

MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Junio de 2021

Focus

El aumento de los precios de las materias primas:
¿un efecto mariposa de la COVID-19?

• Índice

01• Editorial	P3
¿HA EMPEZADO LA CUENTA ATRÁS PARA LA FED?	
02• Focus	P4
EL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS: ¿UN EFECTO MARIPOSA DE LA COVID-19?	
03• Macroeconomía	P6
LA INFLACIÓN ESTADOUNIDENSE ESTÁ EN LA MENTE DE TODOS	
04• Renta fija	P8
EL VIENTO DEL OPTIMISMO RESPECTO A LAS ECONOMÍAS SOPLA EN LOS MERCADOS DE TIPOS	
05• Renta variable	P10
EXCEPCIONAL TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS E INFLACIÓN	
06• Divisas	P12
EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SIGUE SIENDO VULNERABLE	
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

Estimado/a lector/a:

Si tenemos en cuenta las últimas publicaciones oficiales, la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) aún tiene que esperar un poco, ya que el último informe sobre el empleo en EE. UU. mostró un estancamiento en la creación de puestos de trabajo durante el mes de abril. Esto podría justificar a posteriori la decisión de Jerome Powell de priorizar el empleo sobre la inflación a la hora de establecer la política monetaria de la Fed.

Sin embargo, si nos fijamos en la inflación estadounidense de abril, vemos que ya estamos en el máximo de los últimos años en términos de crecimiento mensual de la inflación, incluso después de ajustar el efecto base vinculado a la energía, lo que, inevitablemente y como mínimo, plantea la cuestión del fin de las compras de activos por parte de la Fed. Las expectativas de inflación de los hogares también están en alza, lo que refleja la gran sensibilidad a los precios de la gasolina, así como la inflación presente en muchos segmentos de bienes de consumo. Todas estas señales justifican que en los próximos meses se hable de una moderación gradual de la compra de activos por parte de la Fed, la cual podría comenzar a principios de 2022. Sin embargo, los tipos de interés a corto plazo deberían mantenerse en su nivel actual hasta el comienzo del año siguiente.

Esta cuestión se plantea en un año de crecimiento muy particular, en el que la recuperación coordinada de los principales países occidentales debe contribuir a acabar con la recesión y el subempleo lo antes posible. Todo depende de lo que se entienda por «lo antes posible»: unos meses o unos trimestres en EE. UU. y probablemente unos años en la zona euro, donde la aplicación del plan de recuperación ha sido lenta. Esta será una cuestión importante para las divisas en el segundo semestre del año: ¿el fin de los confinamientos y el plan de recuperación llevarán a que el crecimiento europeo alcance el nivel de dinamismo observado en EE. UU.?

Sin embargo, el aumento del gasto público no es el camino que lleva al crecimiento económico a largo plazo, incluso puede frenarlo, a menos que este gasto se centre en las inversiones (infraestructuras, entorno digital, educación, etc.) y vaya acompañado de reformas destinadas a impulsar la productividad económica.

No es casualidad, pues, que la respuesta del Gobierno de Biden en EE. UU., al igual que la de los Gobiernos europeos, se haya centrado en las inversiones. También es interesante observar que, en este contexto, Italia parece querer aprovechar esta fase para iniciar reformas en las organizaciones con el fin de mejorar su productividad, que ha seguido rezagada respecto a sus vecinos europeos.

No obstante, ¿deberíamos temer una tercera desaceleración fiscal en 2022, tras un 2020 muy monetario y un 2021 marcado por la recuperación presupuestaria? En cualquier caso, sería lógico prever que el impuesto de sociedades (que ha disminuido considerablemente en los últimos cuarenta años) vaya a incrementarse para contribuir a financiar el retorno del estado del bienestar atacado en los años 80. Esta fue la esencia de las declaraciones de Janet Yellen en la última cumbre del Fondo Monetario Internacional (FMI). El reto será encontrar un equilibrio sostenible en los métodos de financiación de los Gobiernos dentro de una economía cada vez más dual, a medida que crece la disrupción digital.

Una cosa parece clara: los Gobiernos no pueden aumentar su gasto de forma sostenible y, al mismo tiempo, seguir bajando los tipos impositivos sin poner en peligro su trayectoria de recuperación a largo plazo. El crecimiento potencial y la innovación siguen siendo los objetivos a largo plazo de estos planes, y la trayectoria de crecimiento de 2022-2023 servirá probablemente como prueba para ver la eficacia de estos planes de recuperación.

En este contexto, además de la recuperación de los sectores Cíclicos y *Value*, que debería continuar este año, el crecimiento schumpeteriano¹ podría volver a dominar el crecimiento keynesiano² y los inversores podrían seguir dando prioridad a los países y los agentes impulsados por la innovación y el crecimiento sostenible, quizás en detrimento de los sectores Cíclicos y de aquellos países cuyo modelo de crecimiento esté demasiado basado en la acumulación de deuda. Tras esta recuperación Cíclica, que debería extenderse a todos los países en el segundo semestre, es posible que encontremos más divergencias el próximo año.

1 - Crecimiento schumpeteriano: modelo de crecimiento que se caracteriza por centrarse en el progreso tecnológico y el aumento de la productividad.
2 - Crecimiento keynesiano: modelo de crecimiento caracterizado por el intervencionismo gubernamental mediante la aplicación de medidas de recuperación anticíclicas con el fin de apoyar la demanda durante los periodos de contracción no deseada de la actividad.

EL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS: ¿UN EFECTO MARIPOSA DE LA COVID-19?

Mientras que la irrupción y la urbanización de China desencadenaron el último ciclo de las materias primas hace veinte años, últimamente los precios de estas últimas están subiendo a un ritmo constante. Los efectos a corto plazo, como la limitación de las cadenas de suministro debido a la pandemia de la COVID-19 y la reapertura de las economías, están alimentando estas presiones inflacionistas; los planes de infraestructuras, así como la transición ecológica, deberían influir a largo plazo.



Desde hace unos meses, casi todos los precios de las materias primas están subiendo y, con ello, prolongando el repunte del mercado observado desde mediados de 2020. El índice Goldman Sachs Commodity ha subido más de un 90% en los últimos doce meses y ha alcanzado niveles que no se observaban desde 2015 (gráfico 1), entre subidas de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. De hecho, los precios de los metales preciosos e industriales se disparan, y los del cobre y del paladio evolucionan cerca de sus máximos históricos. Asimismo, los precios agrícolas han experimentado un crecimiento espectacular, ya que los de la soja y el maíz se han duplicado en un año. Por otra parte, los precios del petróleo han vuelto a sus niveles anteriores a la pandemia, aunque esta tendencia se ha atenuado recientemente debido al aumento de los casos de la COVID-19 en Asia, especialmente en la India, y a los avances en el acuerdo para el levantamiento de las sanciones a Irán, que podrían estimular la oferta de crudo.

RECUPERACIÓN MUNDIAL CON CADENAS DE SUMINISTRO LIMITADAS

Como cualquier otro activo, los precios de las materias primas están determinados por el juego de la oferta y la demanda, y la COVID-19 ha modificado claramente su equilibrio a corto plazo. Aunque la economía mundial se desplomó en 2020, la rápida recuperación de China, unida a la reciente aceleración de EE. UU., con un crecimiento previsto del 6,2% este año, está impulsando indudablemente la demanda mundial de materias primas, especialmente la del cobre (gráfico 2).

En el lado de la oferta, la pandemia ha provocado escasez en varios ámbitos: las minas han tenido que cerrar, la extracción en los yacimientos de petróleo de esquisto se ha interrumpido y la falta de trabajadores también ha lastrado la capacidad de producción agrícola. Todo ello, unido a acontecimientos específicos, como las minas inundadas en Rusia, el tiempo seco en Brasil o incluso el reciente bloqueo del Canal de Suez, creó la «tormenta perfecta» para que los precios de las materias primas se dispararan.

GRÁFICO 1: LA SUBIDA DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS ALIMENTA LA APRENSIÓN DE INFLACIÓN, BASE 100

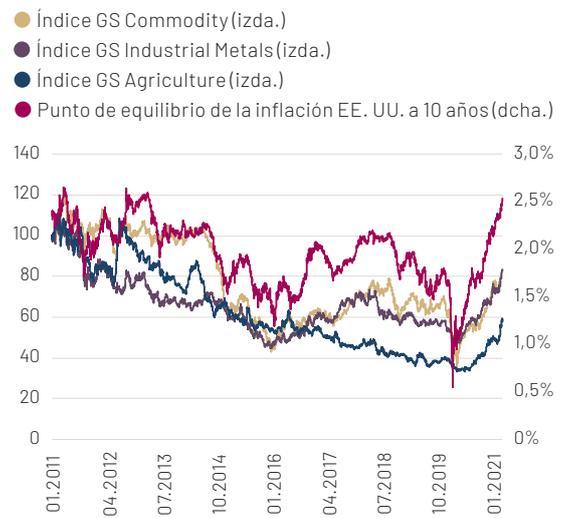
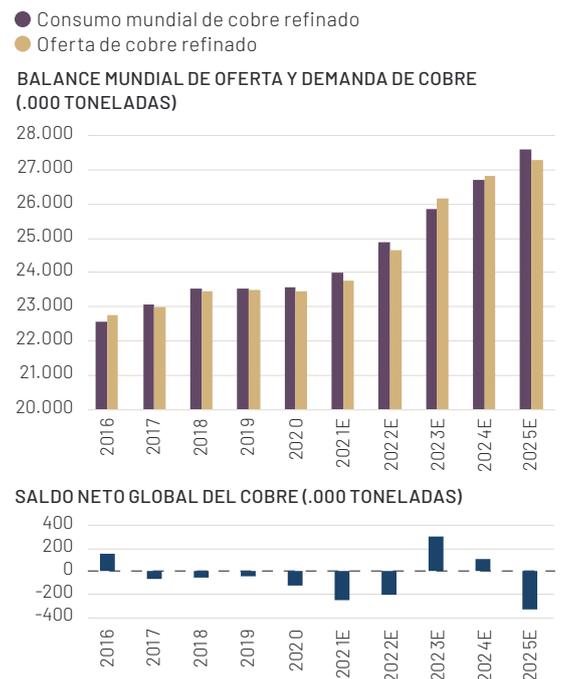


GRÁFICO 2: LA COVID-19 HA AUMENTADO DEL DESEQUILIBRIO DEL COBRE A CORTO PLAZO



Más del
50%
del mercado
de materias
primas está en
backwardation

Como consecuencia, más del 50% del mercado de materias primas está en *backwardation*. La prima actual de los futuros a un año ha alcanzado su máximo desde al menos 2007 en algunas materias primas: el 16% en la soja, el 17% en el estaño, el 22% en el maíz; una prueba de la fuerza del desequilibrio entre la demanda y la oferta.

Sin embargo, hay que seguir la evolución de varios factores clave a medio plazo. De hecho, una vez que los trastornos de la oferta disminuyan y la demanda se normalice, el repunte podría desvanecerse. Los precios del petróleo podrían verse afectados por el aumento de la oferta de la OPEP y la recuperación mundial de los exportadores de materias primas, la relajación de los estímulos fiscales, así como el reequilibrio de la composición del crecimiento de China podrían frenar el aumento de los precios de las materias primas.

LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA: UN CATALIZADOR A LARGO PLAZO

Más allá de los factores a corto plazo, los cambios estructurales también desempeñan su papel. Tanto los planes de infraestructuras previstos como la creciente demanda de determinadas materias primas procedentes del sector electrónico deberían respaldar los precios de algunas materias primas. Además, lo que es más importante, el énfasis de los Gobiernos en la reducción de las emisiones de CO₂ y el desarrollo de proyectos sostenibles para cumplir los objetivos del Acuerdo de París sobre el cambio climático actuará como un auténtico catalizador. Entre otros, el crecimiento del mercado de los biocombustibles, del que se espera un aumento a un ritmo del 8,3% en los próximos diez años, impulsará un incremento de la demanda de aceite de soja, mientras que los metales industriales, como el cobre, el platino o el paladio se beneficiarán de su uso en la construcción de infraestructuras de carga de baterías y proyectos de transición ecológica.

IMPLICACIONES PARA EL MERCADO

El aumento de los precios de las materias primas ha influido de facto en la inflación. Mientras todas las miradas se dirigen a los indicadores de la inflación y a la posibilidad de que esta dure más de lo previsto, los precios de las materias primas alimentan los temores de los inversores, y el índice del punto de equilibrio de la inflación a 10 años de EE. UU. alcanza nuevos máximos. Así, en un enfoque descendente, el aumento de los precios de las materias primas debería ser un factor clave para seguir de cerca la asignación global de activos de las carteras. Desde un punto de vista ascendente, con un incremento de los precios de producción del 6,2% en EE. UU. y del 6,8% en China en abril, la cuestión central es si las empresas podrán repercutir el coste de los insumos en su precio de venta.

Por último, algunos países podrían beneficiarse de la inflación de las materias primas. Por ejemplo, los metales, como el cobre, el hierro o el aluminio, representan una importante fuente de ingresos de exportación para el 35% de las economías emergentes y en desarrollo. Por lo tanto, algunas monedas poseen una correlación positiva con los precios de las materias primas. Australia, que es el mayor exportador de carbón y mineral de hierro, o Canadá, que cuenta con vastas regiones de paisajes vírgenes ricos en materias primas, son muy sensibles a los precios de las materias primas, lo que explica la reciente evolución superior de su moneda (gráfico 3). Sin embargo, los inversores deben tener en cuenta que esta situación se mantiene «en igualdad de circunstancias» y, obviamente, hay que tener en cuenta otros factores. Por ejemplo, aunque Brasil es uno de los principales exportadores de mineral de hierro y productos agrícolas, la situación sanitaria de los últimos meses explica, en su mayor parte, la mala evolución del real.

GRÁFICO 3: EL DÓLAR AUSTRALIANO Y EL CANADIENSE SE BENEFICIAN DE LA SUBIDA DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS, BASE 100



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

LA INFLACIÓN ESTADOUNIDENSE ESTÁ EN LA MENTE DE TODOS



En mayo, la principal noticia macroeconómica llegaba de EE. UU. Los últimos datos oficiales del mercado laboral fueron una sorpresa negativa para los economistas y sugieren que la Fed dispone de más tiempo antes de decidir la retirada gradual de estímulos. Sin embargo, la dinámica de los precios sorprendió a los inversores y situó en primer plano la cuestión de la credibilidad de la Fed con respecto al aspecto temporal de la inflación.

EE. UU.

La recuperación económica al otro lado del Atlántico está confirmada, con un crecimiento del PIB a una tasa anualizada del 6,4% en los tres primeros meses de este año, situada ahora un 0,9% por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Entre los factores, el consumo privado, que sube un 10,7% en base anualizada, es obviamente el principal motor del crecimiento, gracias a los sucesivos planes de estímulo. Por el contrario, la evolución de las existencias y el comercio exterior, como es lógico, han supuesto un lastre. Sin embargo, a medida que la actividad sigue fortaleciéndose, la atención se centra en las cifras del mercado laboral y los indicadores de la inflación.

De hecho, la noticia clave fue el último informe sobre el mercado laboral de EE. UU., en el que la creación de empleo no agrícola no llegó ni de lejos a las previsiones de los economistas. Aunque se registraron notables aumentos de empleo en el sector del ocio y la restauración, como reflejo de la reapertura de la economía estadounidense, se vieron compensados por las pérdidas en los servicios de ayuda temporal, los servicios de mensajería y la fabricación de automóviles. Las explicaciones incluyen la escasez de trabajadores cualificados, la falta de servicios de guardería, las limitaciones de las cadenas de suministro y el coste de oportunidad derivado de la mejora de las prestaciones de desempleo. Así, solo se crearon 266.000 puestos de trabajo, muy por debajo del millón que se esperaba en abril, lo que elevó la tasa de desempleo al 6,1% (frente a un descenso previsto al 5,8%).

La inflación general se situó muy por encima del consenso, en el

4,2%

La otra gran sorpresa fueron las cifras de la inflación de abril. Aunque todos los analistas esperaban que se produjera el efecto base, la inflación global se situó muy por encima del consenso, en el 4,2% (frente al 3,6% previsto). Aunque esta cifra también se debió al aumento de los precios de las materias primas, en particular, de la energía (gráfico 4), por una subida de la gasolina del 50% en un año, la inflación subyacente sigue por encima del objetivo de la Fed del 3% y se ha incrementado un 0,9% con respecto a marzo, el mayor aumento desde abril de 1982, con una presión alcista derivada de la multiplicación de los cuellos de botella en la economía de EE. UU., un incremento récord del 10% en los precios de los coches de segunda mano y las presiones inflacionistas en el sector de los servicios(+2,5%). Este dato más elevado está obligando a revisar al alza las expectativas de la inflación del consumo (4,6% frente al 3,4%). La aceleración de los costes de los inputs y la corriente de noticias procedentes de grandes empresas, como McDonald's o Amazon, en relación con las subidas salariales, también están despertando la preocupación de los inversores, que empiezan a temer que la inflación dure más de lo previsto. Sin embargo, el FOMC reiteró que la inflación debería subir solo un 2,4% este año.

EUROPA

Aunque la actividad se contrajo un 0,6% intertrimestral en el 1T (-0,8% previsto), todo apunta a que se acerca una mejora, ya que las tasas de vacunación siguen aumentando (32% en la UE) y las restricciones vuelven a relajarse. De hecho, aunque todavía no se ha recuperado del todo, las perspectivas de la producción industrial

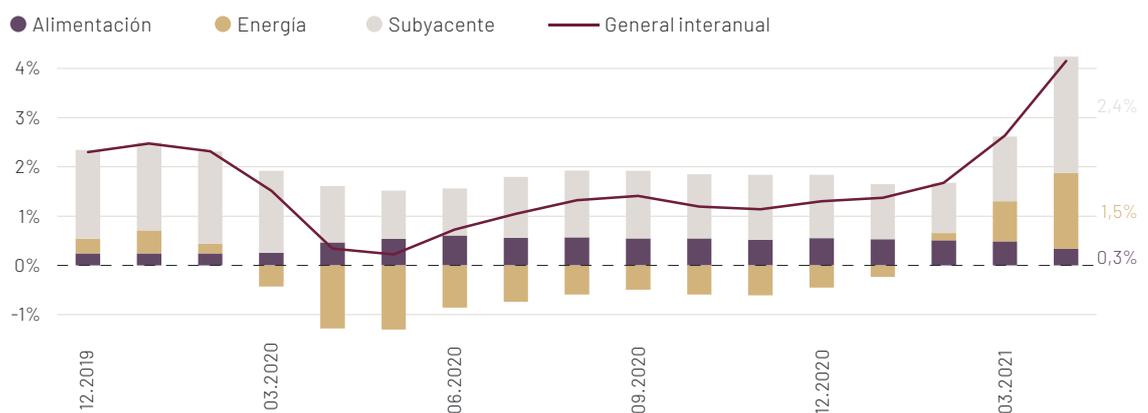
y los pedidos siguen mejorando, y el clima económico del ZEW subió 18 puntos, hasta los 84 de mayo, lo que refleja un optimismo creciente. La utilización de la capacidad productiva se recuperó rápidamente hasta su máximo desde mediados de 2017 y, a pesar de las persistentes limitaciones de la movilidad, las ventas minoristas repuntaron por sorpresa y volvieron al nivel anterior a la crisis.

Las encuestas de actividad (los PMI de mayo se publicaron el 21 de mayo), superiores a las expectativas, confirmaron la visión optimista de la recuperación macroeconómica de Europa en el segundo semestre de 2021.

CHINA

Dentro del panorama de los mercados emergentes, China sigue destacando, pero el ímpetu macroeconómico está desacelerándose. La producción industrial aumentó un 9,8% en términos anuales, por debajo del 14,1% del mes pasado, mientras que las ventas minoristas subieron un 17,7%, aunque no llegaron a las expectativas (24,9%). El aumento de los precios de la vivienda (+4,8% en abril) sigue siendo la principal preocupación y motiva la orientación de la política monetaria. Así, el crecimiento de los nuevos préstamos bajó al 12,3% (frente al 12,5% previsto), ya que el Banco Popular de China pidió a las principales entidades crediticias que mantuvieran un crecimiento estable y razonable. Además, mientras que la inflación del IPC sigue siendo moderada por los ciclos del cerdo, las cifras del IPP subieron un 6,8%, por encima de las expectativas, ante la recuperación constante de la producción nacional, el aumento de los precios de las materias primas y los efectos de base.

GRÁFICO 4: LA ENERGÍA DINAMIZA LOS PRECIOS, PERO LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE SITÚA POR ENCIMA DEL OBJETIVO DE LA FED, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EL VIENTO DEL OPTIMISMO RESPECTO A LAS ECONOMÍAS SOPLA EN LOS MERCADOS DE TIPOS

A medida que la actividad de vacunación cobra impulso en algunos países desarrollados, mientras la pandemia hace estragos en otros, los mercados prevén tasas de inflación prolongadas superiores a los objetivos de los bancos centrales. Aunque la prudencia sigue siendo fundamental en este contexto económico anormal con «efecto espejo» respecto a 2020, seguimos cuestionando los efectos a largo plazo de la pandemia sobre la demografía, el crecimiento y la inflación.

La inflación sigue siendo el tema principal para los inversores, ya que la publicación de abril, con un 4,2%, superó las previsiones en un 0,6% anualizado en EE. UU., mientras que el mercado laboral decepcionó con una creación de empleo inferior a las estimaciones. Los índices de precios de producción de varios países rondaron en torno al 9% o al 11%, lo que reconfortó a los mercados con tensiones subyacentes en los precios. No obstante, la curva de rendimientos estadounidense observó rendimientos más reducidos en abril, especialmente a 30 años, que bajaron del 2,39% al 2,30%. En Europa, el mercado lleva un retraso de tres meses y los rendimientos aumentaron considerablemente desde mediados de abril. La aceleración de la vacunación y la reapertura de las perspectivas de la economía de cara a la temporada turística de verano ayudan a los Gobiernos y a los profesionales de la previsión a elevar sus perspectivas económicas. Esta subida de los rendimientos de referencia europeos va acompañada de un aumento de los diferenciales en los países periféricos.

estímulos de la Fed seguirá siendo el eje central para los inversores en renta fija en las próximas semanas tras el reciente aumento de la inflación. Esperamos que Jerome Powell pueda dar alguna orientación al respecto en la próxima reunión en Jackson Hole. También habrá que estar atentos a la reunión de junio del BCE. Mientras tanto, el Banco de Inglaterra ha reducido su programa de compra de bonos, principalmente por motivos técnicos. Por otro lado, el Banco de Canadá y el Banco do Brasil subieron sus tipos de referencia: los países vinculados a los precios de las materias primas y/o algunos emergentes se enfrentan al sobrecalentamiento de algunos sectores de sus economías.

BONOS CORPORATIVOS

Los mercados de crédito mantienen su patrón estable en un entorno de volatilidad muy reducida. Los fundamentales están mejorando junto con la sólida temporada de presentación de resultados (gráfico 5). Los sectores más afectados aún están recuperándose de la pandemia, como los viajes y el ocio, los fabricantes de automóviles y los bancos. El segmento *Value* del mercado de crédito, también conocido como el grupo CCC del sector de alto rendimiento, obtuvo un rendimiento superior tanto en el mercado estadounidense como en el del euro.



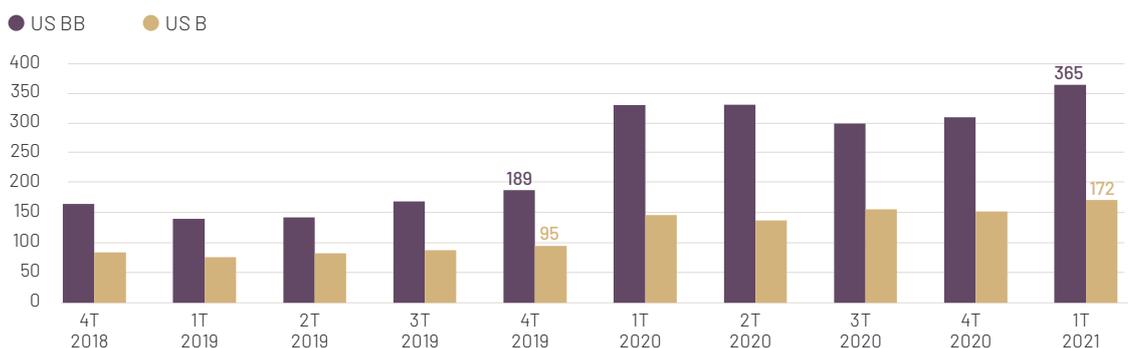
Todas las miradas puestas en el debate sobre el calendario de la retirada gradual de estímulos de la

FED

BANCOS CENTRALES

Hasta ahora, la Fed y el BCE han mantenido las políticas monetarias acomodaticias y se espera que sigan así en el futuro inmediato, pero el debate sobre el horizonte de la retirada gradual de

GRÁFICO 5: DEUDA CORPORATIVA ESTADOUNIDENSE BB FRENTE A LA MEDIANA B, EFECTIVO Y EQUIVALENTES, MILL. USD



Fuentes: Capital IQ, Indosuez Wealth Management.



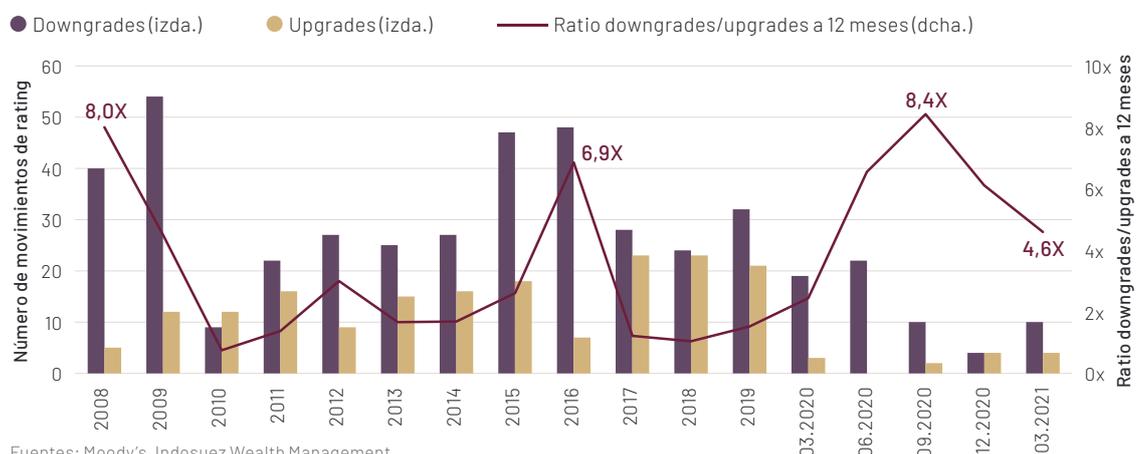
Las compañías pueden financiar sus necesidades de tesorería a unos tipos que no desbaratarán su negocio. Las bajas tasas de impago explican parte del ajuste de los diferenciales, así como un entorno mundial de volatilidad reducida. Con vistas al futuro, el mercado de alto rendimiento apenas podría ser inmune a un pico de volatilidad en el mercado bursátil.

La deuda subordinada emitida por los bancos (el llamado mercado AT1) ha tenido un buen comportamiento desde principios de año y, hasta ahora, todos los bancos han ejercido la opción de compra de sus bonos existentes en la primera fecha de amortización anticipada. Refinancian estos reembolsos emitiendo nuevos AT1 a medio y largo plazo. Consideramos que la valoración de estos nuevos bonos es demasiado elevada y preferimos reconsiderar nuestra opinión sobre esta clase de activos, muy positiva, a una opinión neutral, por su valor relativo y tras la gran solidez de la serie de resultados publicados.

DEUDA EMERGENTE

Los mercados emergentes siguen careciendo de catalizadores positivos en el segundo trimestre. La subida de los precios de las materias primas, unida a las presiones de los costes derivadas de la debilidad de las divisas emergentes en los países de alto rendimiento y los actuales cuellos de botella de la oferta, mantendrán la firmeza del ímpetu de la inflación en los mercados emergentes en los próximos meses. En concreto, la deuda corporativa de los mercados emergentes ha resistido mejor que otros segmentos de la renta fija emergente durante las épocas de subida de los tipos y esperamos que el periodo actual no sea diferente. La menor duración y la preferencia por el alto rendimiento proporcionan amortiguación ante el aumento de los tipos y la presión del aumento de la pendiente de la curva. Desde hace meses, seguimos viendo valor en el crédito asiático, pero debemos reconocer que actualmente el clima general del mercado es más débil (gráfico 6) con sanciones en curso por la orden ejecutiva estadounidense 13959³, incertidumbres en las débiles LGFV⁴, el reciente culebrón de Huarong).

GRÁFICO 6: ALTO RENDIMIENTO ASIA, 2/3 DEL UNIVERSO CALIFICADO SON CRÉDITOS CHINOS, LA DÉBIL LIQUIDEZ ATEMPERA EL CAMINO DE LA MEJORA DE CALIFICACIÓN



Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

3 - La orden ejecutiva 13959 es una orden ejecutiva presidencial estadounidense firmada el 12 de noviembre de 2020 por el presidente Donald Trump. Su objetivo declarado es «hacer frente a la amenaza de las inversiones en valores que financian empresas militares chinas comunistas».
4 - Vehículos de financiación de los Gobiernos locales.

EXCEPCIONAL TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS E INFLACIÓN

Los récords están para ser batidos y, desde este punto de vista, la temporada de presentación de resultados ha superado todas las expectativas, lo que se ha traducido en una fuerte aceleración de las revisiones de beneficios para 2021 y ahora se espera que estos aumenten un 35% a escala global este año. El ciclo de recuperación sigue su curso sustentado por el despliegue de las vacunas y la relajación gradual de los confinamientos. Esta fase de fuerte expansión cambiará en algún momento hacia otra fase más madura, lo que implica un mercado bursátil menos direccional, aunque todavía es pronto para posicionarse para ese movimiento.

Aunque el escenario general sigue siendo favorable, no puede descartarse el riesgo de una corrección a corto plazo en un contexto en el que el clima y el posicionamiento son especialmente alcistas, y en el que tienden a materializarse algunas divergencias negativas. La reciente atención prestada a la inflación podría ser el catalizador de esta corrección a corto plazo, pero las caídas deberían ser limitadas.



En 2021
ya se espera
un crecimiento
mundial del
BPA del
+35%

EE. UU.

La temporada de publicación de resultados en EE. UU. parece ser excepcional en términos de sorpresas de beneficios, ya que el 85% de las empresas del S&P 500 registraron beneficios superiores a las expectativas, mientras que la tasa de crecimiento de los beneficios del primer trimestre se sitúa un 20% por encima de las expectativas del mercado, en el 50%.

Sin embargo, a pesar de esta excepcional temporada de resultados, es innegable la falta de reacción positiva de la renta variable tras estos datos. En efecto, aunque la temporada de resultados comenzó con una importante euforia entre los inversores, la preocupación por la inflación se impone progresivamente a las buenas cifras.

Con el IPP⁵ al alza un 6,2% en abril, lo que representa el mayor aumento interanual desde que la Oficina de Estadística Laboral de EE. UU. comenzó a seguir este indicador en 2010, y con 175 empresas del S&P 500 mencionando el término «inflación» en su reunión de presentación resultados del 1T (la cifra global más elevada al menos desde 2010), la preocupación por la inflación va en aumento.

Además, la inflación y, por supuesto, los tipos de interés influyen enormemente en la valoración de las acciones. En este contexto, las diferencias de rendimiento entre los valores más caros y los más baratos se agravan. De hecho, en los últimos 30 días, el 25% de los valores con los ratios de valoración más reducidos han subido un 6,2%, mientras que el 25% de los valores más caros han bajado un 7,6% en EE. UU. La inflación es un factor de riesgo que seguimos de cerca.

5 - Índice de precios a la producción.

6 - Criterios ambientales, sociales y de gobernanza.

EUROPA

Confirmamos nuestra opinión optimista sobre el mercado de renta variable europeo. En primer lugar, el crecimiento del BPA será considerable este año y, sobre todo, las estimaciones de beneficios para 2021 y 2022 siguen revisándose al alza a un ritmo más rápido, gracias a una temporada de resultados del 1T muy buena, a medida que se acelera la vacunación, lo que supone un buen augurio para la reapertura de las economías. En segundo lugar, Europa está más sesgada hacia los sectores *Value* que EE. UU. o los mercados emergentes, y debemos señalar que estos sectores siguen teniendo un descuento significativo en comparación con la media del mercado, a pesar de contar con el mejor ímpetu del BPA en más de seis meses, algo que el mercado aún no ha remunerado plenamente. En tercer lugar, la valoración está sustentada por el actual entorno de tipos de interés reales negativos y, mientras estos no suban mucho, los inversores resistirán los niveles actuales del ratio precio-beneficio. Por último, Europa está a la vanguardia de la tendencia ASG⁶ y es una buena manera de exponerse a algunas temáticas de crecimiento secular que nos agradan (tecnología disruptiva, desarrollo sostenible o nuevas tendencias de consumo, entre otras). Entre los factores de riesgo a seguir de cerca, una decepción en la recuperación del crecimiento o, de forma alternativa, una fuerte subida del euro podrían ser factores adversos para la renta variable europea (especialmente, los exportadores), como ya ocurrió en 2017.

Las condiciones que dan soporte a los **VALORES VALUE** están en marcha

MERCADOS EMERGENTES

En este momento, no parece existir una dirección real en los mercados bursátiles asiáticos, que por ahora siguen siendo bastante volátiles. En este momento, parece que el clima inversor mundial impulsa mucho más el rendimiento de los mercados bursátiles asiáticos que los fundamentales: la preocupación por las tendencias de los casos de infección por la COVID-19 en Asia (principalmente, en India) y el nerviosismo pendular por la subida de los tipos de interés estadounidenses, los temores a la inflación y la presión reguladora sobre algunos sectores chinos (p. ej., el comercio electrónico y la educación) están alimentando la agitación del entorno de mercado de renta variable en Asia.

Desde el punto de vista fundamental, la recuperación económica, real y en curso, de China, ahora en proceso de normalización, y el crecimiento positivo previsto del BPA son un buen augurio para sectores como los semiconductores, el consumo y la industria de Asia.

Dentro de la renta variable asiática seguimos sobreponderados en China, neutrales en Corea del Sur, Singapur, Indonesia y Filipinas, e infraponderados en India, Taiwán, Malasia y Tailandia.

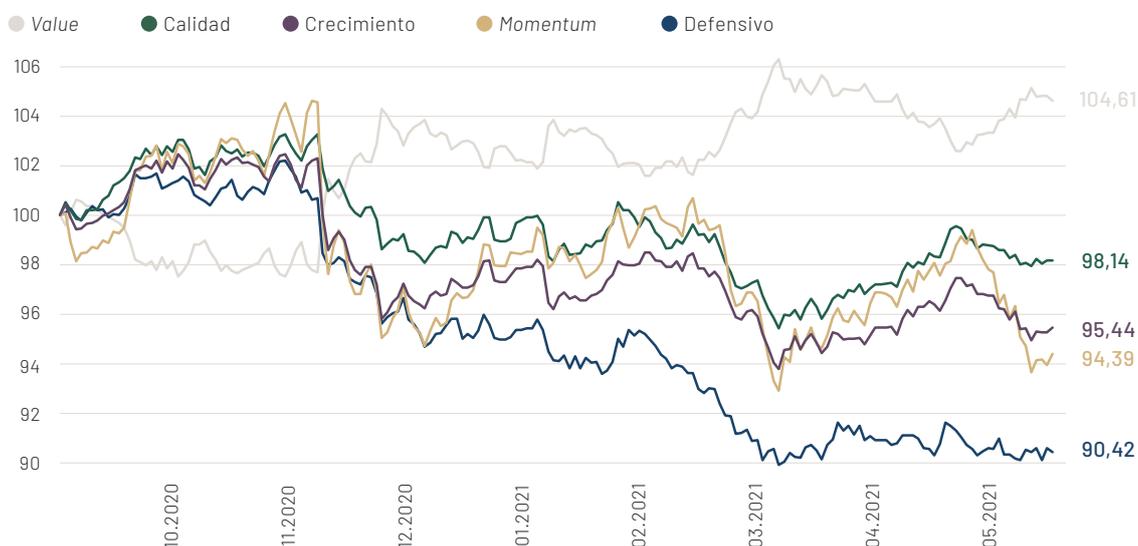
Como inversores fundamentales, seguimos centrándonos en la generación de beneficios reales, la sostenibilidad y la visibilidad.

ESTILO & SECTORES

Las condiciones que favorecen a los sectores *Value*, como el incremento de la inflación *forward*, las curvas de rendimiento más pronunciadas o el aumento de las materias primas, están en marcha. mercado general en Europa durante los últimos 8 meses, mientras que, por el contrario, los valores de Calidad y Crecimiento se han quedado rezagados en términos relativos (gráfico 7).

El *Value* Cíclico debería seguir sustentado en el contexto actual, pero la valoración es excesiva para algunos de ellos. Por lo tanto, pasamos progresivamente de algunos sectores industriales/Cíclicos caros, que por lo general han descontado una fuerte recuperación económica (bien de capital, productos químicos, semiconductores, etc.) a segmentos «*deep Value*» o al menos impulsados por la reflación que se han quedado atrás, como las finanzas, que deberían beneficiarse de la subida de los rendimientos. Los recursos básicos y el petróleo también representan una buena forma de posicionarse en la revisión de precios de las materias primas y el aumento de las expectativas de inflación.

GRÁFICO 7: MSCI EUROPE, EL ESTILO VALUE VA POR DELANTE



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SIGUE SIENDO VULNERABLE



En mayo, siguió demostrándose la vulnerabilidad del dólar, que se tradujo en movimientos en los mercados de divisas y de metales preciosos, más visible en la fuerte recuperación del oro. Sin embargo, el 2T sigue siendo el trimestre del euro, ya que este se ha visto impulsado por el despliegue de la vacuna y la mejora de las perspectivas de la economía mundial. Al mismo tiempo, una ligera recuperación de la volatilidad del mercado de opciones también es síntoma de mercados con mayor incertidumbre.



USD

sigue siendo
vulnerable

DÓLAR ESTADOUNIDENSE: INCAPAZ DE MANTENER LA FORTALEZA TRAS LOS SORPRENDENTES DATOS DEL IPC

El dólar estadounidense sigue siendo vulnerable frente a casi todas sus contrapartes, excepto el yen japonés, sensible a los tipos de interés. A pesar de un sorprendente repunte de la inflación subyacente (aunque algo esperado), el rendimiento de la deuda pública estadounidense a 10 años no logró superar los máximos de abril. En este sentido, la retórica siempre conciliadora del FOMC hasta ahora ha calmado los nervios por algo más que unas presiones de precios «meramente transitorias». La atención volverá a centrarse ahora en la próxima serie de subastas del Tesoro estadounidense.

Suponiendo una cobertura bastante adecuada, el dólar estadounidense no debería repuntar durante bastante tiempo, a menos que los rendimientos estadounidenses se disparen. El punto culminante de la actual expansión del crecimiento en EE. UU., unido al pico de los temores de inflación interanual, bien podría producirse hoy mismo. Si esto se confirma, el billete verde podría reanudar su tendencia Cíclica de debilitamiento, justo cuando se observa la mejora de las tasas de vacunación y de consumo en el resto del mundo. En el tercer trimestre, más allá de esta particularidad temporal relativa de EE. UU., es probable que el dólar tenga un rendimiento inferior, especialmente en relación con las monedas europeas y asiáticas, ya que la atención vuelve a centrarse en el empeoramiento de los déficits gemelos.



EUR

podría alcanzar
nuevos máximos
de 2021

EURO: CON UN POCO DE SUERTE, SE ESPERA UN PUNTO ÓPTIMO

Es evidente que Europa está recuperándose y que, poco a poco, está ganando ímpetu en su lucha por la vacunación de la población. Aunque llevará un tiempo, es probable que se produzca cuando la expansión del crecimiento de EE. UU. y China ya haya tocado techo. Dada la situación de superávit por cuenta corriente de la UE y el historial pro Cíclico de anteriores fases de recuperación del crecimiento mundial, el euro podría alcanzar nuevos máximos de 2021 a finales de año. Cabe tener en cuenta que, hasta ahora, el EUR/USD se ha mantenido en un rango relativamente estrecho en lo que va de año 2021. Sin embargo, sospechamos que se superará el nivel máximo de 1,2349 frente al dólar estadounidense en algún momento del 2T/3T.

REAL BRASILEÑO: POR FIN UN RESPIRO, AL MENOS POR AHORA

El real brasileño consiguió finalmente remontar hasta los 5,25 por dólar estadounidense, gracias a que el Gobierno y el Congreso superaron el estancamiento presupuestario y el banco central volvió a subir con fuerza los tipos, lo que eliminó la anterior desventaja de rendimiento que sufría el real. Aunque estos dos movimientos han ayudado, el real aún no está fuera de peligro: los fundamentales macroeconómicos pueden

mejorar, pero viendo la probabilidad de que el expresidente Lula se presente a la reelección el próximo año (está superando al actual titular Bolsonaro en las encuestas), el nubarrón del debate político y el descarrilamiento fiscal probablemente impedirán que el real gane más de 4,80 por dólar.

ORO: ¿VUELVE A DESPEGAR?

Tras rehuir por segunda vez el soporte de 1.670 dólares y recuperarse después por encima de 1.850 dólares, los analistas técnicos han señalado con acierto una formación de «doble suelo» (gráfico 8) en el oro y han anunciado el fin de la tendencia bajista de la depreciación desde el máximo histórico del año pasado en 2.075 dólares. La creciente preocupación por la inflación en los próximos meses y el ajuste del descuento de una retirada gradual de estímulos temprana por parte de la Fed han llevado a los inversores a comprar el metal amarillo como cobertura frente a las presiones inflacionistas. La demanda física en Asia y la diversificación de las reservas de los bancos centrales más allá del dólar estadounidense favorecieron especialmente al metal amarillo. La combinación de rendimientos bajos, la debilidad del dólar estadounidense y el aumento de la inflación siguen siendo un entorno positivo para el oro.

GRÁFICO 8: EL ORO LLEGA A UN DOBLE SUELO EN MARZO, USD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

HIPÓTESIS MUNDIAL

- La hipótesis central de inversión sigue bien anclada, basada en el supuesto de una fuerte recuperación impulsada por una combinación de políticas de apoyo y una aceleración de la vacunación.
- Esta recuperación está muy avanzada en China, probablemente cerca de su máxima aceleración en EE. UU., y retrasada en la zona euro y en algunos mercados emergentes rezagados en términos de vacunación.
- La principal inflexión de la hipótesis con respecto a los meses anteriores es paradójica en EE. UU.: por un lado, una tendencia decepcionante de creación de empleo (que bien puede ser un fenómeno temporal, pero que nos lleva a pensar que la Fed tiene tiempo antes de entrar en la retirada gradual de estímulos) y, por otro, una aceleración de la inflación (que parece algo más que un factor transitorio a corto plazo).
- La otra fuente de inflexión consiste en la mejora de las perspectivas en la zona euro, donde las tasas de vacunación se han acelerado desde principios de abril, lo que debería conducir a una recuperación más amplia en el segundo semestre, y la estabilización y el debilitamiento del ímpetu macroeconómico en China.
- Este panorama global tiene importantes implicaciones en los mercados financieros, con un fortalecimiento de la moneda europea, un aumento de la pendiente de los tipos desde finales de marzo y una recalificación de la renta variable europea.
- Esta hipótesis nos lleva a mantener nuestra visión optimista sobre los activos de riesgo, aunque tácticamente más neutral sobre el posicionamiento de riesgo después de una fuerte tendencia del mercado en los últimos meses: los diferenciales de crédito son ajustados y no ofrecen mucho margen para una mayor compresión e igualmente para cualquier deterioro de los fundamentales.
- La principal hipótesis alternativa se basa en el riesgo de un mayor aumento de la inflación, lo que llevaría a una mayor pendiente de las curvas de rendimiento, que podría perjudicar simultáneamente a los bonos y a la renta variable.
- Otra hipótesis alternativa, de menor probabilidad, se desencadenaría por una decepción en la recuperación macroeconómica, en caso de que se produzcan nuevos confinamientos, menores

multiplicadores fiscales o un retraso en la transmisión de los planes de estímulo.

- En general, en esta hipótesis positiva prevemos más volatilidad macroeconómica y sorpresas económicas que podrían generar más volatilidad en varias clases de activos.

RENTA FIJA

- Prevemos un aumento moderado de la pendiente de la curva de tipos de interés.
- No prevemos una mayor compresión de los diferenciales de crédito, que han llegado a mínimos históricos, lo que podría justificar una visión más neutral sobre los activos, como los valores financieros subordinados.
- Sin embargo, las estrategias de inversión en los mercados de high yield deberían ofrecer rendimientos positivos a medio plazo.
- Los bonos ligados a la inflación ofrecen una interesante cobertura a medio plazo frente a un incremento de la inflación, pero los puntos de equilibrio de la inflación han registrado un sólido comportamiento en las últimas semanas y podrían consolidarse.
- Se mantiene una visión neutral/optimista sobre la deuda emergente en dólares estadounidenses, la cual podría sufrir por las subidas de los tipos de interés, pero el ratio relativo *carry*/volatilidad y la calificación sigue siendo atractiva en la deuda corporativa asiática, a pesar de los desafíos a corto plazo (COVID-19, normalización de China y gestión de la deuda, subida de tipos por parte de los bancos centrales de los mercados emergentes, y riesgo político).
- La deuda emergente en moneda local podría beneficiarse del retorno del *carry* y de la recuperación de varias monedas emergentes.

RENTA VARIABLE

- Se mantiene una visión optimista sobre la renta variable a escala mundial, tras una sólida temporada de presentación de resultados que ha llevado a una fuerte revisión al alza de las expectativas de BPA para el ejercicio fiscal 2021 a ambos lados del Atlántico.
- Preferencia por la renta variable europea, que ofrece una buena exposición a temas *Value* y *Cíclicos*, y una visión neutral en la renta variable estadounidense.



Mejores perspectivas en la zona euro, donde la VACUNACIÓN SE HA ACELERADO

- Las valoraciones de la renta variable son excesivas y es probable que sean vulnerables a la subida de los tipos, pero no identificamos un catalizador que pueda justificar una corrección del tipo «superar al mercado» en este momento.
- El posicionamiento de la cartera debería favorecer las posiciones *Value* y Cíclicas frente a las de calidad y las defensivas, que son más vulnerables a una subida de los tipos, pero globalmente se mantiene un buen equilibrio entre el *Value* y el crecimiento secular innovador.
- Una fuerte asignación al *Value* es, en sí misma, una buena cobertura contra la inflación y la subida de los tipos de interés.
- Se mantiene la convicción estratégica en China a pesar de los desafíos a corto plazo.

DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

- EUR/USD: puede que la esperada ventana de un dólar más fuerte en el 2T 2021 haya desaparecido a medida que la zona euro sale de los confinamientos y acelera las vacunaciones; tras navegar en un rango ajustado, el EUR/USD podría enfrentarse a una mayor volatilidad en los próximos meses; sin embargo, deberíamos esperar que el BCE reaccione a una mayor apreciación del euro, lo que podría limitar el euro más allá de 1,25.
- Yuan chino: se mantiene la convicción positiva, justificada por unos tipos reales elevados y la normalización monetaria.
- Se mantiene la opinión optimista sobre las monedas de las materias primas, como el dólar australiano y el dólar neozelandés.
- Monedas emergentes: interesante tendencia derivada de los países que actualmente están subiendo los tipos de interés, lo que podría dar lugar al retorno de la temática del *carry* en el real brasileño, por ejemplo, a pesar de los retos existentes en el contexto sanitario, fiscal y político.
- Oro: tras una reciente recuperación por encima de su media móvil de 200 días, explicada por los tipos de interés reales reducidos, a corto plazo el oro parece más vulnerable a la subida de los tipos a largo plazo, pero sigue siendo una buena cobertura a largo plazo contra la inflación, el envejecimiento de la moneda y el debilitamiento del dólar estadounidense.

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.

El *Value* sigue siendo una buena cobertura contra la INFLACIÓN Y LAS TASAS MÁS ALTAS

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 19 DE MAYO DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,67%	11,55	75,78
Francia 10A	0,28%	21,00	62,60
Alemania 10A	-0,11%	15,20	46,10
España 10A	0,61%	21,60	56,40
Suiza 10A	-0,13%	12,50	42,50
Japón 10A	0,08%	0,30	6,00

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	43,79	0,48%	-3,23%
Deuda pública EUR	218,34	-0,76%	-1,72%
Deuda corporativa EUR (HY)	210,88	0,04%	1,85%
Deuda corporativa USD (HY)	322,40	-0,02%	1,33%
Deuda pública EE. UU.	321,35	-0,14%	-1,39%
Deuda corporativa emergente	52,03	-0,17%	-2,02%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,10	-0,31%	1,76%
GBP/USD	1,41	1,32%	3,26%
USD/CHF	0,90	-1,40%	2,15%
EUR/USD	1,22	1,16%	-0,34%
USD/JPY	109,22	1,05%	5,78%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	22,18	4,68	-0,57

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.115,68	-1,38%	9,57%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.950,20	0,80%	7,58%
Stoxx Europe 600	436,34	-0,07%	9,35%
Topix	1.895,24	0,37%	5,02%
MSCI World	2.910,94	-0,75%	8,21%
Shanghai SE Composite	5.172,27	1,44%	-0,75%
MSCI Emerging Markets	1.327,54	-0,70%	2,81%
MSCI Latam (América Latina)	2.479,34	3,47%	1,12%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	269,71	2,48%	11,79%
MSCI Asia Ex Japan	863,16	-1,40%	2,40%
CAC 40 (Francia)	6.262,55	0,84%	12,81%
DAX (Alemania)	15.113,56	-0,54%	10,17%
MIB (Italia)	24.486,69	1,35%	10,14%
IBEX (España)	9.070,70	6,47%	12,35%
SMI (Suiza)	11.045,20	-1,46%	3,19%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	5.379,00	4,22%	27,46%
Oro (USD/Onza)	1.869,62	4,23%	-1,51%
Crudo WTI (USD/Barril)	63,36	3,28%	30,59%
Plata (USD/Onza)	28,01	5,41%	6,04%
Cobre (USD/Tonelada)	10.001,50	5,89%	28,79%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,96	10,10%	16,74%

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

FEBRERO 2021	MARZO 2021	ABRIL 2021	DESDE 4 SEMANAS	01.01.21 A 19.05.21
3,08%	6,08%	5,24%	3,47%	11,79%
2,61%	4,80%	4,52%	2,48%	9,57%
2,45%	4,25%	3,82%	1,44%	9,35%
2,31%	4,24%	3,19%	0,80%	8,21%
1,83%	3,98%	2,41%	0,37%	7,58%
1,22%	3,55%	2,37%	-0,07%	5,02%
1,19%	3,11%	2,02%	-0,70%	2,81%
0,73%	-1,70%	1,81%	-0,75%	2,40%
-0,28%	-2,66%	1,49%	-1,38%	1,12%
-3,10%	-5,40%	-2,85%	-1,40%	-0,75%

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 sujeción 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 di 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 Región Administrativa Especial:** 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 Ordinance) (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 Muhairy 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 25.05.2021.

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.

