazo.

- Nos mantenemos en nuestra hipótesis de un incremento adicional de la pendiente de la curva de tipos a 10 años hacia el 1,8%-2% este año.

FUNDAMENTALES BOTTOM-UP

- El momentum positivo de los beneficios en las últimas semanas confirma un fuerte repunte de los beneficios en 2020.
- Buen comienzo de la temporada de presentación de resultados del 1T-2021 en EE. UU.
- Descenso de las tasas de morosidad y proceso de reducción del apalancamiento en 2020 que debería conducir a una migración positiva de la calificación crediticia.

VALORACIONES Y CLIMA INVERSOR

- La reciente revalorización del mercado ha llevado a niveles de valoración excesivos en la mayoría de los mercados.
- Señales en aumento de euforia en la renta variable de los mercados desarrollados: flujos récord, volatilidad reducida, índices alcistas/bajistas e indicadores técnicos, que llevan a una opinión consensuada de que este año podría darse la tradicional estacionalidad del mercado («vender en mayo»), al contrario que en 2019 y 2020.
- En cuanto a los márgenes de crédito, diferenciales estables, a pesar de la volatilidad de la deuda pública estadounidense, una comprensión que continúa en los segmentos con más riesgo del mercado.

CONVICIONES DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

RENTA VARIABLE

- Visión optimista sobre la renta variable y rotación continuada hacia las acciones *value* (posiciones cíclicas y de reflación), pero tácticamente más neutral tras el marcado repunte de los mercados en los últimos doce meses.
- Se mantiene la convicción de sobreponderación de la renta variable europea, a pesar del retraso en la recuperación, ya que Europa ofrece un ámbito propicio para las tesis *value* y se beneficia de un dólar potencialmente más alto.

La renta variable emergente se ve afectada por las
SALIDAS DE FONDOS

- Opinión neutral sobre la renta variable estadounidense, dado el aumento de las valoraciones y la mayor vulnerabilidad del estilo calidad/crecimiento a una posible reanudación del aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés a largo plazo de EE. UU.
- Se mantiene la visión optimista a largo plazo respecto a Asia, centrada en China y diversificada en el sudeste asiático cíclico, aunque la renta variable emergente se ve afectada por las salidas de fondos en un contexto de subida del dólar estadounidense, y tras la importante revalorización de la renta variable china en 2019-2020; se mantiene la prudencia en Latinoamérica.

RENTA FIJA

- Mantenemos una infrponderación moderada en duración.
- Visión optimista sobre el *carry* en los bonos corporativos del alto rendimiento y la deuda financiera.
- *Investment grade*: rentabilidad total vulnerable a la subida de los tipos, pero resistencia de los diferenciales.
- Bonos asiáticos: siguen siendo una convicción válida con un interesante perfil de rentabilidad/riesgo a pesar de su vulnerabilidad a los tipos estadounidenses.

DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

- Factores favorables a corto plazo para el dólar estadounidense (divergencias en combinación de políticas y tendencia macroeconómica) a pesar del debilitamiento de los fundamentales externos. Puede que el dólar sea fuerte a corto plazo, pero el EUR/USD repuntará en el segundo semestre de 2021 en relación con la reapertura de las economías europeas. Se mantiene la visión optimista sobre el yuan. Se considera que el yen es una cobertura interesante, aunque es vulnerable a la subida de los tipos estadounidenses a largo plazo.
- Se mantiene una visión prudente sobre el oro a corto plazo (atractivo por debajo de 1.700 dólares y, probablemente, con un tope en torno a los 1.850 dólares en este contexto). El aspecto del envejecimiento de la divisa continúa siendo un soporte a medio/largo plazo.

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
RENTA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
Potencias EUR 10A (Bund)	=	=
Periferia EUR	=	=/-
USD 10A	=/-	=
DEUDA CORPORATIVA		
Investment grade EUR	=/-	=/+
High yield EUR/BB- y >	=	=/+
High yield EUR/B+ y <	=	=/-
Bonos de entidades financieras EUR	=	+
Investment grade USD	=/-	=/+
High yield USD/BB- y >	=	=/+
High yield USD/B+ y <	=	=/-
DEUDA EMERGENTE		
Deuda pública moneda fuerte	=	=/+
Deuda pública moneda local	=/-	=
Deuda corporativa iberoamérica USD	=/-	=/-
Deuda corporativa asia USD	=	+
Bonos chinos CNY	=/+	+
RENTA VARIABLE		
GEOGRAFÍAS		
Europa	+	=
EE.UU.	=	=/+
Japón	-	-/=
Universo emergente	=	=/+
Iberoamérica	-/=	=
Asia ex-Japón	-/=	=
China	=/+	+
ESTILOS		
Growth	=/+	+
Value	=/+	-/=
Calidad	-/=	=
Cíclico	=/+	=
Defensivo	-/=	-/=
DIVISAS		
EE.UU. (USD)	=	-
Zona euro (EUR)	=	+
Reino Unido (GBP)	=	+
Suiza (CHF)	=/-	=
Japón (JPY)	=/-	=
Brasil (BRL)	=/-	-
China (CNY)	=/+	+
Oro (XAU)	=	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 21 DE ABRIL DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,56%	-5,29	64,23
Francia 10A	0,07%	18,40	41,60
Alemania 10A	-0,26%	9,10	30,90
España 10A	0,39%	11,80	34,80
Suiza 10A	-0,25%	4,10	30,00
Japón 10A	0,07%	0,60	5,70

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	43,58	2,49%	-3,69%
Deuda pública EUR	220,02	-0,44%	-0,97%
Deuda corporativa EUR (HY)	210,80	0,56%	1,81%
Deuda corporativa USD (HY)	322,47	1,00%	1,35%
Deuda pública EE. UU.	321,81	0,17%	-1,25%
Deuda corporativa emergente	52,12	0,10%	-1,85%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,10	-0,14%	2,08%
GBP/USD	1,39	1,79%	1,91%
USD/CHF	0,92	-1,99%	3,59%
EUR/USD	1,20	1,88%	-1,48%
USD/JPY	108,08	-0,60%	4,68%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	17,5	-3,70	-5,25

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.173,42	7,31%	11,11%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.895,29	2,72%	6,73%
Stoxx Europe 600	436,64	3,13%	9,43%
Topix	1.888,18	-2,09%	4,63%
MSCI World	2.932,98	5,99%	9,03%
Shanghai SE Composite	5.098,74	3,45%	-2,16%
MSCI Emerging Markets	1.336,87	2,96%	3,53%
MSCI Latam (América Latina)	2.396,22	6,30%	-2,27%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	263,19	4,71%	9,09%
MSCI Asia Ex Japan	875,44	2,54%	3,86%
CAC 40 (Francia)	6.210,55	4,43%	11,87%
DAX (Alemania)	15.195,97	4,01%	10,77%
MIB (Italia)	24.161,38	-0,20%	8,67%
IBEX (España)	8.519,80	0,90%	5,53%
SMI (Suiza)	11.209,09	1,31%	4,72%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	5.161,00	9,93%	22,30%
Oro (USD/Onza)	1.793,79	3,41%	-5,51%
Crudo WTI (USD/Barril)	61,35	0,28%	26,44%
Plata (USD/Onza)	26,57	5,43%	0,60%
Cobre (USD/Tonelada)	9.445,00	5,21%	21,62%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,70	6,91%	6,03%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

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

ENERO 2021	FEBRERO 2021	MARZO 2021	DESDE 4 SEMANAS	01.01.21 A 21.04.21
3,98%	3,08%	6,08%	7,31%	11,11%
2,97%	2,61%	4,80%	6,30%	9,43%
2,70%	2,45%	4,25%	5,99%	9,09%
1,07%	2,31%	4,24%	4,71%	9,03%
0,23%	1,83%	3,98%	3,45%	6,73%
-0,80%	1,22%	3,55%	3,13%	4,63%
-0,82%	1,19%	3,11%	2,96%	3,86%
-1,05%	0,73%	-1,70%	2,72%	3,53%
-1,11%	-0,28%	-2,66%	2,54%	-2,16%
-6,80%	-3,10%	-5,40%	-2,09%	-2,27%

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

MÁS RENTABLE
+

MENOS RENTABLE
-



AEUMC: Acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá suscrito el 30 de septiembre de 2018 por los mandatarios políticos de estos tres países y que sustituye al TLCAN (instaurado en 1994).

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados.

ASG: criterios ambientales, sociales y de gobernanza.

Backwardation: una situación en la que el precio de un contrato de futuros es inferior al precio al contado del subyacente (situación inversa al contango).

Barbell: estrategia de inversión, mediante la que se invierte en los dos extremos opuestos de un espectro; por ejemplo, tomando posiciones largas tanto en el extremo corto como en el largo de un mercado de renta fija.

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

Bono bajo par: bono que cotiza a un precio inferior a su valor nominal, esto es, por debajo de 100.

Bottom-up: análisis o estrategia de inversión que se centra en las cuentas concretas de una empresa y sus especificidades, en contraposición al análisis top-down, que se centra en datos macro.

BPA: Beneficio Por Acción.

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

Bund: bono de renta fija pública alemana a 10 años.

Call: término anglosajón que designa una opción de compra de un instrumento financiero, esto es, la facultad de comprarlo a un determinado precio.

CFTC (Commodity Futures Trading Commission): agencia federal independiente estadounidense con potestad de supervisión regulatoria de los mercados de futuros y opciones de materias primas de EE. UU.

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.

COMEX (Commodity Exchange): COMEX se fusionó con NYMEX en EE. UU. en 1994 y se convirtió en la sección encargada de los futuros y opciones de metales.

Consejo de Cooperación del Golfo (CCG): agrupación cuyo propósito es favorecer la cooperación regional entre Arabia Saudí, Omán, Kuwait, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos y Qatar.

Contango: dicese de una situación en que el precio de un contrato de futuros es superior al precio al contado del activo subyacente (situación inversa a backwardation).

Cuña (o wedge, en inglés): en análisis técnico financiero se produce una cuña cuando las líneas de tendencia trazadas por encima y por debajo de un gráfico de precios convergen en forma de flecha.

Deuda subordinada: dicese de aquella deuda cuya amortización está supeditada a la amortización preferente de la deuda no subordinada. En contrapartida del mayor riesgo que se asume, la deuda subordinada tiende a ofrecer un mayor rendimiento.

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 detraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

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.

Futuro: un futuro es un contrato negociable en bolsa por el que se acuerda el intercambio de una cantidad concreta de un activo subyacente en una fecha futura predeterminada, a un precio convenido de antemano.

G10 (Grupo de los Diez): uno de los cinco grupos (Grupo de los Siete, de los Ocho, de los Veinte y de los Veinticuatro) cuyo propósito es promover el debate y la cooperación entre países con intereses (económicos) similares. Los miembros del G10 son: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, siendo Suiza el undécimo miembro.

GEI: gases de efecto invernadero.

High yield o alto rendimiento: categoría de valores de renta fija, también denominada "bonos basura" cuya calificación es inferior a los bonos con alta calificación crediticia (por lo que abarca todas las calificaciones inferiores a BBB- en la escala de Standard & Poor's). Por lo general, a menor calificación, mayor rendimiento, ya que el riesgo de impago es mayor.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados con respecto a las previsiones de los analistas.

Índice Russell 2000: índice de referencia que mide la rentabilidad del segmento de pequeñas capitalizaciones estadounidenses. Abarca las 2000 empresas de menor tamaño del índice Russell 3000.

Índices iBoxx de alta calificación/alto rendimiento: indicadores de referencia que miden la rentabilidad de los bonos de empresas de alta calificación o alto rendimiento a partir de precios de múltiples fuentes y en tiempo real.

Instrumentos híbridos: instrumentos que comparten características tanto con la renta fija (pago de un cupón) como con la renta variable (vencimiento inexistente o muy largo): el cupón puede no pagarse, como un dividendo.

Fuentes o alta calificación: categoría de valores de renta fija de alta calidad cuya calificación se sitúa entre AAA y BBB- según la escala de la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's.

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 indicador de inflación de precios más común.

ISR: inversión sostenible y responsable.

LIBOR (London Interbank Offered Rate): tipo de interés interbancario medio al que un grupo de bancos se concede préstamos entre sí en el mercado financiero londinense. El LIBOR dejará de existir en 2020.

LME (London Metal Exchange): bolsa británica donde cotizan materias primas como el cobre, el plomo o el zinc.

Loonie: apelativo popular del dólar canadiense. Este término anglosajón proviene del vocablo loon (colimbo grande, en español), que designa el ave del género gavia que aparece en la moneda de un dólar canadiense.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

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.

Opción de venta: contrato de opción que da al titular el derecho, pero no la obligación, de vender una cierta cantidad del activo subyacente a un precio y dentro de un plazo de tiempo predeterminados. El comprador de una opción de venta considera que el precio del activo subyacente caerá por debajo del de la opción antes de la fecha de vencimiento. El valor de una opción de venta aumenta cuando cae el del activo subyacente, y viceversa.

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

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

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

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

Renminbi: en chino significa literalmente 'moneda del pueblo'. Es el nombre oficial de la moneda de China (con la salvedad de Honk Kong y Macao). También se le suele llamar yuan.

RPV: ratio préstamo-valor o LTV (loan-to-value, en inglés), que expresa qué porcentaje representa el importe de un préstamo con respecto al valor del activo adquirido. Este ratio suele usarse para las hipotecas y los reguladores financieros suelen ponerle un tope para proteger tanto al prestamista como al prestatario frente a desplomes del precio de la vivienda.

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

Swap: Un swap o permuta financiera, es un instrumento o contrato que a menudo se emplea en mercados extrabursátiles y que permite intercambiar dos flujos financieros. Los principales subyacentes empleados para definir los swaps son los tipos de interés, las divisas, los títulos de renta variable, el riesgo de crédito y las materias primas. Por ejemplo, permite intercambiar un importe, durante un periodo determinado, aplicándole dos tipos diferentes: uno variable y otro fijo. Los swaps pueden utilizarse para especular o para protegerse de los riesgos financieros.

Valor de mercado: valoración de activos al precio de mercado vigente.

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 Wealth (Group) ("Grupo Indosuez"), constituido con arreglo al derecho francés, sociedad matriz del negocio de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales (directas e indirectas) y/o sus entidades consolidadas que operen en dicho negocio, en particular, CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA y CA Indosuez Wealth (Miami) sus respectivas filiales (directas e indirectas), sucursales y oficinas de representación, independientemente de su ubicación, operan con la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de ellas se denomina, individualmente, la "Entidad" y, colectivamente, las "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:** la presente Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (France), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 euros, entidad de crédito y firma de corretaje 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. La información que figura en la presente Guía Informativa no constituye (i) un análisis de inversiones en el sentido del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017-565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, y del artículo 3, apartado 1, puntos 34 y 35 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, ni (ii) una recomendación personalizada según lo recogido en el artículo D. 321-1 del Código Monetario y Financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en la presente Guía Informativa tras haber consultado con sus interlocutores habituales en CA Indosuez Wealth (France) y haber obtenido, en su caso, la opinión de sus propios asesores contables, jurídicos y fiscales.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador

financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28048 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:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con domicilio sito en Piazza Cavour 2, Milán (Italia), inscrita en el registro de bancos gestionado por Banca d'Italia con el número 5412, código fiscal, Registro Mercantil de Milán, identificación de IVA n.º 09535880158, Repertorio Económico Administrativo número MI-1301064.
- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341.
- **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 SAR:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Act)(Cap. 571) (SFO). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (inversores profesionales) (Cap. 571D)).
- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-607 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- **En Dubái:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street-Al Muhairiy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **En Miami:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea legal). Es posible que la oferta de determinados valores que puedan estar mencionados en la Guía Informativa no se haya registrado de acuerdo con lo dispuesto en la Ley de valores estadounidense (Securities Act) de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América.
- **En Brasil:** esta Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrita en el CNPJ/MF con el número n.º 01.638.542/0001-57.
- **En Uruguay:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo (Uruguay). La Guía Informativa no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. La Guía Informativa se distribuye con carácter privado. La Guía Informativa y los productos que puedan mencionarse en ella no han sido revisados ni aprobados por el Banco Central del Uruguay, ni están registrados en él ni en ninguna otra autoridad reguladora uruguaya.

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

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 23.04.2021.

Los bancos del Grupo Indosuez Wealth Management también están preparando para la sustitución o reestructuración de tipos de interés interbancarios como el libor, euribor y eonia, cuyo procedimiento de cálculo va a reforzarse considerablemente, según han decidido las autoridades de supervisión y los grupos bancarios de los grandes mercados financieros. A nivel europeo, en octubre de 2019 el BCE ha comenzado a publicar el €STR (tipo europeo a corto plazo), que coexistirá con el eonia hasta diciembre de 2021 y al cual sustituirá en enero de 2022. Por lo que respecta al euribor, el Instituto Europeo de Mercados Monetarios confirmó en noviembre de 2019 que el período de transición hacia el euribor híbrido había concluido, avanzando hacia su total reestructuración de aquí a diciembre de 2021. Cada tipo "libor" (como, por ejemplo, el libor en dólares estadounidenses) será objeto de revisión de aquí a finales de 2021. Así, el Banco Nacional Suizo anunció en junio de este año la introducción de su propio tipo oficial en francos suizos (CHF), calcado del SARON (Swiss Average Rate Overnight), con el fin de crear tipos a largo plazo referenciados también a este índice. El Grupo Indosuez Wealth Management sigue con gran atención todas estas reformas, en el marco de un sistema específico para hacer frente a los efectos jurídicos, comerciales y operativos relacionados. De momento, estos cambios no requieren media alguna por su parte por lo que respecta a sus operaciones de financiación o inversión indexadas a los tipos de referencia correspondientes. Una vez se conozca el procedimiento de sustitución, le proporcionaremos información adicional. Su responsable de cuenta se encuentra a su total disposición para responder a sus preguntas.

