

# MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Abril de 2021

Focus

La reapertura del sector económico: desbloquear el crecimiento

• Índice

01• Editorial	P3
¿EL MOMENTO DE LA VERDAD?	
02• Focus	P4
LA REAPERTURA DEL SECTOR ECONÓMICO: DESBLOQUEAR EL CRECIMIENTO	
03• Macroeconomía	P6
UN MUNDO DE TRES VELOCIDADES	
04• Renta fija	P8
NORMALIZACIÓN DE LOS TIPOS A LARGO	
05• Renta variable	P10
¡TODO DEPENDE DE LOS TIPOS DE INTERÉS!	
06• Divisas	P12
EL GBP/USD RECIBE UNA INYECCIÓN DE REFUERZO	
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:

¿Cambio sistémico estructural o miniauge cíclico en EE. UU.? Independientemente de la respuesta a esta pregunta, que ahora es fundamental en la toma de decisiones de los inversores, es probable que haya llegado el momento de la verdad para los mercados, ya que se vislumbran varios caminos posibles de cara al futuro.

Una de las vías podría ser que el aumento de la inflación en los próximos meses sea tan solo un repunte temporal y únicamente estadounidense, debido a los efectos de base y al impulso del consumo por el plan de estímulo. En ese caso, los bancos centrales pueden reunificar sus diversos objetivos (inflación moderada, pleno empleo, preservación de condiciones financieras favorables para las empresas y los Gobiernos) y mantener la postura acomodaticia unos años más. En ese caso, los inversores pueden mantener sus acciones de crecimiento secular, así como sus activos de larga duración.

La otra vía es que asistamos al final de la larga tendencia a la baja de los tipos de interés, que reflejaría a su vez los equilibrios anteriores a la crisis (inflación moderada, energía barata, combinación de políticas más favorable para las empresas que para los trabajadores). En ese punto, los bancos centrales se enfrentarían al gran dilema a medio plazo de decidir entre el control de la inflación, por un lado, y el pleno empleo y la financiación, por otro. Además, si esta situación se materializa, la demanda del mercado se desplazaría más hacia las materias primas y las acciones cíclicas que hacia los bonos soberanos.

Algunos indicadores muestran que es probable que nos encontremos en una encrucijada. El aumento de las expectativas de inflación es la primera señal. El cambio en la correlación entre renta variable y renta fija es otra manifestación de este cambio. El exceso de rendimiento de la renta variable *value*, que había caído en desgracia en los últimos 10 años, es también un signo de lo que parece ser un nuevo paradigma.

Tanto si estamos experimentando un cambio sistémico como si se trata, simplemente, de una normalización cíclica como las del pasado, este régimen de mercado tendrá que encontrar un nuevo punto de equilibrio.

En este se basa todo el debate en torno al punto de estabilización que debe encontrarse en el rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años, que ha sido impulsado por fuerzas opuestas. A veces, las finanzas pueden entenderse mejor si se ven como un problema de física (un equilibrio de fuerzas entre la demanda y la inflación, en un lado, y los bancos centrales y el ahorro, en el otro).

La importancia que han cobrado estos discursos en el mundo financiero actual es un motivo de preocupación. Como ocurre con la ideología, un discurso sigue a otro: en muy poco tiempo, hemos pasado del estancamiento secular a la reflación secular. De forma objetiva, existen muchas razones para suscribirlo, en particular, un consenso político en las democracias que necesitan volver a generar un vínculo con su clase media. Sin embargo, para aquellos que recuerden el discurso de la nueva economía del año 2000, esto podría interpretarse como una justificación para mantener cierta prudencia antes de aceptarlo incondicionalmente. Pero, ¿qué es un discurso? Es una representación de la realidad que busca confirmar una hipótesis y que, a veces, se desvía de los hechos.

En realidad, la ideología no tiene cabida en la asignación de activos. Vivimos en una época más bien darwiniana, favorable a los inversores que sepan adaptarse de forma pragmática y gradual a la nueva realidad e incorporar estos nuevos parámetros a su marco de análisis.

Crear que las fórmulas del pasado seguirán funcionando supone un peligro tan grande como la ideología, tanto para la política económica como para la asignación.

Toda comparación con la década de baja inflación carece de valor por el hecho de que hace 10 años salimos de una crisis de liquidez mediante la reflación de los precios de los activos, orquestada por los bancos centrales. Esta vez estamos saliendo de una crisis sanitaria mediante la distribución masiva de dinero en efectivo a los hogares estadounidenses. Las consecuencias serán inevitablemente diferentes y los héroes del pasado en la asignación de activos (el oro, la tecnología y las letras del Tesoro) no serán vacas sagradas para toda la eternidad.

## LA REAPERTURA DEL SECTOR ECONÓMICO: DESBLOQUEAR EL CRECIMIENTO

El mundo aún tardará en volver a la normalidad, aunque empiezan verse señales incipientes de reapertura económica gracias a los progresos realizados en la vacunación y a los cambios estructurales en el comportamiento de los consumidores a medida que la pandemia se alargaba más allá de un año. La polarización entre sectores sigue siendo considerable, pero mientras en el Reino Unido se establece un plan de reapertura, en Estados Unidos el fenómeno ya está produciéndose.



El sector del comercio y del ocio de EE. UU. está solo un **15%** por debajo de los niveles anteriores a la pandemia

### ANÁLISIS DE LA MOVILIDAD: EE. UU. SE VACUNA Y SE PONE EN MARCHA

Los informes de movilidad de Google nos aportan una idea del grado de reapertura económica en todos los sectores. En el sector del comercio minorista y del ocio, gravemente afectado, EE. UU. lidera el movimiento de reapertura, aunque sigue un 15% por debajo de los niveles anteriores a la pandemia (gráfico 1).

En Europa, la movilidad vuelve a disminuir tras haberse recuperado progresivamente desde finales de enero y el Reino Unido sigue siendo uno de los países más restrictivos del mundo (gráfico 2).

y la logística: la zona euro (7% de la población) y China (3,65 dosis por cada 100 personas, frente a las 10,75 de Francia).

De cara al futuro, el resultado sigue siendo incierto, pero los objetivos ya están fijados: EE. UU. vacunará a todos los ciudadanos mayores de 18 años antes de julio, el Reino Unido eliminará gradualmente todas las restricciones antes del 21 de junio, China habrá vacunado al 40% de sus ciudadanos a finales de julio y la zona euro, al 70% de la población adulta a finales de julio. La finalidad está clara: vacunar y reabrir las economías antes de que termine el verano, aunque, para ello, en China y la zona euro sea necesario acelerar considerablemente el proceso de inoculación.

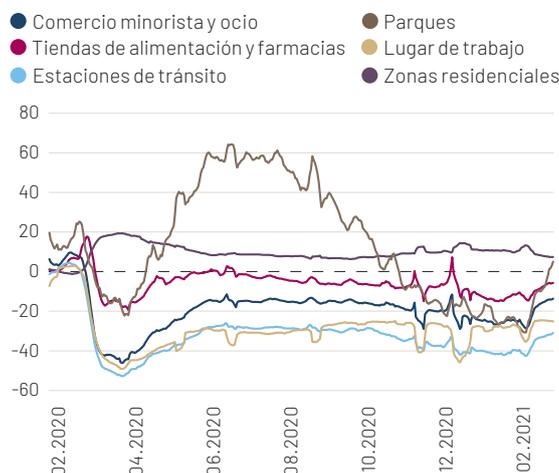
### LA VACUNACIÓN SIGUE SIENDO LA CLAVE PARA DESBLOQUEAR LAS ECONOMÍAS

Hoy en día, hay líderes claros en las vacunas: Israel (60% de su población vacunada con al menos una dosis), el Reino Unido (36%), los EAU (35%) y EE. UU. (21%). Otros países han visto limitado el avance de la vacunación por las limitaciones de suministro

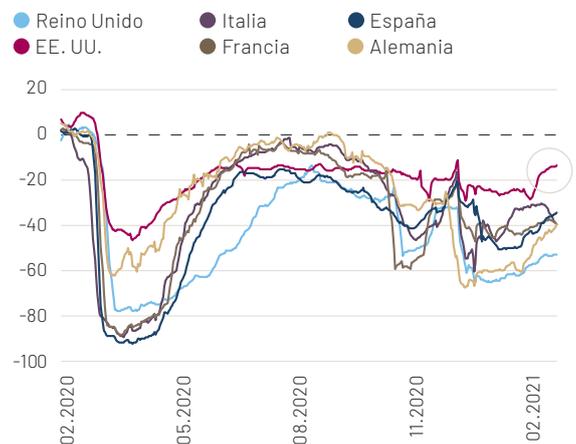
### ¿QUÉ SECTORES SE BENEFICIAN DE LA REAPERTURA?

El sector manufacturero se ha recuperado con mayor rapidez que la mayoría de los sectores y ha sufrido menos que en la primera oleada, sobre todo en Europa, donde las exportaciones han mantenido prácticamente la producción.

#### GRÁFICO 1: CAMBIOS EN LA MOVILIDAD EN EE. UU. POR SECTORES\*



#### GRÁFICO 2: CAMBIOS EN LA MOVILIDAD EN EL SECTOR DEL COMERCIO MINORISTA Y DEL OCIO\*



\*Media móvil de 7 días del número de visitantes en relación con el día de referencia antes del brote de la pandemia. Fuentes: «Our world in data», Indosuez Wealth Management.

La producción industrial ha vuelto a los niveles anteriores a la pandemia, o los ha superado, en Europa y China, respectivamente, mientras que en EE. UU. y el Reino Unido están apenas un 5% por debajo, aunque el retroceso de EE. UU. se debe a las malas condiciones meteorológicas de febrero.

El mercado de la vivienda ha tenido un comportamiento mejor que otros sectores de la economía durante la pandemia, sobre todo, en EE. UU. y el Reino Unido, sustentado por los bajos tipos de interés de las hipotecas, las medidas de estímulo y la demanda de alojamiento con más espacio para montar una oficina y seguir las clases en casa. Hasta ahora, el índice de puesta en marcha de la construcción doméstica privada ha tenido una recuperación accidentada, pero las perspectivas son prometedoras, ya que los permisos de construcción aumentaron un 10,7% en EE. UU. en enero.

La recuperación de los servicios varía mucho según las zonas geográficas en función de las restricciones y del avance de la vacunación. Los datos mensuales del PMI<sup>1</sup> muestran que el ritmo de expansión de la actividad en el sector de los servicios de EE. UU. ha superado al del sector manufacturero por primera vez desde el otoño. Desde el punto de vista del consumo, los consumidores estadounidenses parecen estar más dispuestos a rascarse el bolsillo. Las ventas minoristas fuera de las tiendas físicas siguen ganando cuota de mercado, aunque a un ritmo más lento que a finales de año. Los locales de restauración y bebidas comenzaron a recuperarse en enero. Mientras Europa sigue bajo un confinamiento estricto, el número de mesas disponibles para reservas en EE. UU. se sitúa ahora en el 75% de la capacidad de marzo de 2020, según los datos de OpenTable (frente al 66% de media en febrero).

Por último, el sector de los viajes sigue siendo el más perjudicado por la pandemia a escala mundial. El rigor de las medidas gubernamentales impuestas a los viajes aéreos internacionales ha aumentado desde finales de 2020, especialmente, en Europa y Asia-Pacífico (los ingresos por pasajero-kilómetro han descendido un 86% respecto a enero de 2020 en los vuelos internacionales y un 47% en los nacionales). Sin embargo, los viajes nacionales repuntaron significativamente en EE. UU. a mediados de marzo (gráfico 3) y las reservas aéreas cayeron menos del 30% en comparación con los niveles de 2019 por primera vez desde que estalló la pandemia. Además, las ayudas gubernamentales siguen sustentando al sector, ya que varias de las principales aerolíneas estadounidenses abandonaron oficialmente sus planes de despedir a miles de trabajadores el día después de que el Congreso de EE. UU. aprobara el plan de ayudas económicas.

## RENDIMIENTO DEL MERCADO DE LAS TEMÁTICAS DE REAPERTURA

La creciente reapertura económica favorece tanto al transporte como a la industria en el mercado bursátil, especialmente en EE. UU., donde el proceso de vuelta a la normalidad está más avanzado. Así, los índices con una gran ponderación en acciones de aerolíneas y empresas relacionadas con la movilidad, como el índice S&P Transportation Select Industry (+25% en lo que va de año), están ganando ímpetu y superan al mercado en general.

La industria y, sobre todo, los mercados de la vivienda también están beneficiándose de un repunte del optimismo. El índice Dow Jones US Select Home Construction ha subido un 20% desde principios de año, mientras que, en el Reino Unido, el índice FTSE 350 Construction and Building Materials ha registrado una ganancia del 7% y ha superado al FTSE 100 en el periodo.



El número de reservas en restaurantes en EE. UU., al **75%** de la capacidad de 2020

GRÁFICO 3: VOLUMEN DE VIAJEROS\*



\*Media móvil de 7 días, cifras de viajes de los puestos de control.  
Fuentes: TSA, Indosuez Wealth Management.

1 - Índices de Gestores de Compras.

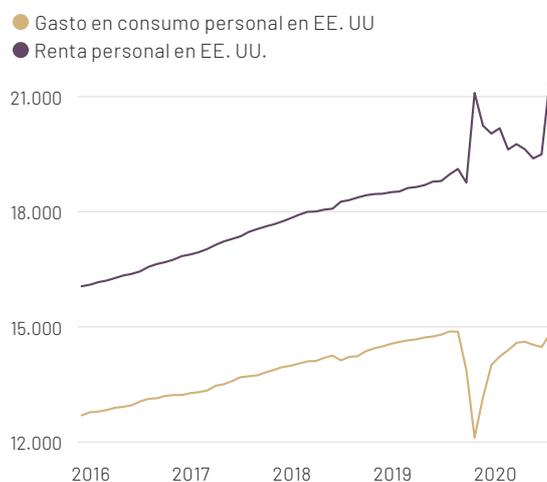


EE. UU. ha pisado el acelerador al aprobar en su totalidad el paquete de estímulo de 1,9 billones de dólares. Aunque sea indudable que este plan impulsará la economía, aumenta la preocupación por la subida de la inflación que está sacudiendo los mercados. En Europa, excluyendo el Reino Unido, parece que el acelerador del paquete de estímulo se ha bloqueado, ya que los nuevos confinamientos están afectando tanto a la oferta como a la demanda. Mirando al este, en China, la preocupación se centra en calibrar adecuadamente el uso del freno para reducir el apalancamiento de la economía.

### ¿LLEGARÁ EL SOBRECALENTAMIENTO ECONÓMICO A EE. UU.?

A pesar del mal tiempo que afectó al consumo y a la producción en febrero, tanto los datos «objetivos» como los «subjettivos» muestran señales de que la economía estadounidense está recuperándose. El número de estadounidenses que solicitaron prestaciones por desempleo descendió a 712.000 a principios de marzo, con lo que llegó a su mínimo de los últimos 5 meses. El gasto de consumo personal aumentó un 2,4% en enero en términos mensuales, tras el incremento de la renta personal en un 10% (gráfico 4), la mayor subida desde abril de 2020, en parte debido a los pagos recibidos de los programas de respuesta a la pandemia. Las ventas minoristas siguen subiendo en términos anuales (+6,3%) y el índice de confianza de los consumidores de Michigan registró su máximo del último año (83) en febrero al aprobarse el nuevo plan de estímulo.

GRÁFICO 4: LA RENTA PERSONAL AUMENTÓ UN 10% EN EE. UU., MILES DE MILLONES USD



Fuentes: BEA, Indosuez Wealth Management.



La ley del plan de rescate estadounidense (American Rescue Plan Act) ha sido aprobada en su totalidad, con sus 1,9 billones de dólares, lo ha superado las expectativas. Este plan dará un nuevo impulso a la economía estadounidense, como ya indicó la OCDE, que en marzo aumentó su previsión de crecimiento para EE. UU. para 2021, del 3,2% al 6,5% (en consonancia con la revisión de la Reserva Federal, del 4,2 al 6,5%). Además, es muy probable que las previsiones de crecimiento para 2022 se vean muy favorecidas por el paquete multimillonario de infraestructuras que la Administración está preparando como próxima gran prioridad legislativa, el cual podría financiarse con subidas de impuestos que también se aplicarían a finales de año.

Este optimismo respecto a la recuperación económica, alimentado por la aceleración de las vacunaciones y el nuevo paquete de estímulos, suscitó inquietudes por la inflación, lo que añadió cierta presión sobre los bonos del Tesoro y provocó algunas turbulencias en los valores tecnológicos y los similares a la renta fija, al tiempo que impulsó la rotación hacia el *value*. Tanto Janet Yellen como la Reserva Federal coincidieron en que es pronto para endurecer las políticas. La inflación, también reforzada por el incremento de los precios del petróleo, podría superar el objetivo del 2%: un riesgo que la Administración Biden está dispuesta a asumir.

## EL AUMENTO DE LAS RESTRICCIONES RETRASARÁ LA RECUPERACIÓN DE EUROPA

La recuperación económica de Europa está rezagándose. Las ventas del comercio minorista en la zona euro disminuyeron de forma pronunciada en enero (-6,4% anual frente al +0,9% de diciembre) debido a las nuevas restricciones de cierre, especialmente, en Alemania e Italia. La producción industrial siguió siendo moderada (+0,1% en enero), aunque mejor de lo previsto. El sector manufacturero ve cierto apoyo, pero el PMI compuesto sigue por debajo del umbral de expansión (48,8 en la zona euro en febrero).

El Banco Central Europeo (BCE) destacó que se espera que la economía de la zona euro se contraiga en el primer trimestre de 2021, ya que la reapertura sigue siendo frágil.

La estimación de la inflación del BCE para 2021 se ha incrementado del 1% al 1,5% debido a la subida de los precios de la energía y a factores temporales. Además, el BCE espera aumentar sus compras de activos el próximo trimestre para limitar las subidas de los tipos a largo plazo.

Al otro lado del Canal de la Mancha, la recuperación sigue eclipsada por la COVID-19 y un nuevo confinamiento, mientras que los efectos del Brexit siguen siendo poco claros, ya que la caída de las exportaciones en enero (-18,2%) se debe, sobre todo, a una corrección de la acumulación de existencias de diciembre. De cara al futuro, vemos los primeros indicios del optimismo derivado de las vacunas en la última encuesta del PMI (el índice compuesto subió 9 puntos en febrero y rozó el umbral de los 50 puntos).

## LA ECONOMÍA CHINA CONTINUARÁ SU NORMALIZACIÓN

La economía china sigue muy adelantada en la recuperación cíclica. Los datos de la National Bureau of Statistics mostraron que tanto la producción industrial como el consumo se dispararon más de un 30% interanual en el periodo de entre enero y febrero, con fuertes efectos de base a tener en cuenta. A pesar de los esfuerzos de las autoridades por reequilibrar el crecimiento, el aumento de las ventas minoristas sigue siendo inferior a las cifras anteriores a la epidemia.

Sin embargo, ha llegado el momento de que las autoridades relajen, aunque sea de forma muy progresiva, sus medidas de estímulo y reduzcan el apalancamiento de la economía china. La política monetaria también debería pasar a ser menos acomodaticia, ya que se prevé una subida de tipos de interés en el segundo semestre de 2021. En este contexto de relajación interna, las cifras del comercio y la elevada demanda externa deberían tener un impacto creciente en las previsiones de crecimiento chino. En su plan quinquenal, China fijó un objetivo de crecimiento económico anual superior al 6% (en consonancia con la tendencia de normalización del crecimiento anterior a la pandemia).

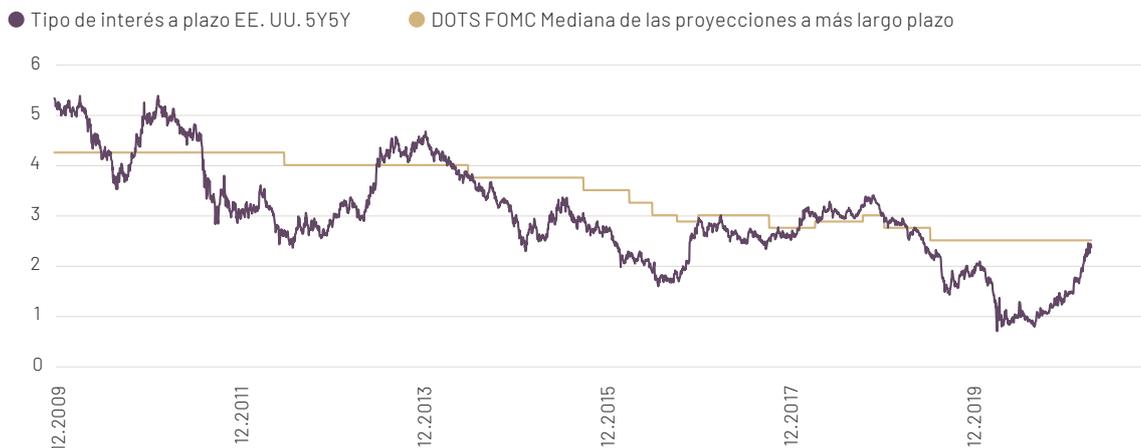


Tensión saludable: los mercados mundiales de renta fija están reajustando los precios de forma ordenada en función de las expectativas de crecimiento y de inflación. Dado que las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias y los mercados financieros funcionan bien, los bancos centrales no están utilizando toda su munición en la retórica de control de la curva de tipos. Este marco explica la normalización de los tipos de interés reales y refleja que este movimiento no se refiere únicamente a la inflación. Sigue pendiente el interrogante clave: ¿se mantendrá el optimismo a corto plazo sobre la inflación y el crecimiento a medio y largo plazo?

La subida de los tipos estadounidenses a largo plazo desde principios de año (gráfico 5) marca uno de los peores inicios del rendimiento de la renta fija de las últimas décadas. Desde el punto de vista técnico, las subidas de los tipos reales explican el grueso de la evolución de los tipos de

interés y eclipsan las expectativas de inflación a medio plazo que, en el momento de redactar este texto, son planas en lo que va de año (lo que contrasta con los puntos de equilibrio de la inflación, que probablemente superarán el 2,6% a mediados de marzo).

GRÁFICO 5: OPINIONES MERCADO FRENTE A LA FED, TIPOS DE INTERÉS ESTADOUNIDENSES A PLAZO A CINCO AÑOS DENTRO DE CINCO AÑOS (5Y5Y)



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## LOS BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales empiezan a reaccionar ante el aumento de la pendiente de las curvas de rendimiento, sin la intención de desilusionar a los mercados en sus previsiones de fuerte repunte económico.

El Banco Nacional de Australia defendió la curva de hasta tres años y dejó que los tipos largos subieran libremente. Después de un volumen más reducido de lo habitual en el primer trimestre de 2021, el BCE aumentará sus compras de activos en el marco de su programa de compras de emergencia frente a la pandemia durante el segundo trimestre, con el fin de aislarse de los movimientos de los tipos de interés estadounidenses y contener los rendimientos. La Fed sigue apuntando a riesgos de impacto negativo a corto plazo y ha elevado recientemente las previsiones de inflación y crecimiento. Sin embargo, mantuvo un discurso conciliador con tipos bajos a corto plazo hasta 2023, tal y como se recoge en el cuadro de previsiones de tipos de interés de los miembros de la Fed (DOTS). En cierto modo, es una situación paradójica, ya que la presión de aumento de la pendiente es mayor en EE. UU. que en la zona euro, donde la cuestión puede estar más en el control de los diferenciales soberanos que en el control de la curva de rendimientos.

El rendimiento de los productos ligados a la inflación ha compensado el mal resultado de la duración modificada desde el inicio del año. Como gestores, hemos reducido esas posiciones en nuestras carteras, ya que las elevadas cifras de inflación previstas para abril-mayo ya están ampliamente descontadas por los puntos de equilibrio de inflación.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo se ven obviamente favorecidas por el impulso fiscal de EE. UU., que se extenderá a todo el mundo, y sustentará la demanda final y las necesidades de inversión. Sin embargo, como afirmó M. Kaplan en 2018: «si estas políticas no aumentan fundamentalmente el potencial de crecimiento a medio o largo plazo de la economía estadounidense, es posible que solo tengan un ligero impacto en el tipo neutral a largo plazo».

Los productos de diferenciales (*spread*<sup>2</sup> products) se han comportado muy bien en este entorno de subida de los tipos, favorecidos por las perspectivas de reapertura de la economía (al igual que los mercados bursátiles) y, en Europa, por el continuo apoyo del BCE. La deuda *investment grade* y de alto rendimiento (*high yield*) rindió por encima de lo esperado con una volatilidad limitada, ya que últimamente los diferenciales han

seguido ajustándose. Los títulos CCC de menor calificación obtuvieron sólidos resultados en EE. UU., impulsados por los emisores relacionados con la energía, que se beneficiaron del repunte del petróleo. En Europa, las subidas de calificación y los buenos resultados publicados por los emisores lideraron el rendimiento.

La deuda subordinada de los mercados desarrollados sigue siendo una de nuestras temáticas de inversión favoritas para este año, respaldada por unos sólidos fundamentales y unas valoraciones baratas, en relación con otros productos de diferenciales con fundamentales, calificaciones y tamaño de mercado comparables. Sin embargo, este segmento rindió por debajo de lo esperado a finales de febrero y principios de marzo, y la correlación con los valores bancarios se rompió, ya que las acciones continuaron su movimiento de recuperación.

## LAS PERSPECTIVAS PARA LOS MERCADOS EMERGENTES SON POSITIVAS, PERO PARECEN VULNERABLES AL FUTURO

Los activos de los mercados emergentes tuvieron un mal mes en términos de rentabilidad, ya que el aumento de los rendimientos estadounidenses a largo plazo y el dólar pesaron sobre los precios basados en el dólar. No obstante, con vistas al futuro, las perspectivas de los mercados emergentes siguen siendo positivas. El gran paquete de estímulos fiscales de EE. UU. y su consiguiente impulso sobre el PIB estadounidense, unido a un mayor efecto de arrastre de los resultados del PIB del cuarto trimestre de 2020, están llevando a revisiones al alza en varias economías de los mercados emergentes. Sin embargo, los riesgos sobre el crecimiento provienen de un repunte más generalizado de nuevas tensiones relativas a la COVID-19 y del continuo endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, así como de un mayor fortalecimiento del dólar estadounidense. En el frente crediticio, los diferenciales del *investment grade* no están lejos de los niveles anteriores a la COVID-19. Vemos margen para que los diferenciales emergentes se ajusten en medio de nichos de precios bajos. La menor duración y la preferencia por el alto rendimiento están proporcionando amortiguación ante las subidas de tipos y/o la presión del aumento de la pendiente de la curva. En términos de valor relativo, las valoraciones asiáticas son muy interesantes, a pesar de los mayores diferenciales existentes en América Latina, que reflejan calificaciones más reducidas y donde vemos más incertidumbres macroeconómicas y políticas.



Buen comportamiento de los  
**PRODUCTOS**  
DE DIFERENCIALES  
en este entorno  
de rendimientos  
crecientes

2 - Producto de diferenciales (*spread product*): los valores de organismos, los valores respaldados por activos (*asset backed securities*), los bonos corporativos, los bonos del alto rendimiento y los valores garantizados por hipotecas son diversos tipos de productos de diferenciales.

## ¡TODO DEPENDE DE LOS TIPOS DE INTERÉS!

Mantenemos el optimismo sobre el mercado bursátil, a pesar de la ruptura de la tendencia de los rendimientos de los bonos. Junto con el crecimiento de dos dígitos del BPA, la recuperación del PIB se acelerará con el apoyo de los efectos de base, el despliegue de las vacunas y la reapertura económica, así como el apoyo continuado del estímulo monetario y fiscal. Vuelven los flujos de capitales a la renta variable, con una tendencia a la mejora en el *value*. Las acciones de crecimiento siguen siendo vulnerables a esta rotación a corto plazo.



Los valores  
**TECNOLÓGICOS**  
y los de crecimiento  
están sometidos  
a presión debido  
a los tipos

Desde principios de año, los rendimientos de los bonos estadounidenses han subido considerablemente, del 0,90% al 1,70%, y el último aumento se debe a un movimiento al alza de los tipos de interés reales. Indudablemente, es la nueva orientación de los mercados bursátiles y el motor de la rotación desde las grandes tecnologías y las temáticas de crecimiento secular favorecidos por el mercado hacia emisores más cíclicos/*value*. Creemos que la renta variable será capaz de incorporar esta revaluación si se estabiliza, pero puede que cueste más en los mercados de renta fija y de renta variable antes de que la Fed intensifique sus compras de activos para limitar una aceleración incontrolada del rendimiento de los bonos. La volatilidad aumentará si se acelera el aumento de la pendiente y se prevé que los mercados bursátiles sean vulnerables a un rendimiento a 10 años superior al 2%.

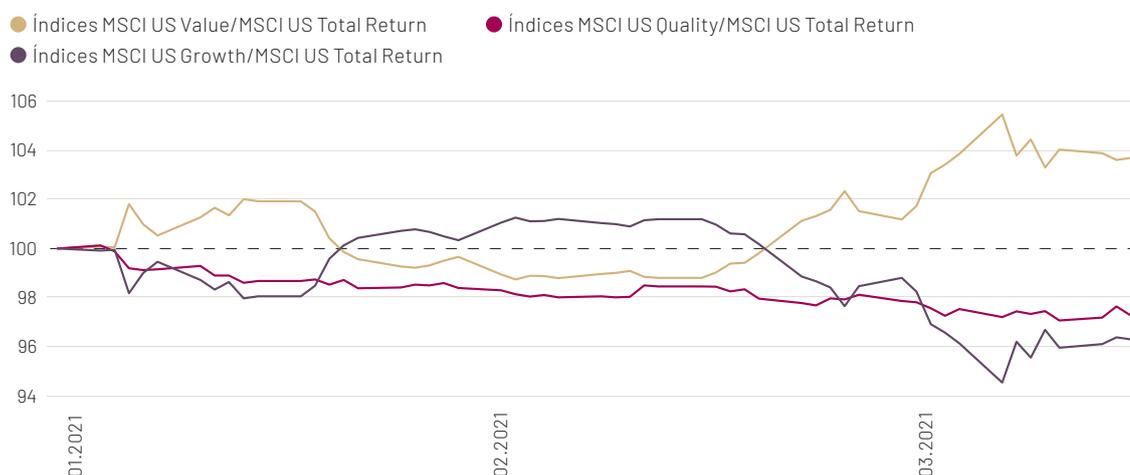
## ESTADOS UNIDOS

El presidente Joe Biden presentó un plan de 1,9 billones de dólares para luchar contra la pandemia de la COVID-19 y los efectos de esta sobre la

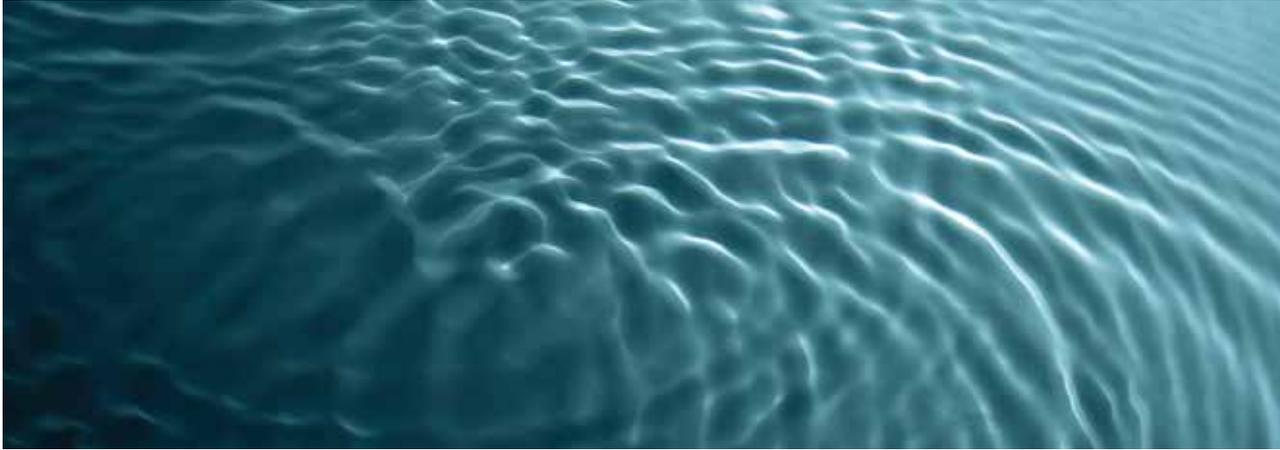
economía estadounidense. «Debemos actuar y actuar ahora, no podemos esperar», afirmó el presidente.

El plan reaviva las esperanzas de una recuperación cíclica, aunque, al mismo tiempo, surgen los temores a un regreso de la inflación por el sorprendente impacto de los rendimientos estadounidenses. Este enorme movimiento ha afectado a las empresas con los ratios de valoración más elevados, como consecuencia de descontar los ingresos futuros a tipos de interés más altos. Los valores tecnológicos, los de crecimiento y los del Nasdaq están sometidos a presión debido a los tipos. Además, la fuerte subida de los rendimientos estadounidenses ha afectado a los líderes del mercado: en lo que va de año, el índice US MSCI Value Total Return ha avanzado un 9%, frente al 5% del US MSCI y el 1% del US MSCI Growth (gráfico 6). En general, se espera que el crecimiento del BPA en EE. UU. sea dinámico en 2021, con un +22,5%, tras el limitado -6,7% de 2020.

GRÁFICO 6: MSCI USA VALUE FRENTE A MSCI USA GROWTH Y QUALITY\*



\*La marcada subida de los rendimientos estadounidense a 10 años ha afectado a los líderes del mercado.  
Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



## EUROPA

Mantenemos nuestra opinión positiva sobre Europa. El mercado bursátil europeo está más inclinado hacia los sectores cíclicos y *value* que sus homólogos de EE. UU. o de los mercados emergentes, lo que le proporcionará una ventaja cuando la actividad económica se acelere.

Además, las expectativas de BPA para este año y el próximo siguen revisándose al alza (el crecimiento del BPA del MSCI Europe para 2021 se prevé en un 33,36% para las acciones *value* frente al 29,60% para las de crecimiento, revisado al alza en un 6,7% y un 4,8%, respectivamente, en los últimos 3 meses). Como consecuencia, la región ha ido ganando terreno entre los inversores extranjeros, como demuestran las recientes corrientes de entrada positivas. Por último, Europa está a la vanguardia de la tendencia ASG y representa una buena forma de exponerse a algunas temáticas de crecimiento secular a largo plazo, en las que priorizamos el desarrollo sostenible.

## MERCADOS EMERGENTES

A partir de mediados de febrero, el aumento de la preocupación y del nerviosismo por un posible incremento de la inflación y los tipos de interés en EE. UU. provocaron una profunda onda expansiva en los mercados de renta variable de los mercados emergentes. Sin embargo, la situación fundamental real en Asia es diferente a la del mundo occidental. China ha recurrido principalmente a la política fiscal y a las medidas específicas en el momento álgido de la crisis de la COVID-19, y la economía se encuentra ahora en proceso de normalizarse. La reciente corrección afectó sobre todo a las acciones de crecimiento en Asia, pero las acciones cíclicas de perfil *value* tampoco

fueron inmunes. De hecho, hubo varias jornadas bursátiles de bottom fishing (compra de valores «de saldo») profunda en toda Asia. No obstante, seguimos siendo optimistas con respecto a la renta variable china desde un punto de vista fundamental. Si mejora el flujo de noticias en lo que respecta al volumen y al ritmo del incremento de los tipos de interés estadounidenses, con alguna aclaración o anuncio por parte de la Fed, la atención de los inversores debería volver a centrarse en los fundamentales, así como favorecer las acciones de perfil crecimiento y las cíclicas de perfil *value* en Asia.

## ESTILO DE INVERSIÓN

La última variación de los rendimientos reales ayudó a la parte con mayor riesgo del universo *value* a obtener un sobre rendimiento rápidamente. Profundizando en los detalles del ímpetu del BPA, el perfil *value* ha sido más sólido que el crecimiento en lo que va de año, algo que el mercado aún no ha reconocido del todo. Esta tendencia podría extenderse en los próximos meses, ya que el descuento de valoración del *value* frente al *growth* sigue siendo elevado según su trayectoria histórica y parece que la comunidad inversora todavía está infra ponderada en el segmento *value*.

Las tensiones actuales en las carteras de acciones *value/growth* podrían empeorar en los próximos meses. Si la Fed decide aumentar las compras de activos para mantener los rendimientos reales en un nivel reducido, la medida debería volver a arrastrar los rendimientos reales a la baja, lo que, a su vez, limitaría la caída de las estrategias de perfil *growth* y ofrecería oportunidades futuras de recompra.

---

Una profunda  
**ONDA**  
expansiva sobre  
toda la renta  
variable de  
los mercados  
emergentes

---



Las vacunas no volverán a tener un impacto tan determinante en los mercados. Con el euro a merced de un dólar estadounidense más fuerte, la libra esterlina sigue disparada dada su actual fortaleza en las vacunas. Sin embargo, es la moneda china la que más se ha fortalecido frente a sus homólogas en lo que va de año.



El entorno de la oposición entre la UE y EE. UU. impulsará  
**AL DÓLAR**

### EURO (EUR)

Ahora que son otras las monedas que generan los movimientos del mercado de divisas, el euro ha ocupado últimamente un segundo plano, frenado por varios factores a corto plazo: la ampliación del impulso macroeconómico, el retraso del despliegue de la vacuna (en comparación con el Reino Unido y EE. UU.), y la ligera ampliación de la flexibilización cuantitativa y las compras de bonos por parte del BCE. Como consecuencia, el euro se ha visto a merced de la fortaleza del dólar estadounidense y de otras divisas. A medio plazo, cabe señalar que el punto de partida del euro es ya bastante bajo, lo que nos inclina a pensar que todavía existen muchos riesgos de impacto positivo en un mundo en el que el comercio mundial se recupera gracias al repunte del crecimiento (lo que beneficia a la economía exportadora de la zona euro). Hasta entonces, la reciente volatilidad inducida por el mercado del Tesoro estadounidense supone que tenemos que asumir una banda de fluctuación potencial más amplia, entre 1,17 y 1,23 para el EUR/USD, y los «euroalcistas» tendrán que esperar a que la pandemia empiece a retroceder, cuanto antes mejor.

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

El estrangulamiento de posiciones cortas (*short squeeze*) en el billete verde ha cobrado fuerza a pesar de la postura política cada vez más acomodaticia del Comité de Operaciones del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés). En cambio, los mercados de bonos estadounidenses se han centrado en unas ventas minoristas, relativamente llenas de energía, y en el prometedor despliegue de la vacunación con la Administración del presidente Biden. Aún es pronto para concluir que la mejora del crecimiento económico de EE. UU. generará inflación más allá de una mera fase transitoria. En este sentido, los estoicos funcionarios de la Fed mantienen el beneficio de la duda del mercado, al menos por ahora. Sin embargo, la demanda reprimida de los consumidores estadounidenses, con un nivel de ahorro elevado y los nuevos cheques de estímulo en el bolsillo, la impresionante gestión de la COVID-19 y los índices bursátiles batiendo récords suponen un contraste marcado con la evolución de la pandemia y la frustrante lentitud del despliegue de vacunas en la Europa continental. Este entorno contrapuesto favorecerá el dólar durante más tiempo y superará la preocupación por el déficit gemelo subyacente, al menos a corto plazo, hasta que Europa unifique esfuerzos.

### LIBRA ESTERLINA (GBP)

La libra sigue a todo gas a medida que el Reino Unido pasa a vacunar a los mayores de 50 años y el mercado deja de lado la disputa legal en torno al comercio con Irlanda del Norte, que ha estallado cuando aún no se han cumplido tres meses de la firma del acuerdo comercial (ino ha tardado mucho!). Es una reacción típica de los precios con el fortalecimiento de la libra, la cual, dado su déficit comercial habitualmente elevado, tiende a subir lentamente en los buenos tiempos y a caer rápidamente en las crisis. Seguimos pensando que aún le queda algo de recorrido antes de que llegue el momento de reevaluar, con el mínimo del EUR/GBP tras el Brexit fue de 0,8277 y el máximo del GBP/USD fue de 1,4377, mientras que la tendencia de fortalecimiento sigue indudablemente en marcha, ya que aún no hemos salido de ella en los gráficos (gráfico 7).

la baja en la fortaleza manteniendo un estrecho equilibrio comercial ponderado con su nuevo socio comercial número uno, Europa. Como media de contrapeso necesaria, ahora se habla de que podría observarse una relajación de los draconianos controles de capital en el límite de conversión de 50.000 dólares al año para los residentes en el continente autorizados a comprar moneda extranjera solo para viajar, estudiar o trabajar. Esta consideración de un umbral más elevado con posibles nuevas vías de inversión extranjera demuestra la difícil tarea de la deseada internacionalización del renminbi, aunque sea de la forma más gradual posible. Mantenemos el optimismo ante cualquier oportunidad de retroceso correctivo.

### ORO

El metal amarillo ha sufrido un duro golpe en marzo, ya que la tenencia de ETF ha seguido cayendo, lo que demuestra un repliegue de los inversores a corto plazo, siguiendo la tendencia a la baja que se ha producido desde el máximo histórico alcanzado en agosto. Este movimiento también posee una marcada correlación con el aumento de los tipos reales a largo plazo en EE. UU. No obstante, el ritmo de depreciación sigue siendo moderado y no hemos observado nada parecido a las caídas de marzo de 2020, cuando los inversores liquidaron posiciones para financiar las necesidades de efectivo, por lo que esta variación sigue pareciendo una corrección saludable respecto a unos niveles elevados. Sin embargo, aunque sigue creciendo el temor a la inflación y la Fed mantiene la contención de los tipos reales a largo plazo, es posible que el oro vuelva a ser el centro de atención por su papel de cobertura de la inflación. Justo por debajo de los mínimos recientes se encuentran soportes importantes, en torno a 1.660-1.680, niveles en los que empieza a ser muy atractivo.



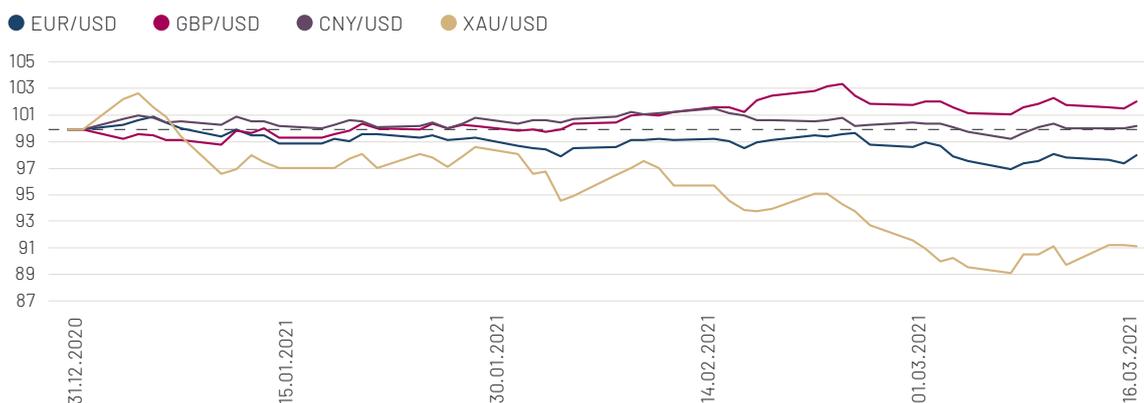
¿Posible relajación de los controles de capitales en CHINA?

### RENMINBI (CNY)

El excepcional regreso de China al crecimiento económico ha sido bien recibido y problemático, a partes iguales. La presión sobre el Banco Popular de China ha aumentado por la oleada de liquidez derivada de las políticas de estímulo del extranjero. El capital sigue entrando a raudales y sin coberturas a los mercados chinos, que ofrecen una atractiva alternativa de rendimiento «real». Además, el aumento de la demanda de exportaciones de suministros médicos chinos ha impulsado aún más su superávit comercial, hasta llegar a nuevos récords. No es de extrañar que la moneda china, que ya cuenta con la mejor trayectoria de todos los miembros del G20 en los periodos de 5, 3 y 1 año, se haya fortalecido aún más frente a sus homólogas en lo que va de año.

Por ello, su banco central ha comenzado a intervenir, tal como se esperaba, y a «influir» a

GRÁFICO 7: LA LIBRA ESTERLINA SE DISPARA EN EL 1T DE 2021, 100 = 31.12.2020



Fuentes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



## ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

### TENDENCIA MACROECONÓMICA: UN AÑO DE RECUPERACIÓN

- Recuperación a varias velocidades: China pasando ya por el pico de la aceleración, EE. UU. en un año de auge y una Europa rezagada que, según lo previsto, se pondrá al día en el segundo semestre de 2021 (es más una recuperación retrasada que una doble recesión).
- El crecimiento mundial es superior al 5%, lo que constituye un entorno favorable para los activos de riesgo en todo el mundo.

### COMBINACIÓN DE POLÍTICAS: ¿UN ESTÍMULO EXAGERADO?

- En EE. UU., una política fiscal y monetaria excepcionalmente procíclica y coordinada.
- En Europa, un ambicioso plan de recuperación, pero menos centrado en el inicio del periodo y menos orientado a la demanda que en EE. UU.
- En China, una ligera restricción de la liquidez, aunque un conjunto de políticas de apoyo general y una normalización muy progresiva.

### EL AUMENTO DE LA PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS SE PONE EN MARCHA

- Un camino lleno de baches en el aumento de la pendiente con una gran sensibilidad a la evolución de la macroeconomía y las políticas a corto plazo.
- Aumento de nuestro objetivo de rendimiento a 10 años del 1,8% al 2% en el segundo semestre del año, con posibilidades de superarlo. Aquí se refleja el plan de estímulo de 1,9 billones de dólares, la propuesta del plan de infraestructuras que se avecina, los precios elevados de la energía y una fuerte recuperación de EE. UU. que justifica

la normalización de los tipos a largo plazo más allá de los puntos de equilibrio de la inflación, que han aumentado rápidamente desde el año pasado.

### FUNDAMENTALES BOTTOM-UP

- Buena temporada de presentación de resultados del cuarto trimestre de 2020 y un año de crecimiento de dos dígitos en el BPA, con Europa por delante de EE. UU. gracias a los fuertes efectos de base en los sectores value y cíclicos, que contribuyen en gran medida a la recuperación de los beneficios.
- Descenso de las tasas de morosidad y proceso de reducción del apalancamiento en 2020 que debería conducir a una migración positiva de la calificación crediticia más adelante.

### VALORACIONES Y CLIMA INVERSOR

- Las valoraciones elevadas dejan un margen de error limitado y siguen siendo vulnerables a una aceleración del aumento de la pendiente de los tipos.
- Sigue existiendo una gran polarización de las valoraciones entre sectores, lo que contribuye a la rotación.
- En cuanto a los márgenes de crédito, la disminución de los diferenciales empuja a los inversores a los segmentos de más riesgo del mercado.

### FACTORES DE RIESGO/ HIPÓTESIS ALTERNATIVAS

- Aumento excesivo de la pendiente de la curva de tipos de interés: la tendencia a 10 años por encima del 2%, lo que podría ser perjudicial para la renta variable.



# 2%

objetivo de  
rendimiento  
estadounidense  
a 10 años en el  
segundo semestre  
de 2021

## CONVICCIONES DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

### RENTA VARIABLE

- Visión optimista sobre la renta variable y rotación continuada hacia las acciones value (posiciones cíclicas y de reflación).
- Convicción de sobreponderación de la renta variable europea, a pesar del retraso en la recuperación macroeconómica, ya que Europa ofrece un ámbito propicio para las tesis value y se beneficia de un dólar potencialmente más alto.
- Opinión neutral sobre la renta variable estadounidense, dado el aumento de las valoraciones y la mayor vulnerabilidad del estilo calidad/crecimiento al aumento de los tipos de interés en EE. UU.
- Mantenemos una visión optimista sobre la renta variable asiática, centrada en China y diversificada en el sudeste asiático cíclico; prudencia en América Latina, que podría ser más vulnerable a la subida de los tipos estadounidenses.

### RENTA FIJA

- Mantenemos una infraponderación moderada en la duración.
- Visión optimista sobre el carry en los bonos corporativos del alto rendimiento y la deuda financiera.
- *Investment grade*: rentabilidad total vulnerable a la subida de los tipos.
- Bonos asiáticos: siguen siendo una convicción válida con un interesante perfil de riesgo/remuneración a pesar de su vulnerabilidad a los tipos estadounidenses.

### DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

- Factores favorables a corto plazo para el dólar estadounidense (divergencias en combinación de políticas y tendencia macroeconómica) a pesar del debilitamiento de los fundamentales externos. El EUR/USD repuntará en el segundo semestre de 2021. Visión optimista sobre el yuan renminbi continental.
- Opinión más prudente sobre el oro y otras monedas refugio (franco suizo y yen) a corto plazo. Sin embargo, el oro podría verse favorecido si la inflación aumenta y la Fed decide controlar la curva.

## 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)	=/+	-
Zona euro (EUR)	=/-	+
Reino Unido (GBP)	=	+
Suiza (CHF)	=/-	=
Japón (JPY)	=/-	=
Brasil (BRL)	=/-	=
China (CNY)	=	+
Oro (XAU)	=/-	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

Continúa  
**LA ROTACIÓN**  
 hacia las acciones  
 value

# 08 • Estado del mercado (moneda local)

## VISIÓN GENERAL DE MERCADOS

DATOS A 16 DE MARZO DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,62%	30,38	70,47
Francia 10A	-0,09%	3,10	25,60
Alemania 10A	-0,34%	1,20	23,50
España 10A	0,31%	2,00	27,00
Suiza 10A	-0,27%	-1,60	27,90
Japón 10A	0,10%	2,10	8,30

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	43,33	-3,69%	-4,24%
Deuda pública EUR	220,69	-0,07%	-0,66%
Deuda corporativa EUR (HY)	209,85	0,05%	1,35%
Deuda corporativa USD (HY)	318,58	-1,02%	0,13%
Deuda pública EE. UU.	320,99	-0,83%	-1,50%
Deuda corporativa emergente	52,10	-1,31%	-1,88%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,10	1,86%	1,80%
GBP/USD	1,39	-0,09%	1,62%
USD/CHF	0,92	3,61%	4,46%
EUR/USD	1,19	-1,68%	-2,56%
USD/JPY	109,00	2,79%	5,57%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	19,79	-1,67	-2,96

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	3.962,71	0,77%	5,50%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.803,61	0,81%	5,31%
Stoxx Europe 600	426,82	1,82%	6,96%
Topix	1.981,50	0,84%	9,80%
MSCI World	2.823,69	-0,16%	4,97%
Shanghai SE Composite	5.079,36	-12,54%	-2,53%
MSCI Emerging Markets	1.349,07	-6,46%	4,48%
MSCI Latam (América Latina)	2.310,94	-4,42%	-5,74%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	262,66	1,31%	8,87%
MSCI Asia Ex Japan	886,06	-7,08%	5,12%
CAC 40 (Francia)	6.055,43	4,65%	9,08%
DAX (Alemania)	14.557,58	3,51%	6,11%
MIB (Italia)	24.261,12	3,50%	9,12%
IBEX (España)	8.657,70	6,18%	7,23%
SMI (Suiza)	10.944,48	0,34%	2,25%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.708,00	9,64%	11,56%
Oro (USD/Onza)	1.731,40	-3,51%	-8,79%
Crudo WTI (USD/Barril)	64,80	7,91%	33,55%
Plata (USD/Onza)	25,97	-4,94%	-1,66%
Cobre (USD/Tonelada)	8.960,50	6,60%	15,38%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,56	-18,12%	0,91%

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

DICIEMBRE 2020	ENERO 2021	FEBRERO 2021	DESDE 4 SEMANAS	01.01.21 A 16.03.21
11,60%	3,98%	3,08%	1,82%	9,80%
7,15%	2,97%	2,61%	1,31%	8,87%
6,62%	2,70%	2,45%	0,84%	6,96%
6,32%	1,07%	2,31%	0,81%	5,50%
5,06%	0,23%	1,83%	0,77%	5,31%
4,14%	-0,80%	1,22%	-0,16%	5,12%
3,71%	-0,82%	1,19%	-4,42%	4,97%
3,10%	-1,05%	0,73%	-6,46%	4,48%
2,84%	-1,11%	-0,28%	-7,08%	-2,53%
2,48%	-6,80%	-3,10%	-12,54%	-5,74%

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 supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** la presente Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (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<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, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street-Al 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, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **En Miami:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea 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 19.03.2021.

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.

