

MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Julio de 2021

Focus

El poder de fijación de precios:
una forma de gestionar el aumento de la inflación

• Índice

01• Editorial	P3
FIESTA SORPRESA	
02• Focus	P4
EL PODER DE FIJACIÓN DE PRECIOS: UNA FORMA DE GESTIONAR EL AUMENTO DE LA INFLACIÓN	
03• Macroeconomía	P6
LA INFLACIÓN SE DISPARA EN EE. UU. MIENTRAS EUROPA SE PONE AL DÍA	
04• Renta fija	P8
EL ENTORNO DE DIFERENCIALES DE CRÉDITO REDUCIDOS PODRÍA PERSISTIR DURANTE UN TIEMPO	
05• Renta variable	P10
LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE A LA CABEZA	
06• Divisas	P12
EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE ENCUENTRA APOYO EN LOS TRANQUILOS MERCADOS ESTIVALES	
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:

Es indudable que la hipótesis de una fuerte recuperación económica, con previsión de aumento de la inflación, lleva trazándose varios trimestres. Por suerte, la primavera nos deparó algunas sorpresas para mantenernos alerta.

La principal es el cambio en los rendimientos a largo plazo de EE. UU. Es lógico que, ahora que la economía gana velocidad y la inflación sorprende al alza, aunque sea temporalmente, podríamos esperar que se reanudara el aumento de los rendimientos a largo plazo. En realidad, la curva de rendimientos de EE. UU. se aplanó en el segundo trimestre —a pesar del repunte de los rendimientos a largo observado tras la reunión de la Fed—, como demuestra la gran suscripción de las emisiones del Tesoro estadounidense. No han faltado intentos de interpretación, desde la idea de que los mercados ya miran más allá del aumento de la inflación hasta que las decepciones sobre la creación de empleo ofrecen más tiempo a la Fed y, por lo tanto, a los mercados de bonos.

Por este motivo ha sido tan importante la reacción de los mercados a la rueda de prensa de Jerome Powell del 16 de junio, un aumento por sorpresa de las previsiones de tipos para 2023 que provocó la subida del rendimiento estadounidense a 10 años y un repunte de las denominadas acciones de perfil *Value* (y las financieras, en particular), que han rendido por debajo de lo esperado durante un mes. El oro ha sido el más afectado dentro de este entorno, lo que nos recuerda que ningún valor refugio funciona en todos los regímenes de mercado.

No hay que perder la esperanza en Europa: quizás esta sea la otra sorpresa agradable de esta primavera, después de la fuerte aceleración de las campañas de vacunación, que se habían quedado rezagadas respecto a EE. UU. Ante el ímpetu de los EE. UU. de Biden, la cobertura mediática había retratado a Europa como una región empantanada por la tecnocracia de Bruselas. Unos meses más tarde, Francia se jactaba de tener 30 millones de personas parcialmente vacunadas y, al final, parece que solo hay un desfase de un trimestre entre el ciclo estadounidense y el europeo.

Si a la recuperación histórica, la temporada de presentación de resultados récord y la política económica de apoyo, le añadimos unos tipos reales negativos que empujan las valoraciones de los mercados de renta variable al alza, en primavera los inversores disfrutaron de unas condiciones excepcionales que rara vez se dan en la realidad.

Sin embargo, la cuestión es si puede que los mercados no sean excesivamente optimistas y si esta combinación de factores tan favorables será duradera. Si el ímpetu hacia adelante disminuyera un poco, lo que tendría sentido, las perspectivas para el segundo semestre del año dependerían entonces de los bancos centrales, que se situarían aún más cerca del centro de la acción. Con un rápido repunte del crecimiento y de la inflación, que podría durar más allá de este trimestre, sería lógico que los bancos centrales sugirieran la cercanía del fin de su política de balance.

Esta es la pregunta clave del verano: ¿podrá la Fed mantener una política ultraacomodaticia durante mucho tiempo? Si se lleva a cabo pronto y gradualmente, y ayuda a mantener los tipos reales bajos para garantizar que las valoraciones no varían y la deuda es sostenible, los inversores pueden mantener la confianza, aunque la Fed se sitúa, cada vez más, en un delicado equilibrio.

Aunque el mensaje de la Fed sigue siendo prudente en cuanto a la posibilidad de que endurezca su política monetaria en los próximos meses, el punto clave de la última reunión de los miembros del FOMC fue la sorpresa del *Dot Plot*, ya que ahora se esperan dos subidas de tipos en 2023 y antes, ninguna. Si el calendario entre la retirada gradual de las compras de la Fed y la subida de los tipos se ajusta, podría causar más perturbaciones en el mercado.

En otras palabras, la subida continuada de los mercados se basa en una delicada ecuación, que podría verse alterada por un error de comunicación del banco central.

Una vez más, es probable que todo dependa de las perspectivas de inflación; si esta subida es temporal, los bancos centrales —y, por lo tanto, los inversores— aún dispondrán de algo de tiempo. Si la inflación sigue sorprendiendo y se estabiliza en un nivel mucho más elevado, y suscita inquietud relativa a un error en una política monetaria demasiado acomodaticia, es de esperar que los inversores ajusten cada vez más su posicionamiento en renta variable, y podría volver a plantearse la cuestión de la sostenibilidad de la deuda soberana. Sin duda, estamos pasando rápidamente del círculo virtuoso al infierno de Dante.

Nos vemos a finales de agosto en Jackson Hole y, hasta entonces, ¡buen verano!

EL PODER DE FIJACIÓN DE PRECIOS: UNA FORMA DE GESTIONAR EL AUMENTO DE LA INFLACIÓN

Además del incremento de la demanda debido a la reapertura de las economías, las dificultades de suministro relacionadas con el aumento de los precios de los fletes, la subida de los precios de las materias primas y los cuellos de botella están provocando la subida de los costes de los insumos. Aunque es probable que estos factores ejerzan presión sobre los márgenes de las empresas, aquellas con un gran poder de fijación de precios deberían ser capaces de soportar una mayor inflación y, por lo tanto, serán las más anheladas por los inversores.

Por tercer mes consecutivo, los precios que pagan los consumidores estadounidenses subieron más de lo previsto, con una aceleración de la tasa de inflación anual del 5% en mayo, un 0,3% por encima de las previsiones. Más allá de los efectos de base reducidos, se registraron enormes subidas de precios en la energía y también en el sector del automóvil, en el que los precios de los coches y camiones usados aumentaron un 30% anual. De hecho, el mercado de automóviles usados se enfrenta a compras masivas en subastas por parte de los operadores de flotas de alquiler, que buscan recomponer sus flotas en un momento de escasez de vehículos nuevos. Por último, el mercado de la vivienda también desempeñó un papel importante, debido al aumento de los alquileres, debido principalmente a la subida de los precios de los materiales utilizados en la construcción.

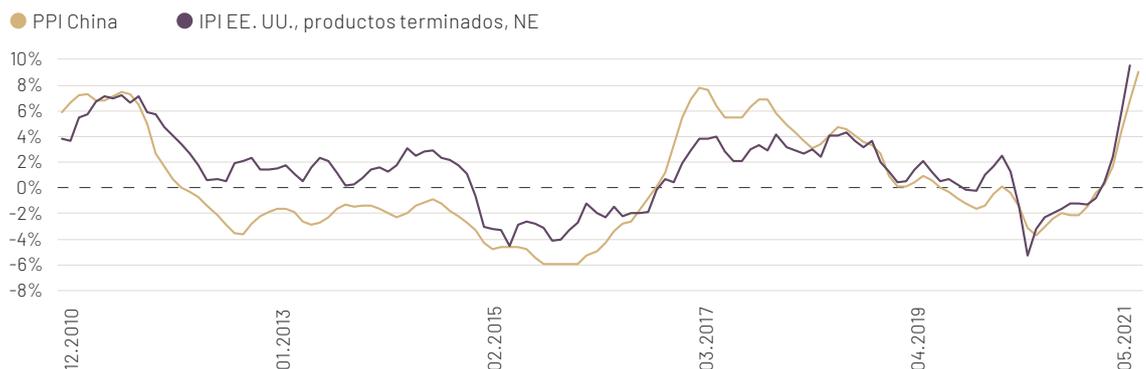
Sin embargo, aunque las cifras de la inflación global y subyacente del consumo acaparan toda la atención de los participantes en el mercado, ya que sigue siendo uno de los indicadores que la Reserva Federal sigue de cerca para orientar su política monetaria —además de los datos del mercado laboral—, el mismo caso de aumento de los precios se reproduce cuando se observan los costes de los insumos registrados por las empresas estadounidenses. Todo ello podría conllevar ciertas turbulencias a nivel *bottom-up*.

VARIOS FACTORES PODRÍAN PRESIONAR EL MARGEN DE BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS

Tal como destacamos en nuestro *Monthly House View* de junio, los precios de las materias primas están subiendo, con niveles de precios récord en el cobre, el mineral de hierro y otras materias primas, a raíz de la reapertura de las economías, la atención de los Gobiernos en la reconstrucción de las infraestructuras y las nuevas inversiones en la transición ecológica.

Como consecuencia, los costes de los insumos de las empresas están registrando fuertes aumentos. El índice de precios a la producción de China subió un 9% en mayo con respecto a hace un año, por encima del aumento del 8,5% previsto. Este ritmo de crecimiento es el más rápido de los últimos doce años, lo que ha llevado a algunas empresas a dejar de aceptar nuevos pedidos y ha provocado que la confianza caiga a mínimos de los últimos cuatro meses. La misma situación se observa al otro lado del Atlántico, ya que los precios de producción subieron un 6,2%, frente al 5,9% de hace un mes (gráfico 1).

GRÁFICO 1: LOS PRECIOS DE PRODUCCIÓN ESTÁN SUBIENDO AL MAYOR RITMO DE LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS, %, YOY



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



LOS COSTES DE ENVÍO

de Shanghái a Europa se han multiplicado por ocho en un año

Además de los precios de las materias primas, también se han disparado los costes de almacenamiento y existencias, incluso los de transporte (gráfico 2). Si bien el bloqueo del Canal de Suez de finales de marzo añadió presión sobre el tráfico marítimo, se produjo en un momento en el que los principales puertos europeos, como el de Rotterdam, estaban ya al borde de la asfixia, dado que la COVID-19 ya había alterado el tráfico. Los tiempos de espera de los buques para atracar en el puerto de Shenzhen han pasado de medio día a 16 días, lo que ha provocado, por efecto dominó, un aumento de la demanda del transporte por carretera.

El coste de enviar un contenedor desde Shanghái a un puerto europeo se multiplicó por ocho entre agosto de 2020 y abril de 2021, mientras que el Índice Báltico, indicativo del coste de transporte de materias primas en una veintena de rutas marítimas del mundo, ha subido a su máximo desde 2010.

De cara al futuro, también podría llegar cierta presión procedente de los mercados laborales. Como muestran los últimos datos del mercado laboral de EE. UU., las empresas siguen con problemas para contratar trabajadores, especialmente, cualificados. A su vez, algunas empresas están empezando a subir los salarios, lo que ha llevado a un aumento del 0,5% de los ingresos medios por hora en EE. UU. en mayo.

LAS EMPRESAS CON PODER DE FIJACIÓN DE PRECIOS PODRÍAN GANAR ÍMPETU

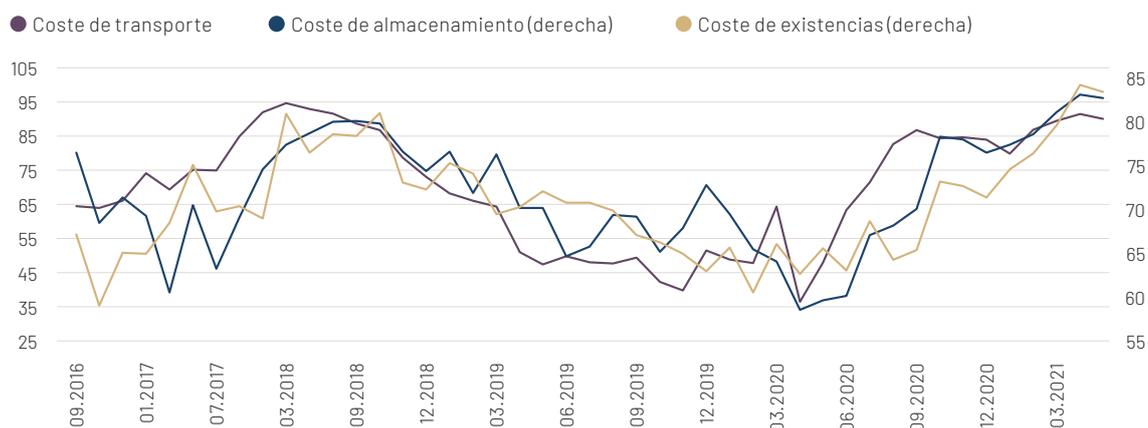
En este contexto, una mayor proporción de empresas estadounidenses indicó un aumento del coste de materiales.

Así, mientras que los beneficios de las empresas pueden correr peligro en un entorno inflacionista y competitivo, las empresas con un gran poder de fijación de precios podrían ser capaces de resistir una mayor inflación. A grandes rasgos, podemos distinguir dos tipos de empresas que podrían defender su margen en un entorno de precios al alza: las que tienen poder de fijación de precios frente a sus clientes y las que tienen la capacidad de repercutir la subida de precios a sus clientes finales sin erosionar los márgenes ni el volumen. A estas hay que sumar las que tienen poder de fijación de precios frente a los proveedores capaces de dictar los precios de sus propios proveedores, lo que evita así el aumento de los precios de los materiales.

Además, ciertas características del modelo de negocio pueden ayudar a evaluar el nivel de poder de fijación de precios de una empresa. Entre otras, disponer de una marca fuerte, operar en monopolio o dentro de un oligopolio, poseer numerosas patentes, ser titular de una tecnología de vanguardia, ofrecer bienes de primera calidad o ser capaz de gestionar la escasez de bienes de forma apropiada son diversas características que pueden proporcionar un gran poder de fijación de precios.

Así, aunque la cuestión del aspecto transitorio de la inflación sigue abierta al debate, la realidad es que algunas empresas han empezado a subir precios. Si los volúmenes no descienden —no es el caso en la actualidad—, es probable que estas empresas puedan beneficiarse de este entorno y atraer inversores en los próximos meses.

GRÁFICO 2: LOS COSTES DE ALMACENAMIENTO, EXISTENCIAS Y TRANSPORTE SE HAN DISPARADO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES



Fuentes: LMI, estimaciones Exane BNP Paribas, Indosuez Wealth Management.

LA INFLACIÓN SE DISPARA EN EE. UU. MIENTRAS EUROPA SE PONE AL DÍA

En junio, los precios de consumo estadounidenses subieron a su mayor ritmo desde 2008, mientras que el crecimiento encuentra apoyo en un sector de servicios en firme recuperación. Mientras tanto, Europa está poniéndose al día a medida que se acelera el despliegue de vacunas y las economías empiezan a reabrirse.

ESTADOS UNIDOS

La dinámica económica siguió siendo fuerte en EE. UU. Los PMI estadounidenses del ISM registraron niveles muy elevados en mayo, con un incremento del PMI manufacturero de 60,7 en abril a 61,2 en mayo, y un PMI de servicios en 64, nivel récord desde su creación en 1997.

La economía estadounidense sumó 559.000 nuevos puestos de trabajo en mayo, por debajo de la previsión de los mercados de 650.000, pero por encima de la decepcionante cifra de 278.000 de abril. Por lo tanto, la tasa de desempleo cayó del 6,1% en abril al 5,8%. En particular, destacó la mejora del empleo en el sector servicios, con 489.000 nuevos puestos de trabajo (292.000 en ocio y hostelería). Sin embargo, las empresas (sobre todo, en los sectores industriales) siguen con problemas para atraer trabajadores, lo que se tradujo en un aumento del 0,5% de los ingresos medios por hora en mayo. Este factor podría ser temporal, ya que los actuales cheques del Gobierno a los hogares terminarán a principios de septiembre.

Por su parte, la inflación sigue animando a los mercados, ya que volvió a acelerarse en mayo hasta el 5%, frente al 4,2% de abril, y por encima de las previsiones del mercado del 4,7%.

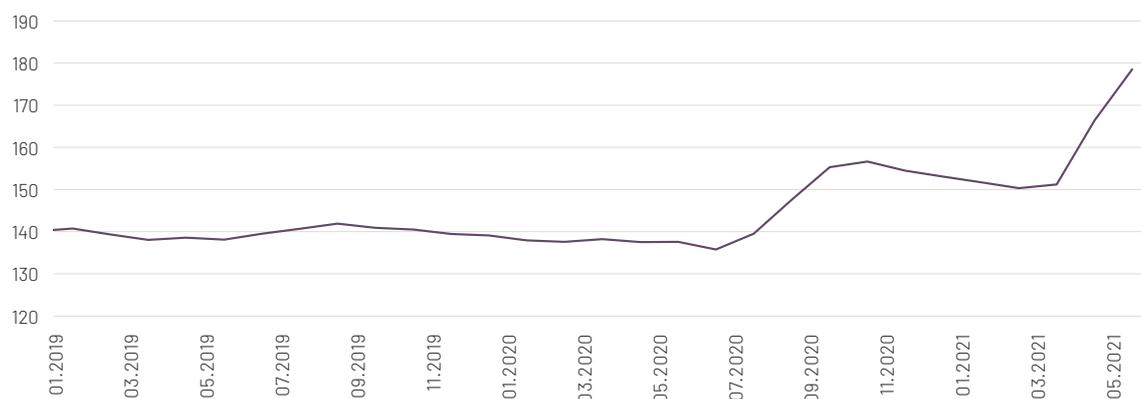
Al mismo tiempo, la inflación subyacente se situó en el 3,8%, muy por encima del objetivo de la Fed. Más allá de los efectos de base reducidos, entre los factores que explican la aceleración de la inflación —se prevé que llegue a su punto máximo en el 2T 2021— podemos encontrar el aumento de la demanda de los consumidores con la reapertura de la economía, el incremento del precio de las materias primas, las limitaciones de la oferta y el aumento de los salarios, ya que las empresas deben hacer frente a la escasez de mano de obra. Además, el índice que mide los precios de los coches y camiones usados aumentó un 7,3% en mayo (gráfico 3). En este contexto de aumento temporal de la inflación, el FOMC no varió los tipos de interés ni el ritmo de la flexibilización cuantitativa (QE) en junio. Sin embargo, los responsables de la Fed indicaron que las subidas de tipos podrían llegar ya en 2023, mientras que, tras la anterior reunión de marzo, no se esperaba ninguna subida hasta al menos 2024. La Fed también elevó al 7% su previsión del PIB para 2021 y se espera que la inflación global llegue al 3,4% este año (frente al 2,4% previsto en marzo) para después volver a caer al 2,1% en 2022. Se prevé que la tasa de desempleo caiga al 4,5% en 2021 y al 3,8% en 2022.

La inflación global aumentó a su ritmo más rápido desde 2008:

5%

GRÁFICO 3: EL ÍNDICE DE COCHES Y CAMIONES USADOS* AUMENTÓ UN 7,3% EN MAYO

● IPC EE. UU.: Índice de coches y camiones usados



* Los coches y camiones usados representan aproximadamente un tercio del aumento del IPC en mayo.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

El clima económico sigue mejorando en la zona euro con la continua aceleración de la campaña de vacunación (más del 40% de la población ha recibido al menos una dosis de la vacuna en junio, frente a menos del 10% a mediados de marzo) y algunos países empiezan a reabrir su economía, como es el caso de Alemania, donde varias ciudades cuentan con un número de casos por debajo del umbral de 100 semanales por cada 100.000 habitantes que desencadenó estrictas medidas de confinamiento. El índice de confianza de la zona euro atestigua la mejora de la confianza en la región, lo que también se traduce en mejores cifras del PMI Composite, que pasó de 53,8 en abril a 57,1 en mayo, y volvió a superar las expectativas. Las ventas minoristas de abril bajaron un 3,3% debido a las restricciones impuestas a los comercios no esenciales, pero se espera que se recuperen, ya que las tasas de ahorro en la zona euro a finales del 1T 2021 eran un 9,2% superiores a su nivel anterior a la pandemia.

La tasa de inflación anual se aceleró hasta el 2% en mayo —el máximo desde octubre de 2018— frente al 1,6% de abril y por encima de las previsiones del mercado del 1,9%, impulsada principalmente por el aumento del coste de la energía (13,1% frente al 10,4% de abril). Este repunte de la inflación ya se esperaba debido a los efectos de base y a

factores temporales, y el Banco Central Europeo (BCE) no varió sus compras de activos tras la reunión de junio, a pesar de que la inflación superó su objetivo del 2%. El BCE también mejoró las previsiones de crecimiento del PIB y de inflación, respectivamente, hasta el 4,6% y el 1,9% para 2021, y el 4,7% y el 1,5% para 2022, mientras que la inflación subyacente seguía muy por debajo del objetivo en mayo, con un aumento del 0,7% al 0,9%.

CHINA

El índice de impulso crediticio de China volvió a caer en mayo a su mínimo desde marzo de 2020, ya que el Banco Popular de China está tratando de normalizar progresivamente su política mediante la reducción de los estímulos por la pandemia y la contención del nivel de deuda. Pekín también anunció que reforzará el control de los precios del mineral de hierro, el cobre, el maíz y otras materias primas importantes para garantizar que el aumento de los precios no afecte a la recuperación del país, ya que la diferencia entre el IPP y el IPC aumentó un 7,7% en mayo, la mayor registrada. Entre los componentes que lastraron el IPC se encontraban los precios de la carne de cerdo, que cayeron un 23,8% en mayo debido a que los ganaderos intentan vender sus animales en medio de un nuevo brote de gripe porcina.

EL ENTORNO DE DIFERENCIALES DE CRÉDITO REDUCIDOS PODRÍA PERSISTIR DURANTE UN TIEMPO

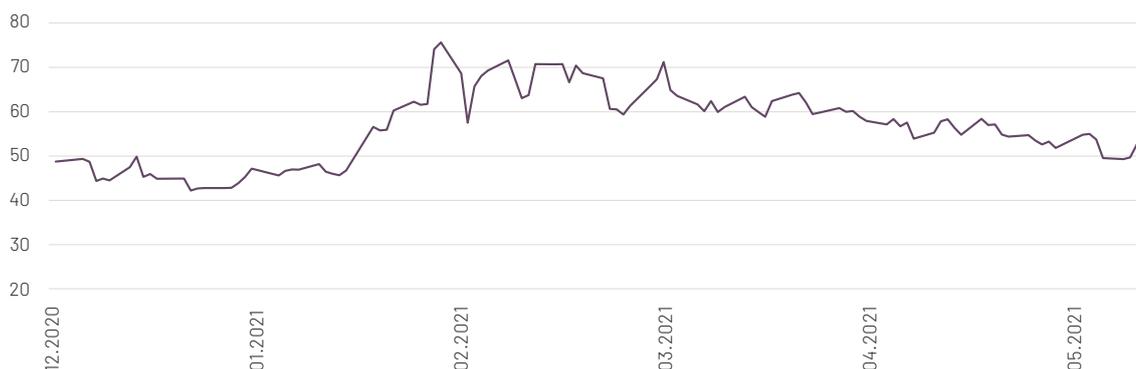
El firme consenso sobre la dirección positiva del crecimiento económico, la estabilidad de las políticas fiscales y monetarias de apoyo, y el enorme volumen de liquidez existente en el sistema están manteniendo la fortaleza de la demanda de crédito, incluso con unas expectativas de rentabilidad moderadas.

BANCOS CENTRALES

A pesar de la aceleración del crecimiento y de unas cifras de la inflación al alza, los bancos centrales mantienen su política ultra acomodaticia. El BCE reiteró su declaración de ofrecer condiciones de financiación muy baratas, renovando su compromiso de mantener un programa de compra de bonos de emergencia más rápido. Por su parte, la Fed ha empezado a hablar de retirada gradual. Sin embargo, dado que el banco central cree que el reciente aumento de la inflación es, en su mayor parte, temporal y que el actual nivel de desempleo que aún está lejos del nivel anterior a la pandemia, no prevemos ningún cambio antes de principios de 2022. No obstante, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto también adelantaron la fecha prevista para la subida de los tipos de interés oficiales y la proyección mediana mostrada por los *Dot Plot* apunta ahora a dos subidas en 2023. Esta noticia resultó ser una sorpresa «alcista», ya que los participantes en el mercado estaban más centrados en un cambio de tono u orientación en la retirada gradual de estímulos.

Este año, la curva estadounidense ha registrado un importante movimiento de *bear-steepening* (pendiente más pronunciada por el descenso de la rentabilidad a menor plazo). Los tipos europeos demostraron que no son inmunes a un aumento de la prima a plazo en las curvas de rendimiento mundiales. En los dos últimos meses, la presión se ha calmado y los rendimientos han bajado a pesar de la publicación de datos de la inflación al alza. De hecho, el reciente descenso de los rendimientos del Tesoro de EE. UU. está respaldando el discurso de la Fed sobre la inflación y la idea de que, si hay cambios en la política ultra acomodaticia, es probable que estos se produzcan de forma muy gradual. Sin embargo, esperamos más volatilidad (gráfico 4) y una mayor presión sobre los tipos de interés estadounidenses en los próximos meses, opinión reforzada por la última reunión del FOMC.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD IMPLÍCITA DE LOS TIPOS ESTADOUNIDENSES - 2021



Fuentes: Índice ICE BofA MOVE, Indosuez Wealth Management



La tasa de morosidad podría descender en torno al **2%** a fin de 2021

DEUDA CORPORATIVA

Los diferenciales de crédito se calmaron el mes pasado, tras el impresionante repunte de 2021. Las valoraciones de los créditos del *investment grade* (IG) son excesivas, pero el entorno de recuperación del crecimiento debería seguir favoreciendo que esta clase de activos supere a los bonos soberanos. Dentro del universo de IG, las oportunidades de inversión siguen siendo cada vez más escasas. Seguimos prefiriendo los valores BBB y los subordinados financieros, a la espera, en el mejor de los casos, de una rentabilidad similar a la del *carry*. Es probable que el entorno de bajos diferenciales pueda seguir muchos meses más. De hecho, el firme consenso sobre la dirección positiva del crecimiento económico, la estabilidad de las políticas fiscales y monetarias de apoyo, y la enorme cantidad de liquidez existente en el sistema están manteniendo una fuerte demanda de crédito, incluso con unas expectativas de rentabilidad moderadas. Con unos tipos libres de riesgo bajos/negativos, es poco probable que los inversores dejen pasar el *carry* de los diferenciales, incluso si creen que se avecina una recesión económica dentro de 16-24 meses.

En cuanto al crédito del alto rendimiento, los fundamentales están mejorando y esperamos que continúe la actividad benigna de las tasas de impago.

Con un volumen muy reducido de operaciones en niveles de dificultades, unos mercados de capitales con las puertas abiertas, y un sólido entorno económico y de beneficios, creemos que es muy probable que la tasa de impago de EE. UU. disminuya en torno al 2% a fin de 2021, muy por debajo de su media histórica.

DEUDA EMERGENTE

El diferencial entre el crecimiento de los países emergentes y el de los mercados desarrollados pasa a ser negativo en el 2T 2021. Sin embargo, aparecen buenas noticias de la mejora de los parámetros del crédito emergente, especialmente teniendo en cuenta el entorno macroeconómico. Vemos margen para que los diferenciales emergentes se ajusten ligeramente en medio de nichos de precios bajos. Seguimos favoreciendo la duración más corta, dada la pendiente plana de las curvas de crédito emergentes y del segmento de alto rendimiento, que proporciona más amortiguación frente a la posible presión al alza de los rendimientos. Estratégicamente, se prefiere el crédito asiático, pero debemos reconocer que el clima general del mercado es más débil actualmente debido al entorno de restricción del crédito, las corrientes de noticias negativas y el aumento de los riesgos idiosincrásicos en China.

El punto álgido del ciclo está cada vez más cerca, pero aún es pronto para ponerse a la defensiva: aunque el PMI de EE. UU. está alcanzando un máximo histórico, lo que puede considerarse razonablemente como un punto álgido, el PMI de la zona euro va a seguir subiendo en los próximos meses, especialmente, en el sector de los servicios.



Revisión al alza de las expectativas de crecimiento del BPA mundial de 2021 al

+35%, seguido por un **+11%** en 2022

La fase de expansión se ve favorecida por el despliegue de vacunas, la progresiva flexibilización de las restricciones aún vigentes en muchas zonas y la facilidad de los efectos de base en toda una serie de indicadores de consumo. La próxima puesta en práctica del paquete fiscal estadounidense y el fondo de recuperación de la UE serán igualmente un factor de apoyo.

Los temores inflacionistas se vieron reforzados por el repunte de los precios de las materias primas, aunque recientemente se hayan desvanecido con la estabilización de estos, lo que permitirá a la Fed mantener la opinión de que la inflación es realmente «transitoria» y que el «abismo presupuestario» debe seguir postergándose.

ESTADOS UNIDOS

El S&P 500 sigue subiendo y marcando nuevos máximos históricos, al tiempo que el indicador de volatilidad implícita, el VIX, llega a mínimos de un año, aunque se observa un repunte tras el comité de la Fed. El mercado se ve impulsado por un clima de calma ligado a la reapertura de la economía, los programas de vacunación y los planes de gasto presupuestario. Aunque los tipos estadounidenses a largo habían provocado una fuerte rotación de estilos entre *Growth* y *Value* desde principios de año, esta se ha estancado en un entorno en el que los tipos se han relajado desde el fin de marzo.

En términos intermensuales, el mercado de renta variable estadounidense volvió a estar dominado por la tecnología de la información y los servicios de comunicación, mientras que el peor comportamiento fue para los materiales y el sector financiero.

Por último, los inversores siguen muy atentos a cualquier dato que refleje presiones inflacionistas, ya que un deterioro podría tener consecuencias negativas en los mercados de renta variable estadounidenses.

EUROPA

Confirmamos nuestra postura positiva sobre los mercados de renta variable europeos para los próximos meses. De hecho, la recuperación económica va por buen camino: el ritmo de vacunación probablemente alcanzará al Reino Unido y a EE. UU., el PMI Composite debería seguir mejorando (gráfico 5) y el Fondo de Recuperación empezará a aplicarse en verano. Asimismo, el mercado europeo está más sesgado hacia los sectores cíclicos y *Value* que el resto del mundo, lo que debería considerarse una ventaja cuando la actividad económica se acelere. En segundo lugar, seguirá la revisión al alza las expectativas de BPA. En tercer lugar, los niveles absolutos de valoración actuales pueden sustentarse, dado el entorno de tipos de interés reales negativos en el que prevemos seguir.

GRÁFICO 5: PMI SERVICIOS EE. UU. Y EUROPA



Los PMI manufactureros han alcanzado máximos históricos y deberían tocar techo pronto. Sin embargo, es probable que los servicios se pongan al día a continuación, especialmente en Europa, donde la economía acaba de empezar a reabrirse

Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Indosuez Wealth Management.

Por último, el historial de posicionamiento bajo en la zona y las recientes corrientes de entrada podrían ser otro factor positivo. Sin embargo, es importante tener en cuenta que tanto los indicadores técnicos como los de confianza son excesivos, lo que se requiere cierta prudencia (gráfico 6).

MERCADOS EMERGENTES

En la actualidad, los mercados de valores asiáticos no reflejan una dirección real. El nerviosismo existente por las tendencias de contagio de la COVID-19, además de la inflación y el aumento los tipos de interés en EE. UU., deberían provocar que los inversores mundiales mantengan la cautela en la renta variable de los mercados emergentes a corto plazo.

Sin embargo, la economía china se encuentra ya en proceso de normalización. Los datos económicos publicados siguen siendo muy positivos en términos absolutos, aunque el ritmo es más lento que en los últimos meses. Creemos que la siguiente etapa del crecimiento chino llegará de los sectores de consumo en reapertura. Seguimos siendo optimistas con respecto a la renta variable china desde un punto de vista fundamental, así como al sector de semiconductores de Asia.

Creemos que el mercado aún no ha descontado totalmente la gravedad de la actual ola de la COVID-19 en el sudeste asiático y la India, lo que podría suponer factores adversos para estos mercados bursátiles más adelante.

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

Dentro de la renta variable asiática, recientemente hemos aumentado la exposición a Corea hasta una sobreponderación. Por lo tanto, actualmente estamos sobreponderados en China, Corea del Sur y Singapur, neutrales en Indonesia y Filipinas, e infraponderados en la India, Taiwán, Malasia y Tailandia.

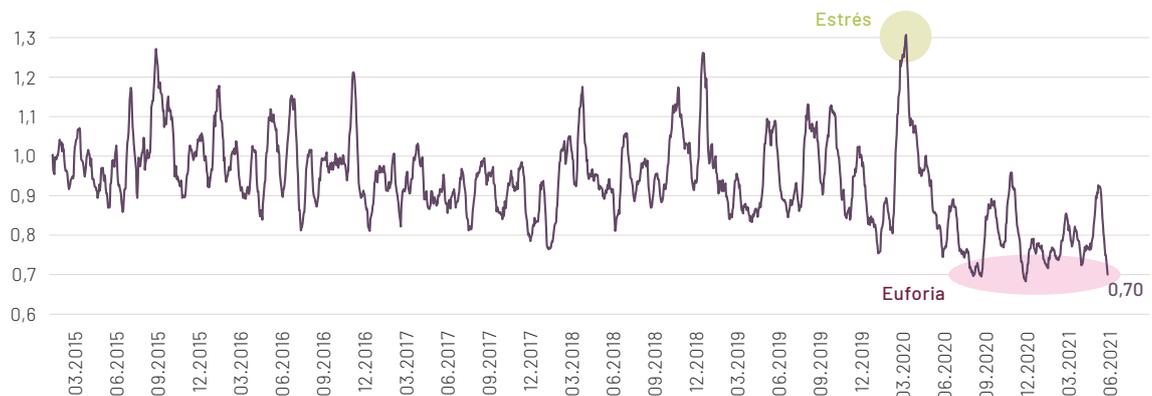
ESTILO & SECTORES

Algunos sectores defensivos, como la atención sanitaria y el consumo básico, han mejorado su comportamiento en las últimas semanas, en consonancia con la pausa en los rendimientos de los bonos estadounidenses y las expectativas de inflación. Si los rendimientos de los bonos siguen subiendo, deberían volver a pesar en estos sectores. El menor ímpetu de las revisiones de beneficios y el escaso poder de fijación de precios deberían ser igualmente un lastre para el rendimiento relativo.

Las condiciones favorables a los sectores *Value* siguen presentes, aunque el mes pasado hayamos asistido a una estabilización de los precios de las materias primas y de las expectativas de inflación.

Por otro lado, el ímpetu de los valores de crecimiento está mejorando lentamente tras el deterioro de los últimos meses, aunque, dado que las empresas se enfrentan a un aumento de los costes de los insumos, creemos que el mercado se va a centrar más en el poder de fijación de precios y el apalancamiento operativo que en el impacto de la valoración. Desde este punto de vista, el segmento tecnológico ofrece una buena alternativa.

GRÁFICO 6: RATIO VENTA/COMPRA, EL MERCADO MUESTRA SIGNOS DE EUFORIA



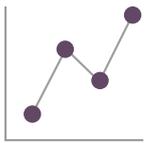
El ratio venta/compra (put/call) ha vuelto a su nivel mínimo, lo que confirma que, en su mayor parte, el mercado está posicionado al alza, con fuertes posiciones abiertas en el lado de la venta. Consideramos este aspecto desde el punto de vista opuesto. Cuando el mercado es demasiado optimista, aumenta su vulnerabilidad a un posible catalizador negativo, ya que los inversores se arriesgan a revertir las posiciones.

Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Indosuez Wealth Management.

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE ENCUENTRA APOYO EN LOS TRANQUILOS MERCADOS ESTIVALES



La debilidad del dólar se tomó por fin un respiro en junio, en un entorno de actividad inicialmente moderada y después de un giro alcista de la Fed. Los mercados de divisas parecen mantenerse a la espera en busca de nuevas temáticas para negociar a medida que empieza el periodo estival, más tranquilo, el momento de sanear posiciones y analizar nuevas direcciones, aunque el giro alcista de la Fed puede abrir la puerta a que otros bancos centrales modifiquen su política.



Niveles sólidos después de la pandemia cercanos a

5,00
USD/BRL

LA LIBRA ESTERLINA NECESITA MÁS ENERGÍA

Hasta ahora, la libra ha ido fluctuando impulsada por los acuerdos del Brexit del año pasado, un programa de vacunación bien avanzado y unos indicadores económicos muy positivos de cara al futuro. Sin embargo, parece que este impulso está agotándose y la moneda tiene dificultades para seguir ganando terreno desde mediados de mayo. El plan de regulación temporal de empleo del Gobierno vencía este mes, lo que pondrá a prueba el verdadero estado del mercado laboral, y el retraso forzado de la reapertura de cuatro semanas probablemente hará mella en la confianza a corto plazo. Sin embargo, el aspecto positivo es la perspectiva de los tipos de interés: el Banco de Inglaterra ha empezado a realizar ciertas declaraciones de tono ligeramente alcista y, si la reapertura resulta ser tan sólida como se espera, pronto podríamos volver a ver a la libra esterlina en cabeza.

EL REAL BRASILEÑO, EN MÁXIMOS

En junio, el real brasileño alcanzó niveles muy sólidos después de la pandemia, cerca de los 5,00 USD/BRL, gracias a la subida de los tipos de interés, la desaparición de los nubarrones políticos (a corto plazo) y el repunte de las materias primas, todo lo cual alimentó la cancelación de las coberturas en dólares estadounidenses. De hecho, creemos que el real tiene margen para apreciarse hasta 4,80 por dólar estadounidense (el nivel más fuerte observado después de la pandemia, en junio de 2020), sobre todo, si el dólar sigue retrocediendo durante el verano. Sin embargo, también reconocemos que hay nubarrones en un horizonte distante: las elecciones presidenciales de 2022 traerán la voz y la volatilidad asociadas a la candidatura del expresidente Lula a la reelección. Aunque existen grandes riesgos al alza para el real brasileño, no creemos que superen todavía los riesgos a la baja.

YUAN CHINO: POSICIÓN NEUTRAL

El yuan chino se ha apreciado un 12% frente al dólar estadounidense desde los mínimos de 7,19 en mayo de 2020 (gráfico 7). Aunque, hasta ahora, las autoridades chinas se han limitado en su mayor parte a intervenir verbalmente, el banco central ha anunciado un aumento del coeficiente de reserva de divisas por primera vez en diez años. Esto indica que el banco central es reacio a permitir una apreciación unidireccional del yuan. Aunque los fundamentales de China siguen siendo favorables para la moneda a largo plazo, pasamos a ser más neutrales a corto plazo. A largo plazo, seguimos siendo compradores de yuanes chinos cuando haya caídas y esperamos una corrección hacia 6,50 frente al dólar estadounidense antes de iniciar una posición larga.

En consecuencia, el alza del EUR/USD debería ser limitada. Con el reciente giro de la retórica de la Fed, el mercado se centrará más en los datos de EE. UU. y en el discurso de la Fed. Tras la caída por debajo de 1,20, es probable que el EUR/USD varíe dentro de un rango durante el verano, con un soporte en 1,18.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE: DEBILIDAD FIRMEMENTE PAUSADA

La reunión de la Fed de junio pulsó el botón de pausa en la debilidad del dólar en un futuro inmediato: mientras los mercados de tipos seguían dudando de los mensajes ultraacomodatícios de la Fed, los mercados de divisas, que se habían dejado llevar por una visión bajista del dólar, se corrigieron rápidamente hasta la mitad de los rangos de 2021. No obstante, el giro alcista de la Fed no es motivo para defender un argumento alcista para el dólar, ya que todavía están prometiendo una política muy acomodaticia durante mucho tiempo y, una vez que el mercado supere el entusiasmo inicial, es probable que nos quedemos en «modo neutral» respecto al dólar durante el verano. Mientras tanto, la inflación y el déficit estadounidenses siguen siendo muy elevados, por lo que las perspectivas siguen tan poco claras como siempre, aunque es indudable que los datos económicos traerán más volatilidad, ya que unas cifras positivas fomentarán aún más la revisión de los tipos de interés del dólar.



El alza del
EUR/USD
debería
ser limitada

EL EURO HA ENCONTRADO SU RESISTENCIA

La semana pasada, el BCE mantuvo sus tipos de interés en el 0% (tipo de refinanciación) y el -0,5% (tipo para depósitos), tal y como se esperaba. Se prevé que las compras del programa PEPP se lleven a cabo a un ritmo mucho mayor durante el verano. Tanto el crecimiento del PIB como la inflación de la zona euro se han revisado al alza para los próximos dos años. Sin embargo, Christine Lagarde señaló que sería completamente prematuro debatir una retirada gradual de estímulos y reiteró que la Unión Europea (UE) y EE. UU. se encuentran en etapas diferentes de los ciclos económicos.

GRÁFICO 7: EL USD/CNH COMPLETA EL DOBLE TECHO



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



ESCENARIO CENTRAL

- Nuestro escenario central de inversión sigue bien anclado, basado en el supuesto de una fuerte recuperación impulsada por una combinación de políticas de apoyo y una aceleración de las campañas de vacunación.
- Esta recuperación está acercándose a su máximo nivel en EE. UU. y la zona euro está poniéndose al día.
- Esta inflexión del escenario queda confirmada por el aumento de las encuestas de actividad de mayo en la zona euro, que refleja la relajación de las medidas de confinamiento y apunta a una fuerte recuperación del PIB en el 2S 2021.
- Los datos macroeconómicos siguen siendo volátiles y la creación de empleo en EE. UU. se ha visto afectada por los cheques de estímulo a los hogares, algo que probablemente se resolverá en los próximos meses.
- Las cifras de la inflación en EE. UU. han sorprendido al alza en mayo, con un aumento de precios del 5% interanual y una inflación subyacente del 3,8% interanual, lo que refleja efectos de base y un número creciente de los cuellos de botella; se esperaba que el pico de la inflación se produjera en el 2T 2021, pero esta podría mantenerse en un nivel estable elevado en el 2S 2021, con efectos de base restantes a finales de 2021 (frente a un mundo que volvía a los confinamientos en el 4T 2020).
- Esta continua mejora del entorno se traduce en un mayor crecimiento de los beneficios (sobre todo, en los sectores cíclicos y en proceso de reapertura) y en un descenso de las tasas de impago.

- Al mismo tiempo, surge la cuestión del calendario de normalización de los bancos centrales, que será el centro de atención entre los inversores en los próximos meses, y puede afectar a la dirección de los activos de riesgo.

RENTA FIJA

- Prevemos un aumento moderado de la pendiente de la curva de tipos de interés después de haberse aplanado, también de forma moderada, en el 2T 2021.
- 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 *carry* en el alto rendimiento deberían ofrecer rentabilidades positivas a medio plazo.
- Los bonos ligados a la inflación ofrecen una cobertura interesante a medio plazo frente a un incremento de la inflación, pero los puntos de equilibrio de la inflación registraron un sólido comportamiento en abril y empezaron a consolidarse en mayo como se esperaba.
- 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 siguen siendo atractivos en la deuda corporativa asiática; más allá, los fundamentales empiezan a mejorar en la deuda corporativa latinoamericana.
- La deuda emergente en moneda local se ha beneficiado del retorno del *carry* y de la recuperación de varias divisas emergentes, tal como preveíamos los dos últimos meses.

RENTA VARIABLE

- Se mantiene una visión optimista sobre la renta variable a escala global, 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.
- Las valoraciones de la renta variable son elevadas y es probable que sean vulnerables a la subida de los tipos, el exceso de euforia y la volatilidad estacional, pero no identificamos un catalizador que pueda alimentar una corrección masiva en verano.
- El posicionamiento debería favorecer las posiciones *Value* y cíclicas frente a las de calidad y defensivas, que son más vulnerables a una subida de los tipos, pero se mantiene un buen equilibrio entre el *Value* y el crecimiento secular.
- 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, con el inicio de la recuperación del mercado a mediados de mayo.

DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

- EUR/USD: La reunión de la Fed de junio ha supuesto una pausa del debilitamiento del dólar; con vistas al futuro, el EUR/USD podría verse más influenciado por el debate sobre la retirada gradual de estímulos que por la recuperación macroeconómica de la zona euro, lo que podría limitar la fortaleza de la divisa.
- Yuan chino: tácticamente más neutral desde finales de mayo con un debilitamiento hacia 6,50/6,60 frente al dólar estadounidense.
- Yen: un punto de entrada interesante con un mínimo de varios años frente al euro.
- Divisas emergentes: tras la esperada recuperación del real brasileño, más neutralidad en este nivel frente al dólar estadounidense.
- Oro: tras una reciente recuperación explicada por el descenso de los tipos de interés reales, el oro se ha visto afectado por el aumento de la pendiente de la curva de tipos que siguió a la reunión de la Fed y es vulnerable a corto plazo, aunque 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.

08 • Estado del mercado (moneda local)

VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 16 DE JUNIO DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,58%	-9,56	66,22
Francia 10A	0,13%	-15,00	47,60
Alemania 10A	-0,25%	-13,90	32,20
España 10A	0,40%	-21,10	35,30
Suiza 10A	-0,21%	-8,70	33,80
Japón 10A	0,05%	-3,20	2,80

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	43,72	-0,16%	-3,38%
Deuda pública EUR	220,07	0,79%	-0,94%
Deuda corporativa EUR (HY)	213,05	1,03%	2,90%
Deuda corporativa USD (HY)	326,13	1,16%	2,50%
Deuda pública EE. UU.	321,58	0,07%	-1,32%
Deuda corporativa emergente	52,11	0,15%	-1,86%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,09	-0,94%	0,80%
GBP/USD	1,40	-0,90%	2,33%
USD/CHF	0,91	0,50%	2,65%
EUR/USD	1,20	-1,48%	-1,81%
USD/JPY	110,71	1,36%	7,23%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	18,15	-4,03	-4,60

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.223,70	2,62%	12,45%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.184,95	3,38%	11,21%
Stoxx Europe 600	459,86	5,39%	15,24%
Topix	1.975,86	4,25%	9,49%
MSCI World	3.008,48	3,35%	11,84%
Shanghai SE Composite	5.080,49	-1,77%	-2,51%
MSCI Emerging Markets	1.370,00	3,20%	6,10%
MSCI Latam (América Latina)	2.650,39	6,90%	8,10%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	281,56	4,39%	16,70%
MSCI Asia Ex Japan	882,57	2,25%	4,70%
CAC 40 (Francia)	6.652,65	6,23%	19,84%
DAX (Alemania)	15.710,57	3,95%	14,52%
MIB (Italia)	25.767,54	5,23%	15,90%
IBEX (España)	9.202,20	1,45%	13,98%
SMI (Suiza)	11.982,03	8,48%	11,94%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.966,00	-7,68%	17,68%
Oro (USD/Onza)	1.811,47	-3,11%	-4,58%
Crudo WTI (USD/Barril)	72,15	13,87%	48,70%
Plata (USD/Onza)	27,81	-0,70%	5,30%
Cobre (USD/Tonelada)	9.667,00	-3,34%	24,48%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,25	9,68%	28,04%

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

MARZO 2021	ABRIL 2021	MAYO 2021	DESDE 4 SEMANAS	01.01.21 A 16.06.21
6,08%	5,24%	7,75%	6,90%	16,70%
4,80%	4,52%	5,29%	5,39%	15,24%
4,25%	3,82%	4,06%	4,39%	12,45%
4,24%	3,19%	2,14%	4,25%	11,84%
3,98%	2,41%	2,12%	3,38%	11,21%
3,55%	2,37%	1,30%	3,35%	9,49%
3,11%	2,02%	1,26%	3,20%	8,10%
-1,70%	1,81%	1,01%	2,62%	6,10%
-2,66%	1,49%	0,76%	2,25%	4,70%
-5,40%	-2,85%	0,55%	-1,77%	-2,51%

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 o emitir 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 supección de 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, supección de 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 Muhairi 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, supección de 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 18.06.2021.

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.

