

## RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Wall Street cerró su semana más fuerte en más de un mes, al aumentar el optimismo tras un inesperado avance en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China. Al final de la semana, el S&P 500 se revalorizó un **5,27%**, mientras que el Nasdaq subió bruscamente un **7,15%** y el Dow Jones Industrial un **3,41%**.

El pasado Lunes, EE.UU. y China alcanzaron una tregua comercial de 90 días, por la que ambas partes reducirán sus respectivos aranceles en 115 puntos porcentuales. Para los importadores Estadounidenses, esto significa una fuerte caída de los aranceles sobre los productos chinos del 145% al 30%. China, a su vez, reducirá sus aranceles sobre los productos Estadounidenses del 125% a sólo el 10%. Los mercados no tardaron en reaccionar. El acuerdo supuso un brusco giro respecto a la agitación arancelaria de abril, y los inversores lo consideraron un claro paso hacia una desescalada a más largo plazo. Esa confianza ayudó a empujar al S&P 500 a territorio positivo para el año, un giro impresionante teniendo en cuenta que el índice se había hundido en territorio de corrección tras el anuncio arancelario del "Día de la Liberación" del presidente Trump apenas unas semanas antes.

El avance comercial no fue el único viento de cola. Una lectura de la inflación más ligera de lo esperado dio a los inversores más espacio para respirar. El índice de precios al consumidor de Abril subió un 0,2% intermensual, lo que situó la tasa de inflación interanual en el 2,3%, su nivel más bajo desde Febrero de 2021. En un dato destacado, los precios de los huevos cayeron un 12,7% en el mes, aunque siguen siendo elevados, casi un 49% más que hace un año.

La temporada de resultados también mantuvo atentos a los inversores. Cisco presentó unos sólidos resultados trimestrales, con un aumento interanual de los ingresos del 11%, hasta 14.150 millones de dólares, superando las estimaciones y reforzando la demanda constante de TI en las empresas. Mientras tanto, Walmart se enfrentó a resultados mixtos, aunque el gigante minorista incumplió las expectativas de ventas, alcanzó un hito importante: su división de comercio electrónico registró el primer trimestre rentable de su historia, tanto en EE.UU. como a escala mundial. Este acontecimiento, largamente esperado, señala un posible punto de inflexión para la estrategia de transformación digital de la empresa. Sin embargo, Walmart siguió siendo un punto clave en la conversación sobre los aranceles, mientras los

inversores digerían el impacto potencial de la fluctuación de los costes de importación en los precios al consumo y los márgenes futuros.

Con la relajación de las tensiones comerciales, el enfriamiento momentáneo de la inflación y algunas sorpresas positivas en los resultados empresariales, los mercados afrontan la segunda mitad del trimestre con algo más de claridad que al principio. Aunque persisten los riesgos, al menos por ahora, el discurso está pasando de la gestión de la crisis al optimismo prudente.

# FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

## FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

**13 de Mayo**  
**IPC intermensual**  
 Actual 0,20% Vs. Encuesta 0,30%.

**15 de Mayo**  
**Avance de las ventas minoristas intermensuales**  
 Actual 0,10% Vs. Encuesta 0,00%.

**IPP Demanda final intermensual**  
 Actual -0,50% Vs. Encuesta 0,20%.

**Peticiones iniciales de subsidio de desempleo**  
 Actual 229.000 Vs. Encuesta 228.000.

**Producción industrial intermensual**  
 Actual 0,00% Vs. Encuesta 0,10%

**16 de Mayo**  
**Sentimiento de la U. de Michigan**  
 Actual 50,8 Vs. Encuesta 53,4.

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	3,863.29	4.08% ↗	11.14%	4.19%
MSCI EM	1,172.38	2.98% ↗	9.71%	9.01%
MSCI EM LATIN AMERICA	2,255.50	1.31% ↗	10.14%	21.75%
MSCI AC ASIA x JAPAN	762.56	3.42% ↗	10.69%	8.30%
<b>USA</b>				
S&P 500 INDEX	5,958.38	5.27% ↗	12.79%	1.30%
NASDAQ COMPOSITE	19,211.10	7.15% ↗	17.96%	-0.52%
DOW JONES INDUS. AVG	42,654.74	3.41% ↗	8.97%	0.26%
RUSSELL 2000 INDEX	2,113.25	4.46% ↗	12.37%	-5.24%
<b>EUROPE</b>				
STXE 600 (EUR) Pr	549.26	2.10% ↗	8.46%	8.20%
Euro Stoxx 50 Pr	5,427.53	2.22% ↗	9.97%	10.86%
DAX INDEX	23,767.43	1.14% ↗	12.08%	19.38%
CAC 40 INDEX	7,886.69	1.85% ↗	8.25%	6.86%
FTSE MIB INDEX	40,656.26	3.27% ↗	13.00%	18.93%
IBEX 35 INDEX	14,064.50	3.77% ↗	8.88%	21.30%
SWISS MARKET INDEX	12,335.09	2.05% ↗	5.78%	6.33%
FTSE 100 INDEX	8,684.56	1.52% ↗	4.94%	6.26%
<b>ASIA</b>				
NIKKEI 225	37,753.72	0.67% →	8.71%	-5.37%
HANG SENG INDEX	23,345.05	2.09% ↗	9.11%	16.38%
CSI 300 INDEX	3,889.09	1.12% ↗	3.09%	-1.16%
SENSEX	82,330.59	3.62% ↗	4.81%	5.36%
<b>LATAM</b>				
S&P/BMV IPC	57,987.14	2.54% ↗	9.37%	17.11%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	139,187.39	1.96% ↗	7.36%	15.72%
MSCI COLCAP INDEX	1,646.92	0.09% →	1.24%	19.38%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	8,386.16	1.86% ↗	7.31%	24.98%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD	
MSCI WORLD/INF TECH	793.34	7.66% ↗	21.13%	0.18%	
MSCI WORLD/CONS DIS	460.11	5.99% ↗	15.18%	-1.70%	
MSCI WRLD/COMM SVC	132.55	5.62% ↗	13.84%	4.14%	
MSCI WORLD/INDUSTRAL	453.55	3.91% ↗	12.24%	12.00%	
MSCI WORLD BANK INDEX	146.17	3.88% ↗	12.35%	14.49%	
MSCI WORLD/FINANCEVAL	156.19	2.90% ↗	9.72%	11.45%	
MSCI WORLD/ENERGY	246.04	2.28% ↗	3.85%	1.08%	
MSCI WORLD/MATERIAL	343.95	1.47% ↗	6.05%	7.04%	
MSCI WORLD/UTILITY	183.15	1.23% ↗	3.37%	11.83%	
MSCI WORLD/CON STPL	302.61	0.28% →	0.03%	8.35%	
MSCI WORLD/HLTH CARE	344.82	-0.03% →	-0.61%	-2.27%	
PHILA GOLD & SILVER INDX	178.36	-7.35% ↘	-6.86%	30.02%	
<b>US RATES</b>					
	Last	5 Days	Close	12M Close	
2Y	4.00	3.89	0.11	4.80	-0.80
5Y	4.09	4.00	0.09	4.40	-0.31
10Y	4.48	4.38	0.10	4.38	0.10
<b>BONDS CREDIT SPREAD</b>					
		5 Days	Close	12M Close	
EM Bonds Spread	299.29	314.2	-14.9	292.55	6.7
HY Bonds Spread	298.00	336.0	-38.0	345.00	-47.0
BBB 10yr Spread	180.30	188.2	-7.8	148.28	32.0
CoCos Spread	264.00	278.1	-14.1	283.50	-19.5
<b>FIXED INCOME</b>					
		5 Days	1 Month	YTD	
US High Yield	2,747.91	0.87%	↗	2.60%	2.41%
EM Bonds USD	1,280.92	0.52%	↗	1.64%	2.63%
EM Local Currency	141.42	-0.11%	↘	2.07%	7.76%
CoCos USD	140.19	-0.05%	↘	0.88%	5.55%
IG BBB 3-5yr USD	370.57	0.33%	↗	0.91%	1.59%
IG AA Corp USD	273.01	0.11%	↗	0.18%	1.72%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	296.08	0.32% →	-0.10%	-0.22%
WTI	62.49	2.41% ↗	0.03%	-12.87%
Brent	65.08	2.62% ↗	-3.74%	-12.19%
US Natural Gas	3.33	-12.15% ↘	2.68%	-8.23%
S&P GSCI Precious Metal	4,119.98	-4.17% ↘	-3.27%	20.82%
Gold	3,203.65	-3.65% ↘	-4.17%	22.07%
Silver	32.29	-1.31% ↘	-1.44%	11.74%
Platinum	991.44	-0.98% →	2.01%	9.24%
Palladium	964.50	-1.57% ↘	-0.86%	5.68%
S&P GSCI Ind Metal Index	448.09	0.97% →	3.63%	2.31%
Aluminum	2,481.50	2.65% ↗	4.18%	-2.74%
Copper	9,478.95	-0.17% →	3.35%	9.55%
Nickel	15,454.40	-1.07% ↘	-0.17%	2.27%
S&P GSCI Agriculture	376.13	-0.02% →	-2.96%	-1.77%
<b>CURRENCIES</b>				
	Last	5 Days	1 Month	YTD
CHF vs. USD	0.8376	-0.75% ↘	-2.90%	8.33%
JPY vs. USD	145.7000	-0.23% ↘	-2.62%	7.89%
CAD vs. USD	1.3969	-0.24% ↘	-0.79%	2.97%
EUR vs. USD	1.1163	-0.77% ↘	-2.07%	7.81%
GBP vs. USD	1.3283	-0.17% ↘	0.29%	6.13%
AUD vs. USD	0.6406	-0.12% ↘	0.55%	3.52%
BRL vs. USD	5.6651	-0.19% ↘	3.56%	9.04%
MXN vs. USD	19.4712	-0.12% ↘	2.35%	6.96%
COP vs. USD	4,176.25	1.15% ↗	3.10%	5.50%
CNY vs. USD	7.2136	0.34% ↗	1.19%	1.19%
EUR vs. CHF	0.9352	0.01% ↗	-0.88%	0.53%
DOLLAR INDEX	101.0920	0.75% ↗	1.72%	-6.82%
BITCOIN	103,428.72	0.72% ↗	21.48%	10.37%

## FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

**19 de Mayo**  
**Índice adelantado**  
 Encuesta -0,90%.

**22 de Mayo**  
**Solicitudes iniciales de subsidio de desempleo**  
 Encuesta 230K.

**Ventas de viviendas existentes**  
 Encuesta 4,10 millones.

**23 de Mayo**  
**Ventas de viviendas nuevas**  
 Encuesta 690K.

# VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)			
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			

Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Real Estate			
Materials			

Tras dos días de conversaciones de alto nivel en Suiza, las tensiones entre Estados Unidos y China se redujeron drásticamente. Las dos mayores economías del mundo acordaron reducir los aranceles sobre los productos de la otra durante tres meses para trabajar en un acuerdo más amplio. Desde los mínimos de Abril, el mercado ha repuntado más de un +23% y los riesgos de recesión se ven ahora fuertemente reducidos por la reducción de aranceles entre China y EE.UU..

Los precios se han recuperado por encima de la media móvil de 20 semanas y se ha reducido considerablemente la probabilidad de que los precios vuelvan a los mínimos de Abril. El sector informático y, en particular, el subsector de los semiconductores han liderado la recuperación del mercado.

Dicho esto, seguimos viendo poco recorrido al alza para el mercado de renta variable a este nivel, ya que el PER ha vuelto a 25,5 veces y la situación económica sigue mostrando signos de ralentización.

### Compañías Petroleras : Dividendos atractivos a pesar de la volatilidad

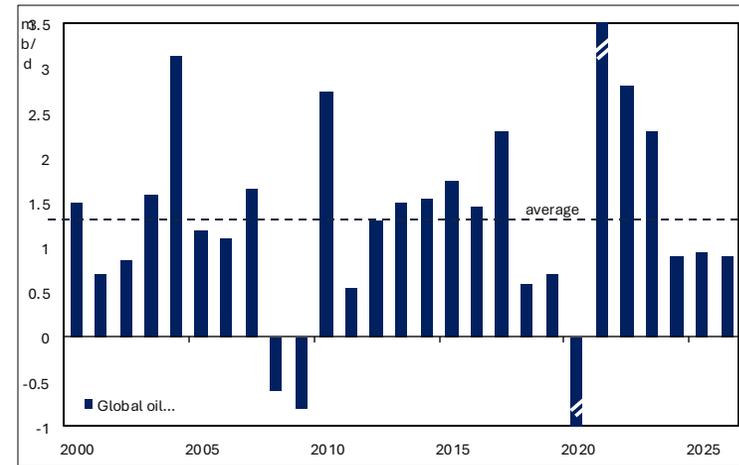
Tras dos años de relativa estabilidad, el mercado del petróleo sufrió un importante revés en Abril. **El precio del crudo WTI cayó a 60,- dólares el barril, rompiendo el importante nivel de soporte de 65,- dólares vigente desde 2021** (gráfico 1). El pasado Jueves, Donald Trump declaró que Estados Unidos se acercaba a un acuerdo con Teherán sobre el programa nuclear Iraní. Desde este anuncio, los inversores anticipan un importante exceso de oferta de petróleo. Este anuncio es tanto más importante cuanto que los 23 países de la OPEP+ ya habían previsto aumentar su producción de petróleo. Con el mercado ya en una situación de exceso de oferta y una creciente preocupación por la atonía de la demanda, los inversores interpretaron instantáneamente estas dos decisiones como una señal bajista.

Además, los indicadores adelantados apuntan a una ralentización de la actividad económica en Europa, Japón, China y también Estados Unidos. **La Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisó recientemente a la baja su previsión de crecimiento de la demanda mundial de petróleo en 2025, de 1 millón a 740.000 barriles diarios** (gráfico 2)... un ritmo relativamente lento en comparación con las dos últimas décadas que ha venido lastrando los precios del petróleo. **Este desequilibrio entre una oferta creciente y una demanda incierta está alimentando un clima de nerviosismo, en el que el WTI ya no consigue mantener su equilibrio en torno a los 80 dólares** (gráfico 3). Este ajuste a la baja ha sido consecuencia del aumento de la oferta de petróleo y del empeoramiento de las expectativas sobre la economía, que parece volver a mejorar desde hace algunas semanas.

Gráfico 1 : WTI (\$62.-)

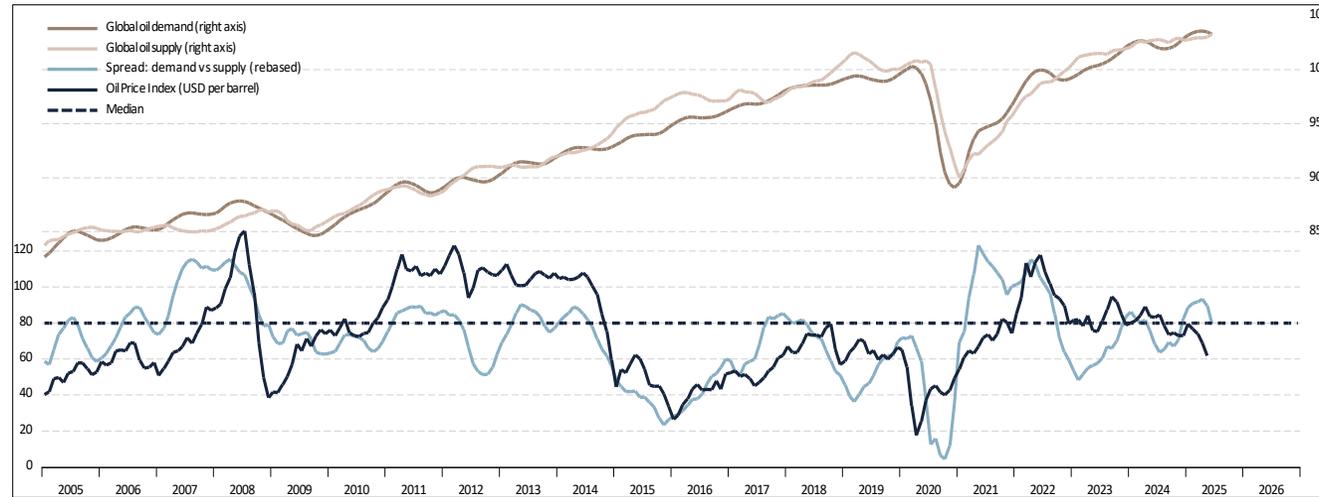


Gráfico 2 : Crecimiento del consumo de petróleo



# EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 3 : Demanda mundial y oferta mundial (eje derecho); precio del petróleo y diferencial entre demanda y oferta



De hecho, observando el actual diferencial oferta-demanda, los precios del petróleo quizá se han anticipado demasiado a la negatividad y podrían estabilizarse en los niveles actuales. **Los niveles actuales de oferta-demanda están casi al mismo nivel y normalmente han correspondido a un nivel de precios del petróleo más alto durante los últimos 4 años** (gráfico 3). Varios argumentos podrían apoyar los precios del petróleo en los niveles actuales. En primer lugar, el reciente acuerdo entre la administración Trump y China está reduciendo el riesgo de recesión. La reunión celebrada en Ginebra los días 10 y 11 de Mayo, en la que Chinos y Estadounidenses acordaron suspender los derechos de aduana aplicados a sus respectivas importaciones, debería reforzar normalmente la demanda de petróleo. En segundo lugar, la relativa debilidad del dólar Estadounidense reforzó el poder adquisitivo de los países importadores de crudo, sobre todo en Asia. Por último, las persistentes tensiones geopolíticas presionan sobre los precios de la energía, especialmente en Oriente Medio, donde el riesgo pesa directamente sobre los flujos logísticos mundiales. Por todas estas razones, pensamos que el precio del petróleo debería estabilizarse en los niveles actuales y volver a superar los 65 dólares.

Desde un punto de vista más estructural, la infra inversión crónica en prospección petrolífera es un factor de vulnerabilidad para el suministro mundial. Desde 2014, para adaptarse a la creciente transición energética, las empresas del sector han reducido drásticamente su gasto en investigación y desarrollo de nuevos yacimientos. Al final, esta transición está tardando más en llevarse a cabo de lo previsto, dado que el ciclo de inversión en el sector petrolero es especialmente largo. Entre el descubrimiento de un yacimiento, los estudios geológicos, los trámites reglamentarios, las inversiones logísticas y la perforación propiamente dicha, transcurren a menudo entre 5 y 10 años antes de que un pozo esté plenamente operativo.

# EL TEMA DE LA SEMANA

## Las empresas energéticas se encuentran en un nivel atractivo

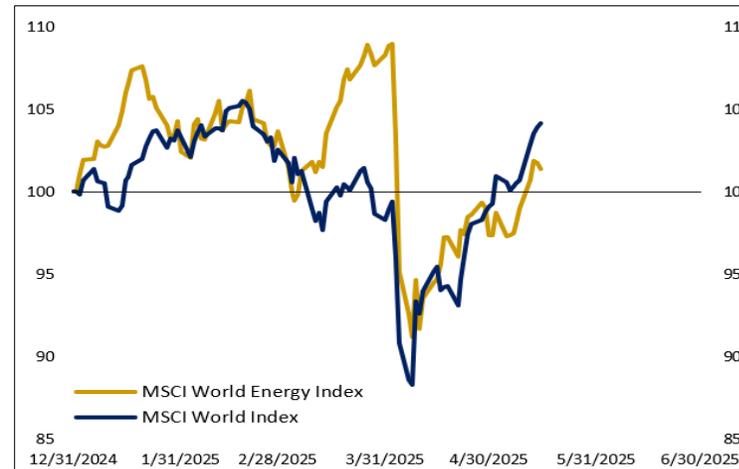
Desde 2022 hasta ahora, el índice energético mundial ha fluctuado lateralmente en un rango del 20%. **Durante el desplome del mercado en Abril, el sector energético ha sido el más afectado con una caída del -20% en dos semanas, el peor golpe desde la primavera de 2020** (gráfico 4). **También forma parte de los sectores que han repuntado decentemente desde entonces con una recuperación del +12%, retrocediendo más de la mitad de la caída** (gráfico 5). Desde el punto de vista técnico, los precios se encuentran en el centro del mencionado rango de negociación a largo plazo y se consideran "neutrales". **En un tono más positivo, las valoraciones siguen siendo atractivas para el sector, con un ratio Precio/Ventas de 1,04x... en línea con la media a largo plazo** (gráfico 6).

El comportamiento en el mercado de las empresas de toda la cadena de valor de la energía revela dinámicas financieras y operativas distintas que configuran sus perfiles de inversión. **Las empresas de refinería** tienden a mostrar un comportamiento anticíclico en relación con las oscilaciones de los precios del petróleo, ya que su rentabilidad depende principalmente de los diferenciales de craqueo más que de los precios absolutos del crudo, lo que crea una expansión potencial de los márgenes cuando los costes de los insumos caen más rápidamente que los precios de los productos. **Las empresas de exploración**, por el contrario, muestran una beta elevada y una volatilidad correlacionada directamente con los precios de las materias primas, ya que sus valoraciones están muy influidas por las tasas de reposición de reservas, el éxito de la exploración y las perspectivas de crecimiento de la producción, lo que las hace especialmente sensibles a la opinión del mercado sobre la futura demanda de petróleo y las expectativas de precios. **Las empresas integradas** ocupan una posición intermedia, ofreciendo a los inversores una exposición equilibrada a través de la integración vertical que proporciona una cobertura natural entre las operaciones ascendentes y descendentes, lo que suele dar lugar a rendimientos más estables pero moderados en comparación con las empresas puras.

Gráfico 4 : MSCI World Energy / Gráfico semanal



Gráfico 5 : MSCI World; MSCI World Energy Index

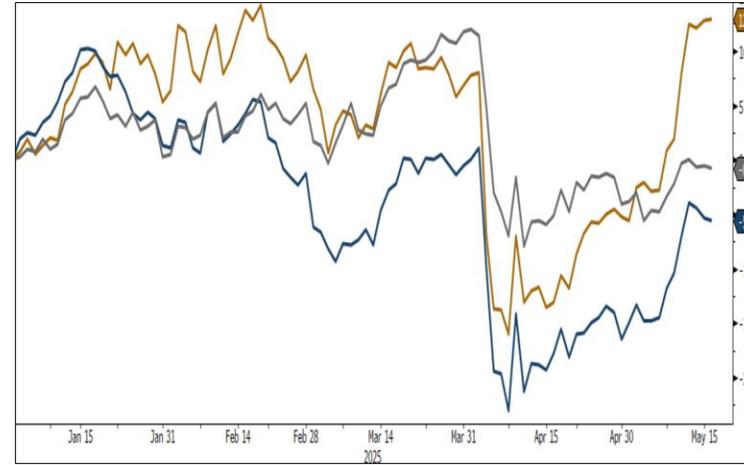


# EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 6 : MSCI World Energy Relación precio/ventas (1,04x); media 10 años (1,02x)



Gráfico 7 : Perf. interanual : Refinadores (+12,9%), Integrados (-0,84%), Exploradores (-5,58%)

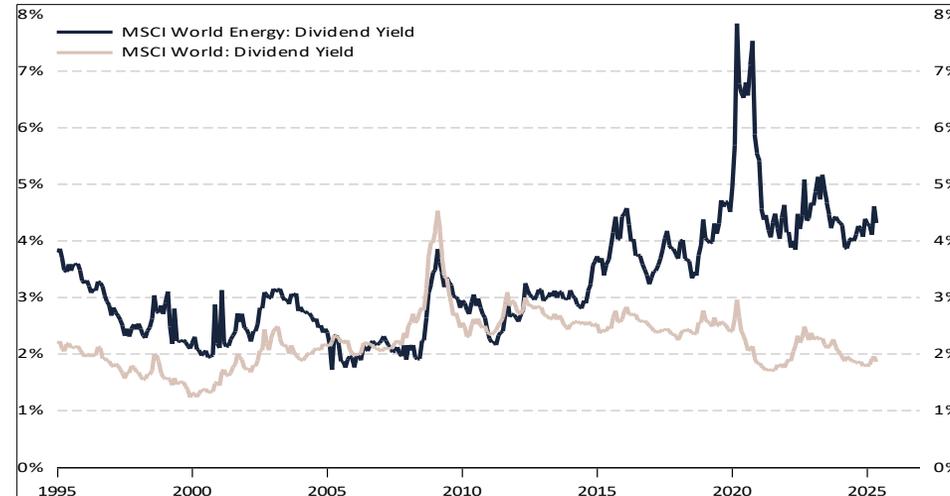


No es de extrañar, por tanto, que las empresas de refino hayan obtenido mejores resultados que el sector, las de exploración, peores, y las integradas, más resistentes y menos volátiles (gráfico 7). En un escenario de fuerte caída de los precios del petróleo seguida de un repunte moderado, es probable que cada segmento muestre pautas de comportamiento distintas en función de sus modelos de negocio y su exposición a los ciclos de las materias primas.

En un principio, **las empresas de refinería** obtendrían mejores resultados, ya que sus márgenes podrían ampliarse cuando los precios del crudo caigan más rápido que los de los productos refinados, y los inversores se inclinarían por su relativa seguridad y sus flujos de caja anticíclicos durante la caída; sin embargo, cuando los precios del petróleo empiecen a repuntar, las refinerías podrían obtener peores resultados, ya que sus costes de los insumos aumentan y los márgenes de crack podrían comprimirse. **Las empresas de exploración** experimentarían la reacción negativa más drástica durante el desplome inicial de los precios, con una caída de las cotizaciones a menudo más grave que la de la materia prima subyacente, ya que los inversores descartan la viabilidad futura de los proyectos y las posibles tensiones en los balances; sin embargo, estas mismas empresas suelen mostrar el mayor ímpetu de recuperación durante la fase de rebote, en particular aquellas con costes de producción más bajos y balances más saneados, ya que la mejora de la confianza y las previsiones de flujo de caja impulsan la expansión múltiple. Es probable que las **grandes petroleras integradas** muestren sus características defensivas durante la fase de desaceleración, experimentando descensos menos graves que las empresas puramente de exploración debido a su efecto amortiguador en el mercado descendente, mientras que durante la fase de rebote generalmente obtendrían peores resultados que sus homólogas centradas en la exploración, pero mantendrían políticas de dividendos y estrategias de asignación de capital más coherentes que resultan atractivas para los inversores institucionales que buscan estabilidad a lo largo de todo el ciclo. **En conjunto, los grupos petroleros se benefician de un fuerte flujo de caja, una deuda controlada, programas masivos de recompra de acciones y dividendos muy elevados** (gráfico 8). Por tanto, siguen atrayendo a los inversores que buscan rentabilidad.

# EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 8 : Rendimiento de los dividendos : MSCI World (1,75%), MSCI World Energy (4,13%)



## CONCLUSIÓN

La crónica infrainversión en exploración y la menor probabilidad de recesión hacen prever que el precio del petróleo repunte por encima de los 65 dólares en un futuro próximo. Las empresas petroleras y de gas son empresas con un elevado flujo de caja a escala mundial que distribuyen dividendos atractivos en comparación con otros sectores. Dentro de los subsectores, las refinerías deberían poner fin a su fase de rentabilidad superior tras su fuerte repunte debido a la reciente caída del petróleo. Debido a la incertidumbre económica, favoreceríamos a las empresas de Integrados por su carácter defensivo y por su elevado nivel de reparto de dividendos.

En general, mantenemos una posición "neutral" en el sector y esperamos a que se confirme una mayor fortaleza relativa para revalorizarlo. Un dólar estructuralmente más bajo y la elevada demanda de energía deberían ser factores de apoyo en un momento dado.

**In On Capital, S.A.** pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.