

Política de Inversión

3.º trimestre de 2021 | Junio de 2021

Redacción | **Gianluca Tarolli, CFA** | Economista principal y estratega, co-CIO

Puntos clave

¿Finaliza una era?

Ante una **deuda** pública excesiva, como sucede en la mayoría de las economías desarrolladas en la actualidad, la **credibilidad** y la confianza en las autoridades monetarias y políticas son esenciales para evitar un colapso monetario o un aumento significativo del coste de financiación de la deuda.

En consecuencia, los nuevos paquetes de estímulo, como el plan de infraestructuras que se está negociando actualmente en EE.UU., deben ir acompañados de nuevas fuentes de financiación. Y ello significa necesariamente aumentar **los impuestos**.

Para reducir las desigualdades en la sociedad de EE.UU., la Administración Biden prevé aumentar los impuestos a los hogares más acomodados: la política de redistribución adoptada por el Estado tratará de subsanar los fallos de la teoría del "derrame". Pero la gran revolución de aumentar los impuestos sobre los beneficios de las empresas está llegando.

De nuevo a instancias de EE.UU., sin el cual nada sería posible de todos modos, en la última reunión del G7 se aceptó el principio de un tipo impositivo mínimo del **15%** y, para las empresas más grandes con márgenes superiores al **20%**, de pagar impuestos en los países en los que tienen sus clientes. Se necesita un acuerdo en el que participen más países para que pueda establecerse, pero parece que está surgiendo un consenso real: ha llegado el momento de que los ganadores de la globalización contribuyan a la recuperación de las finanzas públicas.

Las primeras **estimaciones** de estos cambios no son demasiado alarmantes: la reducción de los beneficios para 2022 solo sería de unos puntos porcentuales para las empresas del S&P 500, siendo probablemente los sectores de la tecnología y la sanidad los más afectados. En Europa, se espera que el impacto sea marginal, en torno al 2%.

Una de las consecuencias de la pandemia parece ser el fin, **después de 40 años**, del descenso casi ininterrumpido del impuesto de sociedades (**Gráfico 1**).

Panorama y conclusiones

- Fuerte **aceleración** del crecimiento en el S2, excluida China
- **Disminución** de la contribución del crédito al crecimiento chino
- Recuperación de **la inflación**
- Aumento de la **imposición** de los beneficios de las empresas

- **Acciones:** posición "neutral". Continuación del cambio hacia acciones más cíclicas y de "valor"
- **Bonos:** preferencia por el carry trade (segmento de alto rendimiento y deuda soberana de mercados emergentes en USD y de China en RMB)
- **Divisas:** sin cambios
- **Liquidez:** sin cambios

Asignación de activos

	UW (-)	N (=)	OW (+)
Acciones	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bonos soberanos	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Crédito	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Inversiones alternativas	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Liquidez	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Acciones			
EE.UU.	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Suiza	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japón	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mercados emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Bonos			
Soberanos	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Empresas de calidad (Inv. Grade)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Empresas de altos rendimientos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Soberanos mercados emergentes (USD)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Soberanos mercados emergentes (local)	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Economía: ¿ha vuelto la inflación?!

Gráfico 1 | EE.UU.: ¿el tipo impositivo sobre los beneficios subirá?

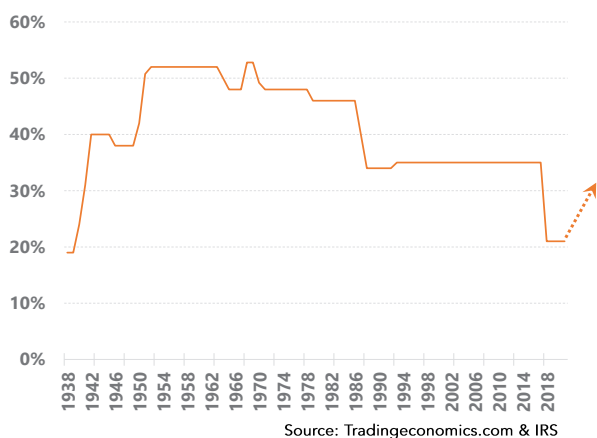
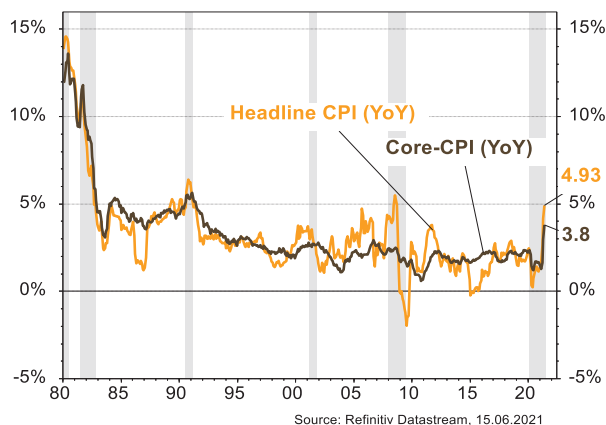


Gráfico 2 | EE.UU.: ¿aceleración en el crecimiento de los precios!



El **crecimiento** anual del índice general de precios en EE.UU. fue del **5%** en mayo, su nivel más alto desde 2008; la inflación subyacente, excluidos los alimentos y la energía, fue del **3,8%**, un récord desde 1992. En China, los precios de producción registran un incremento interanual del **9%** y, también en Alemania, los precios de consumo suben en mayo un 2,4% a/a, frente al 0,6% en Suiza.

A la luz de estas cifras, no es de extrañar que las cuestiones relativas a la inflación ocupen un lugar destacado en el frente económico.

Hay **dos grandes posturas** que se oponen. La **primera**, que defiende la hipótesis de una inflación transitoria, está encabezada ni más ni menos que por la Reserva Federal de EE.UU. La **segunda** considera que debe afianzarse una inflación más sostenible y que nos hallamos en los albores de un cambio de régimen tras 40 años de desinflación (**Gráfico 2**).

Los partidarios del carácter **transitorio** de la inflación creen que los efectos de base que estamos experimentando ahora, relacionados con la caída de los precios

de la pasada primavera, se dispararán gradualmente con el fin de las restricciones. Asimismo, las tensiones observadas en ciertos segmentos (trabas en el sector del transporte, en la industria de semiconductores, en algunas materias primas e incluso en algunos sectores de actividad a nivel de empleo) no deberían resistir la vuelta a la normalidad en unos meses. Para los partidarios de esta postura, no desaparecerán los factores desinflacionistas que han prevalecido en los últimos decenios (globalización, innovación tecnológica, alto endeudamiento y cambios demográficos) y volverán a ejercer una presión a la baja sobre los precios.

Los argumentos a favor de una inflación **más permanente** son igualmente pertinentes y convincentes. En respuesta al argumento de que el exceso de demanda depende de un problema de oferta y, por tanto, es transitorio, los partidarios de un cambio de régimen de inflación consideran que la demanda, apoyada por las ayudas públicas en el caso de los hogares y por los proyectos de inversión en el caso de las empresas, superará la oferta disponible durante el tiempo suficiente para desencadenar una espiral alcista sostenible de los precios. La aceleración del crecimiento de los salarios,

Mercados financieros

*) Al 14.06.2021	Rendimiento			P/BPA a 12 meses	Valorización		Crecimiento de beneficios			
	Precio (moneda local)	Trimestre T2*)	Desde el 31.12.2020		Rendimiento en dividendos	Precio / Activos netos	BPA a 12 meses	BPA 2021	BPA 2022	BPA 2023
Mercados de renta variable										
EE.UU.	4 132.56	7.20%	12.70%	21.70	1.9%	4.7	20%	36%	11%	11%
Europa	458.32	6.69%	14.90%	16.91	2.4%	2.1	25%	46%	12%	9%
Japón	1 959.75	0.29%	8.60%	15.62	2.0%	1.3	20%	25%	13%	9%
Suiza	11 866.41	7.40%	11.00%	18.06	2.7%	3.2	9%	9%	10%	8%
Reino Unido	4 074.57	6.40%	11.00%	13.57	3.0%	1.8	30%	67%	8%	6%
Mercados emergentes (USD)	1 383.19	5.07%	7.12%	14.22	2.3%	2.1	25%	49%	11%	10%
World (USD)	3 019.88	7.40%	12.30%	19.60	2.1%	3.2	21%	37%	11%	9%

Fuente: Datastream, Consensus IBES

que en los últimos meses ha reflejado la reticencia de los estadounidenses a volver al trabajo debido a las amplias medidas de desempleo asociadas con la pandemia, deberá mantenerse para que esa espiral se consolide. En este contexto, la voluntad política mostrada por muchos líderes del mundo desarrollado de relocalizar la producción de bienes esenciales se traducirá en una ralentización de la globalización y, por tanto, en un aumento de los costes de producción. Del mismo modo, la necesidad de reducir las desigualdades para limitar las tensiones sociales y la polarización política pasa necesariamente por subir los impuestos a los más ricos o por aumentar los salarios más bajos. En ambos casos, el resultado es más bien inflacionista.

Asimismo, la **transición energética y ecológica** no es gratuita: su coste se estima en unos USD 4 billones anuales. En términos más generales, un aumento de los impuestos, ya sea para los consumidores o para las empresas, que son las que producen, provocaría un aumento de costes y afectaría a los bolsillos o beneficios.

No consideramos, como algunos pronostican, que la inflación volverá a los niveles de la década de 1970. Estimamos que probablemente se registrará un crecimiento de los precios durante un **período más prolongado** debido a unas políticas económicas muy expansivas que, a diferencia de 2008, se suman a unas políticas monetarias muy acomodaticias. En EE.UU., el esfuerzo acumulado (Estado y Banco Central) representa el 30% del PIB, ¡al igual que durante la II Guerra Mundial! Ello no tiene comparación con 2008 (menos del 15% del PIB). Además, la Reserva Federal se siente cómoda con una inflación más alta que la registrada en los últimos años (que alcanzó en promedio un 1,8% en el último decenio).

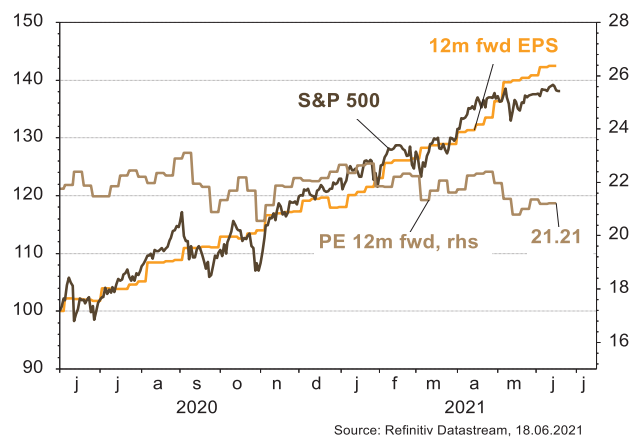
A pesar de las fuertes revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento e inflación, los bancos centrales de EE.UU. y Europa mantienen un enfoque muy acomodaticio. Después de poner a prueba su determinación a principios de año al hacer subir los tipos a largo plazo, los mercados parecen resignarse por el momento. Ten-

drán mucho tiempo para reaccionar si la inflación no se desacelera o si la actividad resulta ser aún más fuerte de lo estimado.

En cuanto a la **actividad económica**, la recuperación avanza al mismo ritmo que las reaperturas. En **EE.UU.**, los índices de confianza de los gerentes de compras (ISM industrial y de servicios) probablemente hayan alcanzado ya su punto máximo. Los datos sobre la actividad, en particular de los consumidores, confirman este optimismo y muestran un fuerte repunte. En el T1, el PIB creció más del 6,4% t/t anualizado y el T2 parece mejor aún. La **zona euro** confirma su retraso, con un PIB-T1 ligeramente inferior (-1,3% t/t anualizado), pero menos pronunciado de lo esperado, al igual que **Suiza**, que registra una contracción del 2% t/t anualizado en el mismo período. El T2 confirmará la recuperación con el fin de las restricciones.

La contribución del crédito al crecimiento económico se está ralentizando en **China**: aunque la situación siga siendo muy favorable, ha terminado la aceleración de la economía más avanzada del ciclo.

Gráfico 3 | Renta variable: los índices suben en función de los BPA, y no de la valoración



Bonos soberanos a 10 años	Nivel al 14.06.2021	Variación T2* (en pb)	Var. desde el 31.12.2020 (en pb)
Tipos USD - EE.UU.	1.50%	-25	59
Tipos EUR - Alemania	-0.25%	8	32
Tipos JPY - Japón	0.04%	-6	1
Tipos CHF - Suiza	-0.23%	12	32
Tipos GBP - Reino Unido	0.78%	-10	54
Mercados emergentes (USD)	3.91%	-7	34
Mercados emergentes (moneda local)	6.01%	-81	-2

Materias primas	Precio	Trimestre T2*	Desde el 31.12.2020
Oro (USD/onza)	1 864.56	9.4%	-1.7%
Brent (USD/brl)	72.38	14.0%	39.0%

FX	Nivel al 14.06.2021	Variación T2*	Variación desde el 31.12.2020
EUR vs CHF	1.0901	-1.45%	0.79%
EUR vs USD	1.2109	3.04%	-1.36%
EUR vs JPY	133.3513	2.68%	5.56%
EUR vs NOK	10.0718	0.39%	-3.86%
GBP vs EUR	1.1662	-0.66%	5.41%
GBP vs USD	1.4120	2.34%	3.29%
USD vs CHF	0.8991	-4.47%	1.71%
USD vs CAD	1.2135	-3.45%	-4.75%
AUD vs USD	0.7721	1.37%	0.05%

Fuente: Datastream

Preferencias en materia de divisas

Rango 1 Apreciación prevista	Rango 2 Estabilización	Rango 3 Depreciación prevista
USD	GBP JPY ORO NOK	CHF EUR
<ul style="list-style-type: none"> ▪ USD: se beneficia de unas políticas monetarias divergentes 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP: valorización atractiva y recuperación económica prevista (vacunación) ▪ JPY: valorización atractiva y divisa segura ▪ ORO: divisa de protección y activo de diversificación ▪ NOK: estabilización tras el repunte del precio del petróleo 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: valorización elevada, afectado por la propensión al riesgo ▪ EUR: lastrado por un retraso en la recuperación y un BCE más acomodaticio

Conclusiones sobre inversión

Desde junio de 2020, las valorizaciones de la renta variable, en términos de precio/BPA a 12 meses, se han mantenido sin cambios en los mercados de EE.UU. Ello puede parecer sorprendente, pero el aumento de los índices durante el período, de alrededor del +40%, se basa exclusivamente en la mejora prevista del **crecimiento de los beneficios (Gráfico 3)**.

Aunque se trata de una situación bastante saludable basada en la evolución de los elementos fundamentales —los beneficios—, también indica que los inversores no quieren pagar más por los mercados de renta variable. Su avance parece depender ahora de nuevas revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento. Todavía son posibles, pero serán claramente más **modestas** que en los últimos meses. Por tanto, el potencial alcista parece más limitado. Aunque seguimos expuestos a los mercados de renta variable, adquirimos **protección** (opciones “PUT”) para todas nuestras estrategias. El objetivo es proteger el rendimiento acumulado desde principios de año en un momento en el que las sorpresas positivas podrían escasear.

Sin embargo, faltan **alternativas** a las acciones. El sorprendente movimiento a la baja de los tipos de interés durante el T2 no ayuda a los inversores más precavidos. En un entorno en el que las perspectivas de crecimiento siguen siendo más que satisfactorias y a pesar de las elevadas valorizaciones absolutas, el descenso de los tipos de interés está haciendo que, a largo plazo,... ¡la renta variable vuelva a ser atractiva! Tenemos previsto aumentar nuestra exposición en cuanto surja una oportunidad y mantener el dinamismo en las diferentes clases de activos: por ejemplo, hemos tomado beneficios en valores relacionados con metales industriales y hemos aumentado nuestra exposición a bonos asiáticos. También hemos establecido nuevas posiciones en deuda corporativa híbrida, donde creemos que la relación riesgo/rendimiento es más atractiva que el crédito con calificación Investment Grade. Los movimientos de las **divisas** siguen siendo modestos y nuestra asignación, que favorece la vinculación a la divisa de referencia, se mantiene sin cambios, al igual que la ponderación del oro, cuyo precio se recuperó bien durante el trimestre.

Cierre de redacción | 14 de Junio de 2021

Este documento se ha elaborado únicamente a efectos informativos y Bordier & Cie SCmA lo proporciona exclusivamente en el contexto de la relación contractual existente con la persona que lo recibe. Los puntos de vista y las opiniones que en él se expresan son los de Bordier & Cie SCmA. Su contenido no podrá ser reproducido ni redistribuido por personas no autorizadas. La reproducción o difusión no autorizada del presente documento implicará la responsabilidad del usuario, pudiendo dar lugar a acciones penales. Los elementos que forman parte de su contenido se ofrecen a título informativo y en ningún caso constituyen una recomendación en materia de inversión, ni asesoramiento jurídico o fiscal proporcionado a terceros. Además, es importante recalcar que las disposiciones de nuestra página “Aviso legal” son plenamente aplicables a este documento y en particular las disposiciones relativas a las restricciones derivadas de diferentes leyes y reglamentos nacionales. En consecuencia, el Banco Bordier no presta servicios de inversión o asesoramiento a “personas estadounidenses” según la definición contenida en las normas de la Comisión de Bolsa y Valores. Por otra parte, la información de nuestro sitio Web —incluido el presente documento— no está dirigida, de ninguna manera, a tales personas o entidades.

Política de Inversión | Junio de 2021

4/4
Design ClíPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue de Hollande 16 | case postale 5515 | CH-1211 Genève 11 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com