

MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Septiembre de 2021

Focus
Inflación procíclica

• Índice

| | |
|--|-----|
| 01• Editorial | P3 |
| LA PROSPERIDAD COMÚN: ¿CONVERGENCIA O DIVERGENCIA ENTRE ORIENTE Y OCCIDENTE? | |
| 02• Focus | P4 |
| INFLACIÓN PROCÍCLICA | |
| 03• Macroeconomía | P6 |
| ¿HA EMPEZADO YA A DILUIRSE EL ÍMPETU MACROECONÓMICO? | |
| 04• Renta fija | P8 |
| RETIRADA GRADUAL DE ESTÍMULOS SIN FASE DE AGITACIÓN | |
| 05• Renta variable | P10 |
| IMPORTANTES BENEFICIOS FRENTE A LA RETIRADA GRADUAL DE ESTÍMULOS | |
| 06• Divisas | P12 |
| UN VERANO TRANQUILO CON MOVIMIENTOS ILÍQUIDOS | |
| 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 |

LA PROSPERIDAD COMÚN: ¿CONVERGENCIA O DIVERGENCIA ENTRE ORIENTE Y OCCIDENTE?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Estimado/a lector/a:

Indudablemente, esta década es diferente a cualquier otra anterior. En solo un año, los países occidentales han pasado de un triple consenso de liberalismo/globalización/disciplina presupuestaria a una visión más controlada del capitalismo y a una mayor protección de sus fronteras, al tiempo que han lanzado programas de estímulo fiscal de una magnitud sin precedentes. Esto recuerda al estado de bienestar de los años de Roosevelt o de la posguerra en Europa, cuando el papel del Estado se amplió sustancialmente y el objetivo económico de los Gobiernos no se limitaba a las tasas de crecimiento, sino que consistía en mejorar el bienestar de la población. La cuestión que se plantea ahora a las empresas es si las subidas de impuestos y la aceptación de una mayor dosis de inflación salarial acabarán afectando a los márgenes récord registrados en el 2T y que han llevado a las bolsas a nuevos máximos.

Al otro lado del mundo, cambio de situación también en China. Después de casi tres décadas de un desarrollo algo desenfrenado del capitalismo, iniciado por las primeras reformas de Deng Xiaoping, y continuado por Jiang Zemin y después por Hu Jintao, la China de Xi Jinping parece estar aplicando un calibrado diferente entre el Estado y el mercado. El endurecimiento normativo observado este verano en una creciente lista de sectores se ajusta a la búsqueda de la «prosperidad común», un concepto defendido en muchas ocasiones por los predecesores de Xi Jinping y reiterado recientemente en el centenario del partido.

No se trata de un mero eslogan: esta vez, la idea es recrear las condiciones para un mayor reparto y participación de la población en el crecimiento —tras un marcado aumento de la desigualdad— y de favorecer los datos demográficos de un país ya envejecido, en el que el coste de tener hijos (vivienda y educación) se han vuelto desorbitados.

Estas medidas, que se asemejan al dirigismo económico, con decisiones espectaculares que han reducido prácticamente a la nada el valor de mercado de sectores enteros, como la educación, no suponen un paso atrás. No se trata del fin del capitalismo chino, sino de una nueva fase marcada por una mayor presencia del Estado y la búsqueda del equilibrio entre el mercado y la sociedad, condición para la estabilidad social del país y vital para el partido. Además, supone limitar el poder de los grandes grupos tecnológicos y el uso que hacen de los datos. De ello pueden extraerse tres conclusiones: en primer lugar, en China, los anuncios van seguidos de acciones, y más rápidamente de lo previsto; en segundo lugar, los responsables políticos parecen inmunes a los grupos de presión de los sectores afectados; y, en tercer lugar, la lista de los sectores afectados podría ampliarse.

Después de 18 meses, en los que los inversores se centraron en la pandemia y, después, en los planes de recuperación monetaria y fiscal, podría ser el momento de pasar la atención a la cuestión del marco político y los cambios en curso, de los cuales podrían surgir tres versiones del capitalismo y de la combinación de políticas: un modelo neorooseveltiano en Washington (el Estado como reformador y constructor), un modelo neobeverigdeano en Europa (el Estado como asegurador y redistribuidor) y la prosperidad dirigida por el Estado en China. El cambio es tanto más necesario cuanto que los acontecimientos geopolíticos del verano han acelerado unas tendencias ya bien ancladas: el retroceso de EE. UU., el intervencionismo imposible de Europa, el avance de las regiones de China.

En los últimos meses, el aumento de los precios en EE. UU. ha sido un tema candente en los mercados, con una inflación a niveles récord nunca vistos en los últimos diez años. La opinión de la Fed sobre la inflación transitoria —explicada por los efectos de base y los cuellos de botella de la oferta debido a la reapertura de las economías, que implican una fuerte recuperación— ha sido respaldada por los mercados y se refleja en la estabilización de las expectativas de inflación, mientras que las cifras de la inflación parecen haber tocado techo en las últimas publicaciones. No obstante, cabe preguntarse si, a medio plazo, el posible aumento de las expectativas y la aceleración del crecimiento salarial podrían desencadenar una inflación sostenida.

En junio, las empresas de ocio y hostelería sumaron 394.000 nuevos puestos de trabajo desestacionalizados, pero muchas de ellas, que dependen principalmente de trabajadores poco remunerados, tuvieron dificultades para contratar nuevos empleados y satisfacer la creciente demanda que supone la fuerte recuperación de la economía estadounidense. Como respuesta, compañías como Chipotle o McDonald's decidieron aumentar los salarios para atraer a nuevos trabajadores. En el caso de Chipotle, esta decisión ha dado sus frutos, ya que la contratación se ha acelerado, aunque la empresa también ha decidido repercutir el aumento de los costes laborales en los precios con una subida del 3,5% al 4% en el menú. Mientras que hay quien pueda considerar que la inflación actual es transitoria, la inflación salarial no lo es en absoluto, ya que las empresas no recortan los salarios como podrían recortar los precios: los salarios son más rígidos.

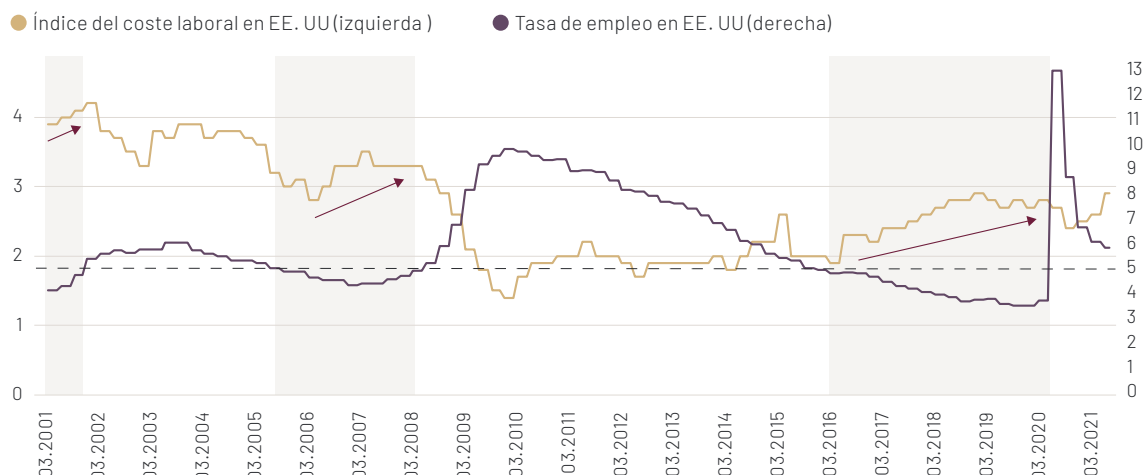
Para hacer frente al incremento de los costes laborales (y, por lo tanto, a la reducción de los márgenes) las empresas tienen dos opciones: subir los precios para absorber los costes o aumentar la productividad. Por lo tanto, la productividad influye en que las empresas puedan aumentar los costes laborales unitarios sin subir los precios, algo que llevaría a una mayor inflación. Además, cuando una empresa se compromete a aumentar los salarios, puede obligar a las empresas competidoras a seguir su ejemplo para seguir siendo atractivas para los que buscan empleo.

Aunque la inflación ha superado significativamente el objetivo de la Fed desde abril, la tasa de desempleo (5,4% en julio) aún dispone de margen de maniobra antes de llegar al nivel anterior a la pandemia, del 3,5%. Los próximos meses deberían marcar el camino de un mercado laboral fuerte, con una gran participación y un desempleo reducido, ya que la Fed prevé que la tasa de desempleo sea del 3,8% en diciembre de 2022 y del 3,5% en diciembre de 2023. Durante el siglo XX, la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE. UU. estimó la tasa de paro no inflacionista entre el 4% y el 5%. Como se muestra en el gráfico 1, en los últimos ciclos, las fases de aumento de los salarios se produjeron cuando la tasa de desempleo era inferior al 5%.

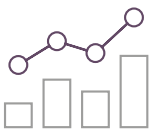
INFLACIÓN SALARIAL: UNA HISTORIA DE 2022?

El crecimiento salarial es un punto crítico al hablar de la aparición de un ciclo de inflación, en el que los precios aumentan, seguido de un aumento de las expectativas de precios de los trabajadores, que piden entonces salarios más elevados.

GRÁFICO 1: LOS PERIODOS DE INFLACIÓN SALARIAL SUELEN PRODUCIRSE CUANDO LA TASA DE DESEMPLEO ES INFERIOR AL 5%



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



El salario mínimo de los trabajadores poco remunerados es ahora un **26%** mayor que antes de la pandemia

Por lo tanto, suponiendo que esta pueda caer por debajo del 5% en 2022, una contracción del mercado laboral supondría una mayor presión al alza sobre los salarios a medio plazo, aunque es probable que este aún no sea el caso en 2021. Asimismo, el salario medio por hora creció un 3,6% interanual, aunque, si se ajusta por la inflación, se produce una pérdida de poder adquisitivo de los consumidores estadounidenses del 1,7% en el último año. Al mismo tiempo, mientras los ingresos reales de los trabajadores se desplomaban, las empresas estadounidenses registraban grandes beneficios, impulsados por el sólido crecimiento económico. En un informe publicado en agosto, TS Lombard explica que podríamos esperar una fuerte demanda salarial en 2022 para recuperar los ingresos reales perdidos y beneficiarse de las ganancias obtenidas por los empleadores, ya que estiman que los salarios suelen seguir la senda de los beneficios de las empresas con un año de retraso. En un contexto de fortalecimiento del mercado laboral en el próximo año, lo que significa más poder de negociación para los trabajadores, aumentaría la probabilidad de ver satisfecha parte de estas demandas salariales, lo que podría dar paso a un proceso de inflación en función de la capacidad de las empresas para aumentar su productividad.

EL PAPEL DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Otro punto clave al hablar de un proceso inflacionista son las expectativas de inflación de los consumidores. Si se prevé inflación, hay que pedir prestado contra los ingresos futuros para comprar hoy lo que será más caro mañana, lo que implica que debe confiar en que los salarios aumentarán. Por lo tanto, podemos observar que las expectativas salariales de los consumidores han empezado a repuntar recientemente —aunque sigan por debajo de los niveles anteriores a la pandemia—, ya que las expectativas inflacionarias publicadas por la Universidad de Michigan se mantuvieron en niveles elevados y apuntaron al 4,2% en junio. En cuanto a las expectativas inflacionarias del mercado incorporadas a los mercados de renta fija, los puntos de equilibrio de la inflación (a 5 años) están estables desde marzo en torno al 2,5%

Los datos económicos posteriores a la vacunación deberían proporcionar un entorno más normal y liberar parte de la presión de los salarios, lo que otorgaría más tiempo a la Fed. Goldman Sachs estimó que la finalización de las prestaciones del seguro de desempleo federal a escala nacional

aumentaría sustancialmente la oferta de mano de obra y reduciría el poder de negociación de los trabajadores poco remunerados. Además, la vuelta al pleno empleo debería conllevar una re-aceleración gradual del crecimiento salarial hasta el 3,5%-4%, una tasa que seguiría siendo coherente con el objetivo de inflación de la Fed del 2%, basado en un aumento medio de la productividad de entre el 1,5% y el 2%. Esta previsión es contraria a la idea de que la espiral de salarios/precios ya está en marcha y cobrará fuerza en 2022.

MARGEN DE BENEFICIO EN RIESGO

Al otro lado del Atlántico, los márgenes de beneficios de las empresas se situaron en un nivel récord del 11,1% en el 2T, y el crecimiento sin precedentes de los beneficios empresariales llevó al S&P 500 a máximos históricos durante 2021. No obstante, Bank of America declara que el debate sobre la inflación en las reuniones de presentación resultados del 2T llegó a niveles sin precedentes, y las menciones a la inflación y la inflación laboral se incrementaron un 900% y un 117%, respectivamente, en términos interanuales. Estas cifras reflejan el posible aumento de la presión salarial que se avecina, especialmente, en el consumo discrecional y la industria, dos de los sectores más intensivos en mano de obra del índice.

Desde el punto de vista del inversor, en caso de que la inflación sea más persistente de lo que actualmente descuentan los mercados, una inflación derivada de los salarios se traduciría en un mayor gasto, que suele corresponder a contextos de fuerte crecimiento económico. Suponiendo que el bucle de retroalimentación precios-salarios se mantenga controlado y se evite una situación no deseada de inflación elevada que implique una intervención de los bancos centrales, este panorama podría ser una prueba para los mercados bursátiles, con valoraciones elevadas, mientras que sería negativo para los activos nominales. El aumento de los salarios generaría presión sobre los márgenes de las empresas y llevaría a los inversores a preferir las acciones de aquellas compañías que disfruten de un gran poder de fijación de precios y que, por lo tanto, puedan repercutir el aumento de los costes laborales en los precios. En cualquier caso, valdrá la pena seguir de cerca las próximas cifras del mercado laboral y de la inflación para determinar si la inflación generada por los salarios será noticia en 2022.

¿HA EMPEZADO YA A DILUIRSE EL ÍMPETU MACROECONÓMICO?

Mientras que se espera que la mayoría de los efectos de base sean menos beneficiosos a medida que pase el tiempo, el ímpetu macroeconómico se ha debilitado en EE. UU., a pesar de que la dinámica positiva del mercado laboral plantea dudas sobre el momento de la retirada gradual de estímulos. En Oriente, los últimos datos macroeconómicos de China han decepcionado las expectativas del mercado y los inversores esperan ahora una actuación del banco central, mientras que, en Europa, la actividad sigue en niveles elevados este mes, aunque también está desacelerándose.



La economía estadounidense generó **943.000** puestos de trabajo en julio

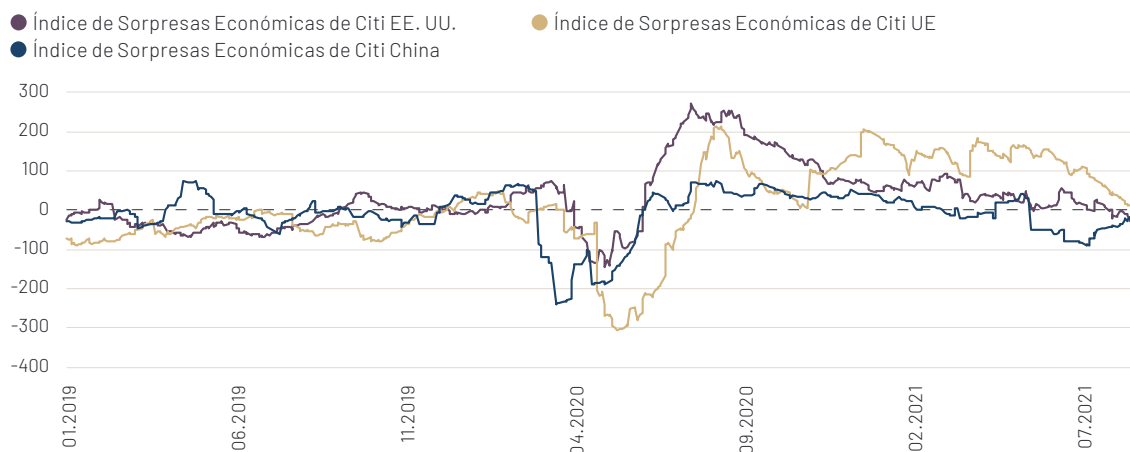
EE. UU.: EL PICO DE ACELERACIÓN PARECE HABER QUEDADO ATRÁS

Durante el verano, en un contexto de repunte de la COVID-19, las publicaciones macroeconómicas en EE. UU. han decepcionado en general, como se observa en el Índice de Sorpresas Económicas de Citi, que ha disminuido de forma efectiva y continuada, y ha llegado a cifras negativas en las últimas semanas (gráfico 2). Especialmente, el tropiezo en los últimos datos de ventas minoristas (-1,1% mensual frente al -0,3% esperado), el desplome del índice de confianza de los consumidores de la Universidad de Michigan (de 81,2 a 70,2 en agosto), así como los problemas de transporte y los cuellos de botella llevan a algunos analistas a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB para la economía estadounidense. Sin embargo, dado que parte de este deterioro está relacionado con la variante delta, podríamos prever que el gasto de los consumidores podría seguir ascendiendo favorecido por la recuperación del mercado laboral, mientras la política fiscal estadounidense sustenta el crecimiento. Estas cifras se seguirán de cerca en los próximos meses.

Durante el verano, el mercado laboral estadounidense mostró signos de recuperación más sólidos: la economía estadounidense generó 943.000 puestos de trabajo adicionales en julio, el mayor aumento de los últimos siete meses, mientras que las cifras de mayo y junio también se revisaron al alza, lo que se tradujo en un descenso de la tasa de desempleo del 5,9% al 5,4% (aunque todavía dos puntos por encima del nivel anterior a la pandemia). Así, aunque la inflación se mantuvo estable en julio en el 5,4% y los mercados parecen haberse creído el argumento de la inflación transitoria descrito por la Fed, la mejora de la dinámica de los mercados laborales ha alimentado el debate sobre el proceso de retirada gradual de estímulos. Se espera que este último tenga lugar a finales de año, lo que ha contribuido a fortalecer el dólar recientemente.

A finales de agosto, la Cámara de Representantes logró la aprobación del presupuesto de 3,5 billones de dólares (que incluye medidas en educación, sanidad y cambio climático) que el Senado votó a principios de agosto. Queda por definir la financiación del plan, que, en teoría, procederá principalmente de la subida de los impuestos de sociedades y de la renta, un asunto que podría dividir a los demócratas y suscitar la oposición de los republicanos.

GRÁFICO 2: EL ÍMPETU MACROECONÓMICO SE HA DEBILITADO RECIENTEMENTE





Además, el Senado también aprobó el proyecto de ley de infraestructuras de 1 billón de dólares, que incluye 550.000 millones de dólares de nuevo gasto para las infraestructuras físicas del país, y pasa el testigo a la Cámara de Representantes para su aprobación, la cual debe examinar el proyecto antes del fin de septiembre.

CHINA: LOS REGULADORES AUMENTAN LA PRESIÓN

Con el telón de fondo del centenario del Partido Comunista Chino, las autoridades chinas siguen dictando un aluvión de nuevas normativas en varios sectores, desde la educación privada nacional hasta los videojuegos. Pekín también promulgó una nueva regulación para las grandes empresas tecnológicas, alegando su preocupación por la privacidad de los datos y la seguridad nacional, mientras, más recientemente, el presidente Xi Jinping hizo un llamamiento a la «prosperidad común». Se trata de una manera de poner de manifiesto de qué manera se centrará el país en reducir las excesivas desigualdades y la inadecuada asignación de recursos para aportar más a la sociedad, sobre todo, con hincapié en apoyar el nivel de vida de la clase media y la tasa de fertilidad, ya que la demografía es una preocupación clave para el Gobierno. Últimamente, las autoridades están endureciendo las limitaciones de los videojuegos en línea para los menores a 3 horas a la semana.

Aunque estas noticias aportaron volatilidad a los mercados, a los inversores también les inquietaba el debilitamiento del ímpetu macroeconómico, aunque este podría haber tocado fondo a finales de julio, como se observa en el Índice de Sorpresas Económicas de Citi de China anterior. Además del mal tiempo, las restricciones adoptadas para contener una nueva oleada de la COVID-19 reforzaron los cuellos de botella en algunas industrias a las que no les hacía ninguna falta.

En este sentido, tanto las ventas minoristas como la producción industrial decepcionaron con creces en julio y el PMI no manufacturero de agosto cayó bruscamente hasta el 47,5. En este contexto, los inversores esperan ahora un nuevo recorte en el coeficiente de reservas obligatorias para respaldar, en particular, a las PYME, que se han visto muy afectadas durante los meses anteriores.

EUROPA: LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SE ESTABILIZA EN NIVELES ELEVADOS

En Europa, aunque los PMI han bajado (el Composite de la zona euro se situó en 59,5 en agosto, frente a 60,2), siguen en niveles muy elevados, aunque las últimas cifras macroeconómicas tampoco suponen aquí una sorpresa positiva respecto a las expectativas de los mercados. Finalmente, hemos podido constatar la desaceleración del PMI manufacturero en Alemania, vinculada en particular a la situación sanitaria, las inundaciones y su mayor exposición a China; esta variación también se ha reflejado en el indicador de confianza económica ZEW, que ha caído 23 puntos en agosto, su mínimo desde noviembre.

Entre otras noticias macroeconómicas, la Unión Europea (UE) efectuó el martes los primeros pagos a los Estados miembros de su plan de recuperación tras el coronavirus, dotado con 750.000 millones de euros, cuyos principales beneficiarios, Italia y España, recibieron 25.000 millones y 9.000 millones de euros, respectivamente.

En resumen, el contexto macroeconómico mundial sigue siendo favorable, pero refleja un desacoplamiento entre las economías desarrolladas y las emergentes, así como un debilitamiento del ímpetu durante el verano.

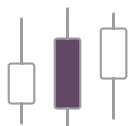


Las autoridades chinas siguen publicando
UN ALUVIÓN DE NUEVAS NORMATIVAS



Una vez más, el final de año será interesante, ya que las políticas monetarias de los bancos centrales intentarán recortar su impulso monetario en un momento en el que las economías probablemente ya habrán unido su aceleración a la senda de la recuperación.

BANCOS CENTRALES



La disminución de los rendimientos a largo plazo se debe al debilitamiento de los DATOS MACROECONÓMICOS Y A LA ESTABILIZACIÓN DE LA INFLACIÓN

Las curvas de rendimiento de los mercados desarrollados volvieron a engañar a la mayoría de los inversores, ya que los rendimientos estadounidenses a 10 años llegaron a bajar hasta el 1,16% durante el verano. Muchos participantes en el mercado tenían la opinión contraria y esperaban turbulencias antes del simposio de Jackson Hole, celebrado por la Reserva Federal estadounidense a finales de agosto. De hecho, las publicaciones de datos económicos fueron a la baja tanto en EE. UU. como en Europa, mientras que las cifras de consumo decepcionaron en China.

Los tipos de interés a largo plazo integraron la información y desestimaron al mismo tiempo las elevadas cifras de la inflación: la retórica «temporal» sigue la pauta y las curvas de los *swaps* de inflación se ciñen también a un fenómeno de corta duración, con una fuerte caída de la inflación prevista en los próximos 18 meses aproximadamente. Consideramos que el sobrerendimiento de los bonos vinculados a la inflación ha quedado atrás a corto plazo, por lo que reducimos la convicción en esta clase de activos. En China, el Banco Popular de China relajó sus condiciones monetarias en julio, lo que contribuyó a reducir los rendimientos a largo plazo.

Jerome Powell preanunció su voluntad de reducir el ritmo de las compras de activos a medida que nos fuéramos acercando al final del año, algo que ya preveían en gran medida los mercados, pero sin proporcionar un calendario. Para evitar posibles turbulencias en los mercados similares a los de 2013, este anuncio va acompañado de una declaración muy conciliadora, al tiempo que reafirma el carácter temporal de la inflación. Si observamos los flujos en 2022, el menor déficit fiscal conlleva menores necesidades de financiación y, por lo tanto, menores emisiones del Tesoro en los mercados. En general, el programa de reducción de compras de bonos previsto no debería afectar a los balances de los mercados de forma significativa.

Las economías relacionadas con las materias primas enviaron señales interesantes a los mercados en general: Canadá, Brasil y México aumentaron sus tipos de interés básicos por la inflación, mientras que la esperada subida de 25 pb del banco central de Nueva Zelanda se retrasó cuando el país decretó el confinamiento a finales de agosto. El gobernador del banco central declaró que esta subida sigue presente para la reunión de octubre.



MERCADOS DE CRÉDITO TRANQUILOS durante el verano

DEUDA CORPORATIVA

Los mercados de crédito estuvieron muy tranquilos durante el verano a ambos lados del Atlántico, tanto en el *investment grade* como en el alto rendimiento. Las empresas han publicado buenos resultados este verano, con unos ingresos principales superiores a las previsiones, fuertes EBITDA y una disminución del apalancamiento en general. Todos estos indicadores refuerzan los balances y llevan a diferenciales más ajustados. El sector bancario publicó menores provisiones para préstamos morosos, lo que nos reconforta por nuestras inversiones en este ámbito.

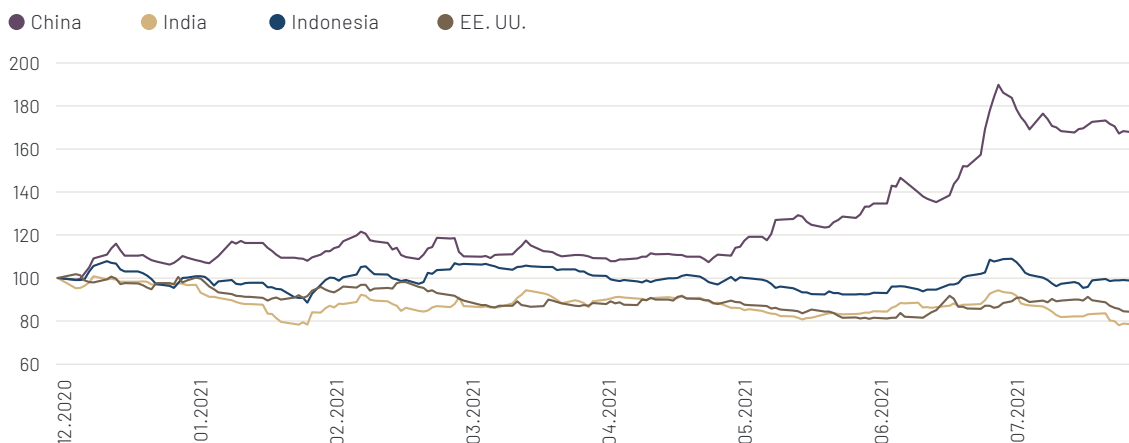
De cara a septiembre, no esperamos un aumento de la volatilidad que desbarate los buenos resultados del año hasta la fecha en los mercados desarrollados. El *carry* sigue recompensando a los inversores con un buen ratio de *Sharpe* en la renta fija de los mercados desarrollados.

La volatilidad en el ámbito del crédito llegó de China (gráfico 3), por el aumento de las dificultades en el mercado inmobiliario chino. La difícil posición de tesorería de Evergrande pesó en los precios de los bonos denominados dólares estadounidenses.

No obstante, la revisión de precios en este ámbito desde finales de mayo aumenta el atractivo de la valoración y aparecen oportunidades para los inversores selectivos.

Aunque tenemos en cuenta el incremento de los fundamentales en todos los segmentos de crédito, excepto China, el equipo de gestión revisa a la baja su opinión sobre inversión a corto plazo en los mercados de crédito, ya que en septiembre se espera una gran actividad en los mercados primarios. Mantenemos una opinión optimista a medio y largo plazo.

GRÁFICO 3: LIQUIDACIÓN PREDOMINANTEMENTE EN CHINA



Fuentes: BofA Global Research, BofA ICE Index, Indosuez Wealth Management.

IMPORTANTES BENEFICIOS FRENTE A LA RETIRADA GRADUAL DE ESTÍMULOS

La temporada de presentación de resultados del 2T ha sido muy satisfactoria, mucho mejor de lo que la mayoría esperaba. Seguimos pensando que el crecimiento de los beneficios y las revisiones son el pilar central de nuestra hipótesis alcista.

Mantenemos una visión optimista sobre los mercados bursátiles de los mercados desarrollados, pero vemos dos riesgos principales que hay que vigilar a corto plazo y uno de ellos es la evolución de la pandemia. La propensión al riesgo es ahora más probable entre los inversores, a pesar de la presencia de la COVID-19, siempre que las vacunas vayan ayudando a mantener las tasas de mortalidad y los Gobiernos estén decididos, en su mayoría, a seguir estrategias que limiten los confinamientos.

El segundo riesgo es la retirada gradual de estímulos. La retirada de estímulos anterior, que experimentamos en 2009 y 2013, no tuvo un efecto negativo directo en los mercados, que continuaron su tendencia alcista. No obstante, sigue siendo un primer paso hacia una política monetaria menos acomodaticia.

Si unimos estos riesgos, una transición más gradual de la pandemia significa también un cambio mucho más gradual en las políticas. El repunte de la pandemia puede favorecer un final más lento de los estímulos.

A medio plazo, el crecimiento de los beneficios sigue siendo el motor principal de la evolución de la renta variable y la trayectoria futura de los mercados dependerá de la forma del ciclo de beneficios: ¿seguirán las empresas registrando un crecimiento récord de los beneficios y los márgenes, o se normalizará en algún momento el porcentaje de sorpresas positivas y de revisiones de los beneficios?

EE. UU.

En EE. UU., los inversores se han dejado seducir por la temporada de publicación de resultados del 2T. El 87% de las empresas del S&P 500 declararon unos ingresos reales superiores a la estimación media de ingresos. De hecho, el segundo trimestre marcará el porcentaje más elevado de empresas del S&P 500 que publican ingresos superiores a las estimaciones en un trimestre desde 2008. Por sectores, la atención sanitaria, los servicios de comunicación y las tecnologías de la información han logrado el mejor comportamiento, y más del 95% de las empresas han registrado ingresos por encima de las estimaciones.

La otra fuente de satisfacción fue el margen. El margen de beneficio neto agregado del S&P 500 del 2T 2021 es del 13,0%, el mayor margen de beneficio neto registrado por el índice desde 2008 y muy superior a la media de cinco años, del 10,6%.

El aumento de los beneficios y la ausencia de presión sobre los tipos largos incrementan el atractivo de la valoración. EE. UU. sigue siendo el mejor lugar para apostar por la temática de la tecnología y ofrece una buena alternativa a los BAT chinos (Baidu, Alibaba y Tencent), y es probable que muchos inversores globales hayan cambiado sus posiciones este verano. El estímulo fiscal y el éxito del despliegue de las vacunas deberían seguir impulsando los resultados económicos y del BPA. Se espera que 2022 sea un año más normal de crecimiento de los beneficios (se prevé un crecimiento del 8% del BPA en EE. UU. en este momento).

EUROPA

Las expectativas de crecimiento del BPA europeo para 2021 se han revisado sistemáticamente al alza desde principios de 2021 y han pasado del 31% de fin de 2020 al 51% actual (MSCI Europe). Esta fuerte revisión al alza de los beneficios ha sido uno de los principales factores de apoyo del mercado bursátil europeo.

Los sectores cíclicos, entre ellos, los bancos, los automóviles y la energía, han impulsado la mayor parte de estas revisiones positivas de beneficios, a pesar de la propagación de la variante delta, y a escala mundial las empresas se mostraron optimistas en cuanto a la demanda, los márgenes y los precios.

El principal reto es mantener los márgenes de beneficio a estos niveles elevados y, hasta ahora, las tendencias son alentadoras en este sentido. Algunas empresas aprovechan los aumentos de precios y las ganancias de productividad, sobre todo, en la reducción del espacio de oficinas y las tecnologías de la información (especialmente, en el *software* y la nube) para compensar el aumento de los costes de materiales.



EL CRECIMIENTO RÉCORD DE LOS BENEFICIOS EN EL 2T

lleva a una revisión positiva de las expectativas de beneficios para el ejercicio 2021

El margen de explotación del MSCI Europe ha repuntado desde los mínimos de la pandemia hasta superar el 11% en términos trimestrales (gráfico 4), su máximo desde 2011. Siguen existiendo muchas incógnitas sobre la COVID-19 y la inflación, pero los fundamentales de los beneficios siguen siendo favorables.

Estas revisiones de los beneficios tan propicias permitieron una cierta contracción del múltiplo PER, aunque las acciones registraran una notable subida.

MERCADOS EMERGENTES

La reciente oleada de presiones reguladoras de las autoridades sobre algunos sectores chinos echó más leña al fuego y propició un entorno volátil en el mercado bursátil de Asia, que ya estaba afectado por las inquietantes tendencias de los casos de contagio de la COVID-19 en el continente (principalmente, el sudeste asiático, la India y ahora también algunas partes de China) y el nerviosismo oscilante derivado del aumento de los tipos de interés y la inflación en EE. UU.

Asimismo, por ahora sigue en pie una especie de guerra comercial persistente entre EE. UU. y China (últimamente se han sumado más empresas chinas a la lista de entidades sancionadas por EE. UU.), lo que pesa sobre la confianza general en la renta variable china.

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

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, algunos de los cuales parecen tener ya una valoración elevada, como la India, por ejemplo.

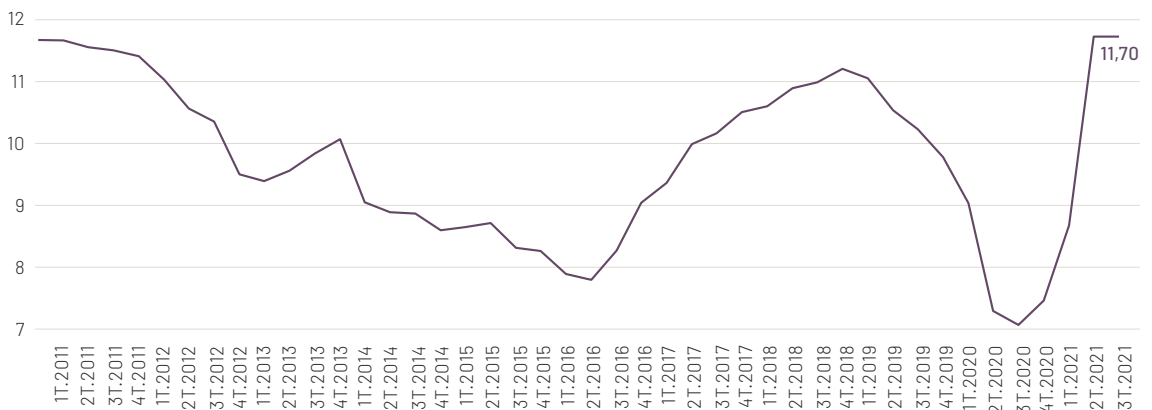
El verano también fue negativo para la renta variable en Brasil, con una corrección de cerca del 10% desde el máximo de principios de junio. Mantenemos la prudencia con respecto a los mercados bursátiles de la región, especialmente, para los inversores internacionales que también se ven afectados por el riesgo cambiario.

CONFIANZA

El S&P 500 ha llegado a máximos históricos en agosto. Normalmente, cuando los mercados bursátiles alcanzan estos picos, los indicadores de la confianza están eufóricos. Actualmente asistimos a una situación paradójica en la que los mercados están llegando a nuevos máximos con una volatilidad realizada reducida, mientras que el VIX, el ratio Venta/Compra y el índice Alcista/Bajista permanecen en zona neutral.

Esta situación es favorable a la continuación de la tendencia alcista porque implica que un buen número de inversores se ha perdido el mercado alcista.

GRÁFICO 4: RÉCORD DE RENTABILIDAD*



*Los márgenes de explotación del MSCI Europe repuntan hasta alcanzar su máximo desde 2011.
 Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
 Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

El mes de agosto se ha caracterizado por sus muchos rumores, pero con pocas noticias. La mayor parte de la acción de los mercados de divisas y metales preciosos ha surgido de órdenes ilíquidas derivadas de las «*stop-loss*», más evidentes en el oro, mientras que los principales discursos macroeconómicos se mantienen sin cambios desde julio: la variante delta afecta al ímpetu macroeconómico, la inflación se estabiliza, el BCE proporciona orientación futura sobre su política monetaria y, mientras, Jerome Powell está ganando algo de tiempo antes de confirmar el calendario de retirada gradual de estímulos. Mientras tanto, la libra esterlina se perfila como una apuesta de recuperación resistente, mientras que el yuan chino ha logrado mantener una posición estable frente al dólar estadounidense a pesar de los desafíos internos.



Negociación
en rango



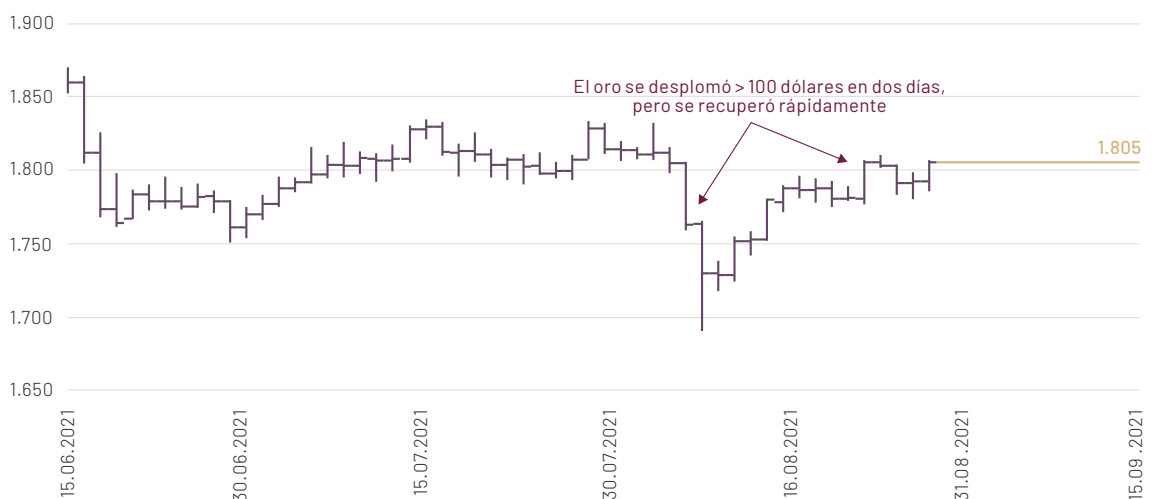
colapsos
relámpago

ORO: EL COLAPSO RELÁMPAGO DEL VERANO

A principios de agosto, el oro sufrió un desplome de más de 100 dólares por onza en dos días (gráfico 5), aunque se debió simplemente a la fortaleza del dólar y a las ejecuciones de «*stop-loss*» con operaciones muy escasas fuera del horario de negociación, y la recuperación relativamente rápida hasta los 1.800 dólares nos indica que sigue inspirando un gran interés. El episodio, sin embargo, nos recuerda que el oro no es tan líquido como las divisas y puede sufrir grandes

oscilaciones impulsadas por las «*stop-loss*», como en esta ocasión. Por lo tanto, siempre es mejor invertir en el oro con un horizonte a muy largo plazo. En el actual entorno inflacionista, con una monetización de la deuda desenfadada y tipos de interés cero, creemos que los argumentos para mantener el oro como cobertura siguen siendo convincentes, especialmente, cuando el precio sigue situado a casi un 15% del máximo histórico establecido el año pasado, y estos «colapsos relámpago» solo representan oportunidades para los inversores que estén alerta.

GRÁFICO 5: PRECIO DEL ORO EN AGOSTO, USD/OZ



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

GBP: RESISTENCIA EN MEDIO DEL CAOS DE LA COVID-19

La libra esterlina se ha convertido en una de las monedas del G10 más resistentes desde el inicio del repunte del dólar a principios de agosto y, gracias al levantamiento gradual de las restricciones de la COVID-19 desde el 1T, la economía británica está recuperándose, aunque también vemos un descenso significativo de las sorpresas económicas desde mayo (de +157 a -54 puntos). La inflación subyacente cayó al 1,8% en julio, frente al 2,2% de junio, en consonancia con la opinión del Banco de Inglaterra de que la inflación es transitoria, aunque la tasa de desempleo se sitúa ahora tan solo un punto por encima de los niveles anteriores a la COVID-19 y muchos empresarios del Reino Unido informan de que tienen problemas para contratar mano de obra. Aunque el Banco de Inglaterra tiene la intención de mantener su actual política expansiva al menos hasta finales de año, podría empezar a reducir las compras de activos o a subir los tipos el próximo año. Será importante estar atentos al 4T, ya que algunos programas de apoyo a la pandemia están llegando a su fin, especialmente, el apoyo a la regulación temporal de empleo, que ha impedido cierta movilidad en el mercado laboral. Por lo demás, sin embargo, los inversores en dólares que busquen una trayectoria de recuperación en una moneda líquida podrían encontrar en la libra esterlina una fuente interesante de diversificación.

EUR: ¿POR FIN HA LLEGADO A SU NIVEL DE SOPORTE?

Empezamos el año 2021 con predicciones muy alcistas para el euro, con subidas hasta 1,25, ya que el doble déficit en dólares estadounidenses iba a pesar sobre esta moneda, mientras los estrategas empezaban a calibrar el momento de la normalización a ambos lados del Atlántico. En realidad, la diferencia en la política de vacunación estaba ampliando la brecha del ímpetu macroeconómico a favor de EE. UU., evidenciada por el aumento de la pendiente de la curva de tipos estadounidenses, lo que favoreció que el dólar lograra un sobrerrendimiento en el 1T.

USD: AUMENTO DE COMPRAS EN PREVISIÓN DE UN GIRO EN LA RETIRADA GRADUAL DE ESTÍMULOS

Aunque la aceleración de las vacunaciones en Europa ayudó al euro en el 2T, el dólar recobró su fortaleza este verano y sobrepasó un importante soporte en torno a 1,17 frente al euro, a la espera de una aclaración sobre el calendario de la retirada de estímulos de la Fed.

Mientras tanto, el BCE ha comunicado una revisión del objetivo de inflación simétrica y ha pospuesto la normalización de los tipos más allá de un futuro previsible. Mientras los estrategas se preguntaban si el dólar iba encaminado a alcanzar nuevos máximos, la postura poco firme de Jackson Hole sobre la retirada de los estímulos y su visión conciliadora sobre la inflación han revertido la fortaleza del dólar. Al final, mucho ruido y pocas nueces. Jerome Powell está dando cita, de facto, en la próxima reunión del FOMC a aquellos inversores que deseen revisar su posicionamiento en el EUR/USD.

Sin embargo, se mantiene la opinión consensuada de una retirada de estímulos a partir del final del año, justificada por la mejora de los datos de empleo, así como por un estancamiento de la inflación por encima del objetivo, y esta expectativa podría dar lugar a una última oleada de fortalecimiento del dólar frente al euro antes de que los inversores «vendan con la noticia».

Creemos que el EUR/USD podría mantenerse dentro de un rango, lo que haría de 2021 uno de los años con los rangos más estrechos de la historia. No prevemos una recuperación significativa ni sostenible del dólar más allá del final del año, habida cuenta de la persistencia de los tipos reales negativos, el escaso diferencial de los tipos a corto plazo con el euro, la progresiva normalización del crecimiento del PIB en 2022 y la actual inquietud por el doble déficit.

CNY: LA INEVITABLE DESACELERACIÓN SE ENFRENTA A UNA POLÍTICA MÁS RELAJADA

Tras su crecimiento repentino en el pico de la COVID-19, los datos económicos de China se han ralentizado últimamente, agravados por graves inundaciones en muchas regiones, además de las restricciones a la actividad impulsadas por la política de COVID-19 cero. Por lo tanto, el Banco Popular de China, también deseoso de abordar y frenar el aumento de los precios inmobiliarios, podría tener que contrarrestar la caída de la demanda de crédito considerando otro recorte de su coeficiente de reserva obligatoria en este año, lo que mantiene el atractivo de su deuda pública a 10 años, que ofrece tipos reales relativamente elevados en comparación con sus homólogos. Por lo tanto, en las caídas, el renminbi sigue siendo una interesante fuente alternativa de diversificación de carteras y de aumento de la rentabilidad para los inversores extranjeros, ya que la moneda china es una de las pocas que ofrece rendimientos reales positivos y una volatilidad moderada.



Debilidad del indicador de **SORPRESAS ECONÓMICAS** en la mayoría de las regiones

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

TENDENCIAS MACROECONÓMICAS

Debilidad de las sorpresas económicas en la mayoría de las regiones durante el verano (EE. UU., China y Europa), pero los indicadores de actividad se estabilizan en niveles elevados en los mercados desarrollados. Esta situación sigue contrastando con las decepcionantes ventas minoristas y el deterioro del PMI no manufacturero, por debajo de 50 en agosto en China. Se espera que el norte de Asia se beneficie de la aceleración de las campañas de vacunación en el 4T.

INFLACIÓN

Estabilización en niveles elevados en EE. UU., lo que valida la idea de un estancamiento, con una inflación transitoria que está durando más de lo que preveía la Fed, pero que se ve afectada por los cuellos de botella posteriores a la pandemia, y no se observa una espiral de salarios/precios en este momento.

BANCOS CENTRALES

Una política monetaria favorable en la mayoría de las regiones, con diferentes direcciones por delante, entre la previsión de que la Fed reduzca las compras de activos a finales de año y que el banco central chino preste más apoyo en los próximos meses. La revisión de los objetivos de inflación y las orientaciones futuras de política monetaria del BCE, así como la moderación de la inflación en la zona euro (excepto en Alemania), deberían proporcionar una visibilidad significativa y el anclaje de las expectativas en Europa.

POLÍTICA FISCAL

Favorable en gran medida, con un presupuesto de gasto de 3,5 billones de dólares validado en EE. UU., y aumento de los déficits fiscales en la mayoría de los países este año, sin que se extienda la presión de la financiación a la deuda pública debido a unas políticas que brindan un gran apoyo.

CICLO DE BENEFICIOS

Y FUNDAMENTALES EMPRESARIALES

El crecimiento récord de los beneficios y del nivel de sorpresas positivas en la temporada de presentación de resultados del 2T en EE. UU. y Europa son los factores más favorables que explican la dirección positiva de los mercados bursátiles este verano. La disminución de los impagos en los mercados desarrollados ha contribuido a reducir los diferenciales corporativos, mientras que la presión reguladora, el debilitamiento de los datos macroeconómicos y los riesgos específicos del mercado inmobiliario chino han provocado un aumento de los diferenciales.

ENTORNO DE RIESGO

La volatilidad sigue siendo limitada, pero la incertidumbre política aumenta con la represión reguladora en China y la incertidumbre en torno a las próximas elecciones alemanas.

GLOBAL

En general, el entorno sigue siendo favorable para los inversores, pero con menor apoyo procedente de la esfera macroeconómica y un signo de interrogación sobre la sostenibilidad del reciente crecimiento de los beneficios, especialmente, en vista de la posible presión sobre los márgenes más adelante. Cierta vulnerabilidad debido a la creciente incertidumbre política y normativa, que hay que seguir de cerca.

CONVICIONES DE POSICIONAMIENTO

RENTA VARIABLE

Opinión neutral en términos generales, con visión positiva respecto a los países desarrollados, respaldada por unos fundamentales sólidos y la combinación de políticas de apoyo, pero con un potencial más limitado a corto plazo tras un buen rendimiento en lo que va de año.



NEUTRAL
en el corto plazo
en China por
la severidad
regulatoria

Opinión neutral respecto a China a corto plazo debido a las medidas reguladoras y al debilitamiento de los datos macroeconómicos, pero que empieza a ofrecer valoraciones interesantes, pero con falta de ímpetu en los beneficios y catalizadores a corto plazo para prever el retorno de la propensión al riesgo. Se mantiene la visión optimista a largo plazo.

Japón incrementado a neutral, ya que la enorme diferencia de rentabilidad con la renta variable occidental de este año podría ofrecer oportunidades de valor relativo, así como ventajas de diversificación, en particular, desde el punto de vista de las divisas.

RENTA FIJA

Se mantiene la infraponderación en la deuda pública, con una previsión de un aumento moderado de la pendiente de las tires estadounidenses a largo plazo. Se espera que las tires de los bonos en euros sigan en cifras negativas, que se mantendrían en las carteras únicamente con fines de cobertura. La estabilización de las expectativas de inflación lleva a que los bonos ligados a la inflación reciban menos interés en las compras.

Se mantiene la opinión optimista sobre el crédito en los mercados maduros y, en particular, sobre la deuda financiera y el *high yield* corporativo; no se espera un mayor ajuste, pero el *carry* es positivo. Visión neutral sobre la deuda emergente. Dentro del universo HY asiático, si bien reconocemos que las valoraciones más bajas después de la ampliación del verano en el inmobiliario chino podrían ofrecer puntos de entrada al sector, consideramos que puede ser demasiado pronto para aumentar nuestro posicionamiento general en la clase de activos debido a los problemas regulatorios y al efecto sorpresa de posibles quiebras que podrían reducir la visibilidad a corto plazo.

DIVISAS

El dólar estadounidense debería seguir sustentado por las expectativas de retirada gradual de estímulos en el 4T, pero su potencial es limitado, y todo nuevo fortalecimiento podría utilizarse para diversificar con otras divisas. A medio plazo, mantenemos una banda de fluctuación de 1,15-1,20 frente al euro.

Dentro de las monedas emergentes, seguimos siendo optimistas a largo plazo con respecto al renminbi, y todo nuevo debilitamiento relacionado con el entorno macroeconómico o político podría servir para reconstruir posiciones.

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 31 DE AGOSTO DE 2021



| DEUDA PÚBLICA | RENTABILIDAD | DESDE 4 SEMANAS (EN PBS) | DESDE 1 ENERO (EN PBS) |
|--------------------------|--------------|--------------------------|------------------------|
| Deuda pública EE.UU. 10A | 1,31% | 13,66 | 39,56 |
| Francia 10A | -0,03% | 10,30 | 31,10 |
| Alemania 10A | -0,39% | 9,80 | 18,70 |
| España 10A | 0,34% | 10,60 | 29,40 |
| Suiza 10A | -0,32% | 8,40 | 23,10 |
| Japón 10A | 0,02% | 1,40 | 0,30 |

| DEUDA | ÚLTIMO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|-----------------------------|--------|-----------------|---------------|
| Deuda pública emergente | 43,68 | 0,34% | -3,47% |
| Deuda pública EUR | 221,06 | -0,44% | -0,50% |
| Deuda corporativa EUR (HY) | 214,11 | 0,26% | 3,41% |
| Deuda corporativa USD (HY) | 330,55 | 0,76% | 3,89% |
| Deuda pública EE. UU. | 324,12 | -0,35% | -0,54% |
| Deuda corporativa emergente | 52,6 | 0,46% | -0,94% |

| DIVISAS | ÚLTIMO SPOT | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---------|-------------|-----------------|---------------|
| EUR/CHF | 1,08 | 0,76% | -0,04% |
| GBP/USD | 1,38 | -1,16% | 0,62% |
| USD/CHF | 0,92 | 1,26% | 3,38% |
| EUR/USD | 1,18 | -0,46% | -3,33% |
| USD/JPY | 110,02 | 0,90% | 6,56% |

| ÍNDICE DE VOLATILIDAD | ÚLTIMO | DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS) | DESDE 1 ENERO (PUNTOS) |
|-----------------------|--------|--------------------------|------------------------|
| VIX | 16,48 | -1,56 | -6,27 |

| ÍNDICES BURSÁTILES | ÚLTIMO PRECIO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---|---------------|-----------------|---------------|
| S&P 500 (EE.UU.) | 4.522,68 | 2,25% | 20,41% |
| FTSE 100 (Reino Unido) | 7.119,70 | 0,20% | 10,20% |
| Stoxx Europe 600 | 470,88 | 1,18% | 18,01% |
| Topix | 1.960,70 | 1,53% | 8,65% |
| MSCI World | 3.141,35 | 1,58% | 16,78% |
| Shanghai SE Composite | 4.805,61 | -2,61% | -7,78% |
| MSCI Emerging Markets | 1.308,67 | 1,12% | 1,35% |
| MSCI Latam (América Latina) | 2.514,72 | 0,31% | 2,57% |
| MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África) | 283,03 | 2,14% | 17,31% |
| MSCI Asia Ex Japan | 837,64 | 0,72% | -0,63% |
| CAC 40 (Francia) | 6.680,18 | -0,65% | 20,33% |
| DAX (Alemania) | 15.835,09 | 1,80% | 15,43% |
| MIB (Italia) | 26.009,29 | 2,58% | 16,99% |
| IBEX (España) | 8.846,60 | 0,84% | 9,57% |
| SMI (Suiza) | 12.411,11 | 2,04% | 15,95% |

| MATERIAS PRIMAS | ÚLTIMO PRECIO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---------------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Varilla de acero (USD/Tonelada) | 5.233,00 | -2,93% | 24,00% |
| Oro (USD/Onza) | 1.813,62 | 0,18% | -4,46% |
| Crudo WTI (USD/Barril) | 68,50 | -2,92% | 41,18% |
| Plata (USD/Onza) | 23,96 | -6,34% | -9,28% |
| Cobre (USD/Tonelada) | 9.520,00 | -0,23% | 22,59% |
| Gas natural (USD/MMBtu) | 4,38 | 8,69% | 72,39% |

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

| MAYO 2021 | JUNIO 2021 | JULIO 2021 | DESDE 4 SEMANAS | 01.01.21 A 31.08.21 |
|-----------|------------|------------|-----------------|---------------------|
| 7,75% | 2,37% | 2,27% | 2,25% | 20,41% |
| 5,29% | 2,22% | 1,97% | 2,14% | 18,01% |
| 4,06% | 1,40% | 1,72% | 1,58% | 17,31% |
| 2,14% | 1,36% | -0,07% | 1,53% | 16,78% |
| 2,12% | 1,07% | -0,49% | 1,18% | 10,20% |
| 1,30% | 0,21% | -2,19% | 1,12% | 8,65% |
| 1,26% | -0,11% | -4,24% | 0,72% | 2,57% |
| 1,01% | -0,41% | -7,04% | 0,31% | 1,35% |
| 0,76% | -0,94% | -7,76% | 0,20% | -0,63% |
| 0,55% | -2,02% | -7,90% | -2,61% | -7,78% |

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, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, 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 supección a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** esta publicación es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) 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, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T.30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.
- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **En Italia:** 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 56500341.
- **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-G07 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 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, supección 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.

La Guía Informativa no puede fotocoparse, 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 01.09.2021.

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.

