

Material de promoción comercial

MONTHLY HOUSE VIEW

Febrero de 2021

Focus

Inflación: ¿es pronto para que sea auténtica?

• Índice

01• Editorial	P3
¿HA DESAPARECIDO EL RIESGO POLÍTICO PARA EL RESTO DEL AÑO?	
02• Focus	P4
INFLACIÓN: ¿ES PRONTO PARA QUE SEA AUTÉNTICA?	
03• Macroeconomía	P6
LA BRECHA DE CRECIMIENTO SE AMPLÍA	
04• Renta fija	P8
TODOS LOS OJOS PUESTOS EN LA CURVA DE TIPOS AMERICANA	
05• Renta variable	P10
EL AROMA DE LA EUFORIA VA GANANDO EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE	
06• Divisas	P12
LA TENDENCIA A LA BAJA DEL USD SE TOMA UNA PAUSA, NO SE INVIERTE	
07• Asignación de activos	P14
HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
PANORAMA DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

¿HA DESAPARECIDO EL RIESGO POLÍTICO PARA EL RESTO DEL AÑO?

Estimado/a lector/a:

Las cicatrices de la crisis de la COVID-19 son evidentes en todas partes, excepto quizás en las cotizaciones bursátiles.

Con el apoyo de la política monetaria y fiscal, y después por los anuncios del desarrollo de la vacuna, los mercados han terminado por prestar atención solo a las buenas noticias y parecen ser inmunes a los factores de inquietud e incertidumbre.

Sin embargo, existen muchos motivos para ser más prudentes hoy que a finales del año pasado: una nueva oleada de la pandemia vinculada a la variante británica, una tendencia macroeconómica que podría decepcionar en el primer trimestre y un repunte del mercado a finales de año que ya descontaba una posible recuperación de los resultados, lo que, en última instancia, deja poco margen para sorpresas desagradables.

El factor de riesgo político también podría aparecer como invitado sorpresa en 2021. Los últimos meses y trimestres han traído una sucesión de buenas noticias en el terreno político: un acuerdo sobre el plan de recuperación europeo, una victoria sin grandes problemas de Joe Biden y, por último, un acuerdo de última hora en el Brexit. Sin embargo, los factores de incertidumbre política podrían resurgir, empezando por Europa: aunque los mercados estén acostumbrados a que la inestabilidad gubernamental vaya volviendo con regularidad a Italia, el tipo de interés italiano a 10 años no incluye un gran nivel de riesgo. El reinado de Angela Merkel terminará en otoño y después Francia entrará en su próxima carrera presidencial.

Fuera de Europa, el optimismo un tanto ingenuo nacido de las elecciones estadounidenses se enfrentará gradualmente a la realidad de una eterna y marcada rivalidad con China, que no desaparecerá con la salida de Donald Trump de la Casa Blanca. Sin embargo, su naturaleza cambiará si se centra en la tecnología y la relación de esta con las cuestiones geoestratégicas. Por último, la gran estabilidad política de China no significa que esté libre de riesgo para los inversores, como demuestra el impacto de las medidas de Pekín en varias grandes empresas chinas que cotizan en bolsa.

Sin embargo, sea o no un factor determinante, ¿cómo se integrará en términos de asignación y cómo podemos posicionarnos? Mientras no observemos riesgos sistémicos en el factor político, tendremos que soportar esta posible fuente de volatilidad sin pasarnos al corto plazo.

De hecho, a corto plazo, es la trayectoria de la pandemia, las campañas de vacunación y las expectativas económicas lo que determinarán si los mercados vuelven a una fase más volátil o no, aun cuando el objetivo de una tasa de vacunación del 50% de la población entre el segundo y el cuarto trimestre en la mayoría de los países ayude a mantener una visión positiva. La rapidez o el retraso en la aplicación de estas medidas determinará en última instancia si debe prevalecer el optimismo en los próximos meses o si los inversores deben rebajar sus expectativas en los resultados del primer trimestre.



Debido a la gravedad de los efectos de la crisis de la COVID-19 sobre la demanda interna, hoy en día la inflación está en un nivel históricamente débil en las economías maduras (estimada en un 0,8% en 2020) y por debajo del nivel de 2019 para las economías BRIC¹ (3,2% en 2020). Ya existe una serie de factores temporales que ejercen una presión alcista sobre los precios, algo que se intensificará en los próximos meses. ¿Este auge es duradero?

INCREMENTO DE LAS EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS A AMBOS LADOS DEL ATLÁNTICO

Las expectativas de inflación en Estados Unidos han aumentado de forma pronunciada en los últimos meses (el tipo de interés a plazo del *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, 5Y5Y, se sitúa en el 2,3%, véase el gráfico 1), ya que las perspectivas de una vacuna y un estímulo fiscal liderado por la democracia alimentaron las expectativas de una recuperación más firme de la actividad y los precios. Además, el aumento de la tolerancia a la inflación de la Reserva Federal, por medio de su nuevo mecanismo de objetivos de inflación media, ha aumentado la incertidumbre sobre los precios.

La zona euro es otra historia: las expectativas de un incremento de la inflación la mantienen muy por debajo del umbral del 2%, pero con una serie de efectos puntuales que llevarán a que la inflación de la zona euro lo rebase en los próximos meses (reversión de la subida del IVA alemán, los impuestos alemanes sobre la energía, el mal tiempo, así como los efectos excepcionales del calendario francés). Respecto al Reino Unido, las presiones inflacionistas previstas también son fuertes, lo que puede explicarse en parte por el retroceso de la reducción del IVA de finales de marzo, pero también por las numerosas barreras comerciales no arancelarias de la Unión Europea (UE) (trastornos de abastecimiento, aumento de los costes de transporte, etc.).

INCREMENTO DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS NO ALIMENTARIOS PARA MANTENER LA PRESIÓN SOBRE LOS PRECIOS DE PRODUCCIÓN

Los recientes índices PMI han estado informando de aumentos en los precios de los medios de producción derivados de los incrementos de precios en las materias primas. Se prevé que estos últimos sigan aumentando en 2021 junto con la recuperación económica prevista. Los precios del petróleo comenzaron su largo ascenso en noviembre de 2020 y se aceleraron aún más cuando los miembros de la OPEP² decidieron recientemente limitar la oferta a principios de 2021. Más allá de los grandes efectos de base previstos en la primavera de 2021 vinculados a la caída de marzo a abril de 2020, los precios del petróleo siguen situados un 15% por debajo de su media de 2019 y, por lo tanto, todavía tienen margen para aumentar en 2021 a medida que la recuperación económica gane impulso. Los precios de otras materias primas ya han superado sus niveles anteriores a la COVID-19 y deberían seguir acelerándose en 2021, pero a menor ritmo. Este es el caso de los precios del mineral de hierro y del cobre, que se vieron estimulados por el aumento de la demanda procedente de China y las limitaciones de la oferta a causa de las restricciones mineras (Perú y Brasil). Estas últimas restricciones se levantarán en 2021, aunque se espera que la demanda de metales robustos siga siendo fuerte en 2021.

DINÁMICA DEL MERCADO LABORAL: REPERCUSIONES DIVERGENTES EN LOS PRECIOS DE LAS ECONOMÍAS MADURAS

El estancamiento del mercado laboral es un elemento clave en nuestra hipótesis de inflación, de la cual se espera una duración hasta el 2022, pero a diferentes niveles. En particular, el estancamiento será un problema para las economías europeas, ya que las medidas gubernamentales han pospuesto el impacto

GRÁFICO 1: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS INVERSORES*, %



* Swaps a plazo ligados a la inflación 5Y5Y. Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

1 - BRIC: Brasil, Rusia, la India y China.

2 - Organización de Países Exportadores de Petróleo.

6,7%

tasa de desempleo en Estados Unidos de diciembre

de la caída de la actividad sobre el desempleo (para que este se mantenga por encima del 7% en la zona euro hasta 2023, según las previsiones del BCE).

En Estados Unidos ya se ha producido una parte significativa del ajuste del mercado laboral (después de subir al 15% en abril de 2020, la tasa de desempleo se sitúa en el 6,7% en diciembre, en comparación con menos del 4% anterior a la COVID-19). Tras una fuerte contracción en primavera, los salarios estadounidenses empezaron a crecer de nuevo en verano (+2% interanual en noviembre, véase el gráfico 2) y se han recuperado casi por completo, aunque con una tendencia más lenta que antes de la crisis. Esta progresión debería seguir siendo moderada hasta que la tasa de desempleo vuelva a los niveles anteriores (proyectada por la Reserva Federal para 2022 en un 4,2%). Hasta ahora, esta reciente aceleración de la inflación de los salarios nominales no se ha traducido todavía en un aumento de los índices de precios al consumo, en particular, porque las ganancias de productividad en Estados Unidos están incrementándose cerca del 5% (anualizado en el tercer trimestre de 2020).

Sin embargo, existen dos riesgos al alza: el primero, que los despidos temporales (el 40% de las pérdidas de empleo de diciembre) vuelvan a su puesto antes de lo previsto, lo que acelerará así la recuperación del mercado laboral; el segundo, si la Administración Biden logra cumplir su promesa electoral de aumentar el salario mínimo federal a 15 dólares por hora (actualmente en 7,25 por hora desde 2009). Algunos estados y empresas ya han empezado a aplicar incrementos del salario mínimo.

LOS PRECIOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS EMERGENTES AFECTADOS POR LA MODERACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

El aumento de los precios de los alimentos que ejerció presión, en particular, sobre los precios de los mercados emergentes desde finales de 2019 hasta

GRÁFICO 2: REMUNERACIÓN EN EE. UU.: SUELDOS Y SALARIOS, MILES DE MILLONES USD



Fuentes: US Bureau of Economic Analysis, Indosuez Wealth Management.

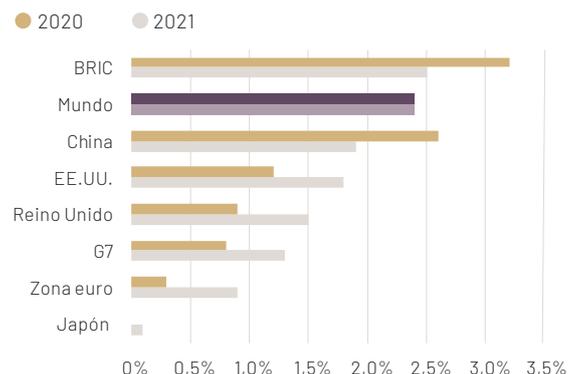
mediados de 2020 se ha moderado. Esto explica en parte la tendencia invertida de la inflación de los BRIC en comparación con las economías maduras, ya que los analistas proyectan descensos de la inflación en 2021 (véase el gráfico 3), con la excepción de Brasil debido a la persistente debilidad del tipo de cambio y a las perturbaciones del lado de la oferta específicas vinculadas a la COVID-19 (el real brasileño cayó un 20% en 2020). En China, la mayor fortaleza de la demanda interna y de los precios de la energía aumentará los precios, pero la mejora de la oferta de alimentos (en particular, de carne de cerdo tras el impacto de la peste porcina africana en 2020) limitará el aumento.

CONCLUSIÓN: LA TOLERANCIA A LA INFLACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EN 2021

En definitiva, existe un riesgo al alza en la inflación en 2021 en EE. UU., a medida que el rápido ajuste del mercado laboral y el posible aumento del salario mínimo ejercen presión sobre los precios antes de lo esperado. No es el caso en Europa, donde el ajuste del empleo está todavía lejos del ajuste de la actividad. Sin embargo, otros factores exógenos, como las limitaciones de la oferta o los precios de la energía, incrementarán temporalmente los precios en Europa en 2021.

Aun cuando se prevé que los tipos de interés se mantengan bajos durante mucho tiempo, si la recuperación vinculada a la vacunación se produce con mayor rapidez y mayor fuerza de lo previsto, la inflación tendrá entonces una importancia mayor para los bancos centrales. No obstante, la orientación de los bancos centrales apoyará la actividad económica y el gasto público en 2021. Por último, también cabe indicar que un exceso de inflación sería un problema mucho mejor para los bancos centrales que el actual impulso deflacionario derivado del propio virus (especialmente, en las economías cargadas de deuda).

GRÁFICO 3: PREVISIONES DE INFLACIÓN, %



Fuentes: Previsiones Focus Economics (dic. 2020), Indosuez Wealth Management.



Con la excepción del motor industrial de China, los datos económicos reales se han ralentizado con el resurgimiento del virus, aunque menos de lo que se temía. La producción industrial aumentó más del 7% interanual en China en diciembre de 2020, mientras que en EE. UU. y en la zona del euro disminuyó un 3,6% interanual y un 0,6%, respectivamente, las menores caídas desde febrero. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor progresaron con más lentitud que en el mes anterior y por debajo de las expectativas del mercado en China (+4,6% interanual), EE. UU. (+2,9%) y Japón (+0,7%). Resulta sorprendente que en Europa se hayan observado cifras más sólidas, especialmente en Francia (una estimación de + 15% interanual en diciembre con la reapertura de los comercios) y Alemania (5,6% en previsión de la reversión del IVA en enero).



> 1 BILLÓN
de dólares
en apoyo fiscal
para la economía
estadounidense
en 2021

SE ESPERA QUE EL CONSUMO PRIVADO SEA EL PRINCIPAL IMPULSOR DEL CRECIMIENTO DE EE. UU.

De cara al futuro, la recuperación parece más fuerte en EE. UU. y se espera que el consumo privado sea el principal impulsor del crecimiento del país en el primer semestre de 2021. El ahorro personal se ha ido reduciendo progresivamente en EE. UU. después de un pico en abril de 2020 (12,9% frente al 34%), pero sigue siendo inusualmente elevado. A tal efecto, las medidas fiscales de 900.000 millones de dólares introducidas en diciembre de 2020 deberían estimular ya la demanda a partir del primer trimestre de 2021, en particular, porque están dirigidas a las familias de menores ingresos, con mayor propensión al consumo. Con ello, debería aliviarse la carga del

reciente aumento de los casos de la COVID-19, así como el incremento de las solicitudes de subsidio por desempleo (900.000 a mediados de enero en comparación con las 782.000 de finales de 2020). El nuevo plan de ayuda de Biden, de 1,9 billones de dólares, que está debatiéndose en la actualidad, está dirigido en gran medida a las personas con ingresos más bajos: aumento de los pagos directos a particulares de 600 a 2.000 dólares, incremento de las prestaciones federales semanales por desempleo de 300 a 400 dólares y su ampliación hasta septiembre, aumento del salario mínimo federal, exigencia a los empleadores de que ofrezcan bajas por enfermedad remuneradas durante la pandemia, créditos fiscales para las familias de ingresos bajos y medios, y, por último, ampliación de la moratoria de desahucios hasta septiembre.

Estas medidas se rebajarán, pero algunas disposiciones clave (pagos de estímulo, prestaciones por desempleo y salario mínimo) podrían aprobarse mediante un proceso rápido, sin necesidad de los votos republicanos. Según las estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), el nuevo programa de ayuda, si se aplica según lo previsto, podría añadir unos 1,1 billones de dólares (5% del PIB) al PIB.

En Europa, el despliegue de las vacunas ha sido lento en comparación con EE. UU. (gráfico 4), lo que hace temer que la inoculación no sea lo suficientemente fuerte como para permitir que la actividad económica se normalice antes del verano. En el primer trimestre se registrará un crecimiento moderado, pero la actividad debería reforzarse a partir del segundo semestre de 2021, a medida que la vacunación se generalice, se levanten las restricciones a los viajes, y empiecen a notarse las subvenciones y los préstamos a las economías frágiles con cargo al fondo de recuperación de 750.000 millones de euros de la UE. Aunque no se vislumbra una recuperación en forma de V, se espera que la zona euro crezca alrededor del 4% en 2021 (después de una caída estimada de más del 7% en 2020). En el Reino Unido, después de la firma de un acuerdo del Brexit en el último momento en diciembre, las perspectivas para la economía británica también son sombrías a corto plazo, ya que las medidas de confinamiento han sido especialmente estrictas, pero el programa de vacunas del país va camino de cumplir el objetivo de las autoridades para relajar el confinamiento a partir de mediados de febrero (frente a marzo en Alemania).

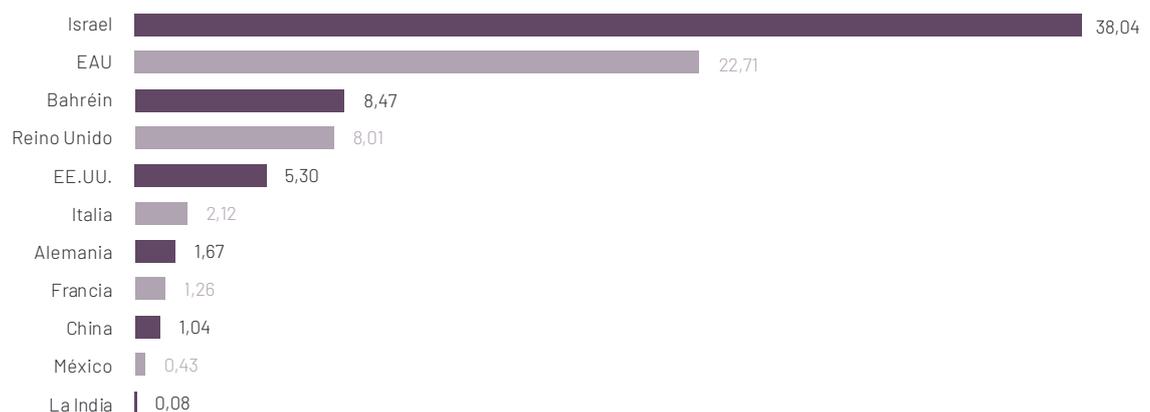


Crecimiento de la zona euro de un **4%** para 2021

LAS EXPORTACIONES DE CHINA SIGUEN EN AUJE

Por último, en el frente asiático, Japón acogerá el repunte macroeconómico más débil en 2021 (un 2%, aunque después de una caída estimada menor del crecimiento del PIB del 5% en 2020). En el contexto de una población históricamente escéptica, no está previsto que el programa de vacunación comience antes de finales de febrero, ya que la popularidad del primer ministro Suga está cayendo en picado (del 74% al 42% en tres meses), lo que retrasará muy probablemente las elecciones hasta finales del otoño. No obstante, también existen riesgos al alza para el crecimiento del PIB en 2021, ya que entra en vigor el plan de estímulo fiscal de 700.000 millones de dólares votado a finales de 2020 y Japón se beneficia de su exposición comercial equilibrada a la recuperación económica tanto de China (23% de las exportaciones totales) como de EE. UU. (11% de las exportaciones totales). Las exportaciones de China siguen en auge (18% interanual en diciembre), gracias a los artículos relacionados con la COVID-19 y a los brotes invernales en la mayoría de las economías maduras. En un contexto de tensiones comerciales mundiales previstas para el año próximo, es importante señalar que el crecimiento de las importaciones de China (6,5% interanual en diciembre) está beneficiando principalmente a Alemania (14% interanual de crecimiento de las exportaciones a China en noviembre), EE. UU. (+40%), Corea del Sur (+3%) y Japón (3,8%).

GRÁFICO 4: ADMINISTRACIÓN DIARIA DE VACUNAS CONTRA LA COVID-19 POR CADA 100 HABITANTES



Fuentes: Our World in Data (actualizado a 21.01.2021), Indosuez Wealth Management.

TODOS LOS OJOS PUESTOS EN LA CURVA DE TIPOS AMERICANA



Tras un año 2020 extraordinario en lo que se refiere a la volatilidad, que terminó con un fuerte rendimiento del mercado, 2021 ha empezado con tipos de interés cercanos a los mínimos históricos y primas de riesgo ajustadas. El entorno económico sigue siendo incierto en los países maduros, mientras que la mayoría de los países asiáticos han vuelto a crecer. En este contexto, todavía existen nichos de valor en el mundo de la renta fija.

El principal mercado de tipos de interés estadounidenses comenzó el año al alza, ya que los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años alcanzaron el 1,17% en enero, su máximo desde febrero de 2020. Lo más importante es que la pendiente de la curva de rendimientos de 2 a 10 años ha aumentado de cero al 1%, un nivel que no se observaba desde abril de 2017. Las rentabilidades están aumentando con las perspectivas de un mayor estímulo presupuestario a la economía de EE. UU. por parte de la Administración Biden. Este incremento de las rentabilidades a largo plazo refleja tanto una perspectiva más positiva de la economía como el apoyo potencial de las perspectivas de inflación, gracias a una serie de fondos federales que pasan directamente al bolsillo de los consumidores estadounidenses.

Además, la falta de voluntad por parte de la Reserva Federal (Fed) para comprometerse en el control de la curva de tipos puede generar estrategias de protección autorrealizadas. Por lo tanto, el movimiento de aumento de pendiente puede tener margen para ir más allá, pero una gran parte del camino ya se ha hecho y los mercados descuentan ya expectativas de inflación por encima del 2%. Así, es probable que el incremento de las rentabilidades esté limitado y no podemos esperar que este movimiento sea el preludio de una fuerte subida en un futuro próximo, ya que la recuperación necesita tipos reales negativos sostenidos para cobrar impulso y cerrar la brecha de producción. En cualquier caso, los inversores seguirán centrados en este punto crucial en los próximos meses y en la reacción de la Fed si la pendiente continúa aumentando.

LAS PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS EMPAÑADAS POR LA COVID-19

En Europa, los rendimientos aumentaron unos puntos básicos con el acuerdo del Brexit a finales de 2020, pero no se vieron realmente afectados por la conmoción producida en Estados Unidos. Las perspectivas macroeconómicas siguieron empañadas por la situación de la COVID-19 y por la reanudación de los confinamientos o el endurecimiento de las restricciones en varios países. Por el momento, no está debatiéndose ningún nuevo estímulo presupuestario a escala de la Unión Europea (UE). El ámbito político volverá a ser importante en Europa este año: un Gobierno en declive en los Países Bajos, una coalición debilitada en Italia y un nuevo jefe de Gobierno alemán en otoño, a lo que le seguirá el pistoletazo de salida de la carrera presidencial en Francia en 2022. La reciente evolución del panorama político italiano no ha hecho descarrilar el repunte de los diferenciales periféricos, lo que se atribuye a las perspectivas de una financiación común en la UE.

Los mercados de crédito de las economías maduras han sido muy sólidos en las primeras jornadas bursátiles de 2021, respaldados por la fortaleza de los mercados de valores, las continuas entradas de capitales y la ausencia de riesgos específicos crecientes. Preveemos un periodo de respiro en el mercado europeo en un entorno de *carry* muy reducido, mientras que el atractivo del mercado estadounidense de *investment grade* (IG) aumenta con el incremento de los rendimientos. Los mercados de *high yield* (HY) siguen encabezando la lista de nuestras convicciones en materia de inversión, gracias a una mayor *carry* y al esperado ajuste de los diferenciales, ya que no se espera que los impagos alcancen los máximos previstos por las agencias de calificación. Sin lugar a dudas, el punto de inflexión

de esta crisis estará muy por debajo de los máximos de 2008, aunque la incertidumbre se mantendrá durante más tiempo debido a los posibles retrasos en el proceso de reapertura económica. Tras la oleada de rebajas de calificación de la primavera pasada por parte de las agencias de calificación, el porcentaje de transición de las calificaciones crediticias (véase el gráfico 5) es ahora más favorable y las estrategias de reparación de los balances conducirán a mejoras en los siguientes trimestres.

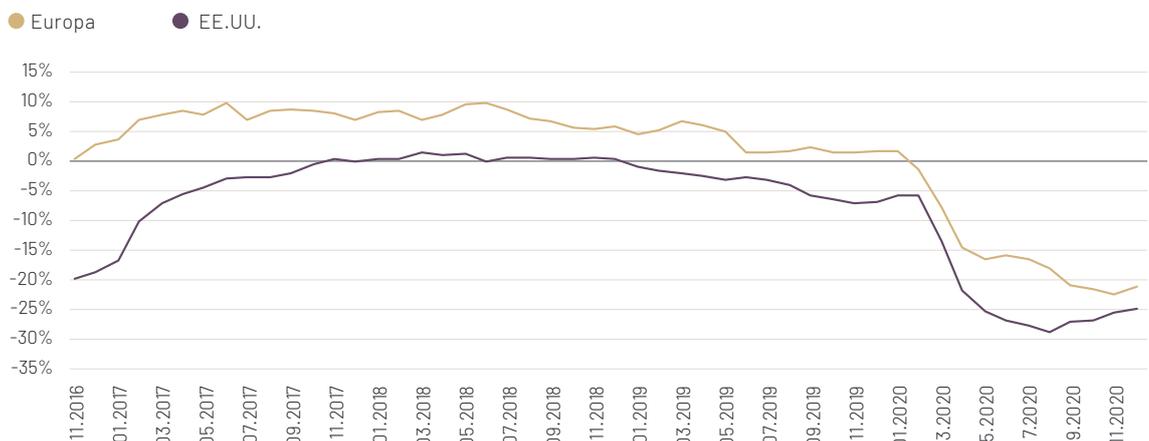
2021: EL AÑO DEL BUEY DE METAL

A medida que China entra en el año del Buey de Metal, mantenemos una postura positiva respecto al mercado de bonos asiático. El mercado crediticio de Asia ha aumentado su madurez en los últimos 10 años, con un crecimiento de activos del +380% desde 2010. Tradicionalmente, Asia ha negociado como «mercado de calidad» en comparación con otros mercados emergentes. Las primas de rendimiento de los bonos asiáticos son convincentes cuando se comparan con los mercados maduros o con los bonos globales de características similares. Los inversores extranjeros están incrementando considerablemente la asignación de sus activos en Asia y las recientes sanciones de EE. UU. a determinadas empresas chinas no han difundido el clima de riesgo entre el resto de países.

En América Latina, 2020 terminó con un comportamiento sólido, mientras continuaba la búsqueda del rendimiento. La categoría parece estar cerca de su precio razonable, sobre todo, con los riesgos de la COVID-19, que no desaparecen. Ha encontrado apoyo en el *carry* relativo que proporcionan los grandes volúmenes de bonos de rendimiento negativo de los mercados maduros, así como en los indicadores técnicos positivos, como la oferta equilibrada y la financiación neta negativa.

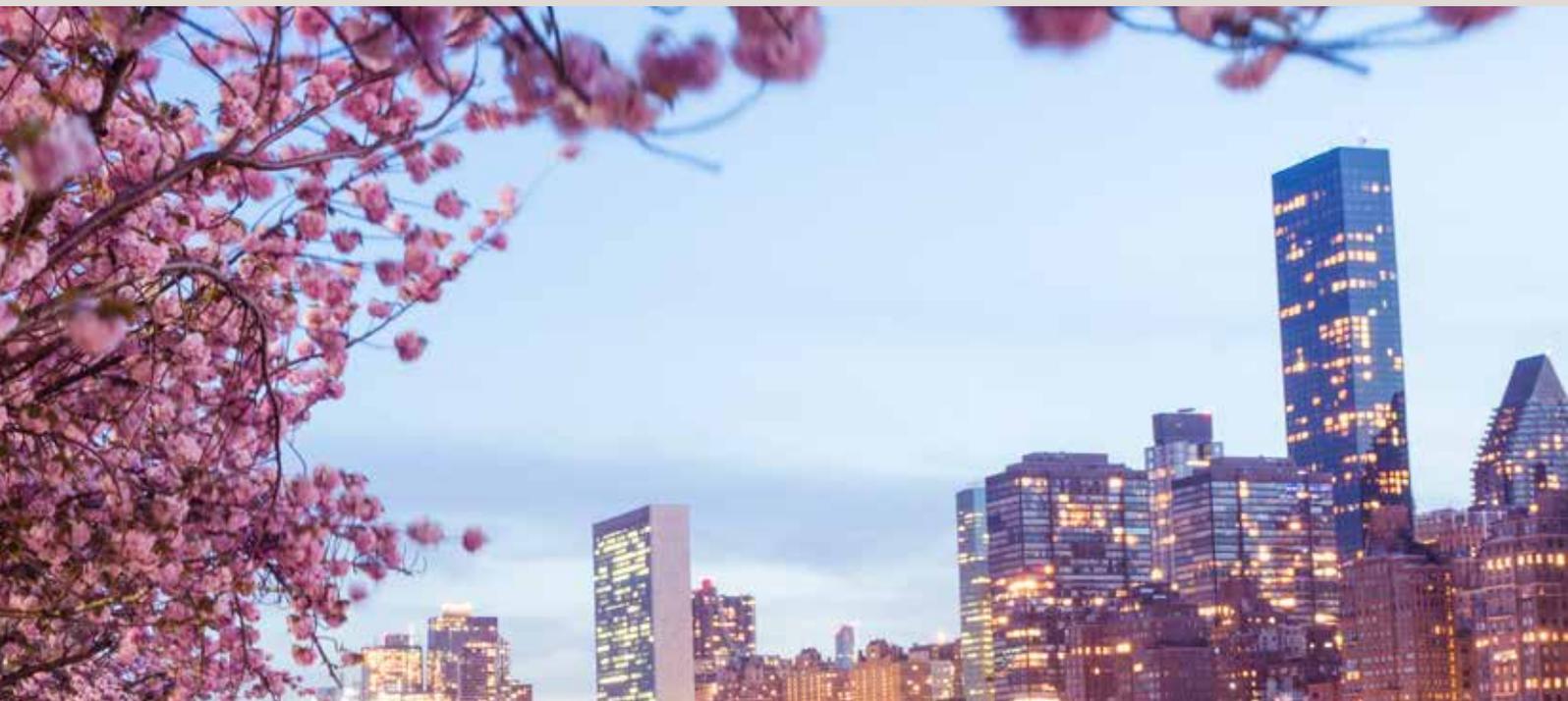

+380%
 de crecimiento de los activos en los mercados de crédito asiáticos desde 2010

GRÁFICO 5: TRANSICIÓN DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, %



Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

EL AROMA DE LA EUFORIA VA GANANDO EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE



Se espera que 2021 sea un año positivo para los mercados de renta variable debido al despliegue de la vacuna, la reapertura de los servicios y, por último, la recuperación económica. Buscamos rendimientos positivos de la renta variable en 2021, pero el buen comportamiento observado desde noviembre (gráfico 6) ya se ha llevado una gran parte del potencial de reevaluación.

El principal motor sigue siendo la fuerte recuperación de los beneficios de este año (+25% en el MSCI World) y una calificación estable en términos de múltiplos PER. La política monetaria también debe seguir sirviendo de apoyo y es probable que continúen aplicándose estímulos fiscales.

No obstante, el posicionamiento extremo en los derivados y el exceso de optimismo amplifican el riesgo de una corrección a corto plazo, aunque, en este caso, los efectos negativos deberían ser limitados.

EE.UU.

El presidente electo Biden dio a conocer su plan de ayuda de la COVID-19 de 1,9 billones de dólares, que refleja objetivos demasiado ambiciosos para recibir la aprobación de un Congreso apenas demócrata. Janet Yellen, candidata a Secretaria del Tesoro, afirmó que lo más inteligente en este momento es «actuar a lo grande», con más medidas de ayuda por el coronavirus teniendo en cuenta las necesidades económicas y el nivel históricamente reducido de los tipos de interés. El estímulo fiscal sigue siendo una pieza clave de la narrativa alcista de las acciones, pero las palabras de Yellen también parecen ilustrar que, en un principio, Biden se centrará más en el crecimiento que en las subidas de impuestos para alcanzar los objetivos legislativos progresistas de los demócratas.

EUROPA

Este año, buscamos regiones rezagadas que puedan recuperar terreno respecto a EE.UU. y este es el caso, en particular, del mercado europeo. Las valoraciones baratas y su sesgo cíclico/beta podrían ser el nuevo catalizador. La zona se encuentra igualmente a la vanguardia de la tendencia ASG (factores medioambientales, sociales y de gobernanza) y es una buena manera de conseguir exposición a algunas temáticas de crecimiento secular, principalmente, el cambio climático.



Previsión de crecimiento de los beneficios del **+30%** en los mercados europeos de renta variable

Así, nuestra postura positiva en el mercado europeo de renta variable se basa en la creencia de que este año se producirá la recuperación económica, aunque la pandemia sea un factor adverso a corto plazo para los niveles de actividad y los beneficios. La temporada de publicación de resultados está a punto de comenzar y debería traer consigo cierta volatilidad en las próximas semanas, aunque se espera un crecimiento de más del 30% de los beneficios este año y los mercados europeos deberían ser uno de los principales beneficiarios de la recuperación de los beneficios.

MERCADOS EMERGENTES

2021 ha empezado con un impulso positivo en Asia y la amplia liquidez a escala mundial debería favorecer a la renta variable asiática este año. Mantenemos una postura favorable en China. Nuestra opinión es positiva sobre la «Nueva Economía» de China y el sector de la atención sanitaria, como apuestas estratégicas a largo plazo, así como sobre algunas posiciones industriales y cíclicas en Asia.

En el sudeste asiático, en este momento, preferimos Singapur, Indonesia y Filipinas por delante de Malasia y Tailandia. Seguirá siendo clave observar la evolución de la actual situación de pandemia de la COVID,

como los posibles confinamientos, y los obstáculos de la campaña de vacunación podrían significar una volatilidad persistente con vistas al futuro.

En cuanto a la zona asiática, se prevé que los mercados emergentes mundiales se vean favorecidos por un dólar débil, unas valoraciones razonables y un ímpetu decente del BPA (beneficio por acción).

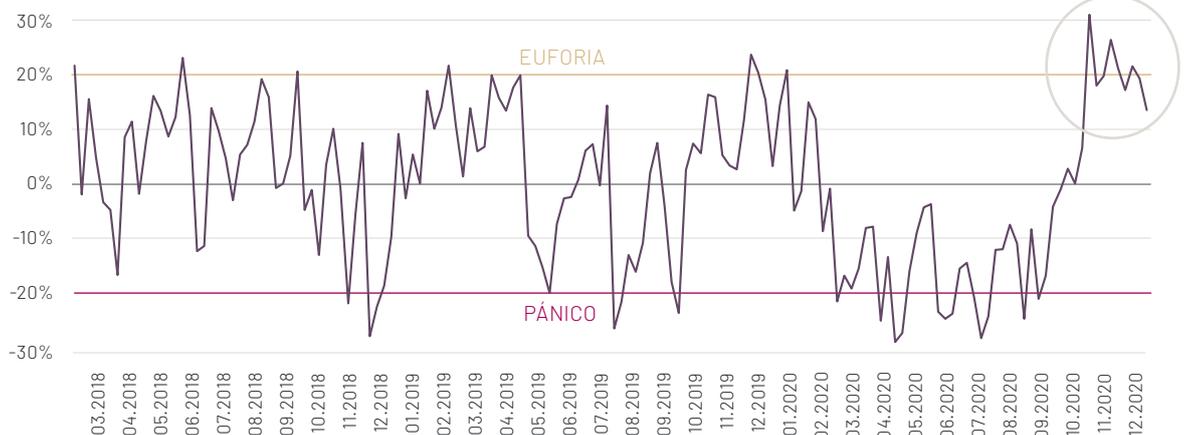
ESTILO & TEMÁTICAS

Seguimos prefiriendo una combinación mixta con acciones *value* inteligente/cíclicas, basándonos en un PIB más fuerte y una mayor pendiente de la curva de rendimientos.

Un beta más elevado y empresas de menor capitalización son igualmente criterios de refuerzo para participar de forma diferente en la misma tendencia subyacente.

Lo hemos combinado con acciones de algunas temáticas de crecimiento secular, como el «desarrollo sostenible» o la «tecnología disruptiva».

GRÁFICO 6: ÍNDICE ALCISTA/BAJISTA*, %



* El número de inversores alcistas frente al de bajistas se sitúa en un nivel récord reciente que caracteriza el exceso de optimismo de los inversores. Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LA TENDENCIA A LA BAJA DEL USD SE TOMA UNA PAUSA, NO SE INVIERTE



En los primeros días de 2021 se observó un cierto respiro en el dólar estadounidense, dado el posicionamiento extremo y el aumento de los rendimientos en EE. UU.; sin embargo, es probable que 2021 siga siendo un año bajista para el dólar mientras continúe la recuperación de la pandemia. Las rentabilidades reales estadounidenses también son un factor de apoyo clave para el oro este año y todavía vemos algo de alza en el euro y el yuan chino después de esta pausa del primer trimestre, mientras que la libra esterlina probablemente siga limitada por nuevos factores adversos.

EURO (EUR)

Después de un cuarto trimestre positivo, gracias a que las esperanzas depositadas en la vacuna han incitado a los mercados a descontar la recuperación del comercio mundial (de la que el euro sería un beneficiario clave, dada su gran base de exportaciones), la divisa única comienza a asentarse un poco en 2021. Detrás de la interrupción del repunte se encuentran factores temporales, como el retroceso técnico del dólar (gracias a un posicionamiento excesivo), la divergencia del ímpetu macroeconómico respecto a EE. UU. y la ronda de incertidumbre en la política italiana, que este año ha llegado pronto (ahora está ya relajándose, como es habitual). Sigue siendo probable que el euro tenga un sólido 2021 si se observa una reanudación del comercio mundial, y continuará contando con el apoyo del factor favorable que supone el acuerdo del fondo de recuperación del verano de 2020; sin embargo, en el primer trimestre de 2021 es posible que se baraje cierta consolidación, dentro de un rango de entre 1,185 y 1,24.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

A pesar del impacto de los acontecimientos de Washington, los mercados de divisas se han centrado en los agresivos planes de estímulo del presidente electo Biden, que ofrecen un balón de oxígeno al dólar estadounidense. A medida que los mercados iban digiriendo la emisión de deuda adicional necesaria, los rendimientos del Tesoro a 10 años subieron al 1,19% y respaldaron el dólar. Este respiro parece ser de naturaleza más correctiva y revela la pregunta esencial de los mercados mundiales este año: ¿intervendrán la Administración entrante y la Reserva Federal para limitar el aumento de los rendimientos de los bonos? Y, si es así, ¿cuándo? Dado que EE. UU. deben refinanciar un volumen récord de 8 billones de dólares de deuda existente antes de añadir un déficit anual de 2 billones de dólares, creemos que la Fed no tiene más remedio que intervenir y mantener los rendimientos reducidos durante más tiempo. Esta medida limitaría el repunte del dólar y llevaría a un mayor infrarrendimiento.

EUR

probable que se mantenga fuerte en 2021

Vemos más depreciación del USD frente al YUAN

YUAN CHINO (CNY)

En comparación con sus homólogos, solo la deuda pública china ofrece rentabilidades de «rendimiento real» a los gestores de patrimonio de todo el mundo. Vemos más depreciación del dólar frente al yuan chino hacia niveles de 6,25 a mediados de año y un retorno a 6,35 en 2022. Una mayor disparidad en la recuperación del crecimiento debería seguir impulsando este par de divisas, ya que continúan las entradas de capital extranjero en la deuda pública china de rentabilidad «real» positiva, impulsadas por las expectativas de que los bonos gubernamentales chinos (CGB, por sus siglas en inglés) se incluyan en el índice FTSE World Government Bond. Además, es probable que el Fondo Monetario Internacional (FMI) amplíe la ponderación del yuan renminbi dentro de su cesta de derechos especiales del 10,9% al 13,9% en el tercer trimestre de 2021. Hay que aprovechar los periodos de debilidad, dados los flujos inversores y los rebalances de los índices que se esperan.

LIBRA ESTERLINA (GBP)

En diciembre se firmó un acuerdo del Brexit, pero aún queda mucho por hacer en lo que respecta a servicios (especialmente importante para la City de Londres). La libra esterlina subió tras las sugerencias del gobernador del Banco de Inglaterra (BoE), Bailey, en las que decía que era poco probable que hubiera recortes de tipos de interés en el futuro, pero las perspectivas económicas del Reino Unido a largo plazo siguen siendo inciertas. Sin embargo, la libra seguirá limitada hasta que se resuelva el aspecto relacionado con los servicios, así como el nubarrón de un posible segundo referéndum de independencia en Escocia que podría avivar la incertidumbre política en el transcurso de 2021. A 1,36/1,37 creemos que la

mayoría de los aspectos positivos del Brexit ya están descontados y prevemos que la divisa se mantenga por debajo de 1,40.



ORO (XAU)

Creemos que el precio del oro en dólares/oz disfrutará de un firme apoyo este año debido a su gran correlación inversa con los «tipos reales» estadounidenses a 10 años (véase el gráfico 7, rendimiento del Tesoro a 10 años menos la inflación a 10 años «descontada» por títulos bonos del Tesoro ligados a la inflación). Los rendimientos reales estadounidenses van a seguir viéndose frenados por los estímulos presupuestarios en EE. UU., que favorecen las expectativas de inflación a largo plazo —especialmente teniendo en cuenta que se trata de «cheques de dinero para toda distribución»— y la política monetaria acomodaticia de la Fed mantendrá los tipos de interés a largo plazo en un nivel reducido. Aunque para que se diera una nueva subida de entre el 10% y el 20% en el oro serían necesarios nuevos shocks económicos, y dado que somos precavidos respecto al reciente nivel técnico «doble máximo» en 1.960 dólares/oz, creemos que es poco probable que en 2021 el oro caiga por debajo de los mínimos del cuarto trimestre de 1.760 dólares/oz.

GRÁFICO 7: «RENDIMIENTOS REALES» XAU/USD VS US A 10 AÑOS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



ESTRATEGIA DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

MARCO MACROECONÓMICO

- Un año de recuperación macroeconómica, con una disociación creciente entre regiones: en resumen, Asia y, sobre todo, China se acelera, EE. UU. se estimula, y Europa vuelve a confinarse.
- En Europa, se espera que se imponga la incertidumbre en el primer trimestre, con una tercera oleada de la pandemia y campañas de vacunación lentas, seguidas de una aceleración en el segundo semestre, pero más tiempo necesario para alcanzar los niveles del PIB anteriores a la COVID-19.
- En EE. UU., la economía disfruta de una combinación de políticas favorable tanto en el frente monetario como en el fiscal, y se espera que el Senado demócrata amplíe el volumen del estímulo; por lo tanto, los riesgos podrían provenir de un incremento excesivo de la pendiente de la curva de tipos.
- En Asia, China sigue sorprendiendo al alza con un crecimiento del 6,5% interanual en el cuarto trimestre.
- 2021 debería ser un año de crecimiento de dos dígitos en beneficios, con una recuperación respecto a los niveles reducidos de 2020. Esperamos un aumento, aunque haciendo máximos, de las tasas de impago, que deberían ser más limitadas de lo esperado.

CATALIZADORES ESENCIALES DE LOS MERCADOS

- Normalización de la inflación: efectos de base técnicos en los precios de la energía en el segundo trimestre y posible aceleración a partir de entonces.

Sin embargo, en términos generales, creemos que faltan ingredientes para que la tasa de inflación sea sostenida: la tasa de desempleo seguirá estando por encima de los niveles anteriores a la COVID-19 y limitará la presión alcista sobre los salarios, las ganancias de productividad, en particular, de la innovación tecnológica, están frenando los bucles de inflación.

- Por lo tanto, la curva de tipos estadounidense debería limitar su pendiente a partir de estos niveles: se espera un incremento de la pendiente a lo largo del año, pero creemos que el actual contexto macroeconómico justifica una pausa.
- Se prevé que los bancos centrales mantengan su postura acomodaticia en este contexto y que imperen los rendimientos reales negativos.
- El momentum de los beneficios puede verse afectado a principios de año, pero, en general, después de un 2020 muy negativo, este año debería registrar un crecimiento de dos dígitos en la mayoría de las regiones, con posibles sorpresas positivas en algunos sectores cíclicos/*value*.

MENSAJES CLAVE DE ASIGNACIÓN

- Un año de rotación y valor relativo en los mercados de renta variable, con una recalificación de las acciones cíclicas y *value* que debería proseguir a medida que nos recuperamos progresivamente de la pandemia. La rotación también es geográfica, con un mejor comportamiento de las acciones internacionales en comparación con las acciones de EE. UU.

INCERTIDUMBRES

deberían continuar
en el primer
trimestre





Una visión constructiva sobre los **MERCADOS EMERGENTES**

- Un año de *carry* en los mercados de crédito, con una migración de inversores hacia la parte con mayor riesgo del universo, alimentada por la búsqueda generalizada de rendimientos, el apoyo de los bancos centrales y las tasas de impago en sus máximos.
- Un año de diversificación en divisas.

CONVICCIONES ESTRATÉGICAS

- Mantenimiento de una opinión positiva respecto a los activos de riesgo, a pesar de las incertidumbres y las inquietudes a corto plazo.
- Marco favorable para los mercados emergentes y, en particular, para Asia, que sigue siendo una convicción firme.
- Visión más positiva a medio plazo respecto a Europa, expuesta favorablemente a las temáticas *value/cíclicas*, así como a temas estructurales (medio ambiente), que se benefician de las firmes expectativas de crecimiento del BPA; aun cuando pudieran imponerse las inquietudes a corto plazo e impedir que los inversores extranjeros viertan activos a raudales a esta región.

POSICIONAMIENTO A CORTO PLAZO

- Los mercados parecen incorporar la mayor parte del reciente flujo de noticias positivas, de modo que, a corto plazo, sin tener en cuenta la oleada de la pandemia, la asimetría podría ser menos favorable para los inversores, especialmente, en Europa.
- Los mercados de crédito ofrecen, principalmente, una estrategia de comprar y mantener, con un menor potencial de compresión de los diferenciales.
- Los diferenciales periféricos podrían ser más vulnerables en función del desenlace de la política italiana.

FACTORES DE RIESGO

- La dirección de los tipos de interés a largo plazo de EE. UU. será el motor de la continuación de la rotación de la renta variable.
- La tercera oleada de la pandemia podría provocar decepciones en los datos macroeconómicos y revisiones micro.
- El riesgo geopolítico no desaparecerá y la incertidumbre política podría volver a Europa en el transcurso del año.
- Debe seguirse con atención el riesgo relativo a la normativa y las sanciones, en particular, en el sector tecnológico.

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
RENTA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
Potencias EUR 10A(Bund)	=	=
Periferia EUR	=	=/-
USD 10A	=/-	=
DEUDA CORPORATIVA		
Investment grade EUR	=	=/+
High yield EUR/BB- y >	=	=/+
High yield EUR/B+ y <	=	=/-
Bonos de entidades financieras EUR	=	+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD/BB- y >	=	=/+
High yield USD/B+ y <	=	=/-
DEUDA EMERGENTE		
Deuda pública moneda fuerte	=/+	=/+
Deuda pública moneda local	=/+	=
Deuda corporativa iberoamérica USD	=/-	=/-
Deuda corporativa asia USD	=/+	+
Bonos chinos CNY	=/+	+
RENTA VARIABLE		
GEOGRAFÍAS		
Europa	=/+	=
EE.UU.	=	=/+
Japón	-/=	-/=
Universo emergente	=/+	+
Iberoamérica	-/=	=
Asia ex-Japón	=/+	=
China	=/+	+
ESTILOS		
Growth	=/+	+
Value	=/+	-/=
Calidad	-/=	=/+
Cíclico	=/+	=
Defensivo	-	-/=
DIVISAS		
EE.UU. (USD)	=	-
Euro zona (EUR)	=	+
Reino Unido (GBP)	=	+
Suiza (CHF)	=/-	=
Japón (JPY)	=/-	=
Brasil (BRL)	=/-	+
China (CNY)	=	+
Oro (XAU)	=	=

Fuente: Indosuez Wealth Management.

08 • Estado del mercado (moneda local)

PANORAMA DE MERCADOS

DATOS A 20 DE ENERO DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,08%	13,72	16,70
Francia 10A	-0,30%	0,90	3,90
Alemania 10A	-0,53%	2,00	4,20
España 10A	0,07%	0,20	3,00
Suiza 10A	-0,45%	5,80	10,40
Japón 10A	0,04%	2,80	1,90

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	45,10	0,65%	-0,33%
Deuda pública EUR	221,74	-0,03%	-0,19%
Deuda corporativa EUR (HY)	208,26	0,71%	0,58%
Deuda corporativa USD (HY)	319,94	1,13%	0,56%
Deuda pública EE. UU.	324,88	-0,21%	-0,31%
Deuda corporativa emergente	52,84	-0,26%	-0,49%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,08	-0,52%	-0,39%
GBP/USD	1,37	1,19%	-0,12%
USD/CHF	0,89	0,15%	0,51%
EUR/USD	1,21	-0,66%	-0,90%
USD/JPY	103,54	-0,03%	0,28%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	21,58	-1,73	-1,17

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.851,85	4,39%	2,55%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.740,39	3,77%	4,33%
Stoxx Europe 600	410,84	3,88%	2,96%
Topix	1.849,58	4,78%	2,49%
MSCI World	2.761,48	4,15%	2,66%
Shanghai SE Composite	5.476,43	9,37%	5,09%
MSCI Emerging Markets	1.400,97	11,36%	8,50%
MSCI Latam (América Latina)	2.467,23	1,82%	0,63%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	252,87	5,35%	4,81%
MSCI Asia Ex Japan	923,23	12,89%	9,53%
CAC 40 (Francia)	5.628,44	1,82%	1,39%
DAX (Alemania)	13.921,37	2,46%	1,48%
MIB (Italia)	22.650,78	2,35%	1,88%
IBEX (España)	8.204,10	1,62%	1,62%
SMI (Suiza)	10.945,46	5,12%	2,26%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.168,00	-4,54%	-1,23%
Oro (USD/Onza)	1'871,84	-0,06%	-1,40%
Crudo WTI (USD/Barril)	53,24	10,64%	9,73%
Plata (USD/Onza)	25,77	-0,22%	-2,45%
Cobre (USD/Tonelada)	8.044,50	2,56%	3,59%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,54	-2,65%	0,00%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

- 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

	OCTUBRE 2020	NOVIEMBRE 2020	DICIEMBRE 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.21 A 20.01.21
	2,76%	21,61%	11,60%	12,89%	9,53%
	2,35%	13,93%	7,15%	11,36%	8,50%
	1,98%	13,73%	6,62%	9,37%	5,09%
	-1,19%	12,66%	6,32%	5,35%	4,81%
	-2,77%	12,35%	5,06%	4,78%	4,33%
	-2,84%	11,12%	4,14%	4,39%	2,96%
	-3,14%	10,75%	3,71%	4,15%	2,66%
	-4,52%	9,21%	3,10%	3,88%	2,55%
	-4,92%	7,98%	2,84%	3,77%	2,49%
	-5,19%	5,64%	2,48%	1,82%	0,63%

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

MÁS RENTABLE
+

MENOS RENTABLE
-



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 corresponde 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 indicador 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 (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) 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 supeiditancia 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 (France), 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 (France) 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 (Europe), 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 (Europe) 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, 28048 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 (Europe) 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 (Europe), 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 d'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-607 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, supeiditada 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 Muhairiy 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, supeiditada 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, 3rd 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 uruguaya.

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 22.01.2021.

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 período 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.

