

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – NOVIEMBRE DE 2020

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



FOCUS

YUAN RENMINBI: ¿LA MONEDA DEL SIGLO XXI?

RENTA VARIABLE

ELECCIONES EN EE. UU.: LA RECTA FINAL

3 EDITORIAL
LA COVID-19, EL PRESIDENTE Y LOS MERCADOS

4 FOCUS
YUAN RENMINBI: ¿LA MONEDA DEL SIGLO XXI?

7 MACROECONOMÍA
PLANES DE CONTINGENCIA

9 RENTA VARIABLE
ELECCIONES EN EE. UU.: LA RECTA FINAL

11 RENTA FIJA
LA CAZA DEL RENDIMIENTO PERMANECERÁ INTACTA,
PERO LA SELECTIVIDAD ES CADA VEZ MÁS CLAVE

13 DIVISAS
NUESTRO ANÁLISIS

15 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

LA COVID-19, EL PRESIDENTE Y LOS MERCADOS

Estimado/a lector/a:

¿Los mercados están centrándose en los catalizadores y factores de riesgo adecuados?

Esta cuestión es la base de una compleja ecuación planteada a los inversores ante estas inusuales elecciones estadounidenses.

Puede observarse que existe una paradoja en el reciente comportamiento de los mercados. Por un lado, la victoria de Joe Biden, cada vez más probable, no parece asustar a los inversores, según el ímpetu positivo de la renta variable estadounidense en las últimas dos semanas. Por otra parte, la creciente probabilidad de una avalancha azul en la Cámara de Representantes (que también podría llevar potencialmente a un Senado demócrata) podría traducirse en una mayor probabilidad de reformas fiscales que, a su vez, podría repercutir de forma negativa en los beneficios empresariales en EE. UU.

En las dos últimas semanas, los mercados se han centrado cada vez más en las esperanzas de un acuerdo fiscal, que no necesariamente se formalizará antes de las elecciones, pero que debería tener lugar en cualquier caso, independientemente de quién se sienta en el despacho oval a partir del próximo enero. Desde esa perspectiva, se presta mayor atención a los valores cíclicos, que pueden haber situado al resultado de las elecciones en un segundo plano.

Sin embargo, eso no significa que los inversores ignoren el riesgo de un resultado inesperado, como unos resultados electorales controvertidos arbitrados por el Tribunal Supremo. Solo hay que mirar la elevada volatilidad implícita de la renta variable para entender que es probable que se hayan aplicado muchas estrategias de cobertura. La liquidación de estas podría traducirse en una dirección positiva del mercado después de los resultados de las elecciones, cualquiera que sea el resultado y solo por la desaparición del factor incertidumbre.

Más allá de las elecciones de EE. UU., los inversores deben permanecer lúcidos y centrarse en lo que nos indican los fundamentales. En ese sentido, el panorama muestra signos algo divergentes entre EE. UU. y la zona euro, y entre la macroeconomía y las señales *bottom-up* o ascendentes de la temporada de presentación de resultados en curso.

En el ámbito macroeconómico, parece que la divergencia entre China, Estados Unidos y Europa aumenta, y confirma nuestra jerarquía entre zonas geográficas en cuanto a la asignación de renta variable: una visión muy positiva sobre China, que es la única gran economía que crece en 2020 en comparación con 2019, y preferencia de la renta variable estadounidense sobre la europea, que en su mayor parte se ha mantenido estable desde junio.

En lo que respecta al aspecto ascendente, parece que la temporada de presentación de resultados empieza con sorpresas positivas, lo que podría dar lugar a un buen ímpetu de las previsiones de beneficios para el final del año, aun cuando las previsiones para 2021 puedan considerarse ambiciosas.

¿Cambiará este panorama y la jerarquía de preferencias a medida que avancemos hacia el final del año y pasemos esta barrera electoral? Creemos que esta elección no será neutral para los mercados. Más allá de las reacciones a corto plazo, el programa de la próxima Administración podría afectar a la curva estadounidense y al dólar, lo que a su vez repercutiría en los sectores y las zonas geográficas que los inversores puedan preferir en este nuevo contexto.

Una victoria de Biden podría ser un catalizador para el sobrerrendimiento de los valores cíclicos y de los activos emergentes en 2021, después de un año dominado por la renta variable estadounidense, los valores de calidad y el sector tecnológico (lo que también explica el sobrerrendimiento de China). En la mayoría de los casos, los activos chinos podrían seguir con su buen comportamiento mientras en Europa persisten las incertidumbres, a pesar del gran atractivo de las valoraciones más reducidas y las interesantes oportunidades que pueden encontrarse en las empresas de mediana capitalización centradas en el medio ambiente.

En resumen, los inversores no deberían reaccionar de forma exagerada ante las elecciones estadounidenses, sino que pueden prepararse para las secuelas de este acontecimiento político, aplicando al mismo tiempo estrategias para protegerse de los resultados inesperados.

FOCUS

YUAN RENMINBI: ¿LA MONEDA DEL SIGLO XXI?

RETROSPECTIVA SOBRE EL RECIENTE FORTALECIMIENTO DEL RENMINBI

En los últimos cinco meses, el yuan renminbi (RMB) ha ganado ímpetu frente al dólar estadounidense y, más recientemente, frente al euro desde agosto. Este fortalecimiento es atribuible a varios factores, entre ellos:

- Una mejor recuperación macroeconómica también relacionada con una mejor gestión de la COVID-19;
- Una política monetaria menos acomodaticia en China que en otros mercados maduros, con tipos de interés reales positivos;
- Reanudación de las tensiones de la guerra comercial y una carrera presidencial de EE. UU., favorable a Biden, que se espera que sea menos agresiva e impredecible;
- Mejores fundamentales en lo relativo a la balanza comercial y la balanza por cuenta corriente.

En resumen, este contexto ha polarizado los puntos fuertes y débiles preexistentes de cada país y tiende a acelerar el acceso de China al liderazgo mundial. Este fenómeno podría ayudar a comprender mejor el futuro de la moneda china.

FASES ANTERIORES DE FORTALEZA Y DEBILIDAD DEL RENMINBI

Anteriormente, el renminbi ha experimentado sucesivas etapas de relativa fortaleza y debilidad; podemos destacar sobre todo las siguientes fases y explicaciones, teniendo en cuenta que en la mayoría de los casos se trata en realidad de un cambio en el valor del dólar:

- 2014-2016: la caída del renminbi se explica por el deterioro macroeconómico y la presión de los flujos de capital, así como por el cambio de base de la moneda en una cesta de divisas que incluye a más vecinos regionales;
- 2017: la revalorización de la moneda, principalmente como reflejo del debilitamiento del dólar estadounidense;
- 2018: el debilitamiento explicado por la guerra comercial (de abril de 2018 a noviembre de 2019, acuerdo sobre el paquete de negociación comercial de la fase 1), que también refleja el aumento de los tipos de interés en 2018, como el uso de la moneda como arma por parte de las autoridades chinas en el verano de 2019.

Durante la última década, el renminbi cotizó en la banda de entre 6,05 y 7,15 frente al dólar estadounidense, relativamente estrecha para ese horizonte temporal y refleja la naturaleza controlada de la moneda.

EL VALOR RAZONABLE DEL RENMINBI

Estas fluctuaciones anteriores y la naturaleza controlada del renminbi plantean la cuestión del valor fundamental subyacente de la moneda. Un enfoque basado, por lo general, en la paridad del poder adquisitivo, que da un valor de la moneda igual al precio de los mismos bienes y servicios entre dos países.

Este enfoque sugiere que el valor razonable está muy por encima de los niveles actuales. Sin embargo, no debe llevar en modo alguno a la conclusión de que el renminbi tiene un potencial alcista importante dada su naturaleza controlada (la metodología de la PPA es más coherente con las monedas flotantes de países de niveles de productividad comparables).

EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE LA MONEDA

La forma de establecer el valor exterior del renminbi ha ido variando a lo largo del tiempo. Hasta 2005, estaba vinculado al dólar estadounidense con una banda de fluctuación muy estrecha (+/-0,3%). Esta fue sustituida por una cesta de divisas en julio de 2005 con una rejilla de fluctuaciones. Como parte de ese cambio y como reflejo del importante superávit comercial de China en el último decenio, el tipo de cambio mejoró de 8,77 a 6,15 en 2014.

El régimen monetario del renminbi es el de una moneda semiflotante, determinada en gran medida por el banco central, por lo que el valor del renminbi es uno de los objetivos de la política monetaria:

- El Banco Popular de China (BPC) establece un tipo de cambio ideal y se autoriza una banda de fluctuación de entre el -2% y el +2%;
- El tipo de apertura tiene en cuenta el valor de cierre del último día, así como las cotizaciones de 30 bancos, de los cuales 20 son chinos y 10 internacionales;
- La forma de calcular el tipo de cambio no se revela por completo y el BPC tiene libertad para decidir qué tipos deben tenerse en cuenta (los bancos con gran liquidez tienen más influencia en el tipo de cambio).

Este régimen monetario nuevo, pero aún algo discrecional, ha permitido a las autoridades chinas llevar a cabo:

- Adaptarse a las fases de tensión de los flujos de capital, como en agosto de 2015;
- En octubre de 2016, entrar en el exclusivo club de monedas de reserva junto con el dólar, el yen, el euro y la libra esterlina (mecanismo de derechos especiales de giro);
- Usar la moneda como arma en las tensiones comerciales impuestas por EE. UU. lo que envía un mensaje claro a Washington: China puede contrarrestar las barreras comerciales unilaterales con una moneda más barata (ejemplo: agosto de 2019 cuando el renminbi se debilitó de 6,88 a 7,17 en dos semanas).

Sin embargo, el objetivo a largo plazo del PBC es establecer el renminbi como moneda líder, muy presente tanto en el comercio mundial como en los balances de los bancos centrales y los fondos soberanos, lo que implica:

- Permitir una mayor flexibilidad de la moneda;
- Desarrollar mercados financieros interiores;
- Permitir una mayor flexibilidad de la balanza por cuenta de capital y de los flujos de capital.

FOCUS

YUAN RENMINBI: ¿LA MONEDA DEL SIGLO XXI?

¿HACIA UNA MONEDA RESERVA INTERNACIONAL?

Ahora que entramos en un nuevo contexto en el que la economía china sufre una presión menor y se enfrenta a menos dilemas en su política monetaria, es probable que haya más margen para acelerar este camino. Actualmente, la proporción del comercio mundial liquidado en renminbis ha aumentado hasta el sexto lugar a escala mundial y se espera que la Nueva Ruta de la Seda lo acelere. Hoy en día representa el 20% del comercio de China.

Sin embargo, en términos de reservas mundiales, el renminbi solo representa el 2% (lejos del 62% que representa el dólar). Esta proporción puede verse afectada por la geopolítica; Rusia trasladó parte de sus reservas del dólar estadounidense al renminbi entre 2018 y 2019, y el este representa ahora alrededor del 15% de las reservas, más que el dólar estadounidense.

Los criterios utilizados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para definir una moneda de reserva aún no se cumplen en su totalidad (lo que significa que la inclusión de 2016 fue en parte política) y podrían establecer el programa para China en la próxima década: una moneda de libre comercio, utilizada para formalizar transacciones internacionales y ampliamente presente en los mercados financieros. La decisión recientemente adoptada de reducir el nivel de las reservas de divisas de las entidades financieras chinas puede ser un paso en este sentido.

YUAN RENMINBI: UNA DE LAS POCAS GRANDES ECONOMÍAS CON TIPOS DE INTERÉS REALES POSITIVOS

Se prevé que el valor del renminbi se mantenga independientemente de quién ocupe la Casa Blanca, dado que China es uno de los pocos países clave que ofrece tipos de interés reales positivos, al tiempo que disfruta de una balanza por cuenta corriente positiva junto a Rusia, aunque no depende del valor del petróleo y está menos afectada por las tensiones geopolíticas de Europa. Este hecho seguirá siendo un pilar del argumento de inversión de la moneda china.

Sin embargo, plantea la cuestión de la durabilidad de la actual política monetaria.

BPC: ¿UNA FUNCIÓN DE REACCIÓN CAMBIANTE? (CRECIMIENTO REDUCIDO, INFLACIÓN REDUCIDA, ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN...)

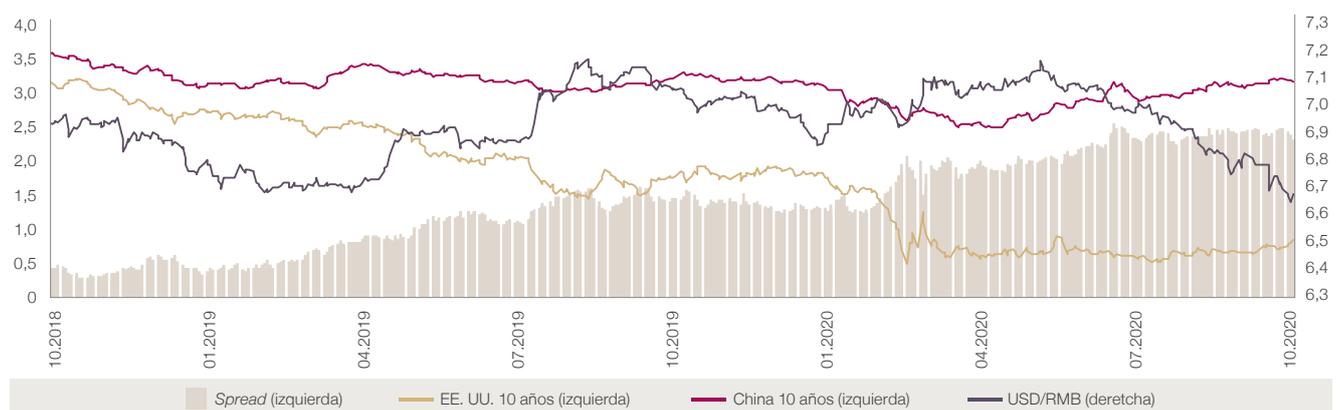
En la actualidad, los objetivos y el mandato del BPC son algo diferentes a los de los bancos centrales occidentales, que se centran en la estabilidad de los precios (con una política de objetivos de inflación) y en el crecimiento económico/pleno empleo. El BPC se centra principalmente en el crecimiento y en la estabilidad del valor externo de la moneda. Sin embargo, su amplia gama de instrumentos permite al BPC limitar la inflación o impulsar la actividad mediante medidas macro prudenciales, como los coeficientes de reserva reglamentaria, que son casi tan importantes como los tipos de interés.

Hasta ahora, no hay perspectivas en China de un cambio en la filosofía monetaria ni en la dirección de los tipos de interés. La recuperación económica sostenida después de la COVID-19 ayuda a relativizar las tímidas cifras de inflación. La capacidad de China para impulsar una sólida recuperación manteniendo al mismo tiempo tipos reales positivos es una situación cómoda para el banco central chino, al no tener que enfrentarse a los mismos dilemas que los bancos centrales de otros mercados emergentes, que deben elegir entre un crecimiento sostenido o la defensa de su moneda. Esto explica la apreciación del renminbi y, a la larga, proporciona flexibilidad para internacionalizar la moneda y acelerar la apertura de los mercados de capital iniciada mediante el Bond Connect, por ejemplo.

EL RENMINBI CON BIDEN: MENOR USO DE LA MONEDA COMO ARMA

En el contexto a corto plazo, los inversores también podrían tener más confianza en el valor de la moneda china en caso de victoria de Biden; es probable que esto signifique menos tensiones comerciales y menos intentos por parte de las autoridades chinas de utilizar la moneda como arma. Todo ello se suma a la larga lista de motivos para permanecer largo en el yuan, incluso si una situación de controversia en los resultados o, alternativamente, una victoria sorpresa podría afectar a su valor a corto plazo.

DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO, %



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Prevalcen los riesgos de impacto negativo en la trayectoria del crecimiento.

MACROECONOMÍA

PLANES DE CONTINGENCIA

La incertidumbre es elevada en el momento de escribir estas líneas. Los resultados electorales de EE. UU. siguen siendo impredecibles y el aumento de los casos de la COVID-19 en Europa han incrementado los riesgos de un nuevo retroceso de la actividad económica en la región antes de finales de año.

LOS HECHOS: LA RECUPERACIÓN ESTÁ EN MARCHA FUERA DE EUROPA

El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó recientemente sus Perspectivas Económicas Mundiales con unas proyecciones de crecimiento mundial del -4,4% en 2020 y del +5,2% en 2021 (en comparación con las previsiones de junio, del -4,9% y del +5,4% respectivamente). Las principales revisiones incluían una marcada mejora en el PIB estadounidense en 2020 (del -8% al -4,3% en 2020). La variación está relacionada con una contracción del PIB en el segundo trimestre menos pronunciada de lo previsto en todas las economías avanzadas con transferencias gubernamentales en apoyo de los ingresos de los hogares. Las ventas minoristas se han recuperado con más rapidez que la producción, tanto en EE. UU. como en la zona euro: la producción industrial es inferior a los niveles anteriores a la crisis, en un 7% en EE. UU. y un 4% en la zona euro, mientras que las ventas minoristas son superiores en un 4% y un 3%, respectivamente. No obstante, los colchones de ahorro preventivo extraordinario están evaporándose rápidamente (la tasa de ahorro de EE. UU. cayó del 34% en abril al 14% en agosto), mientras que la tasa de desempleo sigue siendo elevada (7,9% en comparación con el 3,7% de 2019). En la zona euro, donde aún no se ha producido el ajuste de la tasa de desempleo, la tasa de ahorro sigue siendo excepcionalmente elevada (24% del segundo trimestre). En este contexto, las presiones a la baja sobre los precios siguen siendo importantes, en particular, en el sector de los servicios de la zona euro, y las expectativas inflacionarias siguen siendo divergentes entre los dos continentes, lo que llama a una flexibilización adicional de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE).

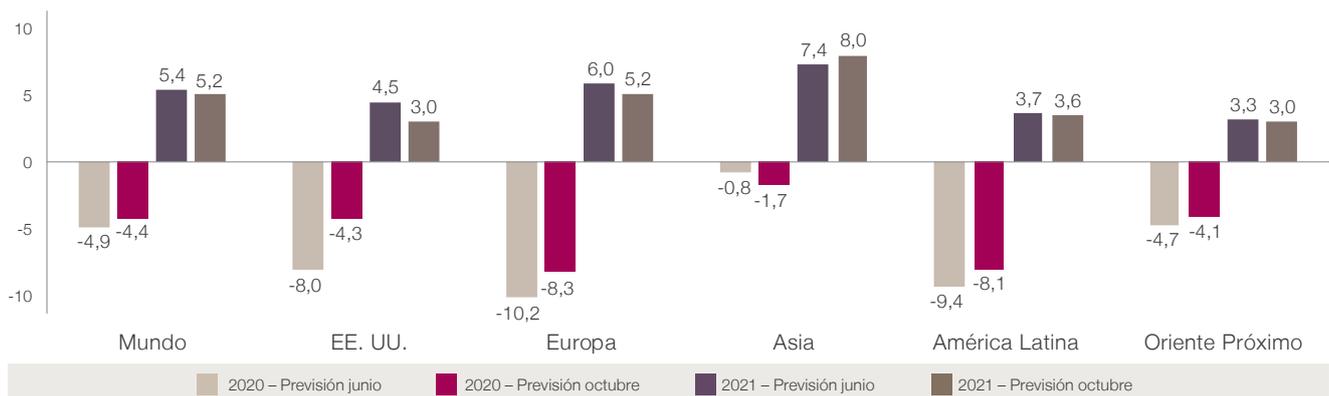
En China, el PIB del tercer trimestre fue ligeramente inferior al previsto, pero aumentó un 4,9% interanual respecto al 3,2% del segundo trimestre, alimentado por el lado de la oferta y la demanda de exportaciones. La recuperación de la demanda está empezando a alcanzar a la producción, ya que las ventas

minoristas en China pasaron a ser positivas en septiembre por primera vez en los últimos siete meses (+2,3% interanual). En otras partes del mundo emergente, el panorama es más desigual. Algunas economías del sudeste asiático pueden beneficiarse del repunte de las exportaciones (Corea y Vietnam), mientras que la economía de India empieza a estabilizarse, pero es la responsable de la revisión de las previsiones del PIB de Asia para 2020 del FMI (el PIB de la India para 2020 se revisó del -4% en junio al -10,3% en octubre). En América Latina, Brasil está empezando a destacar en el frente de la recuperación económica con la disminución de las infecciones por COVID-19, una recuperación progresiva de la producción industrial, un sólido repunte de la confianza de las empresas y dos meses de crecimiento de ventas minoristas con el apoyo de un gran plan de estímulo fiscal (alrededor del 9% del PIB). En cambio, México continúa en recesión económica a pesar de la tendencia de mejora de las cifras de COVID-19 y de unas cuentas públicas en condiciones mucho mejores que las de Brasil, que deberían haber dejado margen para más maniobras de estímulo fiscal (ratio deuda pública/PIB del 54%, frente al 90% de Brasil). Por último, en el Oriente Próximo, el FMI advirtió de la previsión de un aumento repentino del desempleo, sobre todo, en los países del Golfo, que se enfrentan al triple efecto de la crisis sanitaria, petrolera y turística (el crecimiento disminuirá un 6,6% en los EAU en 2020).

LOS RIESGOS ESTÁN SESGADOS A LA BAJA

De cara al futuro, prevalecen los riesgos de impacto negativo en la trayectoria del crecimiento. La incertidumbre política sigue siendo elevada con el riesgo de que se impugnen las elecciones en EE. UU., pero el principal riesgo sigue siendo el COVID-19, debido a que hay nuevos confinamientos nacionales que aún no se han tenido en cuenta y ciertas economías tienen que hacer frente a los efectos indirectos de la primera oleada de COVID-19 (aumento del desempleo y quiebras) mientras llegan las tensiones directas de la segunda oleada. No obstante, se espera una combinación de políticas adicional en EE. UU. (en particular, con una victoria de Biden) y en Europa (activación del Fondo Europeo de Recuperación) en 2021. Mientras tanto, el consumo privado deberá seguir adaptándose al contexto restringido hasta que aparezca el factor positivo fundamental, una vacuna.

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DEL FMI, PERSPECTIVAS DESDE JUNIO DE 2020 HASTA OCTUBRE DE 2021



Fuentes: FMI, Indosuez Wealth Management.



Europa es el líder en la tendencia ASG.

RENDA VARIABLE

ELECCIONES EN EE. UU.: LA RECTA FINAL

- Todas las miradas se centran en las elecciones estadounidenses. Aunque, en este momento, no puede excluirse la situación extrema, la probabilidad de un resultado electoral claro aumenta a medida que se incrementan las posibilidades de una victoria de Biden.
- La otra fuente de preocupación del mercado sigue siendo la evolución de la crisis de la COVID-19 y una posible segunda oleada de desaceleración económica. Sin embargo, esta corriente de noticias negativas podría verse revertida por el anuncio de una vacuna en los próximos meses.
- Por último, la temporada de presentación de resultados del tercer trimestre también alimentará las noticias a corto plazo y reflejará el potencial recuperación después de los confinamientos del periodo entre marzo y mayo, que será crucial para la evolución del mercado.
- Aunque estos diferentes factores traen consigo volatilidad y efectos negativos en los mercados mundiales de renta variable, sigue siendo muy probable que cualquier deterioro sustancial provoque medidas más agresivas por parte de los bancos centrales.

EUROPA

Los inversores están prestando más atención que antes a las temáticas de sostenibilidad (descarbonización, cambio climático, etc.). Como consecuencia, las estrategias ASG han estado ganando fuerza desde hace unos trimestres. Dado el creciente apoyo político, además de los compromisos asumidos por muchas empresas y gestores de activos, es indudable que la tendencia del ASG seguirá presente. Europa es el líder en este ámbito. En lo que respecta al mercado, Europa sigue siendo barata en comparación con EE. UU., incluso si se expresa sin las diferencias de desglose sectorial, y su sesgo cíclico y *value* podría convertirse en una ventaja relativa cuando la situación económica y la pandemia de la COVID-19 se estabilicen o mejoren con respecto a los niveles actuales. Sin embargo, en su mayoría, la renta variable europea no ha variado desde junio, limitada por las incertidumbres macroeconómicas y el efecto negativo de la apreciación del euro.

ESTADOS UNIDOS

A medida que se acercan las elecciones presidenciales y siguen generando incertidumbres importantes, el inicio de la temporada de presentación de resultados del tercer trimestre marca otro tono en el mercado. En este momento, solo el 15% de las empresas han informado ya de sus cifras y las sorpresas son muy positivas: los beneficios han sido un 18% por encima del consenso.

S&P 500 DE NEGATIVO A POSITIVO RATIO ANTERIOR AL ANUNCIO



Fuentes: Citi Research - US Equity Strategy, Indosuez Wealth Management. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

En el último mes, entre los once sectores GICS, diez de ellos han registrado revisiones al alza de los beneficios, mientras que solo uno ha realizado revisiones a la baja: el sector inmobiliario.

MERCADOS EMERGENTES

La economía china parece haber sido la primera en salir de la crisis de COVID-19 con más fuerza. Al norte de Asia le ha ido sustancialmente mejor que a la ASEAN en lo que va de año. China y los mercados de Asia septentrional, como Taiwán y Corea, también se benefician de un crecimiento mejor del BPA que el resto de los mercados emergentes, lo que refleja una exposición sectorial muy diferente de los mercados emergentes. En los próximos meses, la renta variable emergente podría beneficiarse de una victoria de Biden y de un dólar más bajo, con la doble condición de que se controle la COVID-19 y la recuperación mundial esté en marcha.

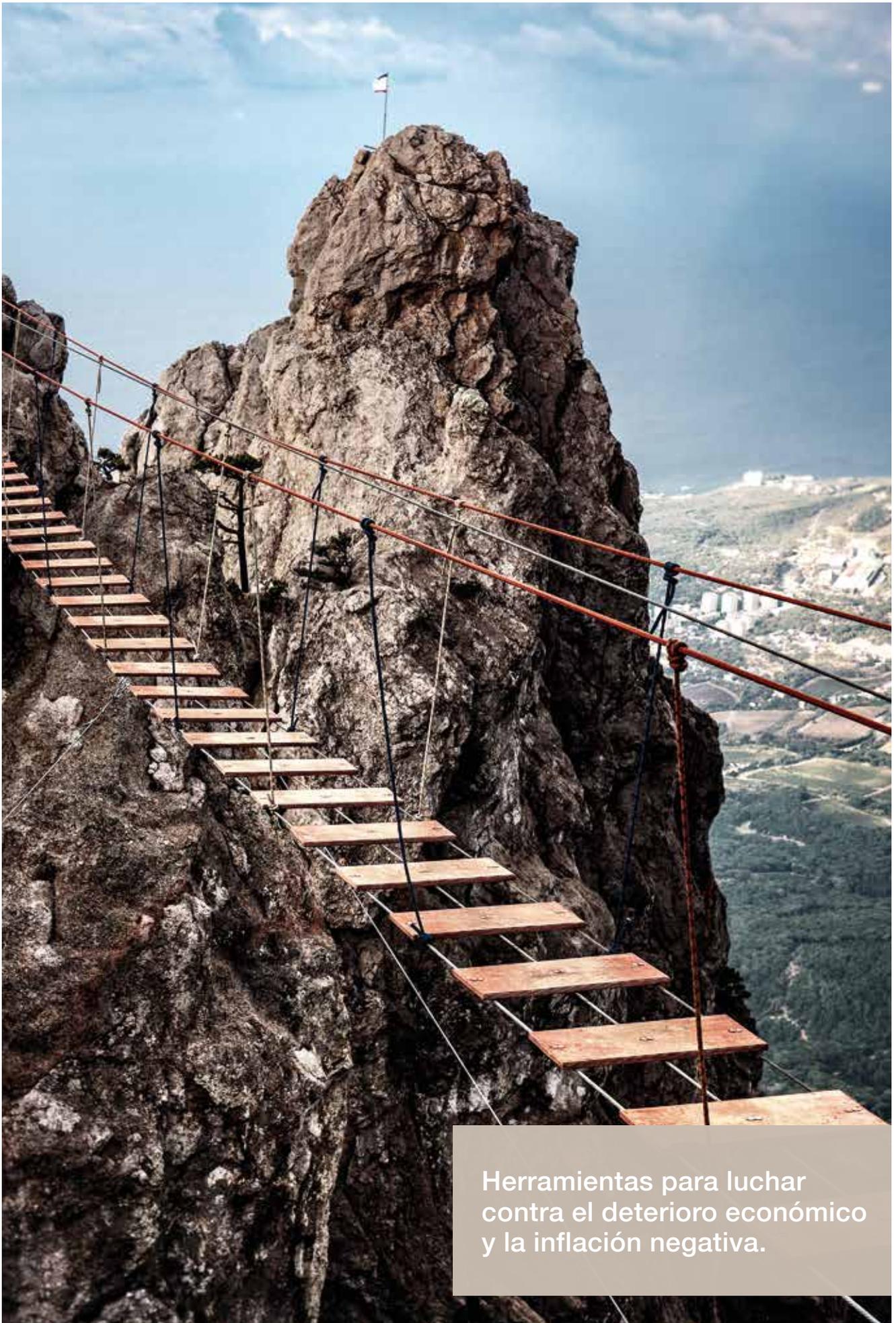
ESTILO DE INVERSIÓN

En cuanto a estilos, a pesar de que mantenemos nuestra preferencia a largo plazo por las compañías de crecimiento y los temas seculares (principalmente, el desarrollo sostenible y la tecnología disruptiva), estamos relativamente más positivos respecto al segmento del mercado de los valores cíclicos. Los recursos básicos, los materiales de construcción, y parte de la industria y los productos químicos se beneficiarán potencialmente de un incremento del gasto en infraestructura.

CONVICCIONES BURSÁTILES FUERTES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Herramientas para luchar
contra el deterioro económico
y la inflación negativa.

RENDA FIJA

LA CAZA DEL RENDIMIENTO PERMANECERÁ INTACTA, PERO LA SELECTIVIDAD ES CADA VEZ MÁS CLAVE

- Expectativas de un nuevo paquete de estímulos: aumento de la volatilidad de los tipos estadounidenses.
- Tácticamente más positivos en el euro y el crédito de alto rendimiento estadounidense.

BANCOS CENTRALES

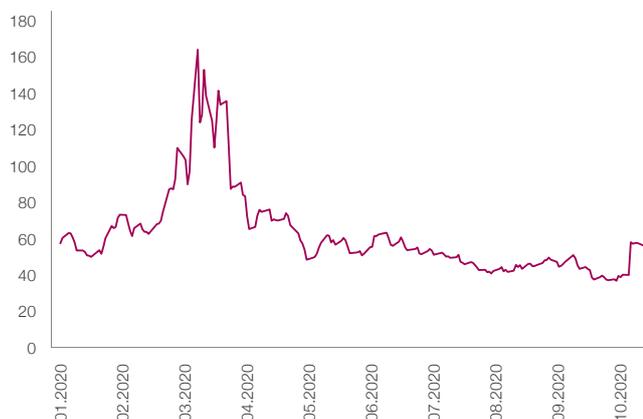
Parece que el Banco Central Europeo (BCE) tiene más herramientas sobre la mesa para luchar contra el deterioro económico de la zona euro y la inflación negativa. Entre las medidas más probables figuran nuevos recortes de los tipos de interés oficiales y cambios en las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). La Reserva Federal ha lanzado un nuevo marco de objetivo de inflación media y dejó claro que los tipos se mantendrán cerca del límite inferior a cero durante años.

INVESTMENT GRADE (IG) HIGH YIELD (HY)

Los mercados de crédito tuvieron un rendimiento superior al esperado en octubre, repitiendo la reciente ampliación de la segunda quincena de septiembre. Para los mercados de crédito del IG tanto de la zona euro como de EE. UU., la búsqueda de rendimiento permanece intacta y los productos de diferenciales (*spread products*) será el destino principal. Los indicadores técnicos están bien orientados: la capacidad de la Reserva Federal para comprar más deuda corporativa IG si es necesario sigue siendo amplia. El valor relativamente barato del HY en euros comparado con el IG en euros implica un recorte de las calificaciones.

Gracias a la reciente recuperación económica de EE. UU., mejor de lo esperado, la reducción significativa de la actividad de impagos en los últimos dos meses y la estabilización de los precios del petróleo en torno a los 40 dólares, estamos pasando a una visión más positiva del alto rendimiento (*high yield*) estadounidense. Seguimos favoreciendo a la calificación BB estratégicamente, pero tácticamente hemos pasado a ser más positivos respecto a la B.

EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD IMPLÍCITA DE LOS TIPOS DE EE. UU. EN 2020, PB



Fuentes: Índice ICE BofA MOVE, Indosuez Wealth Management.

DEUDA PÚBLICA Y PERIFÉRICA

El ímpetu macroeconómico negativo y los crecientes riesgos de deflación han provocado la reciente disminución de los tipos europeos. La volatilidad de los rendimientos de los bonos soberanos estadounidenses se disparó después del tuit sobre el estímulo de Trump y registró su mayor incremento desde marzo. La extensión de las emisiones del Tesoro junto con las expectativas de un paquete fiscal final están ejerciendo una "presión de aumento de pendiente" moderada en la curva de los tipos de interés de EE. UU. Sin embargo, creemos que este incremento de pendiente será limitado. La inflación se disparó a escala mundial en octubre gracias al entorno de propensión al riesgo y una inflación estadounidense superior a lo esperado. Sin embargo, los inversores pueden seguir atentos a las posibles rebajas de calificación, ya que los actuales diferenciales soberanos ofrecen un margen de error limitado.

BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

Los últimos datos macroeconómicos apuntan a una recuperación continuada en la actividad manufacturera. Las elecciones de EE. UU. tendrán consecuencias directas e indirectas en los activos emergentes y el impacto más amplio se derivará de las reacciones del dólar y de los tipos de interés estadounidenses. La búsqueda de rendimiento, el debilitamiento del dólar y el nivel relativamente moderado de las tasas de impago podrían seguir favoreciendo a esta clase de activos. En un panorama de recuperación incierta y antes de que se produzcan acontecimientos políticos importantes, la selectividad por países es fundamental, ya que los fundamentales divergen.

CONVICCIONES 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.



Octubre solo estaba
esperando a noviembre.

DIVISAS

NUESTRO ANÁLISIS

- Las caídas del euro son una oportunidad.
- La horquilla de la libra esterlina en cuanto al Brexit ha cambiado.
- El dólar estadounidense en declive a menos que Trump triunfe.

EURO (EUR)

El euro está viéndose frenado hasta que se aclaren las tóxicas conversaciones comerciales del Brexit, y hasta que la posibilidad de que Biden sea presidente y que la posibilidad de que los demócratas arrasasen se convierta en una mayoría plena del partido. Por lo tanto, la moneda común se ha limitado cerca de 1,19 frente al dólar, debido a que los datos de la inflación de la UE han sido peores de lo esperado. No obstante, seguimos siendo optimistas con respecto al euro en 2021 tras el avance del fondo de recuperación de la UE, pero nos preocupa que los datos del PMI a corto plazo puedan volver a decepcionar en breve y obligar al BCE a adoptar medidas políticas aún más flexibles. Sin embargo, como los riesgos de cola se han disipado en la zona euro, mantenemos nuestra recomendación positiva de comprar con la debilidad del euro, especialmente, para los inversores basados en el dólar y el franco suizo con fines de diversificación. Potencialmente, el dólar podría superar al alza el actual rango de 1,15–1,20 en un contexto postelectoral de propensión al riesgo y, en última instancia, por los rendimientos reales negativos en EE. UU.; sin embargo, este panorama no podría retrasarse si la zona euro continúa enfrentándose al deterioro macroeconómico y a la aceleración de la COVID-19.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

El dólar estadounidense sigue estancado en un estrecho margen de negociación frente a sus compañeras del G3 antes de los fuegos artificiales presidenciales de EE. UU. que se avecinan. Este compás de espera evolucionará bruscamente sí o sí cuando se desvele el resultado del 4 de noviembre. Independientemente de quién ocupe la Casa Blanca, la percepción general y el creciente consenso siguen siendo que el dólar estadounidense continuará con infrarrendimiento en el nuevo año. Esta perspectiva se basa en un factor actual que podría triunfar sobre la política de Washington: un panorama de una Reserva Federal acomodaticia deseosa de mantener los rendimientos reales de EE. UU. cerca de los mínimos históricos durante más tiempo. Este entorno de rendimiento tan poco atractivo expone las debilidades subyacentes de la economía estadounidense, sus deteriorados desequilibrios externos y sus desbordantes déficits presupuestarios. Por lo tanto, preferimos diluir la fortaleza del dólar si esta se produce a mediados de noviembre.

LIBRA ESTERLINA (GBP)

Mientras continúa la incertidumbre en torno al Brexit, indudablemente estamos ya en la cuenta atrás final del próximo capítulo de la saga y, aunque es casi imposible predecir cómo evolucionará, vale la pena considerar qué podemos esperar del tipo de cambio de la libra esterlina. Tanto el euro como el dólar estadounidense han sufrido cambios en los fundamentales este año, lo que defiende que el "rango de la libra esterlina" para "deal or no deal" (con acuerdo o sin acuerdo) sea bastante diferente frente a estas monedas principales.

Anteriormente esperábamos un cambio GBP/USD de 1,20–1,35 y EUR/GBP de 0,83–0,95, pero ahora es probablemente más razonable esperar un cambio GBP/USD de 1,25–1,40 y EUR/GBP de 0,85–0,97.

FRANCO SUIZO (CHF)

El EUR/CHF se ha situado en una tendencia alcista tan estrecha y lenta, de 1,06 a 1,08 en los últimos meses que apenas hemos tenido que cambiar las diapositivas de presentación del franco suizo. Sin embargo, puede que todo esté a punto de cambiar: con los riesgos de la segunda oleada de la COVID-19 en alza, el franco puede volver a recibir ofertas de los compradores de valores refugio, lo que ratifica a los compradores de primavera que han mantenido su posición, pero que han sido un lastre en el franco. Sin embargo, el Banco Nacional Suizo nos recordó recientemente que está dispuesto a intervenir con firmeza, después de publicar los datos que muestran que este es el año que más ha intervenido desde 2012, lo que aumenta nuestra confianza en que el EUR/CHF luchará por bajar de la banda 1,04-1,05.

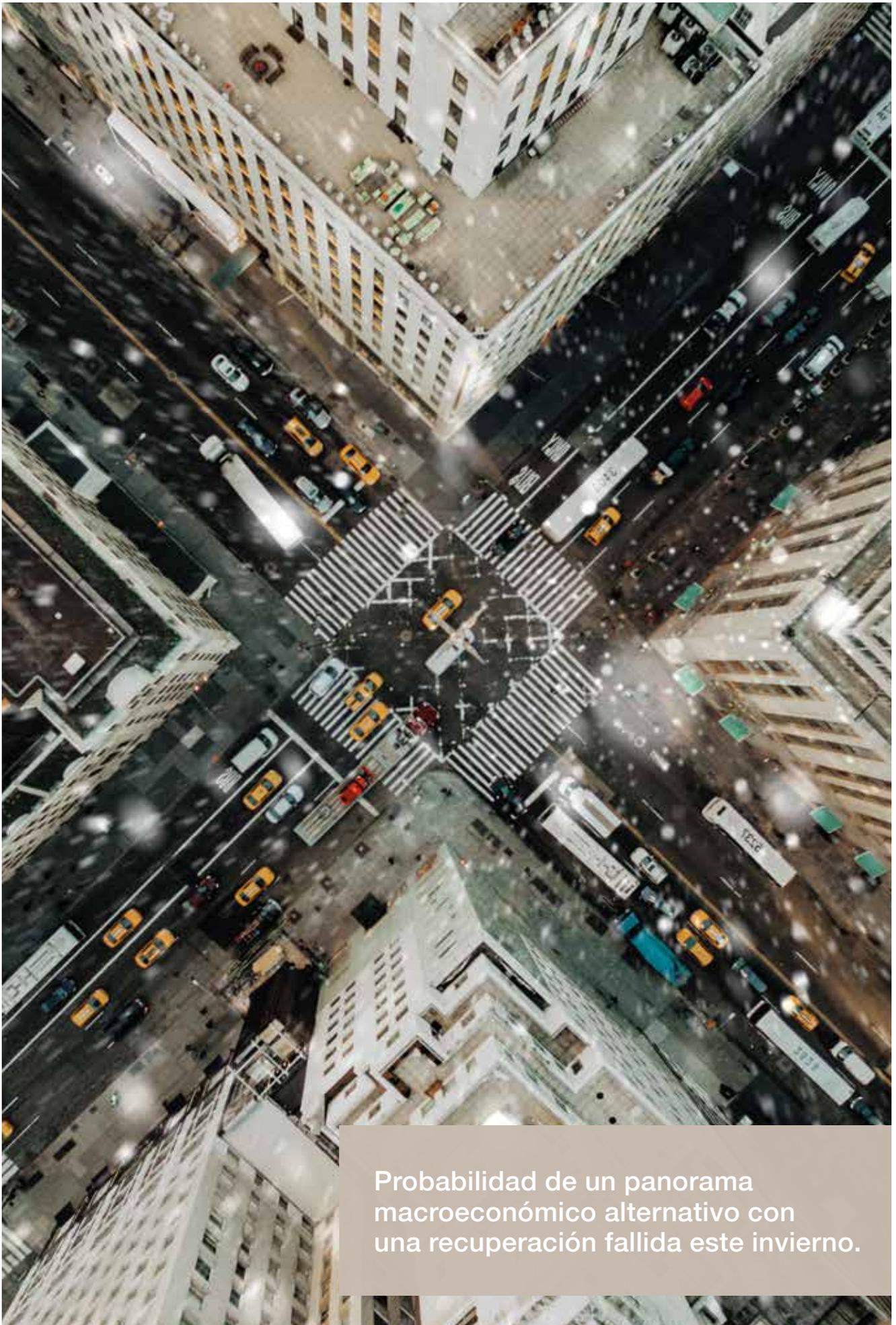
YUAN CHINO (CNY)

El yuan chino ha subido significativamente frente al dólar estadounidense este año y ha pasado de 7,1 a 6,7 en los últimos meses. Aunque la mayor parte se debe a la debilidad del dólar, últimamente los mercados se han entusiasmado con el yuan, dada la sólida recuperación de China después de la crisis sanitaria y unos mercados de renta fija cada vez más atractivos. En particular, el mes de octubre fue importante para el yuan, ya que el BPC señaló que podría haber ido demasiado lejos al reducir los requisitos de reserva para mantener posiciones cortas en el yuan, lo que provoca que sea más caro mantener o cubrir la moneda en el continente. Seguimos siendo positivos a medio plazo respecto a la moneda, pero puede que el repunte se detenga a corto plazo.

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.



Probabilidad de un panorama
macroeconómico alternativo con
una recuperación fallida este invierno.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

- La COVID-19 está acelerándose en muchas partes del mundo y, en particular, en Europa con 200.000 nuevos casos al día, lo que lleva a más medidas de confinamiento. Por el contrario, China sigue acelerando;
- Se prevé que esta situación posponga la recuperación de la actividad y podríamos sentirnos decepcionados por los niveles del PIB del cuarto trimestre de 2020;
- La agenda política está plagada de acontecimientos, con elecciones inciertas en EE. UU., un Brexit poco claro y la expectativa de estímulos en EE. UU.;
- Los bancos centrales siguen siendo muy acomodaticios y se esperan medidas adicionales por parte del BCE antes de fin de año;
- Los beneficios empresariales son también un factor favorable y la temporada empieza de forma positiva;
- Se espera que los aumentos de la tasa de morosidad sean más limitados de lo que se temía en un principio.

ESTRATEGIA DE ASIGNACIÓN

Visión a corto plazo

- La renta variable podría verse afectada a corto plazo por un panorama electoral controvertido, pero podrían reaccionar de forma positiva ante un resultado claro y el plan de estímulo que tendrá lugar independientemente de quién salga elegido;
- Las incertidumbres en torno a las elecciones y a la COVID-19 nos impiden añadir más riesgo a corto plazo a pesar del inicio optimista de la temporada de presentación de resultados del tercer trimestre, y nos mantienen cerca de la neutralidad;
- Los diferenciales de crédito deberían seguir viéndose favorecidos por unas tasas de impago inferiores a lo que se temía, el apoyo de los bancos centrales y la búsqueda mundial de rendimientos;
- Divisas: El dólar estadounidense podría sufrir una dinámica de mercado de propensión al riesgo después de las elecciones, aunque debería tener un buen comportamiento en un panorama electoral controvertido, por lo que se prefiere una posición neutra antes de las elecciones;
- El oro podría sufrir en un panorama de propensión al riesgo de una victoria de Biden con un Senado republicano.

Visión a largo plazo

- Renta variable: mantenemos un optimismo relativo en la clase de activos y la preferencia por las acciones de calidad/crecimiento, con especial atención a los temas seculares, que deberían tener un buen comportamiento incluso si la COVID-19 vuelve a acelerarse, pero reconocemos que las acciones cíclicas han estado ganando fuerza y podrían ser las beneficiarias de estímulos adicionales. Por zona geográfica, seguimos favoreciendo la renta variable estadounidense y china; los activos emergentes podrían ser los principales beneficiarios de una victoria de Biden;

- Renta fija: seguimos siendo optimistas en cuanto al crédito (*investment grade*, deuda financiera subordinada y *high yield* de calidad) que se beneficia del apoyo de los bancos centrales y de un *carry* atractivo;
- Divisas: prevemos una tendencia moderada de debilitamiento del dólar, aunque ya se ha materializado en parte. Mantenemos el optimismo en el renminbi incluso después de la reciente tendencia de apreciación.

TABLA DE CONVICCIONES

RENTA VARIABLE	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
GEOGRAFÍAS		
EUROPA	=	=
EE. UU.	+	=/+
JAPÓN	-/=	-/=
IBEROAMÉRICA	-	=
ASIA EX-JAPÓN	=	=
CHINA	+	+
ESTILOS		
GROWTH	=/+	+
VALUE	=	-/=
CALIDAD	-/=	=
CÍCLICO	=/+	=
DEFENSIVO	-/=	=
RENTA 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 21 DE OCTUBRE DE 2020

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (Estados Unidos)	3.435,56	6,14%	6,34%
FTSE 100 (Reino Unido)	5.776,50	-2,08%	-23,41%
Stoxx Europe 600	360,79	0,35%	-13,24%
Topix	1.637,60	-0,40%	-4,87%
MSCI World	2.417,83	4,87%	2,52%
Shanghai SE Composite	4.792,83	3,02%	17,00%
MSCI Emerging Markets	1.137,91	5,59%	2,09%
MSCI Latam (América Latina)	1.956,02	6,66%	-32,96%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	211,35	2,08%	-21,01%
MSCI Asia Ex Japan	749,64	5,47%	8,92%
CAC 40 (Francia)	4.853,95	1,08%	-18,80%
DAX (Alemania)	12.557,64	-0,67%	-5,22%
MIB (Italia)	19.085,95	0,82%	-18,81%
IBEX (España)	6.811,50	2,36%	-28,67%
SMI (Suiza)	10.146,23	-3,29%	-4,43%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.656,00	1,05%	-3,69%
Oro (USD/Onza)	1.924,33	3,27%	26,83%
Crudo WTI (USD/Barril)	40,03	0,25%	-34,44%
Plata (USD/Onza)	25,24	9,68%	40,85%
Cobre (USD/Tonelada)	6.991,50	5,86%	13,24%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,02	42,26%	38,10%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (en puntos)	DESDE 1 ENERO (en puntos)
VIX	28,65	0,07	14,87

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,07	-0,33%	-1,08%
GBP/USD	1,31	3,34%	-0,81%
USD/CHF	0,91	-2,00%	-6,32%
EUR/USD	1,19	1,72%	5,78%
USD/JPY	104,59	-0,76%	-3,70%

DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (en pbs)	DESDE 1 ENERO (en pbs)
Deuda pública EE. UU. 10 A	0,82%	15,02	-109,49
Francia 10 A	-0,31%	-6,70	-42,70
Alemania 10 A	-0,59%	-8,40	-40,20
España 10 A	0,20%	-2,20	-26,10
Suiza 10 A	-0,53%	-4,10	-5,90
Japón 10 A	0,03%	2,70	5,00

DEUDA CORPORATIVA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	42,25	2,15%	-3,74%
Deuda pública EUR	221,62	0,33%	1,87%
Deuda corporativa EUR (HY)	199,60	0,72%	-2,01%
Deuda corporativa USD (HY)	305,24	1,81%	0,41%
Deuda pública EE. UU.	325,68	-0,28%	5,71%
Deuda corporativa emergente	51,48	0,21%	-0,60%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

JUNIO 2020	AGOSTO 2020	SEPTIEMBRE 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.20 A 21.10.20
12,75%	8,16%	0,45%	6,66%	17,00%
10,73%	7,01%	-1,48%	6,14%	8,92%
8,42%	6,53%	-1,63%	5,59%	6,34%
8,02%	3,40%	-1,68%	5,47%	2,52%
5,51%	2,86%	-1,77%	4,87%	2,09%
4,69%	2,58%	-2,72%	3,02%	-4,87%
2,44%	2,09%	-3,59%	2,08%	-13,24%
-1,11%	1,26%	-3,92%	0,35%	-21,01%
-4,02%	1,12%	-4,75%	-0,40%	-23,41%
-4,41%	-6,36%	-5,54%	-2,08%	-32,96%

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 22.10.2020.

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.

