

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – JULIO DE 2019



FOCUS

NO TODOS LOS BENEFICIOS SON IGUALES

RENTA VARIABLE

EL PODER DE LOS BANCOS CENTRALES

Éste es un extracto de nuestro Monthly House View. Si desea recibir la versión completa [contáctenos](#).

EDITORIAL



DR PAUL WETTERWALD

Chief Economist,
Indosuez Wealth Management

LA BRECHA IMPORTA

Estimado/a lector/a:

Las vacaciones se avecinan, pero los acuerdos en diversas materias siguen lejos.

Entre ellos podemos citar la pugna comercial entre China y EE. UU., el desacuerdo entre Italia y la Unión Europea (UE) respecto al déficit público transalpino, así como el distinto planteamiento del Brexit de Reino Unido y la UE. Como cabía esperar, los mercados vienen formándose expectativas sobre dichas cuestiones, que sufren altibajos a lo largo del tiempo.

Pero los mercados también están descontando vicisitudes monetarias, ya que además observamos una brecha considerable entre las decisiones del banco central de EE. UU. de variar el tipo de los fondos federales y los fundamentales actuales. Si bien el mercado de futuros de fondos federales está descontando una serie de recortes, nos cuesta entender el argumento para unas expectativas tan extremas. Según la OCDE, la brecha de producción de la economía estadounidense, esto es, la cantidad

en que la producción real supera su potencial, se acerca al 1,4% (tras un 1,1%). La brecha debería estrecharse para justificar un recorte de tipos de los fondos federales.

Dicho esto, el corolario de las pugnas existentes es el elevado grado de incertidumbre. A fin de mayo, el valor del Índice de Incertidumbre de Política Económica Mundial calculado por Baker, Bloom y Davis más que duplicaba el de su media trimestral de largo plazo (22 años). Esta media abarca un periodo en que abundaron vicisitudes ostensibles y sustanciales, como el comienzo de la UEM, el estallido de la burbuja puntocom, la entrada de China en la OMC, la Gran Recesión y la crisis de deuda pública europea, por citar algunas. Por ende, no debería sorprendernos que la cota del índice retroceda y su valor se acerque a la media.

En otras palabras, la amplitud de las brechas observadas en las antedichas cuestiones debería estrecharse en meses venideros. Y ello debería reconfortar al inversor.

FOCUS

NO TODOS LOS BENEFICIOS SON IGUALES

El concepto de beneficio, en sentido laxo, es la piedra angular a partir de estadísticas macroeconómicas de los mercados financieros. En este monográfico primero estudiaremos distintas definiciones de beneficio, a partir de estadísticas macroeconómicas o, más directamente, a nivel empresarial. A continuación efectuaremos un análisis estadístico de los mercados europeos y estadounidenses para valorar qué cifras de beneficios, macro a nivel empresarial, pueden explicar mejor el comportamiento del mercado.

EE. UU.

En cuanto a los beneficios empresariales desde una perspectiva macroeconómica, usamos datos facilitados por la Oficina de Análisis Económico (BEA) de EE. UU. Volviendo a la relación entre beneficios macro y mercados bursátiles en EE. UU., observamos que desde la década de 1990, ha tendido a producirse una corrección bursátil en EE. UU. tras cada caída de los beneficios macro.

La medición nacional de ingresos de la BEA de los beneficios empresariales difiere desde el punto de vista contable de los beneficios declarados por las empresas. Estos divergen además de los beneficios según los miden los índices bursátiles. Estas discrepancias atañen a la cobertura, representación sectorial o a los principios contables, entre otros aspectos. Pese a todas estas diferencias, las tendencias de largo plazo son bastante similares, en especial entre el beneficio de explotación del S&P 500 y el beneficio nacional BEA/NIPA después de impuestos sin ajustes por valoración de inventarios y consumo de capital.

EUROPA

En la Unión Europea, la magnitud usada para el beneficio macro es el «excedente bruto de explotación y renta mixta bruta (EBE)», publicado por Eurostat. El EBE difiere del beneficio reflejado en las cuentas sociales en que para calcular el EBE solo se sustrae un subconjunto de los costes totales y menos impuestos y subvenciones a la producción y la importación. Además, el EBE no tiene en cuenta el consumo de capital fijo (CCF).

Las normas contables generalmente aceptadas son las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La mayoría de los mercados de capitales más relevantes del mundo están sujetos

hoy día a las NIIF. Conceptualmente, las NIIF se consideran más bien normas de contabilidad basadas en principios, frente a los PCGA más basados en preceptos usados en EE. UU. De las 600 empresas del índice Stoxx Europe 600, 585 presentaron sus cuentas de acuerdo con las NIIF.

De las muchas diferencias que acabamos de destacar entre estas dos mediciones del beneficio empresarial, tal vez la más importante sea que el beneficio macro incluye a las empresas no cotizadas, mientras los índices bursátiles, obviamente, se ciñen a las cotizadas.

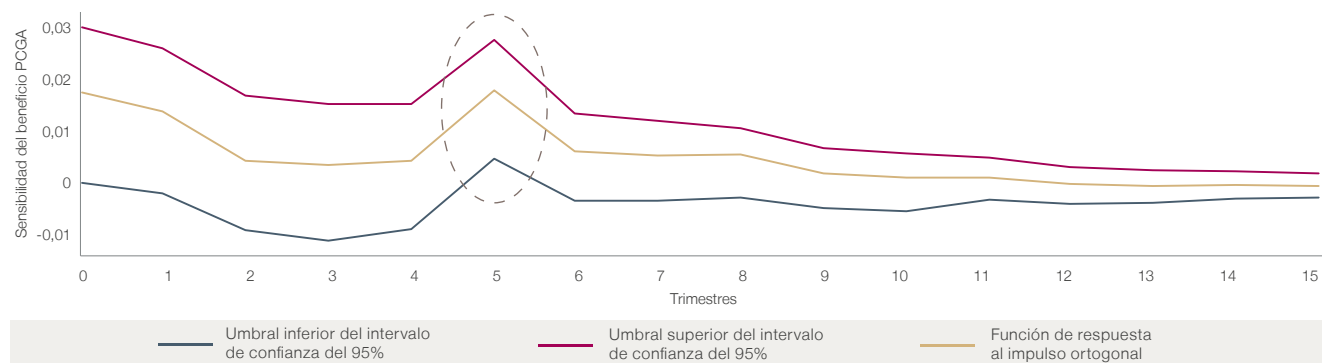
REPRESENTATIVIDAD DEL EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN FRENTE AL BENEFICIO EMPRESARIAL EN EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO

Si nos fijamos en qué definición de beneficio es más representativa del comportamiento del mercado, observamos que en EE. UU. el uso del beneficio social declarado resulta más pertinente estadísticamente que el excedente de explotación.

Además, si aplicamos un desfase a la variable del beneficio declarado, provoca un repunte ostensible en el quinto trimestre como se observa en el gráfico abajo, para más tarde regresar a sus niveles de los trimestres segundo a cuarto. Por ende, una sacudida del beneficio declarado puede tener un impacto sustancial en el índice S&P 500 cinco trimestres después.

Si nos centramos en EE. UU. en concreto, también podemos ver si el beneficio declarado es capaz de vaticinar una recesión de un modo u otro. El resultado de nuestro modelo revela que todas las recesiones desde 1987 han venido precedidas por una probabilidad de recesión que rebasaba el umbral del 28%. En otras palabras, si la probabilidad de recesión del modelo supera el 28%, indica una posible recesión en meses venideros. El uso del excedente de explotación en su lugar arroja resultados similares gráficamente, pero la significación estadística es menor que la obtenida usando el beneficio declarado.

FUNCIÓN DE RESPUESTA AL IMPULSO DEL S&P 500 Y SACUDIDA DEL BENEFICIO SEGÚN PCGA



Fuentes: Indosuez Wealth Management

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

FOCUS

NO TODOS LOS BENEFICIOS SON IGUALES

Respecto a Europa, creemos que el excedente de explotación es el factor fundamental que explica la dinámica del mercado bursátil. También creemos que un cambio drástico o una mera variación del excedente de explotación puede tener un efecto considerable en la rentabilidad dos trimestres después del shock, tardando algún tiempo (de 6 a 9 meses) en absorberse (gráfico abajo). Si en su lugar nos fijamos en el impacto sobre los beneficios empresariales, vemos que la magnitud es menor que en el caso de un shock del excedente de explotación.

Por tanto, y por lo que respecta a los mercados europeos, resulta que el excedente de explotación es la variable más pertinente para explicar su comportamiento.

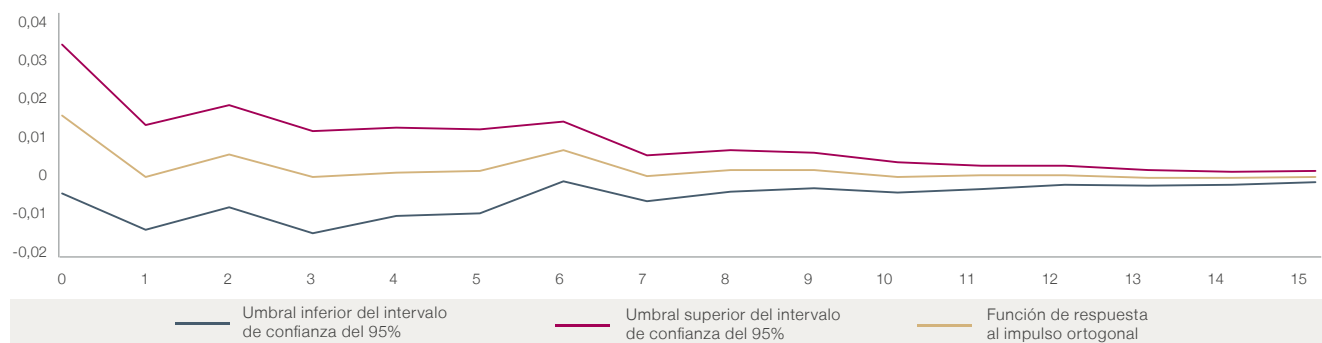
Evidentemente, el marco que comentamos tiene sus límites y no sostenemos que dicho excedente sea una «variable universal» que explique todos los movimientos de los mercados europeos.

MORALEJA

Según qué magnitud se use, el excedente de explotación o el beneficio empresarial, encontramos explicaciones diferentes según el comportamiento del mercado. En Europa, nuestro análisis muestra que el excedente de explotación es el que más afecta a los mercados, mientras en EE. UU. el beneficio empresarial es la magnitud más representativa. Además, en EE. UU., el beneficio empresarial es un buen indicador de posible recesión.

Claramente, no todos los beneficios son iguales.

FUNCIÓN DE RESPUESTA AL IMPULSO DEL ÍNDICE STOXX EUROPE 600 Y SACUDIDA DEL EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN



Fuentes: Indosuez Wealth Management

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

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 Entidades vinculadas o filiales, en particular CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus respectivas filiales, sucursales y oficinas de representación, cualquiera que sea su ubicación, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM y CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás Entidades de Indosuez Wealth Management, se denominan individualmente la «Entidad» y, conjuntamente, las «Entidades».

Banca Leonardo S.p.A, filial de CA Indosuez Wealth (Europe), así como su filial suiza Leonardo Swiss SA, quedan asimismo incluidas individual y colectivamente en dichas denominaciones.

Este documento titulado «Monthly House View» (el «Folleto») se emite con fines meramente informativos.

Con carácter general, el Folleto no está destinado a ningún lector en concreto.

Este Folleto lo ha elaborado el departamento de mercados, inversión y estructuración de CA Indosuez (Switzerland) SA (el «Banco») y carece de la consideración de análisis financiero con arreglo a las directrices de la Asociación de la Banca Suiza, encaminadas a garantizar la independencia del análisis financiero. Por ende, dichas directrices no son aplicables al Folleto.

La información contenida en el Folleto está basada en fuentes consideradas fidedignas, pero no se ha sometido a una comprobación independiente. El Banco no suscribe ni garantiza expresamente ni implícitamente que dicha información sea actual, exacta y exhaustiva. El Banco no suscribe ni garantiza expresamente ni implícitamente ninguna proyección, estimación, objetivo ni opinión contenida en este documento, que no deben considerarse infalibles. Salvo que se indique otra cosa, la fecha correspondiente a la información contenida en este documento es la que consta en la primera página. Toda alusión a precios o rentabilidades está sujeta a variación en todo momento. Los precios y rentabilidades del pasado no garantizan precios y rentabilidades en el futuro. Los tipos de cambio de divisas podrán perjudicar al valor, el precio o el rédito de los instrumentos financieros a que alude este documento si la divisa de referencia de alguno de dichos instrumentos es distinta de la del inversor.

El Banco podrá haber emitido o emitir más adelante otros documentos que resulten incoherentes y lleguen a conclusiones distintas a las expuestas en este. El Banco no tiene obligación de garantizar que esos otros documentos se pongan en su conocimiento. El Banco podrá dejar de elaborar o actualizar este documento en todo momento.

El Folleto no constituye en modo alguno una oferta o invitación de ninguna clase con vistas a ninguna transacción ni mandato. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno estrategia, recomendación o asesoramiento de inversión o desinversión, personalizadas o generales, asesoramiento legal o fiscal, asesoramiento de auditoría o asesoramiento otro de naturaleza profesional. La información publicada en el Folleto no está sujeta a revisión, aprobación ni autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

El Folleto contiene información general sobre los productos y los servicios que en él se describen, que pueden entrañar cierto riesgo en función del producto y el servicio de que se trate. Entre los riesgos cabe citar riesgos políticos, riesgos de crédito, riesgos cambiarios, riesgos económicos y riesgos de mercado. Para consultar una descripción exhaustiva de los productos y servicios referidos en el Folleto, remítase a los documentos y folletos correspondientes. Se recomienda que se ponga en contacto con sus asesores habituales para tomar sus decisiones con independencia, teniendo en cuenta su situación financiera particular y su experiencia y sus conocimientos financieros.

Las Entidades o sus accionistas y, en general, las empresas del grupo Crédit Agricole SA (el «Grupo») y, respectivamente, sus representantes sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en el Folleto, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o el garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o recibir o tratar de prestar o recibir servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o de 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 el Folleto, 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.

Los productos y los servicios que se mencionan en el Folleto podrán ofrecerlos las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Sin embargo, puede que no todas las Entidades los ofrezcan. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

El Folleto no está destinado ni dirigido a las personas de ningún país en concreto. Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management. El Folleto no está destinado a personas que sean ciudadanos, domiciliados o residentes en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o normativas aplicables. Los productos y servicios pueden estar sujetos a restricciones con respecto a ciertas personas o en ciertos países. En particular, los productos o servicios descritos en el Folleto no están destinados a residentes en los Estados Unidos de América y Canadá.

El Folleto lo publica CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de las Entidades del grupo Indosuez Wealth Management, cuyos empleados, expertos en sus respectivos ámbitos, contribuyen a la redacción de los artículos contenidos en el Folleto. El Folleto es publicado asimismo por CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de Banca Leonardo S.p.A. y su filial suiza. Cada una de las Entidades facilita el Folleto a sus propios clientes de acuerdo con las normativas aplicables. Llamamos su atención sobre los siguientes puntos específicos:

- en Francia: el presente Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (France), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 EUR, entidad de crédito y firma de corretaje de seguros inscrita en el Registro de intermediarios de seguro con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con sede social sita 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 el presente Folleto no constituye ni (i) un análisis de inversión 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 4. 321-1 del Código monetario y financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en el presente Folleto 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: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), entidad de crédito, 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, BP1104, L-1011 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B9198;

- en Bélgica: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsessesteeweg, Bruselas B-1000, Bélgica, inscrita en el Registro Mercantil con el número BE0534752288;
- en España: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, España, inscrita en el Registro Mercantil con el CIF W-0182904-C;
- en Italia: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch, Piazza Cavour 2, I-20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro Mercantil con el número 97468780156, y por Banca Leonardo S.p.A., Via Broletto n. 46, I-20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro Mercantil con el número 09535880158;
- dentro de la Unión Europea: el Folleto podrá ser distribuido por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la prestación gratuita de servicios;
- en Mónaco: el Folleto es distribuido por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341;
- en Suiza: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra, por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano y por Leonardo Swiss SA, Palazzo Gargantini, Via Guglielmo Marconi 2, 6900 Lugano. El Folleto no es fruto de un análisis financiero en el sentido de las directrices de la Asociación de la Banca Suiza (ABS) acerca de la independencia del análisis financiero con arreglo a la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables al Folleto;
- en Hong Kong: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en el Folleto constituye una recomendación de inversión. El Folleto no ha sido remitido a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. El Folleto y los productos que puedan referirse en él no han sido autorizados por la SFC en el sentido de los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de Valores y Futuros (cap. 571) (SFO). El Folleto solo puede distribuirse a inversores profesionales (según la definición de la SFO y las Reglas de Valores y Futuros sobre inversores profesionales (cap. 571D));
- en Singapur: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, el Folleto está únicamente destinado a personas consideradas de alto patrimonio según la Directriz n.º FAA-G07 de la Autoridad Monetaria de Singapur, o inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, según las definiciones del capítulo 289 de la Ley de Valores y Futuros de Singapur. Para toda consulta acerca del Folleto, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Sucursal en Singapur;
- en Líbano: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Líbano. El Folleto no constituye una oferta ni representa material de comercialización de acuerdo con la definición de las normativas libanesas aplicables;
- en Dubái: el Folleto es distribuido 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 conduce sus actividades en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU de acuerdo con las reglas y normativas aplicables en 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. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad regulatoria de los EAU;
- en Abu Dabi: el Folleto es distribuido 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 conduce sus actividades en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU de acuerdo con las reglas y normativas aplicables en 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. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad regulatoria de los EAU;
- en Miami: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, Estados Unidos. El Folleto se facilitará de manera confidencial a un número limitado de personas con fines informativos únicamente. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). La oferta de ciertos valores a que pueda referirse el Folleto puede no haber estado sujeta a registro con arreglo a la Ley de Valores de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América;
- en Brasil: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Alameda Itu, 852, 16th floor, São Paulo, SP, registrada en el CNPJ/MF con el número 01.638.542/0001-57;
- en Uruguay: el Folleto lo distribuye 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. El Folleto no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. El Folleto se distribuye con carácter privado. El Folleto y los productos que en él puedan referirse no han sido revisados, aprobados ni registrados por el Banco Central del Uruguay ni por ninguna otra autoridad regulatoria de Uruguay.

Le advertimos de que el acceso a determinados productos y servicios expuestos en el Folleto podría estar restringido o prohibido conforme a la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado.

Póngase en contacto con su agente bancario y/o sus asesores habituales para obtener más información.

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

© 2019, CA Indosuez (Switzerland) SA / Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 20.06.2019.