

# MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Marzo de 2021

Focus

Los precios del petróleo regresan al futuro

• Índice

01• Editorial	P3
V.I.S.A.: ¿UN NUEVO RÉGIMEN DE MERCADO?	
02• Focus	P4
LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO REGRESAN AL FUTURO	
03• Macroeconomía	P6
LA LIEBRE Y LA TORTUGA	
04• Renta fija	P8
CURVA MÁS PRONUNCIADA Y DIFERENCIALES MÁS AJUSTADOS	
05• Renta variable	P10
LA RENTA VARIABLE ALCANZA MÁXIMOS HISTÓRICOS	
06• Divisas	P12
EL DÓLAR SEGUIRÁ OSCILANDO	
07• Asignación de activos	P14
ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Estimado/a lector/a:

Teniendo en cuenta los excelentes resultados empresariales del cuarto trimestre que se han presentado en las últimas semanas, la euforia de los mercados de renta variable a principios de año no requiere, en teoría, mucha explicación.

Sin embargo, parece que estos días los mercados financieros en general se rigen por otros factores. Nosotros lo llamamos el síndrome V.I.S.A.:

Vacunas/Inflación/Estímulos/  
Política Acomodatícia:

- **Vacunas:** las campañas de vacunación avanzan a ritmos diferentes y, en este momento, es lo que impulsa las perspectivas de crecimiento para 2021. Estados Unidos y Reino Unido llevan una clara ventaja, mientras que la zona euro se está quedando atrás.
- **Inflación:** en pocos meses, los inversores han pasado de temer una recesión a temer un repunte de la inflación, lo que ha provocado la subida de los rendimientos a largo plazo. El riesgo es que es probable que hayan exagerado: al fin y al cabo, más allá de los efectos de base a corto plazo, que ya habíamos previsto, el desempleo sigue siendo elevado y las presiones deflacionistas de la década anterior continúan vigentes; sin embargo, un nuevo equilibrio de la política económica podría marcar la diferencia.
- **Estímulos:** cada vez es más probable que se llegue a un acuerdo sobre un paquete masivo de estímulos fiscales en EE. UU., en una economía que ya está repuntando y que va a superar el reto de la vacunación antes de mediados de año, lo que está provocando tanto un aumento de las expectativas de crecimiento como el temor a que el apoyo fiscal sea excesivo.
- **Política Acomodatícia:** nos encontramos en una situación inusual, con un repunte muy rápido de la economía estadounidense, a pesar de que la Reserva Federal (Fed) pretende mantener su postura acomodaticia hasta 2023. Por lo tanto, la verdadera inquietud de los mercados es que la recuperación se convierta en un sobrecalentamiento y lleve a la Fed a abandonar su política de tipos cero.

Detrás de este acrónimo puede esconderse un cambio de régimen o, al menos, un nuevo equilibrio impulsado por la política económica más procíclica jamás observada en una economía estadounidense, cuya previsión de crecimiento ya se sitúa en el 6% este año. Por último, en este momento es imposible afirmar si esta recuperación conducirá a una aceleración más rápida y sostenible de los salarios y la inflación. Sin embargo, sí hay algo cierto: una recuperación más fuerte debería traducirse en un rápido descenso del desempleo, lo que podría volver a plantear la cuestión de si la Fed normalizará los tipos a corto plazo. Por el momento, la autoridad monetaria ha descartado esta posibilidad.

Por lo tanto, la cuestión que los economistas se plantean ahora es cómo evaluar los riesgos que puedan derivarse del apoyo fiscal que todo el mundo pide, pero cuyos efectos positivos a corto plazo sobre el crecimiento podrían verse compensados al final por la normalización monetaria.

Los tipos a largo plazo no esperaron a la Fed ni a la respuesta de los economistas y su pendiente empezó a aumentar de nuevo el verano pasado, lo cual nos lleva a dos descubrimientos. El primero es más un recordatorio doloroso que un auténtico descubrimiento: la Fed no lo controla todo y mucho menos los tipos a 10 años. La segunda es que los tipos a largo plazo no solo reflejan las expectativas de inflación (que podrían estabilizarse), sino también la fortaleza de la recuperación (que se ve impulsada por el estímulo).

Esta situación genera una ecuación compleja para los inversores: ¿mantenemos los bonos que están empezando a estabilizarse o los vendemos para comprar acciones más volátiles, algunas de las cuales no son inmunes a las subidas de los tipos de interés? ¿Todavía estamos a tiempo de cubrirnos o hay estilos de renta variable que se benefician de este entorno de reflación?

Estos son los temas que tratamos en este House View. ¡Feliz lectura a todos!

## LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO REGRESAN AL FUTURO

Tras subir más de un 10% en el último mes, los precios del petróleo parecen adelantarse un poco a la recuperación económica, impulsados sobre todo por las limitaciones de la oferta. De cara al futuro, nuestra visión sobre los precios del petróleo está empañada por los factores geopolíticos, pero si nos atenemos a los fundamentales, existen pocos motivos para que los precios del petróleo continúen su ritmo de ascenso actual.

### ¿UNA RECUPERACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO ANTES QUE UNA RECUPERACIÓN ECONÓMICA?

Los precios del Brent han subido a más de 60 dólares por barril, frente a los 40 dólares que costaba cuando se anunció el éxito de la primera vacuna en noviembre de 2020 y los menos de 20 dólares en el mínimo de la pandemia, en abril. Los precios del petróleo se acercan a sus medias de 2019 (gráfico 1), sustentados, sobre todo, por factores temporales.



Desplome del

**-9%**

en la demanda de petróleo en 2020

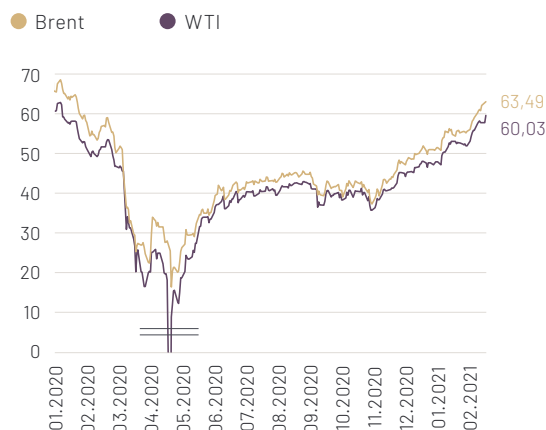
### MAL TIEMPO, CARTEL Y SHOCK EN LA OFERTA

La demanda mundial de petróleo cayó en picado en 2020, 8,9 millones de barriles diarios de media (-9%), una de las mayores caídas jamás registradas, hasta llegar a los 92,3 millones de barriles. La oferta de petróleo superó ampliamente a la demanda durante el primer semestre de 2020, lo que dio lugar a unas reservas de petróleo sin precedentes. Los precios del petróleo se hundieron con la presión bajista hasta que se produjeron tres acciones inesperadas:

- Con los enormes niveles de existencias y la amenaza de nuevos confinamientos en enero de 2021, Arabia Saudí anunció una reducción de la oferta en 1 millón de barriles diarios, aplicada a partir de la producción de febrero y marzo.
- Las condiciones meteorológicas excepcionalmente adversas de principios de año, tanto en Estados Unidos como en Asia, dificultaron la producción en Texas e incitaron a los productores de electricidad asiáticos a decantarse por los generadores de petróleo, ya que los precios del gas subieron considerablemente.
- El optimismo del mercado sobre la recuperación de la demanda tras la vacunación reforzó el optimismo del mercado sobre el consumo de petróleo.

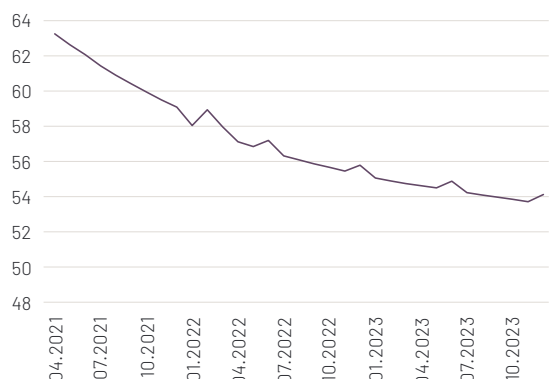
Con estas limitaciones de la oferta y la demanda, que resisten mejor de lo esperado, los precios del crudo se dispararon y la estructura del mercado del barril de crudo Brent ha pasado con firmeza a un fenómeno denominado *backwardation*, en el que el precio del Brent entregado en abril cotiza más alto que el de las entregas en noviembre (gráfico 2), lo que implica que los operadores prevén que el resto de este año habrá necesidad de una mayor producción.

GRÁFICO 1: PRECIOS DEL PETRÓLEO, USD/BARRIL



Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 2: CONTRATOS DE FUTUROS DEL PETRÓLEO BRENT EN BACKWARDATION, USD/BARRIL



Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

## LA DEMANDA DE PETRÓLEO NO ES EL MOTOR PRINCIPAL, PERO PODRÍA SER MÁS FUERTE DE LO PREVISTO

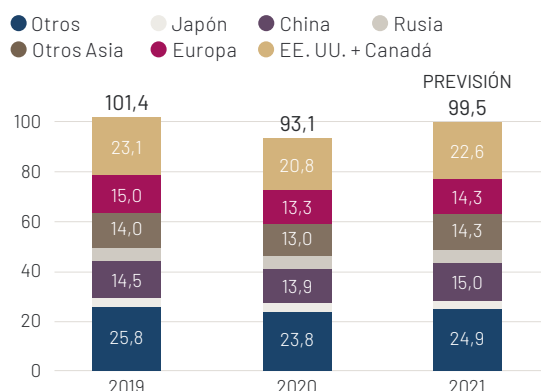
En el primer trimestre de 2021, la demanda mundial de petróleo se sitúa en torno a los 96 millones de barriles diarios, una cifra superior a la oferta (94 millones), pero aún es significativamente inferior a los niveles anteriores a la pandemia (101 millones, gráfico 3). Se espera que, en el primer trimestre de 2021, la demanda de petróleo disminuya 1 millón de barriles diarios en comparación con el cuarto trimestre de 2020, aunque la mejora de las perspectivas económicas respalda una demanda más fuerte en el segundo semestre de 2021. Recientemente, el organismo de estadística y de análisis en el Departamento de Energía de EE. UU. (Energy Information Administration, EIA) ha revisado al alza sus previsiones de consumo de combustible de febrero en el país y, en menor medida, en Europa. Sin embargo, estima que la demanda mundial total no se recuperará por completo hasta los niveles anteriores a la COVID-19 antes del segundo trimestre de 2022, con la notable excepción de China (14% de la demanda mundial) y la India hacia finales de 2021. Sin embargo, desde el punto de vista sectorial, la recuperación del transporte mundial será el motor principal del consumo de petróleo, con todas las miradas puestas en la incertidumbre que rodea al tráfico aéreo (aproximadamente, el 8% del consumo mundial de petróleo en 2019), que ha vuelto a caer desde diciembre, aunque de forma desigual por zonas geográficas. La Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA) advirtió a principios de febrero que el número de kilómetros recorridos por los pasajeros de pago se limitará en 2021, en el mejor de los casos, al 50% de los niveles de 2019 (frente al 13% actual, aproximadamente).



### T2-2022

retorno previsto de la oferta y la demanda mundial de petróleo a los niveles anteriores a la crisis de la COVID-19

GRÁFICO 3: DEMANDA MUNDIAL TOTAL DE PETRÓLEO, MBPD\*



\* Mbpd: mil barriles al día.

Fuentes: EIA Short Term Energy Outlook, febrero 2021, Indosuez Wealth Management.

## EL INCREMENTO DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO DEBERÍA MODERARSE AL DISIPARSE LAS PRESIONES TEMPORALES DE LA OFERTA

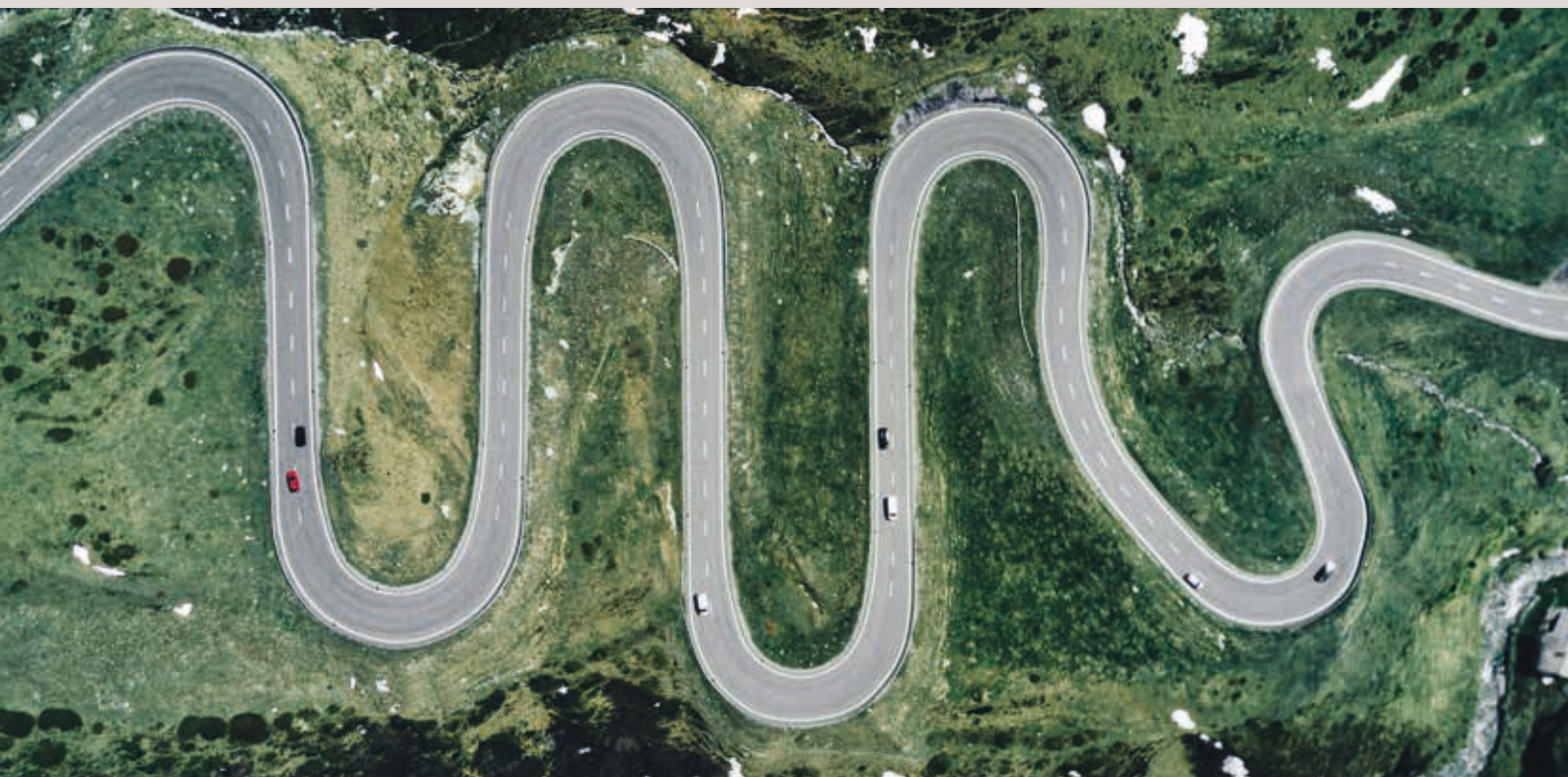
El EIA considera que la oferta mundial volverá a los niveles anteriores a la COVID-19 en mayo de 2022, gracias a la reducción de las restricciones de la OPEP y al aumento de la producción norteamericana y euroasiática. De hecho, se espera que la producción estadounidense se acelere, ya que los nuevos pozos perforados (asociados a las inversiones respaldadas por el reciente aumento de los precios) deberían representar un suministro suficiente como para compensar el descenso de las tasas de producción de los pozos estadounidenses ya existentes en el primer semestre de 2021 (las existencias estadounidenses de petróleo han disminuido en las últimas tres semanas de forma consecutiva). Con la reducción de las existencias y las campañas de vacunación, que proporcionan más visibilidad sobre la demanda que a finales de año, se prevé que Arabia Saudí elimine las restricciones de la oferta a partir de abril de 2021. Estaremos atentos a la próxima reunión OPEP-JMMC programada para el 3 de marzo.

Con todo, si la oferta de petróleo se relaja, los precios del petróleo deberían volver a niveles en torno a los 55 dólares por barril en 2021, permaneciendo por debajo de los niveles pre-pandémicos hasta 2022. No esperamos que los productores de petróleo permitan que los precios vuelvan a niveles cercanos a máximos históricos, ya que no tendrían interés a largo plazo por la alta presión para una mayor inversión en soluciones energéticas descarbonizadas, los altos precios del crudo solo «agregarían petróleo al fuego».

No obstante, no podemos descartar que a corto plazo (sobre todo al alza) por el hecho de que las previsiones del EAI no tienen en cuenta el posible impacto del estímulo estadounidense y/o la aceleración de la vacunación en los mercados desarrollados que podría traer una recuperación más rápida de la demanda.

Los riesgos geopolíticos, como ha puesto de manifiesto recientemente el retorno de las tensiones en Oriente Medio (riesgo al alza riesgo del precio del petróleo) y la desescalada de las relaciones entre Estados Unidos e Irán y su impacto inherente en los precios del petróleo (riesgo a la baja).

Si los precios se consolidan en los niveles actuales (no es nuestro escenario central), esto añadiría presión sobre la inflación total, con un primer paso a través de efecto en los precios de los inputs manufactureros.



No siempre gana la carrera el más rápido<sup>1</sup>. El paquete de estímulo económico de EE. UU. —si se adopta en su totalidad— catapultará la economía a una fuerte recuperación basada en el consumo mientras la zona euro se queda atrás. Sin embargo, las políticas de estímulo de la zona euro se centran en el crecimiento a largo plazo y EE. UU. corre el riesgo de sufrir un latigazo. Mientras tanto, China se encuentra en su propia carrera hacia la normalización.

#### EE. UU. AVANZA A TODA MÁQUINA

El mercado laboral estadounidense es la principal preocupación de los responsables políticos. El último informe sobre el empleo de enero mostraba tan solo un aumento moderado de los puestos de trabajo (+49.000 después de -227.000 en diciembre), con lo que el total de pérdidas de empleo desde el comienzo de la crisis asciende a 9,9 millones. Las ventas del comercio minorista superaron las expectativas del mercado (7,4% interanual en enero), mientras que las encuestas empresariales apuntaban a un mayor crecimiento tanto en el sector manufacturero como en el de los servicios, que debería verse reforzado en los próximos meses a medida que la rapidez de la campaña de vacunación reabre gradualmente la economía. Los demócratas están impulsando un proceso de reconciliación para aprobar su vasto plan de estímulo fiscal de 1,9 billones de dólares, concentrado en su mayor parte al principio del periodo, para apoyar a los desempleados y a las pequeñas empresas en dificultades.

El proceso, que les permitiría aprobar un proyecto de ley de ayuda sin apoyos republicanos, abre la puerta a un paquete más amplio, centrado al principio del periodo y orientado al consumo. Hasta ahora, el acuerdo no menciona las medidas estructurales preelectorales específicas sobre la construcción de una infraestructura estadounidense mucho más ecológica. Los analistas temen un escenario de «auge y caída» en el que EE. UU. crezca por encima de su potencial un 2% en 2021 y un 1% en 2022 (estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso), lo que generaría presiones artificiales sobre los precios (los puntos de equilibrio de la inflación a 10 años superan el 2%) y perdería la oportunidad de llevar a cabo reformas importantes a cambio de reforzar el consumo. Como subraya Brookings Institution, el riesgo es que el regreso del PIB a su nivel máximo sostenible pueda crear una trayectoria económica difícil después de que se eliminen estas medidas de apoyo en 2021.



El crecimiento de EE. UU., un **2%** por encima del potencial si se acepta el plan de Biden

1- Esopo, fabulista y narrador griego.

## LA ZONA EURO SE QUEDA ATRÁS (POR AHORA)

Con menos del 3% de la población vacunada (frente al 12% en EE. UU. y el 23% en el Reino Unido), la zona euro es el claro rezagado en la carrera hacia la recuperación. Las mejoras en el frente político (bienvenido sea Mario Draghi) no estuvieron acompañadas por ninguna mejora significativa en el ámbito económico (el PMI volvió a 48,1 en febrero). El retorno de la inflación (0,9% interanual) en enero tampoco fue motivo de alegría, ya que solo puede atribuirse a factores temporales/técnicos. Se espera que, a finales de julio de 2021, el 70% de la población de la Unión Europea (UE) esté vacunada. La fecha coincide con los desembolsos del fondo de recuperación de la UE, el cual debe cumplir los objetivos de dedicar el 37% del gasto a fines ecológicos y el 20% a objetivos digitales. España tiene previsto utilizar alrededor del 70% de los 72.000 millones de euros de subvenciones que le corresponden de los fondos de recuperación entre 2021 y 2023 en inversiones verdes y en la transformación digital. En este contexto, tras una recesión temporal en W en el primer trimestre, el crecimiento del PIB debería cobrar impulso en el segundo y alcanzar el 3,7% global en 2021 (tras el -6,8% en 2020), con una inflación del 1,4% después del 0,3% en 2020 (previsiones de la Comisión Europea, informe de invierno).

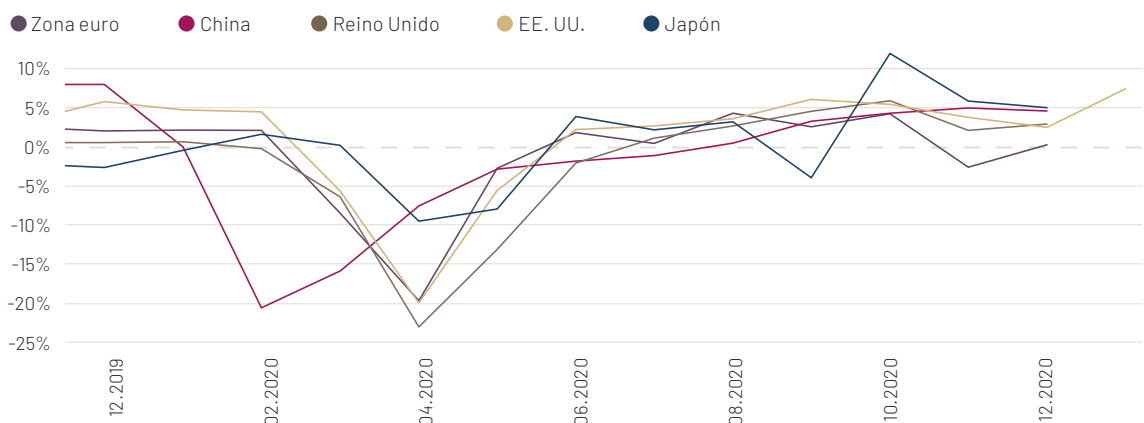


**El 70%**  
de las ayudas  
de la UE a España  
se dedican a la  
inversión verde y a  
la transformación  
digital

## CHINA SE NORMALIZA

La economía china debería crecer un 8,5% en 2021, lo que le otorga el liderazgo en las cifras del PIB. Sin embargo, con un impulso del crecimiento del 6,6% a fin de 2020, la recuperación en China no es tan fuerte como parece. El sector industrial de la economía se disparó a finales de 2020 (+7,3% en diciembre), pero se espera que el crecimiento se sustente en la recuperación del consumo en 2021, un indicador más vacilante (gráfico 4), y que sea más reducido a principios de año, ya que el Año Nuevo chino cae en un momento de nuevas restricciones a los viajes. Los responsables políticos de China están intentando normalizar el crecimiento y evitar los desequilibrios macroeconómicos frenando gradualmente el crecimiento del crédito que favoreció el aumento repentino de la inversión en 2020. Por último, el crecimiento de las exportaciones es más incierto, ya que la recuperación de los mercados desarrollados en el segundo semestre de 2021 debería fomentar las exportaciones, aunque se prevé que las exportaciones relacionadas con el ámbito sanitario y el teletrabajo, que sustentaron el crecimiento en 2020, se ralenticen en 2021. En definitiva, no debe confundirse el reequilibrio del crecimiento hacia la demanda interna en China con una desaceleración. Las autoridades chinas seguirán centradas en el crecimiento, pero tendrán que seguir de cerca la evolución de los ratios de endeudamiento. Es posible que se adopten nuevas medidas políticas para estabilizar la economía, aunque estas serán graduales, y se espera una subida de 25 puntos básicos en el segundo semestre de 2021.

GRÁFICO 4: VENTAS MINORISTAS, INTERANUAL, %



Fuentes: Fuentes nacionales, Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

## CURVA MÁS PRONUNCIADA Y DIFERENCIALES MÁS AJUSTADOS



Con las políticas tan acomodaticias de los bancos centrales, actualmente los inversores están descontando el mejor panorama posible para los activos de riesgo en lo que respecta a la trayectoria del coronavirus. Nosotros mantenemos el optimismo con respecto a los bonos corporativos gracias a la estabilización de los indicadores del crédito, pero hay que vigilar atentamente las valoraciones forzadas y las expectativas del mercado sobre un aumento de la inflación, especialmente en EE. UU.

### LAS EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS AUMENTAN MIENTRAS LOS BANCOS CENTRALES SE CENTRAN EN LOS RIESGOS A LA BAJA

Tras el impulso de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) en diciembre, la Fed ha ratificado su postura acomodaticia en la reunión de enero del Comité de Operaciones del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) y ha señalado

que sigue centrado en los riesgos a la baja. Según el presidente Powell, el principal riesgo continúa siendo que las medidas políticas sean insuficientes para controlar la pandemia y no un aumento de la inflación. En caso de sorpresas negativas, la Fed está dispuesta a aumentar las compras de activos. El mercado de tipos de interés está descontando que la primera subida de la Fed no llegará antes de finales de 2023.



Los mercados  
**high yield**  
siguen obteniendo  
buenos resultados

Desde principios de año, la curva estadounidense ha registrado un fuerte movimiento de *bear-steepening* (el rendimiento a 10 años superó el 1,2%, mientras que el de 30 años pasó el umbral del 2%). Las operaciones de reflación explican esta presión continua. Entre los factores que la impulsan se encuentran las perspectivas de un incremento del gasto en la lucha contra la pandemia, aunque también el aumento de las expectativas de inflación. En efecto, desde el inicio de 2021 se han superado con creces los puntos de equilibrio de la inflación (gráfico 5). Sin embargo, las poderosas fuerzas de recuperación, como la política monetaria acomodaticia, una brecha del desempleo todavía negativa y las incertidumbres sobre el ritmo de la recuperación deberían limitar esta tendencia alcista.

En Europa, la curva alemana a 10 años siguió la volatilidad de la curva estadounidense (+15 puntos básicos en el último mes) y la alemana a 30 años superó el 0% por primera vez desde principios de septiembre. Ya no se cuestionan ni la credibilidad del BCE ni la integración de la zona euro, como se ha demostrado con la reciente situación política en Italia. El nuevo Gobierno italiano de Mario Draghi contribuyó a que el diferencial BTP-Bund cruzara los 100 puntos básicos a la baja por primera vez desde finales de 2015.

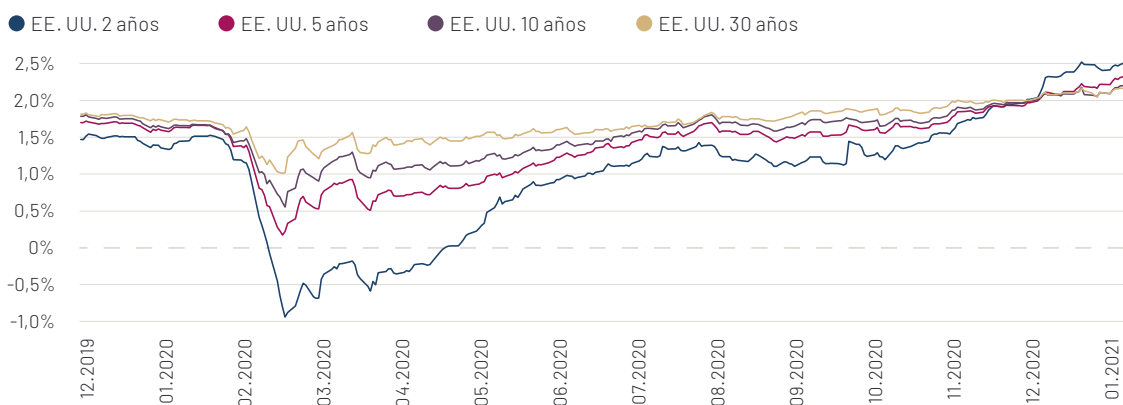
## OPTIMISTAS RESPECTO A LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO

Los diferenciales de crédito prosiguen su ascenso en 2021 gracias al optimismo que rodea al nuevo paquete fiscal estadounidense, a la introducción de la vacuna y a una temporada de publicación de resultados mejor de lo esperado.

No estamos lejos de los niveles anteriores a la pandemia en lo que respecta a la valoración en el crédito *investment grade* (IG) tanto de la zona euro como de EE. UU. Los mercados *high yield* (HY) continúan ofreciendo rendimientos mayores de lo previsto gracias a la estabilización de los parámetros del crédito. Se espera que la previsión de una mejora de los impagos (se espera que las tasas de impago del *high yield* alcancen su máximo en marzo, tanto en EE. UU. como en Europa, con un 8,4% y un 4,9%, respectivamente, frente al 9,1% y el 5,4% de hace un mes) y el descenso de la oferta sigan ayudando. Las empresas CCC y los «sectores de gran valor», como el transporte, la energía y la radiodifusión, generaron las mayores ganancias.

Los datos de la actividad en los mercados emergentes siguen siendo sólidos, a medida que sigue adelante la recuperación incompleta. La evolución de la COVID-19 vuelve a estar en el punto de mira, aunque no parece que esta vaya a desbaratar la previsión de repunte mundial para 2021. Se espera que el crédito de los mercados emergentes siga disfrutando de unos fundamentales más resistentes, lo que implica un deterioro muy limitado del apalancamiento y tan solo un aumento moderado de los impagos. A pesar de los mayores diferenciales de la deuda corporativa latinoamericana, las valoraciones asiáticas siguen siendo más atractivas desde el punto de vista del rendimiento ajustado al riesgo.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE LOS PUNTOS DE EQUILIBRIO DE LA TASA DE INFLACIÓN EN EE. UU., %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



A medida que se calma la agitación creada por el trading minorista estadounidense (aunque sin desaparecer del todo), muchos de los principales índices están alcanzando nuevos máximos históricos. La renta variable todavía tiene que superar la tercera oleada del virus y sus consiguientes confinamientos, pero mientras la confianza en la eficacia de las vacunas no se vea afectada, los mercados de renta variable podrán mirar más allá del valle de la contracción económica.

La política monetaria favorable, el estímulo fiscal y la esperada recuperación de los beneficios son los pilares de nuestra hipótesis alcista de la renta variable. Desde este punto de vista, la actual temporada de presentación de resultados resulta tranquilizadora. Los beneficios están superando las expectativas en todas las regiones, aunque más en EE. UU. que en Europa, y las revisiones de las previsiones de beneficios están aumentando a un ritmo pocas veces observado en la última década. Una preocupación creciente en la que se centran los inversores es la subida de la rentabilidad de los bonos americanos a 10 años. Sin embargo, como esta variación depende casi totalmente del punto de equilibrio de la inflación, en este momento no consideramos que sea un problema para todo el mercado de renta variable.

#### EE. UU.

La temporada de publicación de resultados del cuarto trimestre sigue en el centro de atención del mercado estadounidense, con un récord de sorpresas positivas. En conjunto, las empresas están informando de beneficios un 15,1% por encima de las estimaciones, un nivel muy superior a la media de los últimos cinco años, del 6,3%. Las sorpresas positivas en los resultados registrados por empresas de diversos sectores fueron las

responsables de la mejora de los beneficios globales del índice la semana pasada.

Otro aspecto destacado del mercado estadounidense ha sido el fuerte impacto de los inversores particulares. El interés de estos últimos por los mercados financieros ha ido en aumento, como demuestra el incremento de la apertura de cuentas. Algunos de estos nuevos inversores parecen adoptar una actitud muy especulativa, expresada sobre todo por medio de los mercados de opciones y las pequeñas capitalizaciones.

#### EUROPA

En Europa, la temporada de resultados también ha sido muy positiva, aunque menos impresionante que la estadounidense. Por término medio, las empresas fueron capaces de ofrecer un 12% de sorpresas positivas (frente al 19% en EE. UU.). En cuanto al crecimiento de los beneficios, la variación con respecto al cuarto trimestre de 2019 se ve afectada, en gran medida, por el sector energético (crecimiento del BPA del -70% interanual); mientras tanto, los beneficios del conjunto del mercado siguen siendo inferiores al cuarto trimestre de 2019 (en un -15%) y, si excluimos el sector energético, los beneficios del Stoxx 600 se mantuvieron estables durante el año.



Un **15%**  
por encima de  
las estimaciones  
de consenso en  
las empresas  
estadounidenses en  
el cuarto trimestre

Estas cifras demuestran la capacidad de las empresas para adaptarse a este entorno, así como los grandes beneficios de los planes implantados por los gobiernos para apoyar al sector privado. Más allá de la reciente corriente de noticias, nuestra convicción positiva sobre el mercado europeo se basa en dos factores estructurales. En primer lugar, el mercado europeo está más sesgado hacia los sectores cíclicos y *value* que el resto del mundo, lo que debería considerarse una ventaja cuando la actividad económica se acelere. En segundo lugar, Europa está a la vanguardia de la tendencia ASG y representa una buena forma de exponerse a algunas temáticas sólidas de crecimiento secular (tecnología disruptiva, desarrollo sostenible o nuevas tendencias de consumo, entre otras).

## MERCADOS EMERGENTES

El ímpetu positivo de la renta variable asiática continuó en enero y febrero de 2021. La recuperación económica de China sigue en marcha, al ser el primer país en salir de la crisis de la COVID-19 hasta el momento. Creemos que las interesantes expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, la amplia liquidez existente en el mundo y los reducidos tipos de interés a escala mundial son un buen augurio para la renta variable asiática con vistas al futuro. El posicionamiento sectorial también es atractivo en Asia, con una buena combinación de crecimiento secular, bien representado en China, y sectores cíclicos, bien representados en los mercados de la ASEAN.

Por el contrario, los mercados latinoamericanos sufrieron salidas de fondos en el último mes después de haber registrado un buen cuarto trimestre.

En este momento, seguimos sobreponderando China. Somos más optimistas con respecto a determinadas posiciones industriales de infraestructuras y cíclicas en Asia en su conjunto, especialmente, en el sudeste asiático. La selectividad seguirá siendo la clave. La agitada campaña de vacunación a escala mundial, los posibles confinamientos y las inciertas relaciones entre EE. UU. y China siguen siendo los riesgos que se ciernen sobre el futuro próximo, así como la subida de los tipos de interés a largo plazo y el fortalecimiento del dólar estadounidense, que podrían influir en los flujos de fondos.

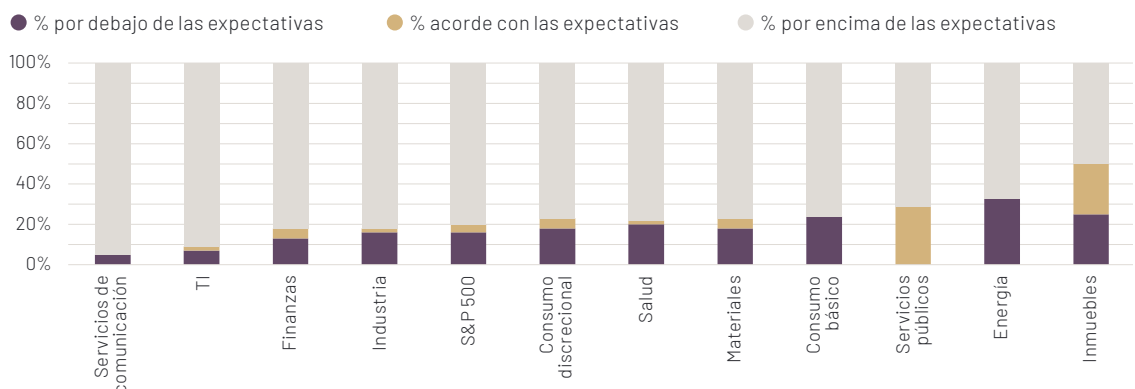
## ESTILO DE INVERSIÓN

Históricamente, la subida de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años y las expectativas de inflación han repercutido en el rendimiento relativo entre los estilos cíclico y defensivo, así como entre el *value* y el de crecimiento. La reciente variación de las expectativas de inflación en EE. UU. respalda nuestra opinión cíclico/*value* y es positiva para varios grupos sectoriales, como los bancos, la automoción, los recursos básicos y la construcción.

## SECTORES

Las sorpresas positivas en los beneficios han llegado de las empresas de los sectores de las finanzas, las tecnologías de la información y los servicios de comunicación, que han sido las que más han contribuido al aumento general de los beneficios en el índice desde el fin del cuarto trimestre (gráfico 6). Hay que tener en cuenta que Alphabet, Facebook, Netflix, Snap y Pinterest están incluidas en el sector de «servicios de comunicación». En el lado contrario, el sector energético sigue sufriendo y es la principal decepción de esta temporada de resultados.

GRÁFICO 6: S&P 500, BENEFICIOS 4T 2020, %



Fuentes: FactSet, información actualizada sobre la temporada de publicación de resultados a 12.02.2021, Indosuez Wealth Management. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



Puede que el dólar estadounidense oscile a corto plazo con los bonos del Tesoro estadounidense a más largo plazo, pero se mantendrá dentro de un rango si no ocurren grandes acontecimientos macroeconómicos. Nos inclinamos por las monedas relacionadas con las materias primas, el dólar australiano (AUD), el dólar canadiense (CAD) y la corona noruega (NOK), en un marco reflacionista de 2021, mientras que la libra esterlina (GBP) aún disfruta de un ímpetu positivo tras seis meses de tendencia alcista. La plata y el platino superan con creces al oro, dado su papel en la industria, pero el oro seguirá respaldado.



Debilitamiento del

**USD**

en el segundo semestre de 2021

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

El dólar sigue oscilando al alza y a la baja con las rentabilidades del bono del Tesoro estadounidense a 5-10 años y los comentarios sobre los estímulos, a pesar de que la Fed insiste en su mensaje acomodaticio de que no subirá los tipos durante un tiempo (hasta que la inflación media se haya puesto al día, lo cual aún podría tardar bastante). Cabe tener presente que, habitualmente, lo importante en el intercambio de divisas con el dólar estadounidense son los tipos a corto plazo hasta 2 años. Sin embargo, cuando los bancos centrales congelan los tipos de interés a corto plazo y el riesgo político desaparece, el ímpetu macroeconómico relativo es el único factor en juego. La mejor tendencia macroeconómica de EE. UU. en comparación con la de la zona euro contribuyó a la apreciación del dólar a corto plazo, así como la expectativa de que un gran acuerdo sobre los estímulos potenciará el crecimiento del PIB estadounidense por encima del 6%. A largo plazo, sin embargo, es muy posible que en el segundo semestre de 2021 veamos un debilitamiento mayor del dólar en el año, una vez que el mercado deje de centrarse en quién

lleva unas semanas de retraso en la vacunación y pase a prestar atención a las implicaciones macroeconómicas de las vacunas a escala mundial en el segundo semestre, es decir, el crecimiento mundial fuera de EE. UU., que tiende a empujar el dólar a la baja.

### MONEDAS RELACIONADAS CON LAS MATERIAS PRIMAS: AUD, NOK Y CAD

Con la creciente especulación de los mercados de que el estímulo fiscal reactivará las presiones inflacionistas en todo el mundo desarrollado (sobre todo, en EE. UU.), mientras se afianza la recuperación económica mundial, pensamos que una cesta de monedas relacionadas con las materias primas —el dólar australiano, el dólar canadiense y la corona noruega— podría ser una posición larga muy interesante frente a un dólar corto.

Las tres divisas se benefician de una beta elevada con respecto a los precios de las materias primas y a la propensión al riesgo del mercado general, dado que su economía depende en gran medida de la producción de energía y de las materias

primas industriales (gráfico 7). En caso de que las presiones inflacionistas se materialicen, es probable que los precios de las materias primas sigan subiendo, mientras que un repunte del crecimiento económico favorecerá aún más una beta de riesgo elevada, y, por lo tanto, es probable que el dólar australiano, el dólar canadiense y la corona noruega sigan beneficiándose de importantes factores macroeconómicos favorables si 2021 resulta ser un año reflacionista. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en una hipótesis en la que peligrara la recuperación económica, las tres monedas probablemente sufrirían de forma significativa (como ya ocurrió en 2020). La forma de *backwardation* de los futuros del petróleo (es decir, los precios del petróleo de diciembre de 2021 son inferiores a los precios al contado) podría ser un aspecto a seguir de cerca en ese sentido.

variable, ya que los gestores de fondos están recortando la infraponderación, que ya dura 5 años, en las acciones del Reino Unido, lo que está provocando la subida de la libra esterlina. También cabe destacar que, después de meditarlo, ya no creemos que aparezcan factores adversos por un posible segundo referéndum de independencia de Escocia (este año), ya que existen pocas posibilidades de que el Gobierno central del Reino Unido lo apruebe en medio de la gestión tanto de la pandemia como del Brexit. Por lo tanto, aunque todavía hay margen para que siga apreciándose, puede que la libra esterlina sólo encuentre un nivel de resistencia en los máximos posteriores a 2016: EUR/GBP a 0,83 y GBP/USD a 1,434.



A 1.770  
USD

el oro pone a prueba el soporte del canal

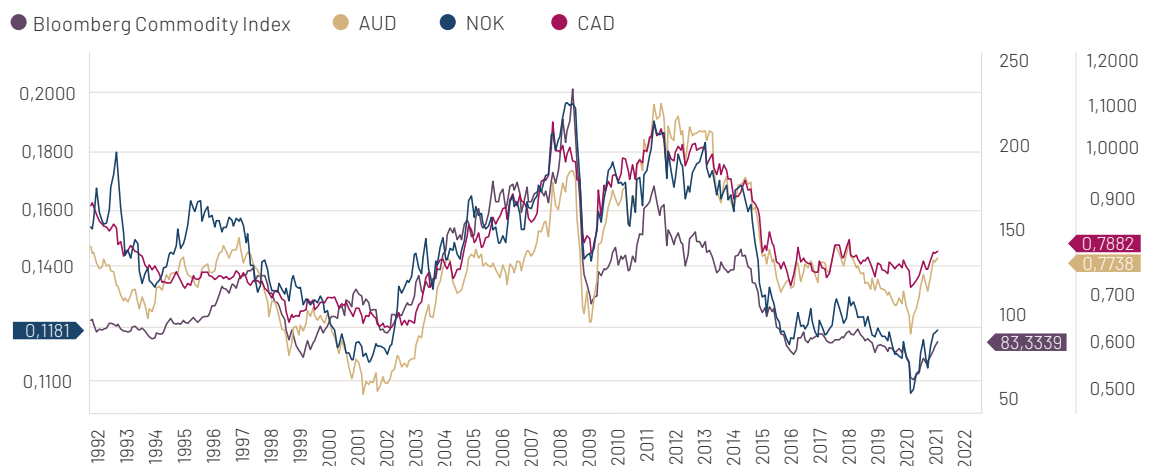
### LIBRA ESTERLINA (GBP)

Tal como esperábamos a finales de diciembre, la libra esterlina se ha normalizado después del acuerdo comercial en torno a 1,38 e incluso ha superado nuestras expectativas al alcanzar los 1,395 frente al dólar. Sin embargo, si observamos con detenimiento, podemos ver que la tendencia alcista es bastante estable, ya que el par EUR/GBP ha fluctuado a la baja sin cesar desde septiembre del año pasado (a excepción de cierta volatilidad a mediados de diciembre, a medida que nos acercábamos a la fecha límite del Brexit). Su fortaleza no solo se justifica con el acuerdo del Brexit, sino también con la primera balanza por cuenta corriente positiva del Reino Unido en décadas, ya que la pandemia ha frenado el turismo hacia el exterior y la demanda de importaciones. Otra posible explicación podría estar en los flujos de capitales hacia la renta

### METALES PRECIOSOS

En el momento de redactar este artículo, el oro está poniendo a prueba el soporte del canal a 1.770 dólares, mientras que la plata y el platino se han disparado en febrero. El sobrerrendimiento de los metales blancos frente al amarillo no se debe únicamente a la especulación minorista alimentada por Reddit: ambos metales cuentan con una beta fuerte respecto al crecimiento mundial y a la propensión al riesgo por sus aplicaciones industriales. La plata, en particular, se beneficia de la perspectiva de una mayor «inversión en economía verde» en EE. UU., dado su uso en la producción de paneles solares. Aunque pensamos que la plata y el platino podrían seguir subiendo de forma significativa debido a la menor liquidez de sus mercados y a su naturaleza volátil, seguimos creyendo que este año el oro seguirá viéndose favorecido ante los rendimientos reales estadounidenses, que continúan contenidos por la Fed, y las expectativas de inflación inducidas por el estímulo fiscal.

GRÁFICO 7: ÍNDICE DE MATERIAS PRIMAS FRENTE A AUD, CAD Y NOK



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

### 5 ASPECTOS SOBRE NUESTRO ESCENARIO PARA 2021

- **Un año de recuperación del crecimiento**, impulsado por la campaña de vacunación en EE. UU. y el Reino Unido, aunque se rezaga en la zona euro.
- **Un año de repunte de los beneficios**, confirmado y ampliado por la temporada de resultados del cuarto trimestre.
- **Un año de fuerte apoyo de la combinación de políticas**, tanto en ámbito monetario como en el fiscal.
- **Un año de normalización** de la inflación y de los tipos de interés a largo plazo, lo que impulsa la rotación de la renta fija a la renta variable.
- **Un año de transformación**, con una aceleración de la disrupción digital y un aumento de las inversiones medioambientales.

### 3 POSIBLES FACTORES ADVERSOS A CORTO PLAZO

- **Frenesi minorista**: en China y en EE. UU., el volumen de actividad de los inversores minoristas en el mercado es casi alarmante; aceleración de las opciones de compra negociadas en EE. UU. y aumento de los préstamos de margen en China. Cuando todos quieren unirse a la fiesta, la historia nos dice que el mercado alcista está madurando.
- **Aumento de la pendiente de los tipos de interés**: una pendiente más pronunciada de la curva de rendimientos puede ser preocupante para los tenedores de bonos de larga duración pero esto no es necesariamente una mala noticia para los mercados de renta variable. Solo hay que recordar la ansiedad que generó una curva plana en 2018-2019. Es un signo de una economía que se acelera y muchas industrias pueden beneficiarse de ello. Los inversores bien posicionados en sectores cíclicos y de valor se ven bien recompensados en este momento del mercado. Sin embargo, dado que la mayor parte del crecimiento de los mercados de renta variable de la última década está vinculado a

«calidad/crecimiento/tecnología», es probable que exista un umbral en los tipos a largo plazo en el que pase a ser negativo para los mercados.

- **Optimismo fiscal**: una parte importante de la aceleración del mercado desde octubre puede vincularse a la esperanza de un estímulo fiscal adicional en EE. UU. De forma racional, el efecto sobre los beneficios implica que, en la práctica, este plan impulsará el crecimiento. Por lo tanto, si nos decepcionan la envergadura, el calendario o el efecto multiplicador del plan, los inversores pueden revisar su posicionamiento.

### 3 CUESTIONES ECONÓMICAS SIN RESOLVER A MEDIO PLAZO

- **El estímulo estadounidense** genera dudas sobre las repercusiones a medio plazo sobre el crecimiento y la inflación, ya que existe el riesgo de que una calibración excesiva del plan fiscal pueda generar un sobrecalentamiento, que tendría que ser esterilizado con una normalización monetaria, lo que podría traducirse, en última instancia, en una situación de «auge y caída» para los mercados.
- En términos más generales, y más allá de los EE. UU., **el régimen de inflación** de las últimas décadas se ha visto sido impulsado no solo por factores estructurales que todavía están presentes (digitalización y globalización), sino también por una combinación de políticas menos favorable (austeridad fiscal en Europa y objetivos de inflación) que la actual, que podría dar lugar a reflación.
- El debate sobre la combinación de políticas se centra plenamente en la calibración y la orientación adecuadas para maximizar el impacto en el crecimiento, mientras que el debate sobre **la sostenibilidad de la deuda** se ha dejado de lado... al menos por ahora. De ahí la necesidad de seguir atentos a los países vulnerables a una subida de los tipos a largo plazo y del dólar estadounidense más allá de 2021.

---

Una pendiente más pronunciada de la

## CURVA DE RENDIMIENTOS

no tiene por qué ser una mala noticia

---

Optimismo  
en los  
**ACTIVOS  
DE RIESGO**

6 IMPLICACIONES  
DE LA ASIGNACIÓN POR CLASE  
DE ACTIVOS Y ZONA GEOGRÁFICA

- Mantenemos el **optimismo con respecto a los activos de riesgo** y nos centramos tanto en la renta variable como en la deuda emergente y *high yield* en lugar de recurrir a la encarecida deuda *investment grade* en los mercados maduros, donde el rendimiento absoluto es vulnerable a un aumento de la pendiente de los tipos de interés.
- Seguimos prefiriendo un buen equilibrio entre las temáticas de crecimiento secular y las posiciones cíclicas/*value*, al tiempo que nos mantenemos alejados de los llamados sectores defensivos (o con perfil de renta fija), que pueden verse afectados por un incremento de los tipos y que no se benefician de la aceleración del ciclo económico ni de las tendencias digitales y medioambientales. Este posicionamiento ha funcionado especialmente bien en nuestras carteras durante los últimos meses.
- De cara al futuro, **el estilo y el posicionamiento sectorial son más importantes** que el posicionamiento geográfico entre EE. UU. y Europa, dos zonas geográficas en las que somos relativamente neutrales de forma global, pero en las que identificamos oportunidades interesantes (innovación y empresas de mediana capitalización en EE. UU.; valores cíclicos y *value* en Europa, así como empresas de pequeña capitalización).
- Mantenemos la **sobreponderación en los mercados emergentes** con una rotación de China (que sigue siendo una posición estratégica) a los mercados emergentes más cíclicos.
- **La rotación de los factores de riesgo justifica una rotación de los valores refugio** en las carteras. Tácticamente, somos menos optimistas respecto al oro, seguimos moderadamente infraponderados en la duración y hemos incrementado la exposición a los bonos vinculados a la inflación.
- Nuestra opinión de un debilitamiento del dólar estadounidense está en pausa debido a los estímulos estadounidenses y el mayor ímpetu macroeconómico, lo que garantiza la neutralidad a corto plazo en el EUR/USD y las oportunidades de diversificación en el yuan renminbi y las commodities.



Rotación de  
**VALORES  
REFUGIO**

TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
<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- y >	=	=/+
High yield EUR/B+ y <	=	=/-
Bonos de entidades financieras EUR	=	+
Investment grade USD	=/-	=/+
High yield USD/BB- y >	=	=/+
High yield USD/B+ y <	=	=/-
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
Deuda pública moneda fuerte	=/+	=/+
Deuda pública moneda local	=/+	=
Deuda corporativa iberoamérica USD	=/-	=/-
Deuda corporativa asia USD	=/+	+
Bonos chinos CNY	=/+	+
<b>RENTA VARIABLE</b>		
<b>GEOGRAFÍAS</b>		
Europa	=/+	=
EE.UU.	=	=/+
Japón	-/=	-/=
Universo emergente	=/+	+
Iberoamérica	-/=	=
Asia ex-Japón	=/+	=
China	=/+	+
<b>ESTILOS</b>		
Growth	=/+	+
Value	=/+	=
Calidad	-/=	=
Cíclico	=/+	=
Defensivo	-	-/=
<b>DIVISAS</b>		
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)

### VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 17 DE FEBRERO DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,27%	19,01	35,71
Francia 10A	-0,13%	17,50	21,40
Alemania 10A	-0,37%	16,10	20,30
España 10A	0,29%	21,30	24,40
Suiza 10A	-0,28%	17,50	26,70
Japón 10A	0,10%	5,90	7,80

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	44,88	-0,49%	-0,82%
Deuda pública EUR	220,78	-0,44%	-0,63%
Deuda corporativa EUR (HY)	209,72	0,70%	1,29%
Deuda corporativa USD (HY)	321,69	0,55%	1,11%
Deuda pública EE. UU.	323,81	-0,33%	-0,64%
Deuda corporativa emergente	52,98	0,26%	-0,23%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,08	0,45%	0,07%
GBP/USD	1,39	1,49%	1,37%
USD/CHF	0,90	1,03%	1,55%
EUR/USD	1,20	-0,56%	-1,46%
USD/JPY	105,87	2,25%	2,54%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	21,50	-0,08	-1,25

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.931,33	2,06%	4,67%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.710,90	-0,44%	3,88%
Stoxx Europe 600	416,10	1,28%	4,28%
Topix	1.961,49	6,05%	8,69%
MSCI World	2.815,98	1,97%	4,68%
Shanghai SE Composite	5.768,38	6,05%	10,69%
MSCI Emerging Markets	1.444,93	3,14%	11,90%
MSCI Latam (América Latina)	2.415,93	-2,08%	-1,46%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	255,94	1,21%	6,08%
MSCI Asia Ex Japan	957,55	3,72%	13,60%
CAC 40 (Francia)	5.765,84	2,44%	3,86%
DAX (Alemania)	13.909,27	-0,09%	1,39%
MIB (Italia)	23.178,56	2,33%	4,25%
IBEX (España)	8.122,70	-0,99%	0,61%
SMI (Suiza)	10.809,28	-1,24%	0,99%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.402,00	3,02%	4,31%
Oro (USD/Onza)	1.776,13	-5,11%	-6,44%
Crudo WTI (USD/Barril)	61,14	14,84%	26,01%
Plata (USD/Onza)	27,32	6,01%	3,42%
Cobre (USD/Tonelada)	8.390,00	4,29%	8,04%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,22	26,78%	26,78%

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

NOVIEMBRE 2020	DICIEMBRE 2020	ENERO 2021	DESDE 4 SEMANAS	01.01.21 A 17.02.21
21,61%	11,60%	3,98%	6,05%	13,60%
13,93%	7,15%	2,97%	6,05%	11,90%
13,73%	6,62%	2,70%	3,72%	10,69%
12,66%	6,32%	1,07%	3,14%	8,69%
12,35%	5,06%	0,23%	2,06%	6,08%
11,12%	4,14%	-0,80%	1,97%	4,68%
10,75%	3,71%	-0,82%	1,28%	4,67%
9,21%	3,10%	-1,05%	1,21%	4,28%
7,98%	2,84%	-1,11%	-0,44%	3,88%
5,64%	2,48%	-6,80%	-2,08%	-1,46%

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 o emitir 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 supeiditación 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](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://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<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 Act) (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 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairiy 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, 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, 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 legal). 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>rd</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 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 19.02.2021.

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.

