

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – ENERO DE 2021

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



## FOCUS

MERCADO BRITÁNICO: FISHMAN'S FRIEND

## RENTA VARIABLE

GRANDES ESPERANZAS PARA EL NUEVO AÑO

---

3 EDITORIAL  
2021: ¿VOLVEMOS A LA NORMALIDAD  
O AVANZAMOS RÁPIDO?

---

4 FOCUS  
MERCADO BRITÁNICO: FISHMAN'S FRIEND

---

7 MACROECONOMÍA  
CERRAR LA BRECHA

---

9 RENTA VARIABLE  
GRANDES ESPERANZAS PARA EL NUEVO AÑO

---

11 RENTA FIJA  
FUERTES VIENTOS DE COLA PARA IMPULSAR  
LOS DIFERENCIALES EL PRÓXIMO AÑO

---

13 DIVISAS  
EL DÓLAR TERMINA 2020 EN TERRENO RESBALADIZO

---

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

## 2021: ¿VOLVEMOS A LA NORMALIDAD O AVANZAMOS RÁPIDO?

---

“La ciencia no sabe de países”, Louis Pasteur

Estimado/a lector/a:

En el momento de cerrar 2020, un año de extremos (pandemia sin precedentes, recesiones de récord, respuesta inaudita de la política económica, repuntes espectaculares de las acciones), puede que nos preguntemos qué nos aguarda. ¿Veremos en 2021 un retorno a algún tipo de normalidad?

Desde el punto de vista político y sanitario, no hay duda: un nuevo presidente en Estados Unidos que vuelva a una retórica más habitual y a unas relaciones más clásicas con otros países; y la esperanza de que las campañas de vacunación pongan fin a la sucesión de fases de confinamiento/desconfinamiento. La carrera contra la pandemia habrá llevado vacunas al mercado en un tiempo récord.

Las tendencias sociales cuentan otra historia y sorprende observar cómo las dos oleadas de confinamientos de 2020 dieron lugar a reacciones diametralmente opuestas. El confinamiento de primavera materializó una brecha en nuestra vida cotidiana y dio lugar a la idea un tanto ingenua de un "nuevo mundo" (menos consumismo, más atención a la salud y respeto por el medio ambiente). Por el contrario, el confinamiento de otoño mostró hasta qué punto deseaba la gente más que nunca volver al mundo anterior, simbolizado por deseos simples, como volver a viajar, salir, reunirse e ir de compras. La idea de una vida digital puede haber llegado a su límite. Al mismo tiempo, la esperanza nacida del éxito de los ensayos de la vacuna este otoño ha dado lugar a un sobrerrendimiento de las acciones vinculadas a la economía real en comparación con las del mundo digital.

La lucha contra el calentamiento global es, sin duda, el área donde no hay opción de volver al pasado. La sostenibilidad de nuestros modelos de crecimiento es la cuestión central para superar la crisis; los Gobiernos han decidido actuar al respecto y están dando la espalda a la austeridad fiscal. De hecho, la transición energética es uno de los únicos ámbitos en los que pueden endeudarse las generaciones actuales y futuras.

Algo nuevo surge en este frente: la convergencia de las prioridades medioambientales de Estados Unidos, Europa y China. De hecho, la América de Biden tiene como objetivo volver al Acuerdo de París y realizar importantes inversiones para transformar el modelo energético de EE. UU. Por su parte, China, que ya es el principal emisor de CO<sub>2</sub> del mundo, se ha fijado un objetivo de neutralidad de carbono para 2060.

Tampoco hay vuelta atrás para Europa. La historia de la construcción europea demuestra que esta ha avanzado especialmente en épocas de crisis política o económica, tanto por necesidad como por una clara conciencia de urgencia. La crisis de la década anterior zanjó el debate monetario y garantizó la sostenibilidad de la zona euro. Esta pandemia no ha sido ninguna excepción y también ha supuesto un catalizador para un avance sin precedentes en la solidaridad presupuestaria europea.

El gran consenso en torno a la idea de una respuesta fiscal firme y prolongada también contrasta con el consenso ideológico en torno a la austeridad fiscal que prevaleció durante la crisis de la deuda soberana de la zona euro. Este nuevo consenso, menos comedido, refleja una respuesta pragmática a las emergencias sanitarias, económicas y sociales que, en un contexto de tipos de interés reducidos, permite la financiación. Sin embargo, como aspecto más fundamental, lo que está en juego es la estabilidad de los Gobiernos y la supervivencia de las democracias frente al crecimiento de las desigualdades y las tensiones sociales, que ya era fuerte antes de la pandemia y que no ha hecho más que agravarse. También en este caso, el futuro dirá si hemos adoptado una visión demasiado ingenua de la sostenibilidad de nuestros crecientes volúmenes de deuda, lo que plantea la cuestión del valor de las monedas. Tal vez esto se refleje en el aumento de récord del oro y del bitcoin este año.

En este fin de año tan especial, le enviamos, a usted y a sus seres queridos, nuestros mejores deseos de salud y felicidad para el Año Nuevo, que esperamos cumpla los inmensos deseos de los ciudadanos y los Gobiernos.

Buena lectura y muy feliz Año Nuevo 2021 a todos.

## FOCUS

### MERCADO BRITÁNICO: FISHMAN'S FRIEND

En vísperas de la salida del Reino Unido del mercado europeo, puede parecer extraño interesarse por esta región que ha sido, en su mayor parte, evitada por los inversores extranjeros.

#### RECUPERACIÓN DE LA CONFIANZA A CORTO PLAZO

El final del año 2020 ha llegado cargado de acontecimientos para el Reino Unido, entre ellos, un importante aspecto positivo derivado de una distribución de vacunas antes de lo esperado, que eclipsó en parte el culebrón aparentemente interminable del Brexit. Un confinamiento menos restrictivo y el impulso temporal de la acumulación de reservas previa al Brexit deberían favorecer que el bache económico sea más moderado en el cuarto trimestre. El PMI medio de todos los sectores del Reino Unido para el cuarto trimestre fue de 50,6 (frente a 30,5 del segundo trimestre). La contracción del sector servicios se ha visto compensada por el sólido crecimiento de la construcción y la producción. Las medidas excepcionales de apoyo del Gobierno también se han prorrogado hasta la primavera de 2021 (planes de regulación temporal de empleo, recortes y aplazamientos del IVA, derechos de timbre, etc.) y seguirán limitando el impacto del confinamiento sobre la demanda (las ventas minoristas aumentaron un 5,8% interanual en octubre).

Con la vacuna en marcha, se espera que la reapertura automática del sector servicios se afiance a partir del segundo semestre de 2021. Un acuerdo comercial sería especialmente positivo para el sector de las mercancías, pero se espera que las barreras comerciales no arancelarias tengan un impacto negativo significativo, independientemente de la situación del comercio en el 1T de 2021. No obstante, tras una caída del crecimiento en 2020 más profunda que en el resto de sus homólogos europeos (el PIB mensual de octubre es de -7,9% en comparación con los niveles anteriores a la crisis de la COVID-19), vemos un amplio margen para que el Reino Unido se recupere en 2021. Se espera un fortalecimiento de la inflación, aunque por debajo del objetivo del 2% en 2021. Es muy probable que el efecto inflacionario del Brexit se vea compensado por las cicatrices deflacionistas de la crisis de la COVID-19 y por la apreciación de la libra esterlina derivada de la desaparición de la incertidumbre relacionada con el Brexit.

#### GBP: MEJOR, PERO LOS FUNDAMENTALES SIGUEN SIENDO MEDIOCRES

Con este aumento del optimismo cíclico, en otoño la libra esterlina ha entrado en una senda de recuperación frente a otras monedas. En términos ponderados por el comercio, el índice de tipo de cambio (ERI, por sus siglas en inglés) del Banco de Inglaterra aumentó un 4% desde mediados de septiembre hasta finales de noviembre y después cayó un 2%, debido a que volvió a encallarse por la incertidumbre del Brexit a principios de diciembre. Esta imagen se matiza en función de la moneda: la libra esterlina se apreció en noviembre frente al dólar estadounidense (que se debilitó después de las elecciones en EE. UU.), pero perdió terreno frente al euro. Esto último significa que la libra esterlina tiene aún margen para apreciarse en un supuesto de Brexit ordenado, aunque también dependerá del impulso macroeconómico relativo y del grado relativo de relajación monetaria.

De hecho, nuestro optimismo respecto a la recuperación queda diluida por unos fundamentales continuamente débiles, en los cuales reside la economía del Reino Unido. El elevado déficit del sector público (13% del PIB frente al 9% de la zona euro), el escaso ahorro del sector privado (24% del PIB frente al 29% de la zona euro), el déficit por cuenta corriente (3,1% del PIB frente al superávit del 2,6% de la zona euro) y el aumento de las desigualdades son factores que promueven el cansancio de los inversores con respecto a la economía británica a medio plazo y nos llevan a pensar que, si hay un repunte significativo de la libra esterlina, es muy probable que no dure mucho. Además, el Banco de Inglaterra se ha resistido hasta ahora a la aplicación de tipos de interés negativos, aunque se espera que mantenga su postura muy acomodaticia, ya que la inflación se mantiene bajo control (+0,3% interanual en noviembre).

#### GBP FRENTE A UNA CESTA DE DIVISAS



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

# FOCUS

## MERCADO BRITÁNICO: FISHMAN'S FRIEND

### MANO FIRME A LOS MERCADOS BURSÁTILES DEL REINO UNIDO, AUNQUE NO HAY QUE DESCARTAR UN IMPULSO POSITIVO

El Reino Unido fue la región de renta variable con peores resultados en 2020, con un descenso del 14% en términos de dólares estadounidenses en lo que va de año hasta 2020 (frente al +6% del MSCI de Europa, sin el Reino Unido, y el +16% de EE. UU.), a la zaga de sus homólogos europeos ya desde hace cinco años. La caída fue menos pronunciada en el índice FTSE 250, más representativo de la actividad interna del Reino Unido. Este se ha recuperado en un 14% desde principios de noviembre (frente al +16% del Euro Stoxx 600).

Algunos de los malos resultados pueden estar relacionados con la exposición sectorial, ya que el MSCI UK está sobreponderado en energía (9% del MSCI UK frente al 4% de Europa) y en consumo básico (22% frente al 14%), que han tenido un rendimiento inferior al del índice Global, y está infraponderado en consumo discrecional (7% frente al 11%) y en tecnologías de la información (1% frente al 7%), con un rendimiento superior. En términos generales, el mercado del Reino Unido tiene un perfil más *value* que el mercado bursátil de EE. UU. o de la zona euro. No obstante, incluso teniendo en cuenta estas diferentes ponderaciones sectoriales, los sectores del Reino Unido han tendido a un peor comportamiento, lo que se debe en parte a la falta de confianza de los inversores y, por lo tanto, al posicionamiento de los inversores en el mercado del Reino Unido.

En este contexto, una recuperación económica en 2021, unida a un (escaso) acuerdo comercial del Brexit con la UE, alcanzado antes del fin de 2020, provocaría que las carteras se recuperaran y se reequilibraran a favor de la renta variable del Reino Unido. Se espera un crecimiento del MSCI EPS del 37% en 2021 (frente al -36,3% de 2020). Además, dada su importante proporción de acciones de perfil *value*, el FTSE debería beneficiarse del actual cambio de los sectores cíclicos a los de *value*.

Esperamos que el resultado positivo del acuerdo comercial afecte principalmente a la libra esterlina, que podría experimentar algunas oscilaciones considerables en diciembre a medida que disminuya la liquidez. Los mercados ya han descontado al menos un acuerdo comercial parcial, pero el panorama a largo plazo indica que probablemente aún quede más margen, al menos en el momento de redactar este artículo, el 16 de diciembre.

Sin embargo, en el caso de una situación inesperada sin acuerdo, el impacto podría provocar que la libra esterlina caiga con fuerza, potencialmente hasta 1,25.

### INDICES MSCI, USD



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



Los bancos centrales están listos para aguantar un fortalecimiento temporal de la inflación.

# MACROECONOMÍA

## CERRAR LA BRECHA

### ESPERANDO LA RECUPERACIÓN

Mientras siguen aplicándose confinamientos de forma intermitente, los indicadores de alta frecuencia apuntan a una contracción en la zona euro y una desaceleración en EE. UU. en el 4T de 2020. Como han apuntado los recientes datos del PMI, persisten marcadas divergencias entre los sectores y la recuperación del sector manufacturero sigue avanzando a pesar de las restricciones de la actividad, sobre todo en Alemania y EE. UU. El sector servicios tendrá que esperar a que la distribución de la vacuna (con inicio previsto antes de fin de año en la UE, después de las primeras aprobaciones en el Reino Unido y EE. UU. a principios de este mes) se embarque en un camino de recuperación duradera.

Se espera que la recuperación de 2021 sea progresiva, ya que la demanda reprimida de los consumidores en materia de servicios no es tan fuerte como en el caso de los bienes, y la tasa de desempleo se mantendrá en 2021 por encima de los niveles anteriores a la crisis de la COVID-19, en particular, en Europa, donde el ajuste del empleo en comparación con la desaceleración de la actividad no ha hecho más que empezar. No obstante, seguimos viendo un potencial alcista en el aumento de la confianza de los consumidores y los inversores, actualmente frenada por la continua incertidumbre sobre las perspectivas sanitarias y económicas. La reapertura de las economías en 2021 relacionada con las campañas de vacunación precisamente podría impulsar la demanda reprimida de servicios e inversiones, muy probablemente a partir del 2T, lo que se sumará al efecto base por el débil PIB del 2T de 2020.

Sin embargo, el optimismo de la vacuna no está llevando a los bancos centrales ni a los Gobiernos a reducir su apoyo. Los Gobiernos van avanzando en garantizar un nuevo apoyo fiscal en 2021: el acuerdo sobre los estímulos en EE. UU. a la espera de su desbloqueo, el fondo de recuperación de 750.000 millones de euros cuya puesta en marcha con los primeros fondos está prevista a partir de segundo semestre de 2021 y el nuevo paquete de estímulo económico japonés por valor de 73,6 billones de yenes (708.000 millones de dólares), que incluye subvenciones para promover los viajes interiores y la digitalización, e incentivos para la reducción de carbono con el fin de estimular la economía.

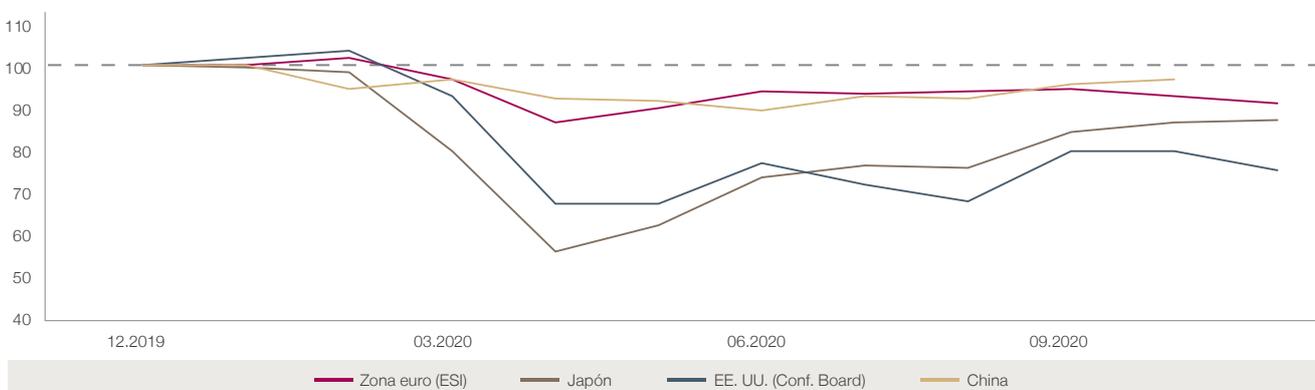
### AUMENTAN LAS EXPECTATIVAS SOBRE LA INFLACIÓN

Por último, se espera que la política monetaria siga siendo acomodaticia en 2021, ya que los bancos centrales mantienen la mirada puesta en la recuperación y están preparados para soportar un fortalecimiento temporal de la inflación, especialmente con los fuertes efectos de base de los precios de la energía previstos para la primavera de 2021. Se espera que la inflación siga siendo más moderada en Europa y Japón, dada la importante inactividad del mercado laboral, mientras que las expectativas de inflación en EE. UU. aumentan y podrían fortalecerse si la demanda se recupera con más rapidez que la oferta. La Reserva Federal (Fed) lo vigilará de cerca, aunque, dado su nuevo régimen de objetivos de inflación, no se espera que mueva los tipos de interés antes de 2023, de acuerdo con la orientación futura de su política monetaria y los cuadros de previsiones de tipos de interés de los miembros de la Fed (*dot plots*), aun cuando se espera que la tasa de desempleo caiga al 4,2% en 2022 y la inflación llegue al 1,9% el mismo año, según el Comité de Operaciones del Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por sus siglas en inglés) de diciembre. La reunión de diciembre indica que la decepción respecto a la capacidad de la Fed para controlar la pendiente de la curva supone un riesgo de cola en 2021.

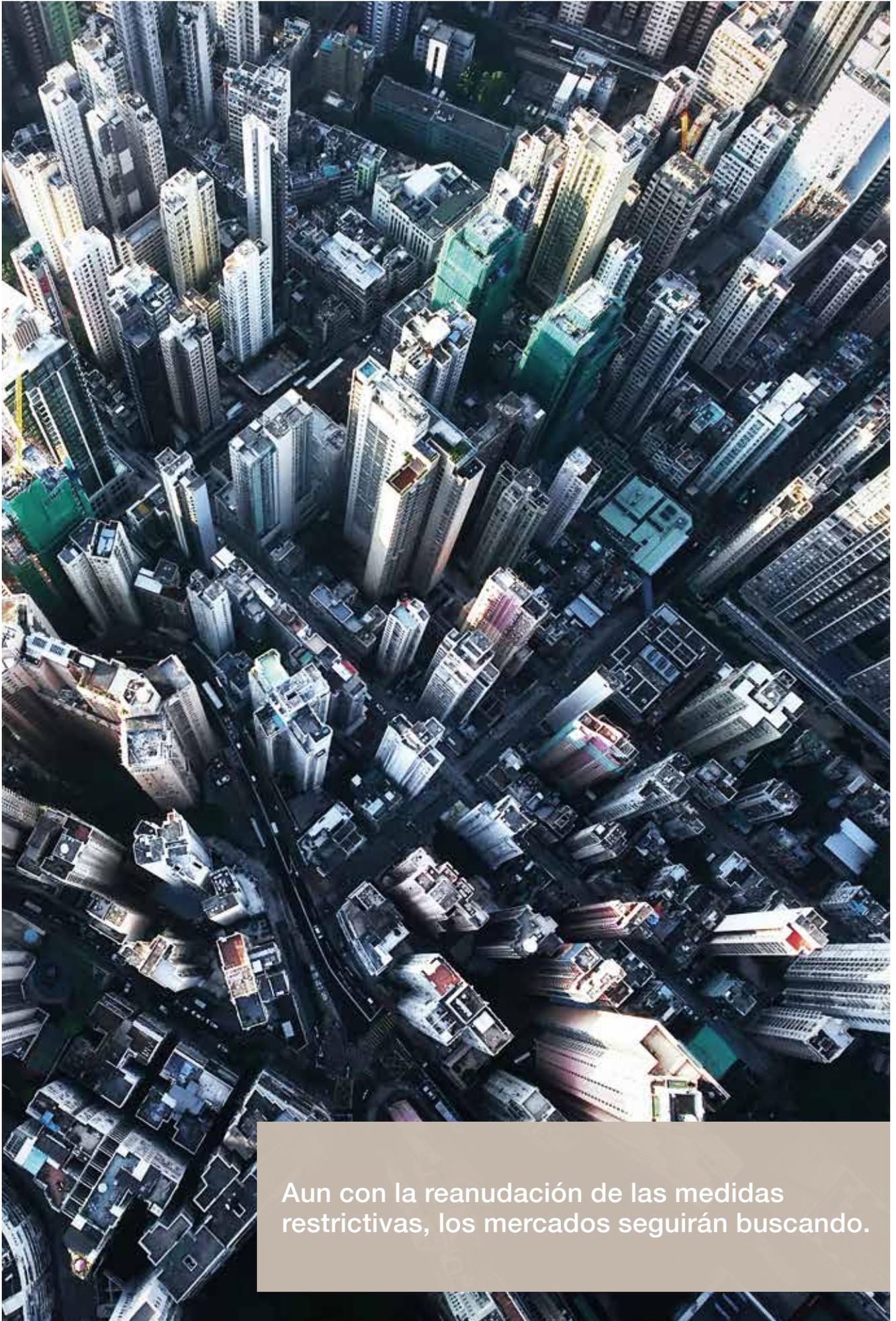
### LA RECUPERACIÓN SE AMPLÍA EN LOS MERCADOS EMERGENTES

Se prevé una ampliación de la recuperación en Asia en 2021, en particular al resto de miembros del nuevo bloque comercial regional (RCEP) y a la India, que sufrió una grave caída del PIB en 2020. Se espera que las economías latinoamericanas vuelvan a crecer en 2021, pero con un ritmo de recuperación más lento y unos fundamentales macroeconómicos más débiles (sobre todo, en Brasil). Por último, la todavía limitada recuperación de los precios del petróleo y la falta de inversiones pueden limitar el retorno de la actividad en Rusia y las economías MENA (Oriente Próximo y África del Norte).

### CONFIANZA DEL CONSUMIDOR, 100 = DICIEMBRE DE 2019



Fuente: ESI, Conference Board, Consejo de ministros de Japón, Oficina de Estadísticas de China, Indosuez Wealth Management.



Aun con la reanudación de las medidas restrictivas, los mercados seguirán buscando.

# RENDA VARIABLE

## GRANDES ESPERANZAS PARA EL NUEVO AÑO

- 2021 llega lleno de promesas para los mercados bursátiles: será el año de la vacuna, el año de la reapertura y el año de la recuperación.
- Al mismo tiempo, la política monetaria debería seguir siendo de apoyo, la incertidumbre comercial podría disminuir y es probable que los estímulos fiscales sigan implantándose.

### EUROPA

El mercado europeo está más inclinado hacia los sectores cíclicos y *value* que sus homólogos estadounidenses o de los mercados emergentes. Esta composición debe seguir considerándose una ventaja relativa, dado el contexto favorable al riesgo que experimentamos desde finales de octubre. Además, a pesar del reciente sobrerrendimiento, la valoración sigue siendo atractiva en comparación con el resto del mundo, mientras que el ímpetu del beneficio por acción (BPA) ha sido positivo en los últimos dos meses. Por último, también hay que tener en cuenta que Europa está a la vanguardia de la tendencia ASG (criterios medioambientales, sociales y de gobierno) y se beneficiará de los firmes compromisos políticos en algunas megatendencias, como la descarbonización o la digitalización. Sin embargo, el fortalecimiento del par EUR/USD podría ser un factor favorable.

### EE. UU.

La elección de Joe Biden por fin es oficial. El riesgo de un Senado demócrata sigue en la agenda. Sin embargo, el nuevo presidente de EE. UU. tranquilizó a Wall Street al nombrar a Janet Yellen, expresidenta de la Reserva Federal, como futura Secretaria del Tesoro. Este nombramiento ha sido muy bien recibido por los inversores, que esperan una mejor coordinación de las políticas monetarias y presupuestarias.

Se mantienen las expectativas de un acuerdo fiscal para finales de año, ya que los negociadores demócrata (Nancy Pelosi) y republicano (Mitch McConnell) volverán a reunirse. El consenso prevé un paquete de estímulo bipartidista de aproximadamente 900.000 millones de dólares estadounidenses.

### MERCADOS EMERGENTES

China sigue siendo nuestra zona favorita de Asia. Las autoridades chinas están centrando el próximo 14º plan quinquenal (2021-2025) en la tecnología, la atención sanitaria, el consumo doméstico, la infraestructura y las políticas medioambientales. El objetivo general es aumentar la demanda y el consumo internos y, por consiguiente, continuar la transición del país para que deje de depender principalmente de las exportaciones. Los datos económicos básicos siguieron siendo más sólidos en el Asia septentrional que en el resto de la región. Las economías de la ASEAN se han visto mucho más afectadas por la crisis de la COVID-19 que China, pero el año 2021 podría invertir esta jerarquía, ya que el estilo cíclico/*value* está bien representado en la renta variable del sudeste asiático, que también podrían beneficiarse del crecimiento de China, el crecimiento del comercio mundial, el regreso de los viajes y el acuerdo comercial regional. Dentro de esta zona, preferimos Indonesia, Singapur y Filipinas por delante de Malasia y Tailandia.

### ESTILO Y TEMÁTICA

Esperamos ver una rotación continua en el liderazgo entre el perfil cíclico y el *value* (con el apoyo de un PIB más fuerte y una mayor pendiente de la curva de rendimientos), y un diferencial de valoración, que sigue siendo significativo incluso después de la histórica rotación de noviembre.

La recuperación del segmento *value* no significa que deban evitarse las acciones de crecimiento. Los valores con perspectivas de crecimiento secular a largo plazo siguen siendo la base de nuestra asignación.

Entre ellos, seguimos priorizando la temática del medio ambiente. Esta se beneficia de los ambiciosos objetivos de reducción de las emisiones y, desde el punto de vista financiero, de las persistentes entradas de fondos procedentes de un número cada vez mayor de mandatos institucionales y de una creciente popularidad entre los *millennials*.

### TODAVÍA EXISTE POTENCIAL ALCISTA EN LA ROTACIÓN HACIA EL VALUE\*



\* Índice MSCI Europe Value/MSCI Europe Growth.  
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

### CONVICCIONES BURSÁTILES FUERTES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



El BCE impulsará el apoyo monetario.

# RENDA FIJA

FUERTES VIENTOS DE COLA PARA IMPULSAR LOS DIFERENCIALES EL PRÓXIMO AÑO

- El Banco Central Europeo intensificó su campaña para proteger la zona euro de una posible recesión doble impulsando el apoyo monetario.
- Atractivo de las valoraciones del crédito asiático, a pesar de los mayores diferenciales de la deuda corporativa latinoamericana.

## BANCOS CENTRALES

En vista de las secuelas económicas del repunte de la pandemia, el BCE decidió aumentar el apoyo monetario. El "programa de compras de emergencia frente a la pandemia" (PEPP, por sus siglas en inglés) se ha incrementado a 1,85 billones de euros y se ha prolongado nueve meses más. Las condiciones favorables de las "operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico" (TLTRO-III) se han ampliado en 12 meses. La Fed, que recientemente adoptó un marco de objetivo de inflación media, decepcionó a los inversores en diciembre, pero se prevé que, más adelante, prolongue el vencimiento medio de sus compras de bonos del Tesoro con el fin de proteger la economía estadounidense.

## DEUDA PÚBLICA

El optimismo con respecto a la vacuna contra la COVID-19 y la expectativa de una mayor oferta de bonos del Tesoro estadounidense (para financiar los enormes déficits y los paquetes de estímulo adicionales) llevó a los rendimientos a 10 años a su máximo desde la crisis. Es muy posible que el movimiento de *bear-steepening* de la curva de rendimientos (más pronunciada por el descenso de la rentabilidad a menor plazo) de los últimos meses continúe. Sin embargo, mientras la política monetaria siga siendo muy acomodaticia, la pendiente debería seguir siendo limitada, especialmente, si la recuperación es más moderada de lo previsto.

La inflación implícita en Europa y EE.UU. ha evolucionado de forma muy positiva desde mediados de noviembre, al beneficiarse de un entorno de mercado de propensión al riesgo y de la rápida recuperación de los precios del petróleo.

## INVESTMENT GRADE Y HIGH YIELD

Los mercados crediticios disfrutaron de un rendimiento muy superior al del mes pasado. Las esperanzas suscitadas por las noticias positivas en torno a una vacuna contra la COVID-19 y un paquete de estímulo fiscal de EE.UU. han sido los principales impulsores.

Soplan fuertes vientos favorables que deberían seguir favoreciendo los diferenciales de crédito, así como un clima inversor y unos indicadores técnicos positivos. La caza del rendimiento permanece intacta y debería beneficiar a los segmentos de crédito con mayor riesgo, incluido el *high yield* (HY).

A raíz del reciente repunte del diferencial crediticio, hemos decidido reducir la puntuación de la valoración en todos los segmentos de crédito, excepto en los valores financieros y el crédito asiático. Al mismo tiempo, hemos decidido mejorar la puntuación fundamental del HY de la zona euro, y del IG y el HY estadounidenses, gracias a la estabilización de los parámetros del crédito.

## BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

En el plano macroeconómico, se espera que la recuperación del año próximo esté impulsada por Asia. El entorno global debería seguir favoreciendo a las empresas de los mercados emergentes, dada su base de fundamentales sólidos. Las valoraciones del *high yield* deberían salir más beneficiadas de la recuperación de 2021,

mientras que los diferenciales del *investment grade* no están lejos de los niveles anteriores a la pandemia.

A pesar de los mayores diferenciales de la deuda corporativa latinoamericana, las valoraciones asiáticas parecen más atractivas, especialmente, para los sectores sensibles al crecimiento chino.

Las tasas de incumplimiento relativamente moderadas y el debilitamiento del dólar estadounidense siguen favoreciendo a la clase de activos del crédito emergente.

## PENDIENTE DE RENDIMIENTO ESTADOUNIDENSE 5S30S FRENTE AL RENDIMIENTO A 10 AÑOS



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

## CONVICCIONES FUERTES DE RENTA FIJA

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
<b>DEUDA PÚBLICA</b>		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=/-	=
<b>DEUDA CORPORATIVA</b>		
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 <	=	=/-
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=/+	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/+	=
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=/+	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Parece que el dólar estadounidense no puede comprar amigos.

# DIVISAS

## EL DÓLAR TERMINA 2020 EN TERRENO RESBALADIZO

- Mientras los fundamentales del dólar estadounidense se tambalean, el oro se mantiene firme.
- Aumenta el atractivo del euro y del yuan, una ilusión óptica para sus bancos centrales.

### EURO (EUR)

En 2020, el euro dio un salto significativo con el inicio de las transferencias fiscales entre los países de la zona euro (por medio del Fondo de Recuperación de la UE para la pandemia). Este hito supone que los riesgos de cola de la ruptura del euro se han reducido significativamente, al mismo tiempo que se ha abierto la puerta a la creación de un vasto fondo común de activos con calificación AAA que podría atraer flujos de inversores y gestores de reservas que busquen diversificarse alejándose del debilitamiento del dólar estadounidense. Al comenzar el año 2021, este cambio (con suerte, también el fin del culebrón del Brexit) será una fuerza importante que apoye al euro, y el mercado de divisas estará observando de cerca los datos sobre el peso del euro en las reservas internacionales.

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

Parece que el dólar estadounidense no puede comprar amigos. El alarmante cóctel de mala gestión de la COVID-19, las discusiones en Washington sobre un estímulo muy necesario, las disputas legales sobre los controvertidos resultados electorales y la designación de la acomodaticia Janet Yellen en el Tesoro estadounidense ha pesado considerablemente sobre el dólar. Los gestores de patrimonio soberano están reduciendo constantemente la exposición al dólar, ya que aumentan los temores a un envejecimiento de la moneda, mientras que un posible acuerdo de libre comercio entre la UE y el Reino Unido en el último momento impulsaría aún más el euro y la libra esterlina. Aunque el clima actual y las previsiones del mercado para 2021 están empezando a ser bastante bajistas, solo un programa de vacunas rápido y eficaz de EE. UU. podría invertir el estado mental imperante y retrasar un infrarrendimiento aparentemente inevitable frente a sus homólogos del G10.

### YUAN CHINO (CNY)

La recuperación de China sigue impresionando, lo que ilustra aún más la deriva continental favorable a Asia, tendencia que creemos que persistirá hasta 2021. La mayor fortaleza del yuan refleja unos superávits comerciales sin precedentes y las crecientes reservas de divisas. Las corrientes de inversiones directas extranjeras en sus mercados de bonos continúan sin freno. Sin embargo, este afortunado entorno supone un dolor de cabeza para el Banco Popular de China, que puede empezar a apoyarse en la fortaleza del yuan. No desean reducir los tipos de interés, ya que esto avivaría la ya robusta demanda interna, por lo que, indudablemente, mantenemos una visión positiva sobre las caídas del yuan chino, pero esperamos que las ganancias adicionales sean más graduales e se vean moderadas intencionalmente con las políticas de fijación del banco central en 2021. Además, es de esperar que el despliegue mundial de la vacuna atenúe el fuerte aumento de las exportaciones chinas de suministros y dispositivos médicos en 2021.

### ORO (XAU)

El oro ha tenido un 2020 increíble: ha alcanzado máximos históricos frente al dólar en 2.075 dólares/onza, seguido por la reciente corrección que esperábamos para la media móvil de 200 días de alrededor de 1.800 dólares/onza y una corrección que muestra que el mercado era excesivamente largo en el oro, con una especulación sobrecalentada. Sin embargo, los fundamentales del oro siguen siendo tan sólidos como el propio metal: la continua monetización de los derroches fiscales por medio de la emisión de dinero de los bancos centrales para apoyar a la economía en las crisis es un desencadenante atemporal para el aumento de los precios del oro.

Casi parece que el oro solo puede subir, ya sea debido a las continuas QE (flexibilización cuantitativa) para combatir la inflación reducida y las crisis, o porque la inflación podría dispararse y los inversores compran oro para protegerse. La única manera de que el oro vuelva a bajar es que observemos un retorno al crecimiento sin inflación.

### 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

### HIPÓTESIS DE INVERSIÓN PARA 2021 EN 10 PUNTOS

- Un año de recuperación macroeconómica impulsada por la reapertura de las economías derivada de la vacuna y los efectos de base respecto al 2T de 2020. Más allá de los factores a corto plazo, el crecimiento del PIB podría ser frágil en el primer trimestre, pero debería fortalecerse a partir de ese momento.
- Una combinación de políticas favorable tanto en el ámbito fiscal como en el monetario:
  - Los bancos centrales continuarán ampliando sus programas de compra de activos y manteniendo los tipos de interés en los niveles actuales, lo que debería limitar el aumento de la pendiente de las curvas de rendimientos.
  - Los Gobiernos están poniendo en marcha importantes planes de estímulo, que irán más allá del efecto recesivo de la pandemia, con el fin de impulsar las inversiones y acelerar la transición hacia un crecimiento más sostenible.
- Se prevé que este contexto macroeconómico y monetario favorable ayude a todos los activos de riesgo, que deberían tener un comportamiento positivo a pesar de su fuerte rentabilidad registrada desde finales de marzo.
- El año 2021 será principalmente un año de *carry* en la renta fija, después de un fuerte repunte de los diferenciales, que todavía cuenta con algo de margen en el *high yield* y los mercados emergentes, aunque la mayor parte de la reevaluación ya ha quedado atrás. Tanto la búsqueda de rendimiento como el optimismo macroeconómico están dirigiendo los flujos de capitales hacia los segmentos de mercado de mayor riesgo de la renta fija (*high yield* desarrollado y emergente).
- También es probable que este entorno de rendimientos reducidos empuje a los inversores a aumentar estructuralmente su asignación a la renta variable, como se refleja en los flujos de fondos récord de estas últimas semanas. Se espera una rentabilidad positiva de la renta variable, pero los rendimientos deberían ser inferiores al crecimiento de dos dígitos de los beneficios previsto para 2021, lo que se refleja relativamente bien en las valoraciones actuales.
- También será un año de valor relativo en la renta variable, con un rendimiento superior al esperado en las acciones *value* y cíclicas; de hecho, incluso después de la fuerte reevaluación de estas temáticas desde octubre, el repunte, de un decenio de duración, en las gamas de calidad y crecimiento secular significa que queda margen para el potencial en 2021, en particular en los sectores más afectados por la pandemia.
- Esta apuesta de rotación realizada por los inversores de renta variable también podría llevar a un sobrerrendimiento de las acciones internacionales frente a las acciones estadounidenses. Europa es el origen de muchas de las acciones *value*/cíclicas y también de los líderes de la acción climática elogiados por los fondos ASG, que deberían seguir atrayendo flujos de capitales significativos. Los activos emergentes deberían seguir funcionando bien y se da prácticamente por descontado que superen a los mercados desarrollados, según la hipótesis principal de una distribución rápida de las vacunas.
- La duración debería ser menos favorable en las carteras que en 2019-2020, pero nuestra hipótesis principal supone un aumento moderado de la curva estadounidense, lo que no debería perjudicar la rentabilidad absoluta procedente del *carry*.
- La tendencia de debilitamiento del dólar estadounidense que avanzamos el año pasado y que volvimos a expresar en primavera se ha materializado. El optimismo macroeconómico liderado por las vacunas podría llevar a una revisión de la tendencia objetivo para el EUR/USD al 1,25. Este nivel corresponde a un umbral a partir del cual el BCE podría tratar de reducir la fortaleza de la moneda con más intensidad (como en 2017). También podría convertirse en una autoderrota en la historia de la renta variable europea.
- El oro sigue respaldado por este entorno de tipos de interés negativos, pero podría ser más vulnerable en 2021 si la vacuna y la reapertura de las economías desencadenan más previsiones de mercado impulsadas por la reflación.

Son necesarias varias condiciones para que esta hipótesis se materialice, entre otras, el crecimiento de los beneficios no debería decepcionar, las tasas de impago deberían seguir siendo limitadas y el impulso macroeconómico no debería disiparse demasiado.

# ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

## HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

### DOS HIPÓTESIS ALTERNATIVAS

- **Caso negativo (probabilidad del 10%-15%):** retraso en la distribución de la vacuna, comienzo de año con datos macroeconómicos débiles en EE. UU. y la zona del euro, que podría provocar revisiones a la baja de beneficios, aplanamiento de la curva y antirotación en la renta variable.
- **Caso positivo (probabilidad del 20%-25%):** mejor aceleración macroeconómica, mayor liberación de la demanda reprimida, el desbloqueo de las inversiones de capital y mayor pendiente de la curva estadounidense (50-75 puntos básicos) que desencadenaría la reasignación de la renta fija a la renta variable, y una rotación más pronunciada hacia el *value*.

### SEIS FACTORES DE RIESGO A SEGUIR EN 2021

- **Segunda vuelta de las elecciones en Georgia:** a principios de enero, la política estadounidense podría desvelar una sorprendente doble victoria demócrata, que significaría una división al 50% del Senado, con Kamala Harris como voto decisivo; el resultado podría cambiar la percepción del mercado sobre la victoria de Biden, ya que podría provocar que reapareciera la angustia por la reforma fiscal.
- **Incremento excesivo de la curva de rendimientos:** si la parte a 10 años se mueve significativamente por encima del 1,5%-1,75%, la amplificación de la rotación perjudicaría el estilo de calidad/crecimiento que impulsó la rentabilidad de 2020 y, por lo tanto, la dirección general del mercado pasaría a ser negativa. El *investment grade* sufriría una ampliación, ya que la rentabilidad absoluta procedente del *carry* no sería inmune a un efecto de duración.
- **Relación con China:** La victoria de Joe Biden llevó a un gran optimismo en relación con el panorama de las relaciones internacionales. No debemos descartar el riesgo de un enfoque más polémico, lo que volvería a implantar la volatilidad de la renta variable, el debilitamiento del yuan renminbi y la toma de beneficios en la renta variable china.
- **La incertidumbre relacionada con la pandemia** y, en particular, la capacidad de los mercados emergentes para beneficiarse rápidamente de una amplia distribución de la vacuna.
- **Ímpetu macroeconómico y revisiones de beneficios:** la reciente revisión al alza de los precios de la renta variable y los mercados de crédito ofrecen poco margen para la decepción, ya que los mercados ya descuentan en gran medida una rápida recuperación económica y un crecimiento de dos dígitos en los BPA.
- **La excesiva fortaleza del euro** podría debilitar la evolución de la renta variable europea (por el contrario, la renta variable emergente están más positivamente correlacionadas con las monedas de los mercados emergentes que un débil dólar estadounidense).

### TABLA DE CONVICCIONES

RENTA VARIABLE	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
<b>GEOGRAFÍAS</b>		
EUROPA	=/+	=
EE. UU.	=	=/+
JAPÓN	-	-/=
UNIVERSO EMERGENTE	=/+	+
IBEROAMÉRICA	-/=	=
ASIA EX-JAPÓN	=/+	=
CHINA	=/+	+
<b>ESTILOS</b>		
GROWTH	=/+	+
VALUE	=/+	-/=
CALIDAD	-/=	=/+
CÍCLICO	=/+	=
DEFENSIVO	-/=	=
<b>RENTA FIJA</b>		
<b>DEUDA PÚBLICA</b>		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=/-	=
<b>DEUDA CORPORATIVA</b>		
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 <	=	=/-
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=/+	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/+	=
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=/+	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+
<b>DIVISAS</b>		
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 16 DE DICIEMBRE DE 2020

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (Estados Unidos)	3.701,17	3,74%	14,56%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.570,91	2,91%	-12,88%
Stoxx Europe 600	396,08	1,42%	-4,75%
Topix	1.786,83	3,85%	3,80%
MSCI World	2.654,79	4,38%	12,56%
Shanghai SE Composite	4.953,87	1,27%	20,93%
MSCI Emerging Markets	1.263,82	4,66%	13,38%
MSCI Latam (América Latina)	2.444,37	11,62%	-16,22%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	240,44	5,33%	-10,14%
MSCI Asia Ex Japan	821,97	3,61%	19,43%
CAC 40 (Francia)	5.547,68	0,66%	-7,20%
DAX (Alemania)	13.565,98	2,76%	2,39%
MIB (Italia)	21.986,52	1,68%	-6,47%
IBEX (España)	8.139,50	1,98%	-14,76%
SMI (Suiza)	10.341,18	-1,01%	-2,60%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4'200,00	2,71%	10,64%
Oro (USD/Onza)	1'864,80	-0,40%	22,90%
Crudo WTI (USD/Barril)	47,82	14,35%	-21,68%
Plata (USD/Onza)	24,99	2,20%	39,42%
Cobre (USD/Tonelada)	7'836,00	10,55%	26,92%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,68	-1,29%	22,29%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (en puntos)	DESDE 1 ENERO (en puntos)
VIX	22,50	-1,34	8,72

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,08	-0,03%	-0,54%
GBP/USD	1,35	1,78%	1,90%
USD/CHF	0,89	-2,86%	-8,40%
EUR/USD	1,22	2,93%	8,80%
USD/JPY	103,47	-0,34%	-4,73%

DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (en pbs)	DESDE 1 ENERO (en pbs)
Deuda pública EE, UU, 10 A	0,92%	4,62	-100,12
Francia 10 A	-0,33%	-0,70	-44,60
Alemania 10 A	-0,57%	-1,40	-38,10
España 10 A	0,02%	-5,80	-44,20
Suiza 10 A	-0,57%	-6,50	-10,30
Japón 10 A	0,01%	-0,70	2,60

DEUDA CORPORATIVA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	44,97	3,02%	2,46%
Deuda pública EUR	222,25	0,12%	2,16%
Deuda corporativa EUR (HY)	206,93	1,44%	1,59%
Deuda corporativa USD (HY)	316,15	1,58%	4,00%
Deuda pública EE. UU.	325,67	0,12%	5,71%
Deuda corporativa emergente	53,11	1,30%	2,55%

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

## RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

SEPTIEMBRE 2020	OCTUBRE 2020	NOVIEMBRE 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.20 A 16.12.20
0,45%	2,76%	21,61%	11,62%	20,93%
-1,48%	2,35%	13,93%	5,33%	19,43%
-1,63%	1,98%	13,73%	4,66%	14,56%
-1,68%	-1,19%	12,66%	4,38%	13,38%
-1,77%	-2,77%	12,35%	3,85%	12,56%
-2,72%	-2,84%	11,12%	3,74%	3,80%
-3,59%	-3,14%	10,75%	3,61%	-4,75%
-3,92%	-4,52%	9,21%	2,91%	-10,14%
-4,75%	-4,92%	7,98%	1,42%	-12,88%
-5,54%	-5,19%	5,64%	1,27%	-16,22%

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. Su 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 supeditación 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<sup>er</sup>, 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, 29<sup>th</sup> 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 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, supeditada 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 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> 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, supeditada 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, 37<sup>th</sup> 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<sup>er</sup> 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.

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 18.12.2020.

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.

