

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – DICIEMBRE DE 2020

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



FOCUS

LA VACUNA PARA LA COVID-19: LA FÓRMULA MÁGICA

RENTA VARIABLE

RESULTADOS POSITIVOS

3

EDITORIAL

¿VENDRÁ SANTA CLAUS ANTES DE ACCIÓN
DE GRACIAS ESTE AÑO?

4

FOCUS

LA VACUNA PARA LA COVID-19: LA FÓRMULA MÁGICA

7

MACROECONOMÍA

EMPEORARÁ ANTES DE MEJORAR

9

RENTA VARIABLE

RESULTADOS POSITIVOS

11

RENTA FIJA

ABUNDAN LOS CLICHÉS RELATIVOS A LAS VACUNAS

13

DIVISAS

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SE EMBARCA
EN UNA SENDA NEGATIVA

14

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

16

ESTADO DEL MERCADO

PANORAMA DE MERCADOS

17

GLOSARIO

EDITORIAL



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

¿VENDRÁ SANTA CLAUS ANTES DE ACCIÓN DE GRACIAS ESTE AÑO?

Estimado/a lector/a:

A principios de noviembre, un contagioso optimismo ha derivado en una marcada aceleración de los mercados pese a la evidencia de una contracción del PIB en Europa en el cuarto trimestre y una preocupante dinámica de la pandemia de COVID-19 en Estados Unidos. Un potente cóctel compuesto por política y atención sanitaria está llevando a los inversores a mirar más allá de los retos a corto plazo y a descontar unas perspectivas más positivas en 2021.

¿Ha desaparecido el riesgo político? Las elecciones estadounidenses cumplieron con nuestra hipótesis de base y con un margen más limitado de lo que las encuestas reflejaban, como también cabía esperar. Los intentos de Donald Trump por impugnar los comicios probablemente no llegarán a ninguna parte. El riesgo político parece haberse disipado, junto con una probabilidad ahora menor de que se produzca tanto una subida del impuesto de sociedades como la aprobación de ambiciosos estímulos presupuestarios.

¿Acaso se han desvanecido todas las incertidumbres? En nuestra opinión, hay tres elementos de baja probabilidad que habrá que vigilar. Primero, la segunda vuelta de las elecciones al Senado en Georgia, que es crítica para que los Republicanos se aseguren dicha cámara. En segundo lugar, la transición en el Despacho oval no será en absoluto fácil y Trump parece tener intención de intimidar a otros países hasta su último día como presidente. En tercer lugar, con una pandemia que sigue acelerándose, ¿cómo van a reaccionar los mercados ante un estancamiento político con un Congreso incapaz de acordar medidas emergentes?

¿Cambiará la vacuna las reglas del juego? No, según Christine Lagarde, en lo relativo a las previsiones económicas del Banco Central Europeo (BCE). Pero la realidad es que está mejorando considerablemente las perspectivas para 2021, con una menor probabilidad de nuevos confinamientos, y mayores posibilidades de un rebote cíclico más generalizado. Así que tal vez los comentarios de la Sra. Lagarde aludan a los riesgos a corto plazo que justificarían la inyección de estímulos adicionales.

Desde el punto de vista del mercado, la vacuna cambia radicalmente las reglas del juego; es posible que los inversores y los traders hayan reaccionado exageradamente ante el anuncio por sorpresa de Pfizer al deshacerse drásticamente de las acciones de calidad y momentum y apresurarse a cubrir sus posiciones cortas en los sectores de valor y cíclicos.

La sucesión de regímenes reflacionistas/atemperados¹ en las últimas semanas ha sido una fuente de quebraderos de cabeza para los gestores de carteras, que acababan de eliminar sus coberturas sobre la tecnología ante un Congreso dividido.

No obstante, este flujo de noticias positivas no llevará a los bancos centrales y a los Gobiernos a detener los estímulos en un futuro próximo. Los mercados de deuda corporativa están posicionados de cara a una ampliación de los estímulos del BCE, que absorberá un porcentaje considerable de los títulos *investment grade* en euros, mientras que unos tipos más bajos están impulsando las valoraciones de las renta variable. Pero, ¿podemos tenerlo todo a la vez? ¿Es razonable pensar que podemos asistir a una aceleración el próximo año y a una recuperación de las acciones de valor sin una pendiente perjudicial de la curva de rendimientos?

Este cuento de Navidad se basa en un margen estrecho que probablemente solo sea sostenible de manera temporal: una recuperación del crecimiento global sin subida de la inflación. Los bancos centrales ya han advertido de que el exceso de inflación a corto plazo no modificará su postura acomodaticia. Pero controlar toda la curva es otra historia. Al final, es un llamamiento a la credibilidad: mientras el mercado esté convencido de que la vacuna no mermará las directrices a futuro, no debemos preocuparnos demasiado por la pendiente. El segundo riesgo reside en los mercados de divisas. La opinión de claro consenso sobre el debilitamiento del dólar no debería ir demasiado rápido; de lo contrario podría poner en peligro la tan ansiada recuperación de la renta variable europea. Entretanto, el optimismo parece llevar a los inversores sus regalos de Navidad incluso antes del Día de Acción de Gracias, que ya ha marcado un punto de inflexión técnica para los mercados anteriormente. Como de costumbre, el largo plazo es más seguro que mañana...

1 - Atemperada: dicese de una economía que funciona bien sin generar inflación y que permite a los bancos centrales mantener su postura acomodaticia: "ni muy caliente ni muy fría, a la temperatura adecuada"... como dice el famoso cuento infantil Ricitos de oro.

FOCUS

LA VACUNA PARA LA COVID-19: LA FÓRMULA MÁGICA

Pocos temas habrán impulsado a los mercados y habrán acaparado tanto la atención como el anuncio de un porcentaje de eficacia superior al previsto en el nuevo ensayo de la vacuna para la COVID-19 realizado el 9 de noviembre de 2020. El entusiasmo y la seguridad de que algún día "volveremos a la normalidad" todavía no se aprecian en las encuestas económicas y tardarán en traducirse en datos concretos. Sin embargo, dado que la segunda y tercera ola de la pandemia amenazan la recuperación en el mundo en vías de desarrollo, las noticias sobre la vacuna dieron a los hogares y a las empresas su primera impresión de visibilidad de cara a 2021.

ESFUERZOS HISTÓRICOS POR ENCONTRAR UNA NUEVA VACUNA

En enero de 2020 comenzaron los estudios para decodificar el genoma del SARS-CoV-2. Se probaron las vacunas existentes (como la de la tuberculosis) para ver si podrían proteger contra la COVID-19, al tiempo que se están desarrollando nuevas vacunas para debilitar a los coronavirus o entregar el material genético o las proteínas del propio coronavirus para provocar una respuesta inmunológica. Estas nuevas vacunas se llevan probando en humanos desde marzo de 2020, y actualmente son doce las que han llegado a las fases finales de las pruebas.

ACTUALMENTE SE ESTÁN VERIFICANDO EL CICLO DE DESARROLLO DE UNA VACUNA Y EL NÚMERO DE VACUNAS



Fuentes: New York Times, rastreador de vacunas para el coronavirus (17.11.2020), Indosuez Wealth Management.

Hasta ahora, las dos vacunas de base genética de Pfizer-BioNTech (BNT162b2 mRNA) y Moderna (mRNA-1273) han anunciado análisis preliminares satisfactorios basados en sus ensayos en fase 3 (probadas en 43 y 30 mil pacientes, respectivamente) y ahora ambas afirman una eficacia del 95% (con una eficacia del 94% en el grupo de edad de +65 años para Pfizer). Un factor que diferencia a la vacuna de Moderna es que puede mantenerse en una nevera normal, entre 2°C y 8°C durante 30 días.

En cambio, la vacuna de Pfizer tiene unos requisitos de conservación en entornos ultracongelados con hielo seco, a -70°C como mínimo. Eso hace que la propuesta de Moderna sea más fácil y probablemente más barata de distribuir. La vacuna de Pfizer y BioNTech, como casi todas las demás en fase de ensayos clínicos, requiere dos dosis.

También es importante señalar que, hasta la fecha, dos vacunas han llegado a la fase de aprobación a cargo de las autoridades sanitarias rusas (Sputnik V, desarrollada por el Instituto de Investigación Gamaleya, en Moscú, y EpiVacCorona), pero estas no habían entrado en ensayos clínicos en Fase 3 en ese momento.

¿CUÁNDO ESTARÁN DISPONIBLES LAS PRIMERAS VACUNAS?

Los ensayos continúan en marcha. Pfizer/BioNTech presentó datos de seguridad esta semana, completando así uno de los últimos pasos necesarios para que la vacuna obtenga la Autorización de Uso de Emergencia (AUE) de la FDA estadounidense (la agencia de alimentación y medicamentos del país). Moderna sigue recopilando datos y estimaciones que deberían estar listos para presentar su solicitud en las próximas semanas. Si su vacuna es autorizada, Pfizer-BioNTech espera producir 50 millones de dosis en 2020 y hasta 1.300 millones de dosis de su vacuna en todo el mundo para finales de 2021. Moderna prevé aproximadamente 500 millones de dosis al año y posiblemente hasta 1.000 millones de dosis anuales a partir de 2021.

DESAFÍOS A LA VISTA Y PREGUNTAS SIN RESPUESTA

Los porcentajes de eficacia anunciados superaron las expectativas iniciales. No obstante, sigue habiendo desafíos, en particular en lo que respecta a la duración de la inmunidad de la nueva vacuna y las capacidades de producción. El coste de la vacuna (entre 32 y 37 dólares por dosis para la de Moderna) también será un problema para la distribución, especialmente para los países emergentes y en vías de desarrollo con unas finanzas públicas ya presionadas de por sí.

Por último, más allá de la urgencia de 2021, ¿puede limitarse la vacunación a los grupos vulnerables y continuar siendo eficaz para controlar la pandemia? Según una encuesta reciente de Ipsos, muchos ciudadanos no quieren ponerse la vacuna, ya que no confían en la eficacia o el contenido de la misma. Afortunadamente, la encuesta también señala que la confianza y la aceptación de la vacuna aumentan con la edad.

FOCUS

LA VACUNA PARA LA COVID-19: LA FÓRMULA MÁGICA

LA VACUNA ES UNA MAGNÍFICA PÍLDORA DE CONFIANZA

Es probable que la vacuna se administre en primer lugar a los grupos más vulnerables que tienen más probabilidades de ocupar las camas de los hospitales, especialmente en los picos de la pandemia (personas mayores de 50 años o con problemas de salud previos). Esto podría aplanar las curvas de contagios y mantener la capacidad de las UCI. En la hipótesis económica más pesimista (confinamientos nacionales prolongados), que se reduce considerablemente a mediados de 2021, los hogares serán más dados a gastar (tras un periodo de ahorro forzoso) y las empresas aún viables pueden considerar ya la posibilidad de restablecer existencias y detener la destrucción de empleo. En este contexto, existe un considerable potencial de crecimiento para la segunda mitad de 2021.

Sin embargo, no esperamos en Europa una rentabilidad sobresaliente de las inversiones en 2020, ya que, a diferencia de Estados Unidos, la contracción del mercado laboral y las quiebras vinculadas a la crisis se han visto artificialmente frenados por los expedientes de regulación temporal de empleo y otras medidas de apoyo de los Gobiernos.

En Asia, donde el virus se ha controlado de forma generalizada gracias a las medidas de distanciamiento social, el impacto de la vacuna en el crecimiento económico puede ser doble: un aumento de la demanda externa a medida que las economías en vías de desarrollo reabran y la producción intensiva de suministros médicos relacionados con la vacuna (impacto en China). En el caso de otros mercados emergentes, en los que los Gobiernos difícilmente pueden costear las vacunas durante esta primera tanda, es muy probable que los efectos positivos se produzcan a principios de 2022.

PERSONAS QUE DICEN QUE SE VACUNARÁN CONTRA LA COVID-19 SI HUBIERA VACUNA, %



Fuentes: Ipsos, Indosuez Wealth Management.



Es demasiado pronto para
revisar las previsiones del PIB.

MACROECONOMÍA

EMPEORARÁ ANTES DE MEJORAR

Si bien las esperanzas en torno a la vacuna reducen el riesgo de confinamientos generalizados en 2021, no resuelven las olas de COVID-19 que se están produciendo en la actualidad, lo que podría hacer que las economías occidentales vuelvan a entrar en recesión en el cuarto trimestre de 2020.

Antes de manifestarse la segunda ola, el PIB del tercer trimestre todavía se mantenía un 3,5% por debajo de los niveles previos a la pandemia en EE. UU., un 4% por debajo en los principales países de la zona euro y un 9% por debajo en los casos de España y el Reino Unido. El PIB chino es un 4% superior a los niveles anteriores a la COVID-19 y va en aumento.

EUROPA: UNA PAUSA EN LA RECUPERACIÓN

Desde septiembre, Europa se ha retrasado aún más en el proceso de recuperación. El índice PMI compuesto pasó de 54,9 en julio a 50 en octubre, debido al deterioro del sector servicios. Francia ha sido uno de los componentes europeos más afectados por las tasas de contagio hasta ahora; el INSEE estima que la economía se contraerá un 4,5% intertrimestral en el cuarto trimestre, y la hipótesis más pesimista apunta al -6% (en comparación con el -14% del segundo trimestre). Se espera que la contracción del cuarto trimestre en el conjunto de la zona euro sea menos grave, dado que las medidas han sido menos estrictas esta vez en los sectores de la construcción y la industria. Por último, la inflación (en el -0,3% interanual en octubre) continuará siendo moderada en el futuro, lastrada por los precios de la energía y la marcada atonía del mercado laboral. Se espera que el BCE introduzca más medidas de relajación, ya que las nuevas armas presupuestarias europeas tardan en llegar, a pesar de los considerables avances en su plan de financiación.

EE. UU.: MEJOR DE LO PREVISTO HASTA EL MOMENTO

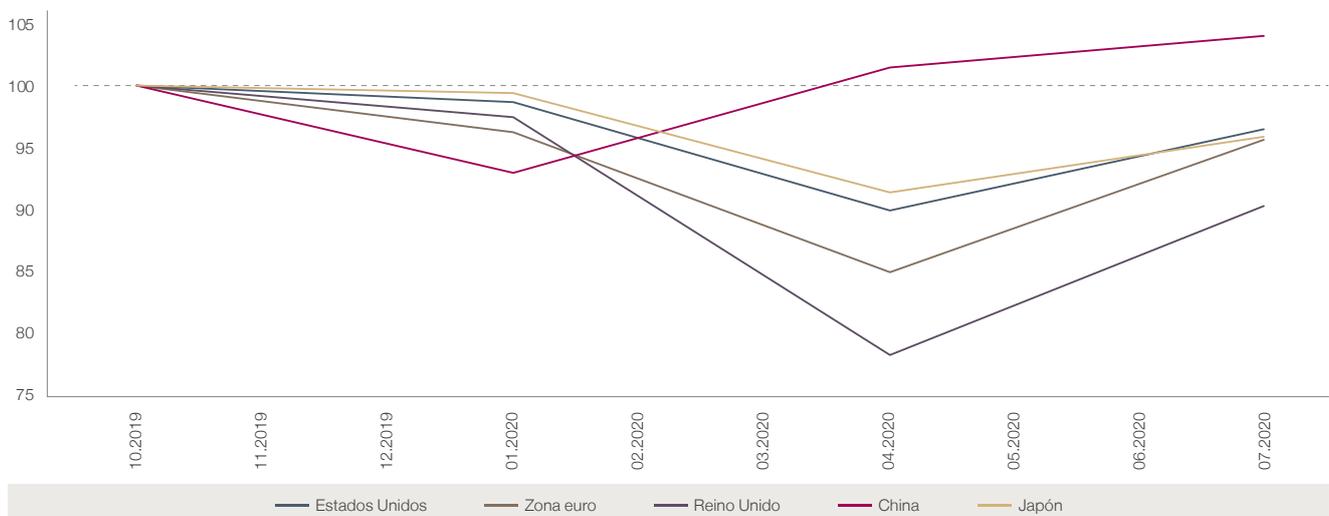
En Estados Unidos, la recuperación de la actividad y del mercado laboral siguió avanzando en otoño a pesar de la incertidumbre electoral. Las ventas al por menor aumentaron un 5,7% en comparación con octubre de 2019, mientras que la tasa de desempleo cayó al 6,9% (frente al 14,7% de abril). No obstante, a medida que la pandemia gana fuerza y los estímulos presupuestarios adicionales siguen sin estar claros, las perspectivas de crecimiento de cara a finales de año también se orientan a la baja (previsión del PIB del cuarto trimestre del Conference Board: tasa anualizada del 2,2%).

De cara al futuro, el menor dinamismo del crecimiento hasta el año 2021 lastrará el crecimiento anual, y se espera que el aumento de la confianza en la vacuna apunte el consumo en el segundo semestre de 2021 (véase el Focus de la página 4). La incertidumbre es anormalmente elevada y es demasiado pronto para revisar al alza las previsiones del PIB a raíz de las noticias positivas sobre la vacuna (actualmente en un 4,1% para la zona euro en 2021, según la Comisión Europea, y en un 3,4% para EE. UU., según la Reserva Federal).

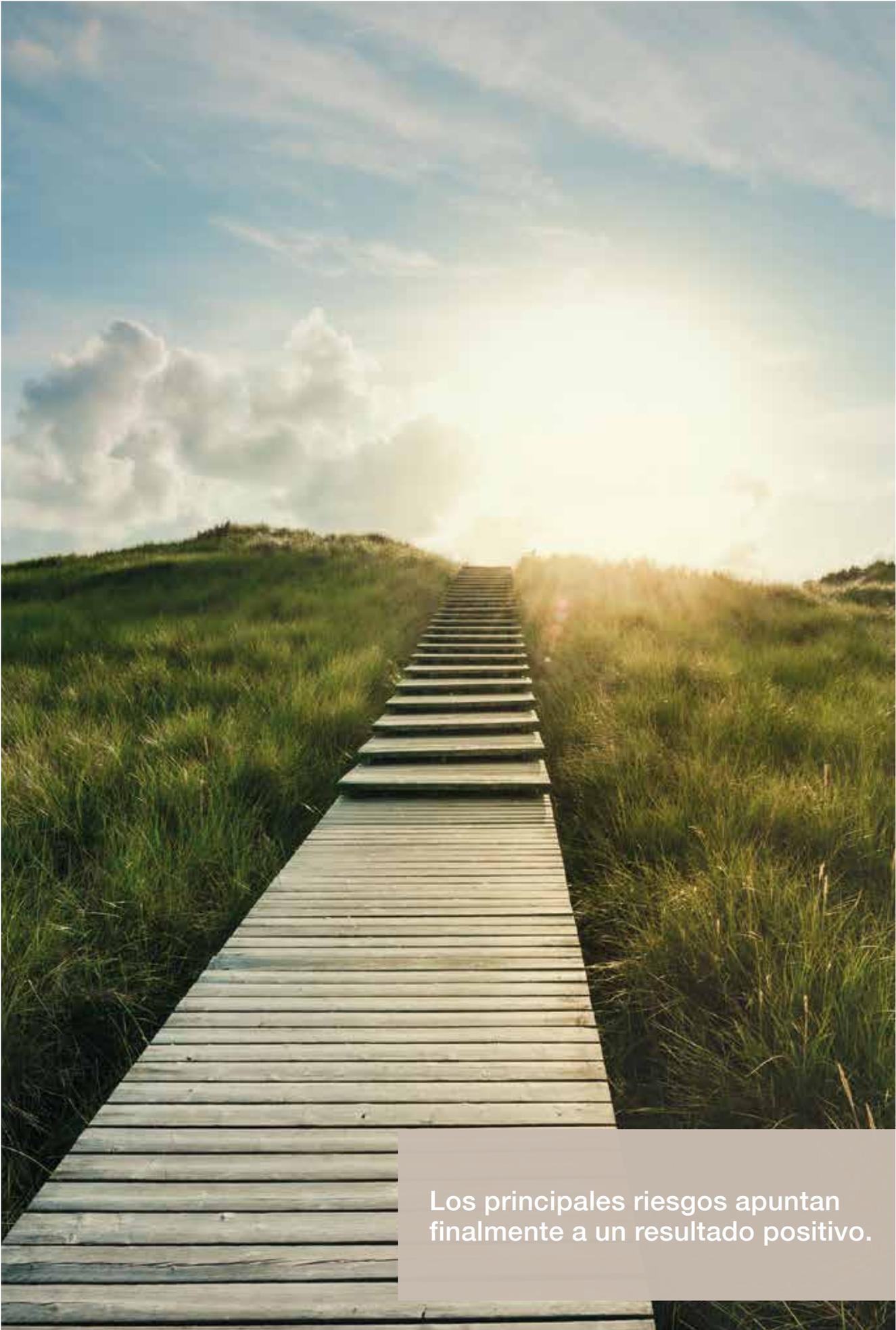
MIRAR HACIA ORIENTE EN BUSCA DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Por último, las ambiciones de las economías asiáticas se han visto reforzadas por el reciente plan quinquenal de inversiones de China, centrado en el refuerzo del crecimiento interno, y por la firma de un acuerdo comercial regional en Asia (se prevé que el 90% de los aranceles entre China, Japón y otros 13 países desaparezcan en cuestión de dos décadas). Aunque ya existían acuerdos comerciales entre muchos de estos estados, este es un claro paso hacia la regionalización.

LA DESIGUAL RECUPERACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL, PIB DEL T4 2019 = 100



Fuentes: Finanzas nacionales, Indosuez Wealth Management.



Los principales riesgos apuntan finalmente a un resultado positivo.

RENDA VARIABLE

RESULTADOS POSITIVOS

- La incertidumbre en torno a las elecciones en EE. UU. ha desaparecido y la configuración actual, una victoria de Biden sin una ola demócrata, podría ser uno de los mejores escenarios.
- La temporada de presentación de resultados del tercer trimestre finalmente se ha saldado con cifras récord: un 82% de las empresas superó las previsiones en EE. UU. y un 17% sorprendió en cuanto a BPA en el S&P 500.
- El anuncio de Pfizer de una vacuna aporta mayor confianza en la recuperación económica de 2021, lo que brinda un contexto ampliamente positivo para los mercados bursátiles de todo el mundo.

EUROPA

El mercado europeo ha experimentado una muy buena racha recientemente. Las últimas noticias inspiran más confianza en una recuperación económica en 2021, y lo mismo ocurre con los beneficios empresariales. Las valoraciones baratas y su sesgo cíclico y hacia la beta podrían ser el nuevo catalizador de la zona. Esto, junto con el renovado hincapié en los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (ESG) y la temática del cambio climático, podría atraer nuevas entradas de capital a la zona.

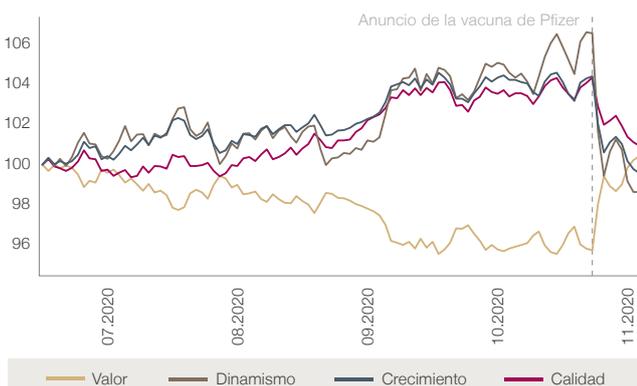
ESTADOS UNIDOS

Al mercado le preocupaba el posible riesgo de que una ola demócrata hubiera provocado un aumento de los tipos del impuesto que podría haber repercutido en los beneficios empresariales, sobre todo en los sectores de la tecnología y la atención sanitaria. Una situación más equilibrada en el plano electoral estadounidense y los más que alentadores resultados de los ensayos de las vacunas han tranquilizado al mercado y, en particular, a los sectores más perjudicados por esta crisis sanitaria. El Russell 2000 —el índice estadounidense de pequeñas y medianas capitalizaciones— podría ser uno de los principales beneficiarios de esta rotación, ya que actualmente está alcanzando máximos históricos y esta tendencia podría durar.

MERCADOS EMERGENTES

La renta variable china, taiwanesa y surcoreana han liderado los resultados bursátiles asiáticos en lo que va de año. A pesar de la reciente rotación, seguimos pensando que las acciones chinas son interesantes (en particular, las acciones A), además de un dinamismo positivo en los datos de los índices PMI, las ventas minoristas también se han recuperado recientemente. Mantenemos la neutralidad en Corea del Sur y Singapur, y seguimos infraponderados en la India y ASEAN (excl. Singapur).

MARCADA ROTACIÓN HACIA EL VALOR



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

No obstante, los rebotes técnicos del estilo de valor profundo han favorecido a regiones rezagadas previamente, como la ASEAN y Latinoamérica, y podrían ser un motor positivo a corto plazo para estas zonas.

ESTILO DE INVERSIÓN

En este entorno de predisposición al riesgo, el segmento de valor/baja calidad del mercado superó claramente al de crecimiento/alta calidad. Sospechamos que esto debería seguir así, ya que el descuento en las valoraciones de los títulos de Valor continúa siendo muy elevado, mientras que el dinamismo relativo de los BPA debería seguir mejorando. Esto confirma nuestro reciente movimiento hacia una mayor presencia de títulos cíclicos/de valor en nuestras carteras, principalmente a expensas de las firmas defensivas. No obstante, pese a estos acontecimientos recientes, seguimos manteniendo algunas temáticas de crecimiento a largo plazo (en particular, Desarrollo sostenible y Tecnología disruptiva) como componente considerable del núcleo de la cartera.

PREFERENCIAS SECTORIALES

Estos acontecimientos tienen cierta repercusión en cuanto a la asignación sectorial: recursos básicos, materiales de construcción y (en parte) bienes de equipo/químicos se beneficiarían de un aumento de la inversión en infraestructuras y su sesgo cíclico.

Incluso si el sector bancario sigue acusando presiones estructurales, podría beneficiarse de un rebote a corto plazo, en vista de sus exiguas valoraciones, el positivo dinamismo de los BPA relativos y un posible levantamiento de la prohibición de distribuir dividendos por parte del Banco Central Europeo (BCE) en diciembre. La energía debería seguir sufriendo salidas de capital relacionadas con los factores ESG tras este fuerte repunte a corto plazo.

CONVICCIONES BURSÁTILES FUERTES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
GEOGRAFÍAS		
EUROPA	=/+	=
EE. UU.	=	=/+
JAPÓN	-	-/=
UNIVERSO EMERGENTE	=/+	+
IBEROAMÉRICA	-/=	=
ASIA EX-JAPÓN	=	=
CHINA	=/+	+
ESTILOS		
GROWTH	=/+	+
VALUE	=	-/=
CALIDAD	=	=
CÍCLICO	=/+	=
DEFENSIVO	-/=	-/=

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Los bancos centrales compensarán la recesión debido a las medidas de confinamiento.

RENDA FIJA

ABUNDAN LOS CLICHÉS RELATIVOS A LAS VACUNAS

- La búsqueda de rentabilidad se adentra en una nueva era a medida que los inversores diversifican sus carteras.
- La diversificación no debe producirse a expensas del conocimiento de los riesgos subyacentes.

BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales de los mercados desarrollados están preparados para contrarrestar los efectos de la recesión de las nuevas medidas de confinamiento. Se espera que las condiciones de financiación se mantengan laxas en un futuro próximo. Cabe prever que el Banco Central Europeo (BCE) aumentará su programa de compra de bonos en diciembre, mientras que la Reserva Federal probablemente ampliará el vencimiento de sus compras mensuales de deuda pública por valor de 80.000 millones de dólares estadounidenses.

DEUDA PÚBLICA

Los segmentos cortos de las curvas de rendimientos están bien anclados en los mercados desarrollados a medida que los bancos centrales aumentan sus directrices a futuro. No obstante, los segmentos largos son más volátiles, especialmente en Estados Unidos, ya que el contexto macroeconómico continúa siendo favorable, los datos de inflación se encuentran en terreno positivo y los factores de riesgo exógenos tienden a desvanecerse (políticos, económicos). El aumento de las rentabilidades estadounidenses a largo plazo no afecta a la curva europea, ni a los mercados emergentes.

En Europa, el programa de financiación de la Unión Europea (UE) protege ahora a los países periféricos. La financiación del SURE (Mecanismo para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia) ha comenzado en octubre, captando más de 200.000 millones de euros en intereses de inversores mundiales. Este programa reduce los riesgos de divergencia de los diferenciales de la deuda pública europea.

INVESTMENT GRADE Y HIGH YIELD

Las primas de riesgo continúan mejorando desde principios de noviembre, debido a la renovada euforia de los mercados. En términos sectoriales, industria y transporte, que seguían rezagados en cuanto a la compresión de los diferenciales, se beneficiaron de la marcada rotación. Esta tendencia también se refleja en las calificaciones: en el mercado de alto rendimiento, el segmento CCC se ha anotado un mejor comportamiento en las últimas semanas, gracias a un renovado interés de los inversores que buscan valor depreciado. A finales de año, la compresión de los diferenciales debería seguir su curso y el *carry* favorece las inversiones en deuda corporativa. En el sector bancario, las fusiones y adquisiciones en Europa han lanzado señales positivas a los inversores, y el segmento de subordinadas ofrece valor a los inversores. El segmento de bonos corporativos híbridos se perfila barato en comparación con las curvas sénior.

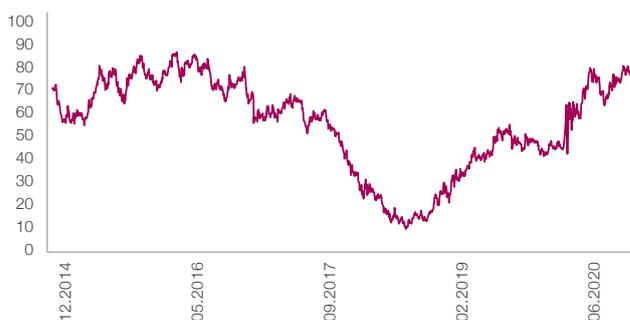
BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

El entorno poselectoral en EE. UU. para los mercados emergentes también debe tenerse en cuenta frente a unas perspectivas macroeconómicas más débiles para el cuarto trimestre en el universo desarrollado. No estamos ante un golpe directo para los mercados emergentes debido a: La fortaleza continuada del norte de Asia en su manejo del virus con mayor éxito, un mayor peso del sector manufacturero en los países emergentes y el hecho de que varias grandes economías emergentes sufrieron las prolongadas primeras olas de la COVID-19, que están llegando a su fin.

La búsqueda de rentabilidad continúa: el debilitamiento del dólar y el nivel relativamente moderado de las tasas de impago podrían seguir favoreciendo a los bonos emergentes.

En China, el mercado se ve impulsado por entradas constantes de capital en un entorno mundial de búsqueda de rendimiento. Nuestros equipos especializados mantienen una sobreponderación en emisiones *high yield* de inmobiliarias chinas en una tendencia de desapalancamiento. Las divergencias en los diferenciales entre el norte y el sudeste de Asia podrían estrecharse cuando la COVID-19 esté bajo control.

LAS RENTABILIDADES ESTADOUNIDENSES A LARGO PLAZO SUBEN: ¿NUEVA TENDENCIA U OPORTUNIDAD DE COMPRA?, %



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

CONVICIONES FUERTES DE RENTA FIJA

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
DEUDA PÚBLICA		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=/-	=
DEUDA CORPORATIVA		
INVESTMENT GRADE EUR	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- AND >	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ AND <	=/+	=/-
BONOS DE ENTIDADES FINANCIERAS EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=/+	+
HIGH YIELD USD/BB- AND >	=/+	=/+
HIGH YIELD USD/B+ AND <	=	=/-
DEUDA EMERGENTE		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/-	=
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=/+	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+

Fuente: Indosuez Wealth Management.



El yuan continúa siendo la moneda sorpresa del año.

DIVISAS

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SE EMBARCA EN UNA SENDA NEGATIVA

- El yuan chino goza de buena acogida internacional.
- El euro cada vez está mejor considerado entre las monedas de reserva.

EURO (EUR)

Si bien las rentabilidades del euro no son interesantes y reconocemos el estancamiento del crecimiento económico de la zona en los últimos años, si consideramos exclusivamente las monedas de reserva, el euro está dejando de ser "el patito feo": no está sobrevalorado, tiene un importante superávit por cuenta corriente, la UE está resolviendo poco a poco cuestiones geopolíticas de larga duración (reparto de cargas norte/sur, el Brexit), y la nueva clase de bonos respaldados por la UE será un activo muy interesante para los gestores. Por tanto, mantenemos una visión alcista sobre el euro a largo plazo. A corto plazo, aunque es probable que al euro le resulte difícil superar la barrera de los 1,20, ante el impulso que ya se ha visto en 2020, la actividad de finales de año podría acercarnos a la superación de ese umbral.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

El tipo de interés real negativo y el diferencial en mínimos históricos entre los tipos de la Fed y del BCE son los principales catalizadores de la tendencia de debilitamiento del dólar desde mayo; estos no deberían revertirse a corto plazo. En primer lugar, la recuperación de los flujos comerciales mundiales dará lugar a un aumento de los ingresos de las exportaciones, lo que impulsará la demanda de monedas de exportación como el euro. En segundo lugar, los costes de cobertura del dólar, en mínimos históricos, alentarán a las empresas y a los inversores a convertir los ingresos en dólares a sus monedas nacionales (en lugar de mantenerlos a efectos de *carry*). En tercer lugar, el aumento de los ingresos de exportación dará lugar a un incremento de las reservas de los bancos centrales, que se encuentran en una tendencia de diversificación a largo plazo al margen del dólar. En definitiva, el equilibrio de fuerzas a corto plazo podría cambiar: la ausencia de una oleada Demócrata y el debilitamiento macroeconómico en Europa reducen la presión bajista sobre el dólar; pero en 2021, la perspectiva de un rebote macroeconómico mundial impulsado por la vacuna debería impulsar a las monedas emergentes y al euro frente al billete verde.

LIBRA ESTERLINA (GBP)

Mientras redactamos estas líneas, hay señales que apuntan a un acuerdo comercial entre el Reino Unido y la UE. Para el Reino Unido, sin embargo, esto es solo el final del comienzo de la vida fuera de la Unión Europea; por delante tiene un arduo proceso de reestructuración de las fronteras comerciales de la economía británica, con poca o ninguna claridad aún sobre qué lugar quiere ocupar el país en el mundo del comercio. Esto dejará a la economía del Reino Unido —y, por tanto, a la libra— atascada en su situación actual: con un dólar más débil este año que el anterior, el rango para el par GBP/USD ha oscilado al alza hasta 1,25-1,38 en nuestra opinión. Después de eso, la libra probablemente permanecerá deprimida frente a los máximos de 2014 en 1,60-1,70, hasta que los inversores puedan entender la nueva relación del Reino Unido con el mundo, y decidir cómo invertir en la libra.

YUAN CHINO (CNY)

El yuan continúa siendo la moneda sorpresa del año. La apreciación se ha producido gracias al control efectivo de la COVID-19 frente al vulnerable dólar estadounidense. Los inversores están despertando a la atracción relativa del rendimiento disponible en el mercado de bonos nacionales en yuanes. Puesto que el Banco Popular de China ha sido el menos acomodaticio en su relajación de la política monetaria, su moneda sigue atrayendo nuevas asignaciones a renta fija en las carteras. China es la única que aún ofrece rendimientos "reales" positivos frente a sus homólogos del G10. Aunque el yuan acaba de alcanzar un máximo de 6,5400 de los últimos dos años y parece sobrecomprado, mantenemos una visión positiva sobre las caídas de cara a 2021, a medida que el crecimiento chino se recupera y supera al de sus homólogos. Según SWIFT, la participación del yuan como moneda de pago para el comercio mundial ha subido ahora a la quinta posición, aunque sigue estando por debajo del 2% en términos absolutos. Por último, el 28% de las reservas mundiales de divisas de China reforzará aún más el interés de los gestores internacionales de capital.

ORO (XAU)

Creemos que el oro continuará con su tendencia alcista mientras las políticas de flexibilización cuantitativa y de tipos negativos continúen sosteniendo unos déficits presupuestarios ingentes en el universo desarrollado; sin embargo, parece haberse tomado un respiro por el momento. La noticia del éxito de los ensayos de la vacuna hizo que el oro cayera en picado 115 dólares en una jornada — la segunda mayor caída intradía de 2020 — a causa de las ventas masivas del valor refugio hasta el primer rango de soporte al contado en 1.850,70 dólares. El movimiento muestra un mercado con un posicionamiento significativo, y nos hace pensar que el oro puede sufrir aún más correcciones antes de volver a subir, sobre todo teniendo en cuenta las medias móviles a 50 y 100 días, que se invirtieron a mediados de noviembre (lo que confirma una pausa en la tendencia alcista). Sin embargo, existe un fuerte soporte en la media móvil a 200 días, que actualmente ronda los 1.800 dólares.

CONVICCIONES FUERTES DE DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
EE. UU. (USD)	=	=/-
EUROZONA (EUR)	=/+	=/+
REINO UNIDO (GBP)	=	=
SUIZA (CHF)	=/-	=/-
JAPÓN (JPY)	=/-	=
AUSTRALIA (AUD)	+	=/+
CANADÁ (CAD)	+	=/+
NORUEGA (NOK)	+	=/+
BRASIL (BRL)	=	=
CHINA (CNY)	=	+
ORO (XAU)	=/-	=/+
PLATA (XAG)	=/-	+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

PANORAMA MACROECONÓMICO

- Una recuperación desigual, con China por encima del PIB de 2019, EE. UU. y la zona euro en torno a un 4% por debajo del PIB del tercer trimestre de 2019, y países como el Reino Unido/España u otros mercados emergentes más lejos de la recuperación.
- Una probable contracción del PIB en Europa en el cuarto trimestre, mientras que, hasta ahora, las tendencias de actividad y los indicadores de confianza han sido más positivos en EE. UU., aunque con sujeción a unas normas de confinamiento más estrictas si la pandemia continúa acelerándose.
- La vacuna supone un cambio en las reglas del juego de cara a 2021, con una mayor probabilidad de un repunte mundial favorable a los sectores cíclicos y a los países con una beta superior frente al crecimiento mundial, como Europa y los mercados emergentes.

CONTEXTO POLÍTICO Y COMBINACIÓN DE POLÍTICAS

- La victoria de Biden brinda un escenario más favorable y cabe esperar menos tensiones internacionales.
- Las políticas monetarias se mantendrán marcadamente acomodaticias en EE. UU., Europa y Japón, y hay más margen de maniobra.
- La política presupuestaria debe continuar siendo laxa y reactiva a cualquier recrudescimiento adicional de la pandemia.
- En Estados Unidos, la probable mayoría Republicana en el Senado pondrá trabas a la capacidad de aprobar grandes estímulos presupuestarios y a una reforma tributaria, un catalizador positivo para los sectores potencialmente afectados, aunque una hipótesis menos reflacionista, y posteriormente se espera un mayor apoyo de la Reserva Federal para compensar el menor respaldo del plano presupuestario.
- Cabe esperar un acuerdo bipartidista sobre algunas medidas de emergencia dirigidas tanto a los hogares como a las empresas, pero hay poca visibilidad sobre cuándo sucederá.
- En Europa, las voces frugales contra el Fondo de Recuperación siguen alzándose con fuerza, pero el plan debe ser aprobado en última instancia y la perspectiva de una vacuna no lo pone en cuestión.
- En los mercados emergentes, la combinación de políticas tiene globalmente menos margen de maniobra y muchos bancos centrales no están en condiciones de seguir reduciendo los tipos de interés a menos que estén dispuestos a debilitar su moneda.

FUNDAMENTALES ASCENDENTES

- El tercer trimestre confirmó una mejor resistencia de los resultados empresariales y un rebote superior al previsto respecto de los del segundo trimestre, con sorpresas positivas récord, especialmente en Estados Unidos.

- Se prevé que las tasas de impago aumenten, pero están relativamente concentradas en varios sectores (servicios empresariales, hoteles y ocio, por ejemplo) y en algunas calificaciones bajas, y esto está relativamente bien descontado.

VALORACIONES DE LOS ACTIVOS

- La compresión de los diferenciales de crédito ha sido significativa en el último mes, pero los mercados de alto rendimiento e *investment grade* no se negocian en los percentiles de valoración más altos. Podría producirse una mayor compresión.
- Este fuerte apoyo monetario es un importante catalizador para nuevas compresiones de los diferenciales en 2021.
- Las valoraciones de la renta variable parecen tensionadas en muchos países atendiendo a los PER, pero están infladas por unos tipos bajos, como se refleja en las primas de riesgo de la renta variable, que todavía están lejos de tensionarse en comparación con sus medias a largo plazo.
- La polarización continúa siendo elevada entre calidad/crecimiento y títulos de valor/cíclicos, y la reciente rotación de factores refleja la vulnerabilidad de proyectar el posicionamiento de mercado de 2020 a 2021 en un entorno diferente.

INDICADORES TÉCNICOS Y DE CONFIANZA

- Las noticias recientes (elecciones en EE. UU., perspectivas de vacunas y resultados del tercer trimestre) generaron una aceleración en el mercado a pesar del recrudescimiento de la pandemia de COVID-19, que retrocedió como catalizador de segundo nivel. En este momento, los mercados bursátiles se encuentran técnicamente tensionadas y los indicadores de confianza como el índice alcista/bajista confirman esta visión.
- Más allá de estos indicadores, se están descontando numerosas buenas noticias, lo que hace que los mercados sean vulnerables a las recogidas de beneficios.

RÉGIMEN DE MERCADO

- Se prevé que la volatilidad seguirá disminuyendo en torno a 20 o por debajo de este umbral, lo que podría ser un factor desencadenante para que los inversores institucionales en busca de rendimientos aumenten la exposición a la renta variable, un factor favorable para los flujos de inversión.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN

Renta variable:

- Hemos adoptado una sobreponderación en renta variable en relación con las elecciones estadounidenses y hemos reforzado esa visión con la perspectiva de distribución de una vacuna en la primera mitad de 2021.
- Continuamos siendo positivos en cuanto al crecimiento a largo plazo, pero estamos reequilibrando progresivamente las carteras hacia un enfoque Barbell con una mayor exposición a las acciones cíclicas y de valor.
- Estamos aumentando nuestra convicción en las regiones con beta elevada, como Europa y los mercados emergentes mundiales.

Renta fija:

- Prevemos una inclinación moderada de las curvas de rendimientos de Estados Unidos, especialmente al avanzar hacia una vacuna, pero la ausencia de una oleada Demócrata y una caída de los estímulos presupuestarios si se distribuye una vacuna deberían limitar la magnitud de la inclinación.
- Las curvas del euro deberían seguir rondando los niveles actuales con una inflación baja y las contundentes acciones del BCE.
- Conservamos una visión positiva acerca de las estrategias de *carry* en bonos *investment grade* y de alto rendimiento.
- También somos positivos en lo que respecta a la deuda emergente; priorizamos Asia, pero cabe mencionar que los flujos podrían beneficiar a Latinoamérica y Europa del Este, así como a los bonos en moneda local en 2021.

Divisas:

- Debilitamiento moderado del dólar frente al euro, una visión positiva a largo plazo sobre el yuan, más dinamismo en las divisas emergentes, pero más visibilidad y probablemente una apuesta más ajustada al riesgo en las divisas asiáticas.

Oro:

- Como activo negativamente correlacionado con el dólar, la atonía del oro debería continuar viéndose estratégicamente respaldada por nuestra expectativa de una depreciación del billete verde. Una aceleración por encima de 1.950 dólares parece improbable en este entorno favorable, pero podríamos aprovechar cualquier movimiento hacia la media móvil a 200 días de 1.800 dólares.

TABLA DE CONVICCIONES

RENDA VARIABLE	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
GEOGRAFÍAS		
EUROPA	=/+	=
EE. UU.	=	=/+
JAPÓN	-	-/=
UNIVERSO EMERGENTE	=/+	+
IBEROAMÉRICA	-/=	=
ASIA EX-JAPÓN	=	=
CHINA	=/+	+
ESTILOS		
GROWTH	=/+	+
VALUE	=	-/=
CALIDAD	=	=
CÍCLICO	=/+	=
DEFENSIVO	-/=	-/=
RENDA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=/-	=
DEUDA CORPORATIVA		
INVESTMENT GRADE EUR	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- AND >	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ AND <	=/+	=/-
BONOS DE ENTIDADES FINANCIERAS EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=/+	+
HIGH YIELD USD/BB- AND >	=/+	=/+
HIGH YIELD USD/B+ AND <	=	=/-
DEUDA EMERGENTE		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/-	=
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=/+	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+
DIVISAS		
EE. UU. (USD)	=	=/-
EUROZONA (EUR)	=/+	=/+
REINO UNIDO (GBP)	=	=
SUIZA (CHF)	=/-	=/-
JAPÓN (JPY)	=/-	=
BRASIL (BRL)	=	=
CHINA (CNY)	=	+
ORO (XAU)	=/-	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

ESTADO DEL MERCADO (MONEDA LOCAL)

PANORAMA DE MERCADOS

DATOS A 18 DE NOVIEMBRE DE 2020

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (Estados Unidos)	3.567,79	3,85%	10,43%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.385,24	10,54%	-15,34%
Stoxx Europe 600	390,54	8,25%	-6,08%
Topix	1.720,65	5,07%	-0,04%
MSCI World	2.543,36	5,19%	7,84%
Shanghai SE Composite	4.891,67	2,06%	19,41%
MSCI Emerging Markets	1.207,55	6,12%	8,33%
MSCI Latam (América Latina)	2.189,85	11,95%	-24,95%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	228,27	8,01%	-14,69%
MSCI Asia Ex Japan	793,33	5,83%	15,26%
CAC 40 (Francia)	5.511,45	13,55%	-7,81%
DAX (Alemania)	13.201,89	5,13%	-0,36%
MIB (Italia)	21.622,66	13,29%	-8,01%
IBEX (España)	7.981,50	17,18%	-16,42%
SMI (Suiza)	10.565,12	5,75%	-0,49%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.089,00	11,84%	7,72%
Oro (USD/Onza)	1.872,24	-2,71%	23,40%
Crudo WTI (USD/Barril)	41,82	4,47%	-31,51%
Plata (USD/Onza)	24,45	-3,14%	36,42%
Cobre (USD/Tonelada)	7.088,50	1,39%	14,81%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,71	-10,29%	23,89%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (en puntos)	DESDE 1 ENERO (en puntos)
VIX	23,84	-4,81	10,06

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,08	0,58%	-0,51%
GBP/USD	1,33	0,94%	0,12%
USD/CHF	0,91	0,66%	-5,70%
EUR/USD	1,19	-0,07%	5,71%
USD/JPY	103,82	-0,74%	-4,41%

DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (en pbs)	DESDE 1 ENERO (en pbs)
Deuda pública EE. UU. 10 A	0,87%	4,75	-104,74
Francia 10 A	-0,32%	-1,20	-43,90
Alemania 10 A	-0,56%	3,40	-36,70
España 10 A	0,08%	-12,40	-38,40
Suiza 10 A	-0,48%	4,10	-0,40
Japón 10 A	0,01%	-1,70	3,30

DEUDA CORPORATIVA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	43,65	3,31%	-0,55%
Deuda pública EUR	221,98	0,16%	2,04%
Deuda corporativa EUR (HY)	203,98	2,20%	0,15%
Deuda corporativa USD (HY)	311,24	1,97%	2,39%
Deuda pública EE. UU.	325,26	-0,13%	5,57%
Deuda corporativa emergente	52,43	1,85%	1,24%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

AGOSTO 2020	SEPTIEMBRE 2020	OCTUBRE 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.20 A 18.11.20
8,16%	0,45%	2,76%	11,95%	19,41%
7,01%	-1,48%	2,35%	10,54%	15,26%
6,53%	-1,63%	1,98%	8,25%	10,43%
3,40%	-1,68%	-1,19%	8,01%	8,33%
2,86%	-1,77%	-2,77%	6,12%	7,84%
2,58%	-2,72%	-2,84%	5,83%	-0,04%
2,09%	-3,59%	-3,14%	5,19%	-6,08%
1,26%	-3,92%	-4,52%	5,07%	-14,69%
1,12%	-4,75%	-4,92%	3,85%	-15,34%
-6,36%	-5,54%	-5,19%	2,06%	-24,95%

MÁS RENTABLE



MENOS RENTABLE



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

■ 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

GLOSARIO

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 responde 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 medidor de inflación de precios más común.

ISR: inversión sostenible y responsable.

LIBOR (London Interbank Offered Rate): tipo de interés interbancario medio al que un grupo de bancos se concede préstamos entre sí en el mercado financiero londinense. El LIBOR dejará de existir en 2020.

LME (London Metal Exchange): bolsa británica donde cotizan materias primas como el cobre, el plomo o el zinc.

Loonie: apelativo popular del dólar canadiense. Este término anglosajón proviene del vocablo loon (colimbo grande, en español), que designa el ave del género gavia que aparece en la moneda de un dólar canadiense.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

OMC: Organización Mundial del Comercio.

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

OPEP+: OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

Opción de venta: contrato de opción que da al titular el derecho, pero no la obligación, de vender una cierta cantidad del activo subyacente a un precio y dentro de un plazo de tiempo predeterminados. El comprador de una opción de venta considera que el precio del activo subyacente caerá por debajo del de la opción antes de la fecha de vencimiento. El valor de una opción de venta aumenta cuando cae el del activo subyacente, y viceversa.

PIB (producto interior bruto): el PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

PMI: índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Punto básico (pb): un punto básico equivale a 0,01%.

Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa: término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

Renminbi: en chino significa literalmente 'moneda del pueblo'. Es el nombre oficial de la moneda de China (con la salvedad de Honk Kong y Macao). También se le suele llamar yuan.

RPV: ratio préstamo-valor o LTV (*loan-to-value*, en inglés), que expresa qué porcentaje representa el importe de un préstamo con respecto al valor del activo adquirido. Este ratio suele usarse para las hipotecas y los reguladores financieros suelen ponerle un tope para proteger tanto al prestamista como al prestatario frente a desplomes del precio de la vivienda.

SEC (Securities and Exchange Commission): la SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

Swap: Un *swap* o permuta financiera, es un instrumento o contrato que a menudo se emplea en mercados extrabursátiles y que permite intercambiar dos flujos financieros. Los principales subyacentes empleados para definir los *swaps* son los tipos de interés, las divisas, los títulos de renta variable, el riesgo de crédito y las materias primas. Por ejemplo, permite intercambiar un importe, durante un periodo determinado, aplicándole dos tipos diferentes: uno variable y otro fijo. Los *swaps* pueden utilizarse para especular o para protegerse de los riesgos financieros.

Valor de mercado: valoración de activos al precio de mercado vigente.

VIX: índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices. amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

WTI (West Texas Intermediate): junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez Wealth (Group) ("Grupo Indosuez"), constituido con arreglo al derecho francés, sociedad matriz del negocio de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales (directas e indirectas) y/o sus entidades consolidadas que operen en dicho negocio, en particular, CA Indosuez Wealth (Francia), CA Indosuez (Suiza) SA, CA Indosuez Wealth (Europa), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brasil) SA DTVM, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA y CA Indosuez Wealth (Miami), sus respectivas filiales (directas e indirectas), sucursales y oficinas de representación, independientemente de su ubicación, operan con la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de ellas se denomina, individualmente, la "Entidad" y, colectivamente, las "Entidades".

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo") y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros 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: la presente Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Francia), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 euros, entidad de crédito y firma de corretaje de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución, y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia. La información que figura en la presente Guía Informativa no constituye (i) un análisis de inversiones en el sentido del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017-565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, y del artículo 3, apartado 1, puntos 34 y 35 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, ni (ii) una recomendación personalizada según lo recogido en el artículo D. 321-1 del Código Monetario y Financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en la presente Guía Informativa tras haber consultado con sus interlocutores habituales en CA Indosuez Wealth (Francia) y haber obtenido, en su caso, la opinión de sus propios asesores contables, jurídicos y fiscales.
- En Luxemburgo: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europa), 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 (Europa) 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 (Europa) 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 (Europa), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- En Italia: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con domicilio sito en Piazza Cavour 2, Milán (Italia), inscrita en el registro de bancos gestionado por Banca di Italia con el número 5412, código fiscal, Registro Mercantil de Milán, identificación de IVA n.º 09535880158, Repertorio Económico Administrativo número MI-1301064.
- Dentro de la Unión Europea: la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- En Mónaco: la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341.
- En Suiza: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- En Hong Kong SAR: 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 Líbano: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut (Líbano). La Guía Informativa no constituye una oferta ni representa un material comercial en el sentido de las disposiciones reglamentarias libanesas aplicables.
- 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, supeccionada 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, supeccionada 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 Miami: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). Es posible que la oferta de determinados valores que puedan estar mencionados en la Guía Informativa no se haya registrado de acuerdo con lo dispuesto en la Ley de valores estadounidense (Securities Act) de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América.
- En Brasil: esta Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3^{er} floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrita en el CNPJ/MF con el número n.º 01.638.542/0001-57.
- En Uruguay: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo (Uruguay). La Guía Informativa no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. La Guía Informativa se distribuye con carácter privado. La Guía Informativa y los productos que puedan mencionarse en ella no han sido revisados ni aprobados por el Banco Central del Uruguay, ni están registrados en él ni en ninguna otra autoridad reguladora uruguayana.

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

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 19.11.2020.

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 periodo 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.

