

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – OCTUBRE DE 2020

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



FOCUS

INFLACIÓN: ¿LA DIVISIÓN DEL ATLÁNTICO?

RENTA VARIABLE

¿CORRECCIÓN A CORTO PLAZO?

3 EDITORIAL
"EL FUTURO NO ES MÁS INCIERTO QUE EL PRESENTE"
WALT WHITMAN

4 FOCUS
INFLACIÓN: ¿LA DIVISIÓN DEL ATLÁNTICO?

7 MACROECONOMÍA
RECUPERACIÓN ECONÓMICA:
KEEP CALM AND CONSUME

9 RENTA VARIABLE
¿CORRECCIÓN A CORTO PLAZO?

11 RENTA FIJA
LA BÚSQUEDA DE LA INFLACIÓN

13 DIVISAS
NUESTRO ANÁLISIS

14 ASIGNACIÓN DE ACTIVOS
HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

16 ESTADO DEL MERCADO
PANORAMA DE MERCADOS

17 GLOSARIO

EDITORIAL



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

"EL FUTURO NO ES MÁS INCIERTO QUE EL PRESENTE" WALT WHITMAN

Estimado/a lector/a:

¿Las expectativas de los consumidores y las empresas son la mejor guía para el crecimiento futuro, como suelen establecer los economistas?

2020 es un año tan inusual que los indicadores tradicionales utilizados por los estrategas y gestores para medir el ímpetu económico corren el riesgo de enviar firmes señales erróneas, desdibujadas tanto por los efectos de base como por la psicología. Después de que las sorprendentes encuestas macroeconómicas de julio alcanzaran los niveles más elevados del ciclo de 2017/2018, los índices de gestores de compras volvieron a niveles más neutros en agosto, lo que podría llevarnos a revisar a la baja nuestras expectativas para la recuperación del tercer trimestre. El Banco de Francia acaba de enviar un mensaje diferente y ha mejorado su estimación de crecimiento del tercer trimestre al 16%. En cierto modo, los participantes precavidos están calentando motores, mientras que los que buscan ímpetu se relajan.

En este inusual contexto, están desarrollándose nuevos indicadores basados en la inteligencia artificial, como los rastreadores de movilidad, que sugieren que Europa puede volver a sus niveles de febrero. Es difícil extraer conclusiones de estos indicadores pero, a escala mundial, los datos contradictorios y desiguales favorecerían, en general, la volatilidad de las expectativas de inflación y de las monedas, y el aumento de los rumores antes de las reuniones de los bancos centrales.

Esto es lo que ha sucedido en parte en los últimos dos meses, con un cierto ímpetu en la normalización de la inflación potencial que ha llevado a un aumento de la pendiente de las curvas de los tipos de EE. UU. y Europa. Ese momento no duró mucho, ya que en agosto la inflación de la zona euro llegó a cotas negativas y el Banco Central Europeo (BCE) destacó la presión deflacionaria derivada de un euro más fuerte.

La aceleración del cambio tecnológico parece más fácil de prever. En un entorno de crecimiento reducido, en el que muchos sectores se enfrentan a importantes incertidumbres, las empresas favorecidas por los motores del crecimiento estructural endógeno se benefician de una prima de valoración. Sin embargo, algo grande está cociéndose detrás de los precios de las acciones. Puede que estemos siendo testigos de una de las transferencias de valor más importantes de las últimas décadas. Tras una importante transferencia de valor a los fabricantes de petróleo en los años 70, a las empresas de telecomunicaciones en los 90 o a los bancos en la década de 2000, el ciclo estructural de la tecnología se acelera y capta una proporción mayor de los beneficios del S&P, no solo la valoración. Esta no es únicamente una historia de mercado, sino también un reflejo de nuestra vida cotidiana que es, nos guste o no, cada vez más digital. Sin embargo, no debería ocurrir a cualquier precio, por lo que la reciente corrección técnica es un ajuste saludable.

Este periodo de aceleración es también una oportunidad para cambiar las reglas del juego. En Estados Unidos, para evitar cualquier debate sobre la pertinencia de la política de tipo de interés cero en una economía en recuperación con una inflación que podría superar el umbral del 2% en 2021, Jerome Powell básicamente cambió las reglas del juego y adoptó un objetivo de inflación media, una idea que ya estaba presente en la visión de Janet Yellen, pero que nunca llegó a formalizarse.

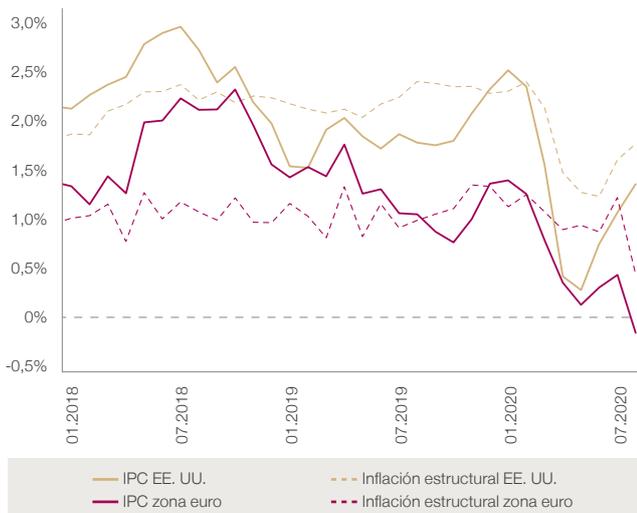
Una cosa es cierta: la historia nos enseña que las crisis suelen ser tiempos en los que los líderes de los países y los sectores cambian. En resumen, ser miope en la inflación, la volatilidad o el análisis técnico de los índices es la mejor manera de perderse las transformaciones a largo plazo del capitalismo, llamadas revoluciones industriales.

FOCUS

INFLACIÓN: ¿LA DIVISIÓN DEL ATLÁNTICO?

Ambos lados del Atlántico están experimentando actualmente caídas históricas de la actividad y aumentos de los déficits públicos. Sin embargo, la reciente evolución de los precios ha sido diferente en la zona euro que en Estados Unidos. Creemos que se trata de un fenómeno temporal y que la presión sobre los precios, aparte de los efectos técnicos y los efectos de base de los precios de la energía, sigue siendo reducida a escala mundial.

INFLACIÓN: ESTADOS UNIDOS FRENTE A ZONA EURO, %



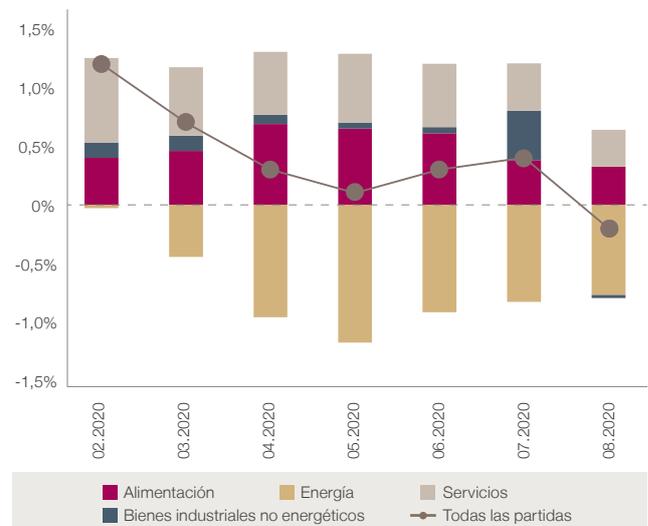
Fuentes: Eurostat, Bureau of Labour Statistics, Datastream, Indosuez Wealth Management.

ZONA EURO: INFLACIÓN NEGATIVA, ¿QUÉ ESTÁ PASANDO?

La inflación en la zona euro decepcionó a los mercados en agosto, ya que la inflación global alcanzó cifras negativas por primera vez en más de cuatro años. Los precios de la energía fueron el principal factor responsable de la caída de los precios, aunque en menor medida que en los meses anteriores. La inflación subyacente (que excluye las categorías más volátiles de los alimentos y la energía) también se redujo del 1,2% de julio al 0,4% de agosto. El incremento de los precios de los bienes industriales no energéticos también ha ido disminuyendo. No obstante, nuestra principal preocupación sigue siendo la evolución de los precios de los servicios, tradicionalmente una fuente de inflación de los precios y que supone casi la mitad de la cesta de bienes utilizada para medir los precios en la zona euro.

Estos últimos solo aumentaron un 0,7% anual en agosto de 2020, frente al 1,3% del mismo mes de 2019. En efecto, la pandemia ha perjudicado desproporcionadamente al sector servicios, que ha sufrido reducciones drásticas en los precios en las aerolíneas y los hoteles, por ejemplo. También se han dado efectos técnicos por el reciente recorte del IVA en Alemania y el retraso de las ventas estivales.

ZONA EURO: CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN POR SUBCOMPONENTE, %



Fuentes: Eurostat, Indosuez Wealth Management.

INFLACIÓN EN EE. UU.: SUPERIOR A LAS EXPECTATIVAS INICIALES DEL MERCADO EN AGOSTO

La tasa de inflación anual en Estados Unidos aumentó al 1,3% en agosto de 2020 respecto al 1% de julio y superó así las previsiones del mercado, del 1,2%. Este aumento de los precios está vinculado a una caída menos significativa de los precios de la energía (-9% a lo largo del año en comparación con el -11,2% de julio). Sin embargo, la inflación subyacente también se aceleró en agosto al 1,73% frente al 1,57% de julio. Esta variación está relacionada con un fuerte incremento del precio de los coches de segunda mano (que representa el 40% del aumento de la inflación total). La pandemia provocó que los consumidores dejaran el transporte público y redujeran la demanda de automóviles nuevos, lo que llevó a que los precios de los automóviles usados se dispararan hasta alcanzar máximos de los últimos 50 años. En sentido contrario, al igual que en Europa, los precios volvieron a bajar en los servicios, en particular, en el transporte y la ropa (-5,9% frente al -6,5%). Los precios de los alimentos y la vivienda se mantuvieron estables.

FOCUS

INFLACIÓN: ¿LA DIVISIÓN DEL ATLÁNTICO?

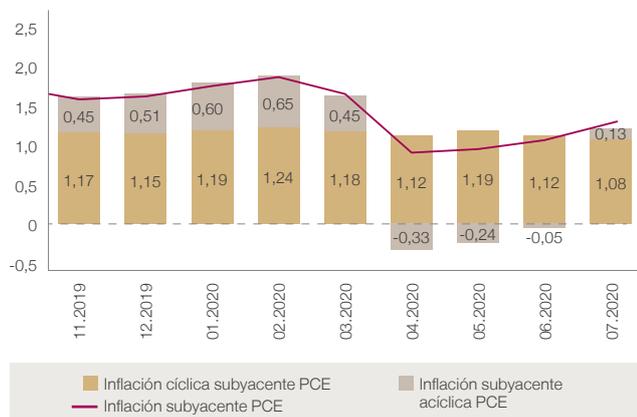
LOS COMPONENTES ACÍCLICOS CONTRIBUYEN A LA REDUCCIÓN DE LA PRESIÓN SOBRE LOS PRECIOS EN EE. UU.

Si observamos más de cerca la dinámica de la inflación en EE. UU., el gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) está considerado el indicador de inflación preferido por la Reserva Federal. Basándonos en los métodos descritos en Mahedy & Shapiro (2017), el indicador de la inflación PCE puede descomponerse en dos categorías:

- Componentes cíclicos, que incluyen las categorías en que los precios tienden a ser más sensibles a las condiciones económicas generales (por ejemplo, los precios de las líneas aéreas);
- Componentes acíclicos, que incluyen las categorías más sensibles a los factores específicos del sector (por ejemplo, los precios de la atención sanitaria que pueden ser administrados por los Gobiernos).

Los datos muestran que las presiones cíclicas sobre la inflación solo se han desacelerado ligeramente desde el comienzo de la crisis. La caída del componente acíclico fue mucho más marcada, aunque aumentó en julio por primera vez en tres meses gracias a un pequeño aumento de los precios de la atención sanitaria, mientras que los precios acíclicos no relacionados con este sector continuaron su descenso de cuatro meses.

INFLACIÓN EN EE. UU.: EL COMPONENTE CÍCLICO FRENTE AL ACÍCLICO



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.

Asimismo, en un reciente documento de trabajo de Shapiro (agosto de 2020) se analizaron los efectos de la COVID-19 en las categorías de precios sensibles a la oferta y a la demanda. Se llegó a la conclusión de que la mayor parte de la disminución del PCE de la inflación subyacente tras la pandemia era atribuible a los sectores que experimentaban una demanda negativa. Por lo tanto, estos factores negativos deberían comenzar a desaparecer a medida que vaya avanzando la recuperación. Esto puede explicar por qué las expectativas de inflación del mercado, aunque estén ancladas, siguen incorporando un nuevo aumento de los precios.

EXPECTATIVAS SOBRE LA INFLACIÓN, %



Fuentes: Datastream, Indosuez Wealth Management.

¿Y DESPUÉS? SE PREVÉ UN DIFERENCIAL CONTINUADO DE LA INFLACIÓN

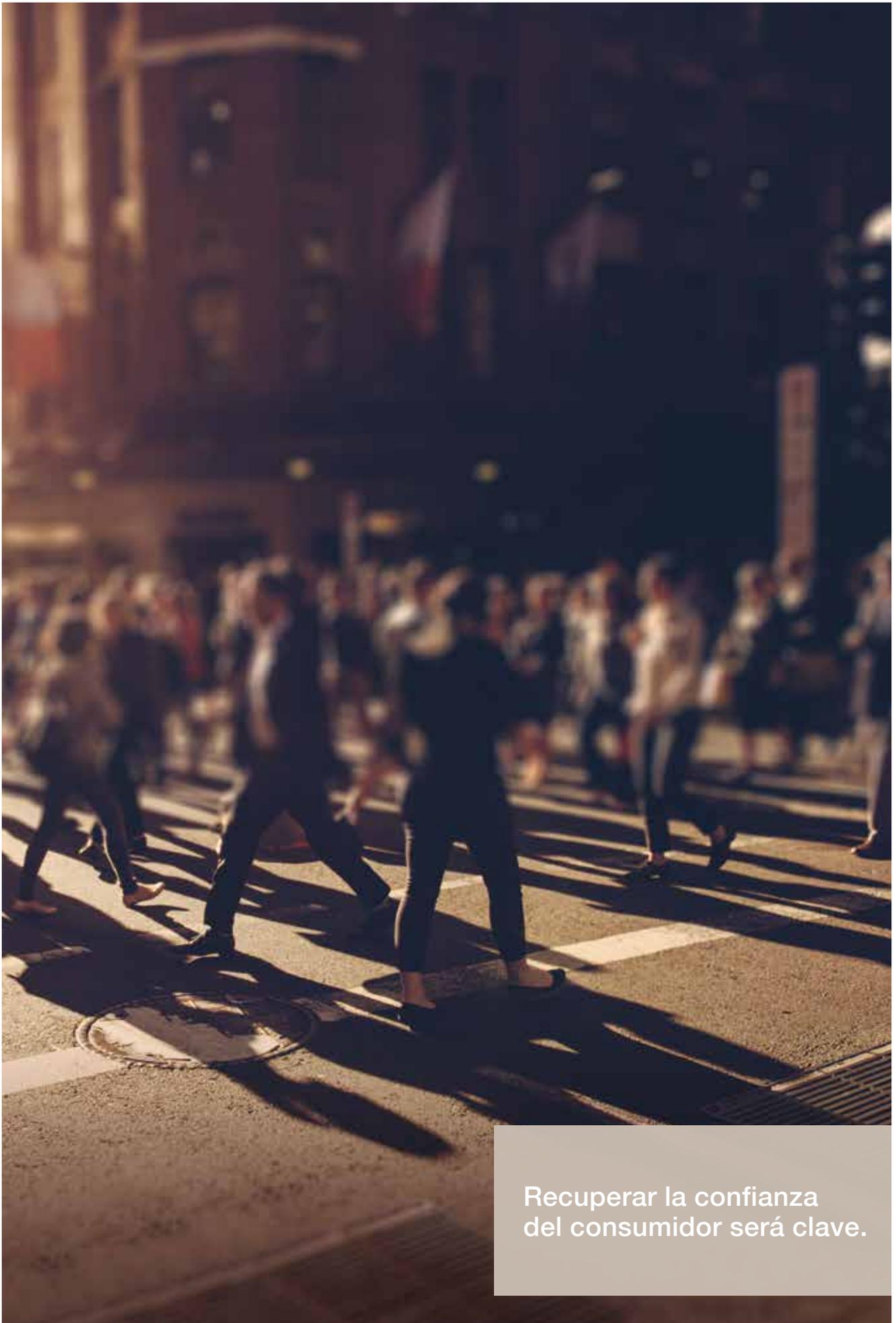
A medida que los precios de la energía se van recuperando de su caída en abril de 2020, en los próximos meses deberíamos prever efectos de base positivos sobre la inflación en ambos continentes.

Sin embargo, las diferencias en la evolución de los precios continuarán, ya que el fortalecimiento del euro se traducirá en una presión a la baja por la disminución de los precios de las importaciones en la zona euro y lo contrario ocurrirá en EE. UU., dada la reciente depreciación del dólar. Las repercusiones de la recesión en el mercado laboral ejercerán una presión a la baja sobre los precios, pero es probable que el ajuste del mercado laboral sea más rápido en EE. UU. que en Europa.

Más allá de estos efectos, los fundamentales se ven presionados debido a la crisis, especialmente, por el lado de la demanda, y los bancos centrales seguirán centrándose más en el crecimiento que en la inflación. Todo ello es acorde con el cambio de política innovador de la Reserva Federal (Fed) sobre un "nuevo objetivo de inflación media" (AIT, por sus siglas en inglés) del 2%, que le permitirá dejar aumentar la inflación y mantener los tipos de interés reducidos durante los próximos años (hasta finales de 2023, para ser exactos) con el fin de no entorpecer una recuperación económica ya con bastantes obstáculos.

Básicamente, lo que el presidente de la Reserva Federal, Powell, podría esperar conseguir es reforzar las expectativas de inflación para que la población asuma que esta no será inferior al objetivo del 2% y, en teoría, estimular la economía convenciendo a los consumidores de que la inflación será elevada en el futuro y, por lo tanto, es mejor gastar ahora que más adelante.

Por último, esperamos que la inflación en EE. UU. gravite alrededor del 1,2% en 2020 y se acelere en 2021, aunque manteniéndose por debajo del objetivo inicial de la Reserva Federal del 2%. En la zona euro, la inflación, que actualmente se encuentra en un nivel menor, debería seguir siendo reducida en 2020 (0,25%) y, con una aceleración moderada en 2021, permanecer por debajo del 1%, ya que la recuperación suelen tardar en afianzarse.



Recuperar la confianza
del consumidor será clave.

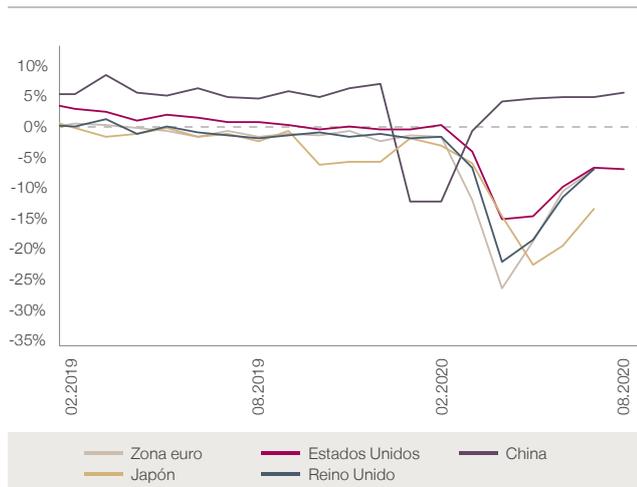
MACROECONOMÍA

RECUPERACIÓN ECONÓMICA: KEEP CALM AND CONSUME

Después de un verano lleno de grandes esperanzas por los repuntes del mercado y los datos optimistas de las encuestas económicas, los datos concretos y reales han demostrado que la recuperación mundial será progresiva y se verá impulsada, en gran medida, por las políticas.

El repunte de la producción industrial comenzó a debilitarse en julio en Europa (+4,1% durante el mes en comparación con el +9,5% de junio). En EE. UU., la producción industrial decepcionó en agosto (con solo un 0,4% en el mes, en comparación con una previsión de consenso del 1%), pero se debió principalmente a factores climáticos temporales. A ambos lados del Atlántico, la producción se mantiene un 7% por debajo del mismo periodo del año pasado. Sin embargo, hay motivos para ser optimistas cuando miramos a China, donde el confinamiento terminó en febrero y la incipiente recuperación ya parece estar ampliándose en ausencia de una segunda oleada de la COVID-19. China, ha utilizado su antiguo modelo económico de construcción, inversión y exportaciones de gama baja para apuntalar su economía y la producción industrial ha crecido ya durante cinco meses consecutivos sobre una base anual (en el 5,6% en agosto).

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, INTERANUAL, %



Fuentes: National sources, Datastream, Indosuez Wealth Management.

En cuanto al sector servicios, la recuperación de sus índices PMI se estancó en el conjunto de la zona euro en agosto. La pandemia ha restringido la recuperación de la actividad en todo el mundo, especialmente, porque la segunda ola afecta en gran medida a las economías orientadas a los servicios, como Francia, España y la India.

En cuanto a la demanda, las ventas minoristas han empezado a recuperarse, aunque a un ritmo lento. En China pasaron a ser ligeramente positivas por primera vez en agosto (0,5%) después de un descenso de siete meses.

En el mundo desarrollado, el comercio minorista espera con ansiedad que los consumidores se sientan lo suficientemente seguros como para gastarse los ahorros acumulados en el confinamiento y consuman. Sin embargo, llevará tiempo, ya que la recuperación del empleo se está recuperando lentamente. En EE. UU., las nóminas de los trabajadores no agrícolas aumentaron 1,371 millones en agosto, frente a los 1,734 millones en julio (11,5 millones por debajo del nivel anterior a la pandemia).

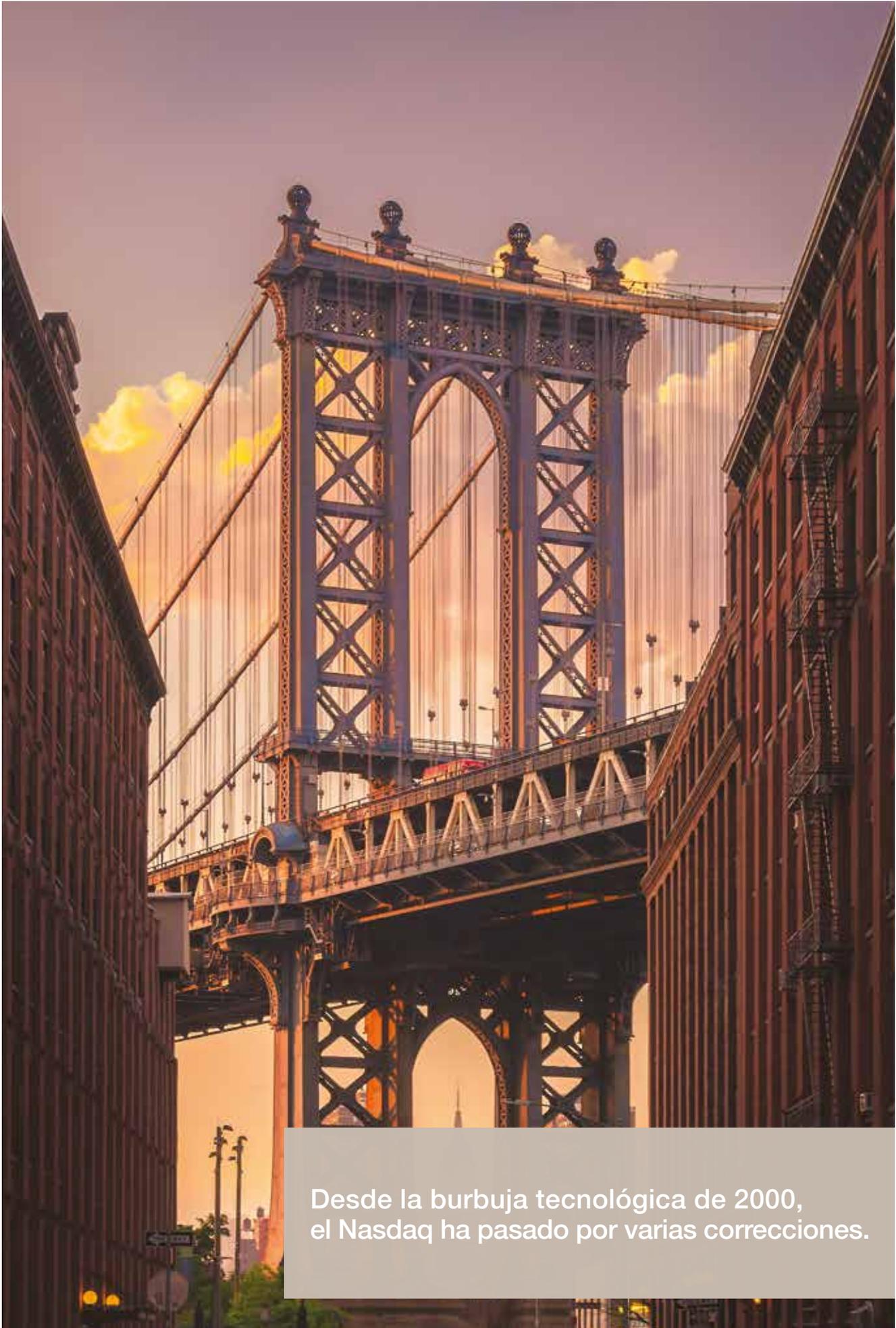
La evolución de la tasa de desempleo de la zona euro sigue siendo relativamente plana (7,9% en julio frente a 7,7% de junio) en comparación con la de EE. UU. (8,4% en agosto frente al 10,2% de julio y 4,4% en marzo), ya que en Europa se sigue recurriendo a planes de incentivos laborales a corto plazo de forma considerable. Los planes nacionales de estímulo anunciados en Francia y Alemania (y los que pronto se anunciarán en Italia y España), difieren en sus políticas de objetivos, pero en última instancia tienen por objeto mejorar el consumo (un tipo reducido de IVA en Alemania a partir de julio) o fomentar la capacidad de empleo de las empresas (ampliación de los planes de incentivos laborales a corto plazo y reducción de los impuestos sobre la producción introducidos en el paquete francés). Sin embargo, se espera que la tasa de desempleo aumente más en la zona euro en 2020 a medida que nos acerquemos al final del año (previsión anual del BCE del 8,5%), mientras que se prevé una caída en EE. UU. (7,6% según las últimas proyecciones del FOMC).

CRECIMIENTO MÁS MODESTO E INCERTIDUMBRE POLÍTICA EN EL CUARTO TRIMESTRE

Ahora que el número de casos de la COVID-19 empieza a disminuir en EE. UU., aunque vuelve a los niveles máximos en Europa, empieza a sentirse que la pandemia tardará más en desaparecer y es muy probable que tenga efectos a largo plazo en el potencial de crecimiento. Además, con los ratios de deuda pública en máximos históricos (incremento del 114% del PIB en promedio en las economías del G7, hasta el 134%, en 2020), el apoyo de los bancos centrales seguirá siendo esencial para mantener los diferenciales reducidos, ya que la recuperación de la demanda tardará en afianzarse.

Mirando hacia el futuro, la recuperación de la confianza de los consumidores será un indicador clave a seguir de cerca (los índices de EE. UU. y de la zona euro se mantienen un 30% por debajo de los niveles anteriores a la crisis de la COVID-19, en comparación con el 7% de China). Esperamos observar cifras de crecimiento del PIB más moderadas en el cuarto trimestre después del fuerte repunte del tercer trimestre. El final del año también se caracterizará por un marcado retorno del riesgo político en EE. UU., el Reino Unido (Brexit) e incluso en otros lugares de Europa, con la reciente agitación política aparecida en Turquía y Grecia.

Los mercados emergentes, en su conjunto, se contraerán por primera vez en 2020 (-1,2%, según las estimaciones del FMI). China es una de las pocas excepciones de las que se espera que registre previsiones de crecimiento positivas en 2020 (junto a Egipto). La política monetaria y fiscal cuenta con menor margen de maniobra en la mayoría de los mercados emergentes, en particular, en el caso de países latinoamericanos, como Brasil y, en menor medida, México.



Desde la burbuja tecnológica de 2000, el Nasdaq ha pasado por varias correcciones.

RENDA VARIABLE

¿CORRECCIÓN A CORTO PLAZO?

- La reciente corrección observada en EE. UU. ha desencadenado muchas preocupaciones entre los inversores, en particular, sobre un posible final del repunte. La recuperación de más del 60% desde el mínimo (S&P 500), unido al posicionamiento extremo en las opciones de compra, incrementó considerablemente las probabilidades de una corrección a corto plazo.
- Si la reciente oleada de ventas no se intensificara más, todo el episodio podría terminar simplemente animando a los alcistas a comprar aprovechando la bajada. El motor del repunte permanece intacto por el momento.
- El nuevo marco de política monetaria de la Fed confirma que esta mantendrá los tipos a corto plazo en niveles extremadamente reducidos, incluso si la inflación se recupera y aumenta la probabilidad de las vacunas, lo que podría desencadenar un giro cíclico y añadir ímpetu a la tendencia de los beneficios, ya liderada por la revolución digital.

VALORACIONES

El ratio precio-beneficio (PER) forward del S&P 500 se ha movido recientemente a su máximo desde finales los 90 y se basa en las proyecciones del IBES, que implicaban un repunte del 27% en 2021 respecto a 2020. Incluso después de la reciente corrección del S&P 500, el PER de 2021 sigue siendo de 20,6 veces, una prima del 20% sobre la media histórica. Eso limitaría el potencial alcista si, por otro lado, otras clases de activos no ofrecieran una rentabilidad tan pobre. Incluso a estos niveles, desde el punto de vista de la prima de riesgo, la renta variable sigue siendo más atractiva que la renta fija.

ESTADOS UNIDOS

La incertidumbre que domina las elecciones presidenciales estadounidenses mantiene la volatilidad implícita en niveles elevados. Cuando se supere la cita electoral, la volatilidad debería disminuir y así atraer el flujo de ciertos fondos sistemáticos.

Antes de llegar a esto, el mercado estadounidense debería seguir animado. Septiembre es tradicionalmente un mes mediocre para la renta variable y aún más en los años de elecciones presidenciales. El mes se caracteriza por un flujo reducido de noticias corporativas y, como resultado, la atención de los inversores está dominada por los rumores que rodean a los debates políticos. De hecho, históricamente, el mínimo del mercado suele llegar alrededor del 10 de octubre, que es el comienzo de la temporada de publicación de resultados del tercer trimestre.

EUROPA

Los mercados europeos se han movido de forma lateral, en términos generales, desde finales de mayo. Recientemente, han disfrutado de tendencias de revisiones de BPA mucho mejores que en primavera. Esta mejora está respaldada por: una temporada de presentación de resultados del primer semestre mejor de lo esperado, la progresiva recuperación económica y el apoyo de las Administraciones públicas (Gobiernos, Fondo de Recuperación de la UE y el BCE). La evolución del BPA en Europa para este año y el próximo sigue estando, sin embargo, por debajo de las tendencias de EE. UU. El descuento de valoración frente al resto del mundo está justo por debajo de la media histórica, por lo que este punto no es lo suficientemente sólido como para justificar por sí mismo un sobrerrendimiento de Europa.

MERCADOS EMERGENTES

La mejora continua de los datos económicos de China ha contribuido a un alentador giro en la confianza de los inversores respecto a Asia. Las revisiones de los beneficios han pasado a ser positivas en la región recientemente, en China, Taiwán y la India, en particular.

El reequilibrio económico impulsado por el consumo, las reformas estructurales y la inversión en infraestructuras de China permanecen intactos y probablemente se aceleren como parte de las medidas anticíclicas de crecimiento. Dentro de la región, seguimos sobreponderados en China, neutros en Corea del Sur y Singapur, e infraponderados en la India y ASEAN (p. ej.: Singapur).

PREFERENCIAS SECTORIALES Y ESTILO DE INVERSIÓN

Después de un repunte respecto al mínimo de marzo, el segmento de la tecnología ha sufrido recientemente una rápida oleada de ventas, al igual que el Nasdaq, y ha perdido más del 11% en solo 3 días. Es bastante usual ver este tipo de corrección durante un repunte. Desde la burbuja tecnológica de 2000, el Nasdaq ha pasado por varias correcciones cercanas al 13% antes de que la tendencia alcanzara finalmente su techo, con una rentabilidad total superior al +300%.

Seguimos sobreponderados en la tecnología, y en el estilo *growth* o crecimiento frente al *value* o valor, en particular porque es probable que los rendimientos de la renta fija se mantengan reducidos durante mucho tiempo, los gastos de capital en informática han ido al alza estructuralmente durante muchos años y la reciente crisis ha acelerado la revolución digital.

CONVICCIONES BURSÁTILES FUERTES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



La búsqueda de la inflación nos mantendrá ocupados durante mucho tiempo.

RENDA FIJA

LA BÚSQUEDA DE LA INFLACIÓN

- "Si creemos que las presiones inflacionarias son moderadas y la economía puede lograr un crecimiento equilibrado, podemos mantener los tipos de interés a niveles muy reducidos", Toshihiko Fukui, gobernador del Banco Central del Japón entre marzo de 2003 y marzo de 2008.
- La búsqueda de la inflación nos mantendrá ocupados durante mucho tiempo.

BANCOS CENTRALES

El Banco Central Europeo (BCE) valora los resultados de sus programas de inyección de liquidez elevando su previsión de inflación para 2021 al 1% frente al 0,8% de junio. La subida del euro supone una amenaza para el objetivo de la inflación y el mercado está descontando un recorte de 10 puntos básicos en la primavera de 2021. En el simposio de Jackson Hole, Jerome Powell publicó el nuevo conjunto de objetivos de la Fed: el objetivo de inflación del 2% pasa a ser asimétrico, mientras que el desempleo se convierte en el objetivo principal. Se espera que el Banco de Inglaterra abra la puerta a una mayor flexibilización en noviembre. Un mercado laboral más débil, una inflación reducida y un consumo frágil podrían poner en peligro el objetivo de inflación del 2% y desencadenar más medidas.

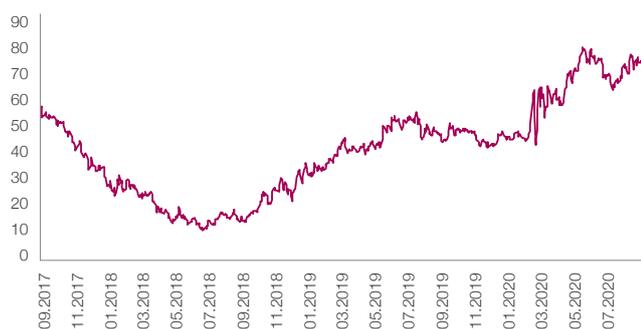
DEUDA PÚBLICA

El cambio de objetivo de la Fed anunciado a finales de agosto en Jackson Hole aumentó la pendiente de la curva de rendimientos de EE. UU. y detuvo temporalmente el repunte de rendimiento que prevaleció durante el verano. En octubre, la UE empezará a emitir bonos para financiar el programa SURE (Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Atenuar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia), como ensayo de las emisiones que se espera que financien el fondo de recuperación de 750.000 millones de euros.

BONOS DE ALTA CALIDAD (IG)

Este año ya ha batido récords en la financiación del sector privado en todos los vencimientos. Esta oferta de bonos se ajusta a la creciente demanda de los inversores y compite con el entusiasmo de los bancos centrales. Muchas empresas prefinanciaron sus necesidades de financiación para finales de año y, probablemente, para principios de 2021. Se prevé que la actividad se desacelere en el último trimestre, debido a la continua demanda y la escasa actividad de emisiones, y los diferenciales deberían mantenerse en el extremo más estrecho de su rango.

DIFERENCIAL DE LA TASA DE INTERÉS DE LOS ESTADOS UNIDOS A 10 AÑOS FRENTE A 30 AÑOS, PB



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

ALTO RENDIMIENTO (HY)

Con más de cien casos de incumplimiento desde principios de año (según Moody's), el mercado *high yield* (alto rendimiento) estadounidense ya supera las cifras de incumplimiento de los años anteriores. Se espera que el pico llegue el primer trimestre de 2021, alrededor del 8,7% a nivel mundial. Los inversores que buscaban rendimiento compraron los bonos con menor calificación: la cesta CCC rindió un 2,44% en agosto, lo que refleja la confianza de los inversores en los activos de riesgo. Como los riesgos exógenos son conocidos, solo podría hacer descarrilar este repunte un aumento de la volatilidad en el mercado de valores.

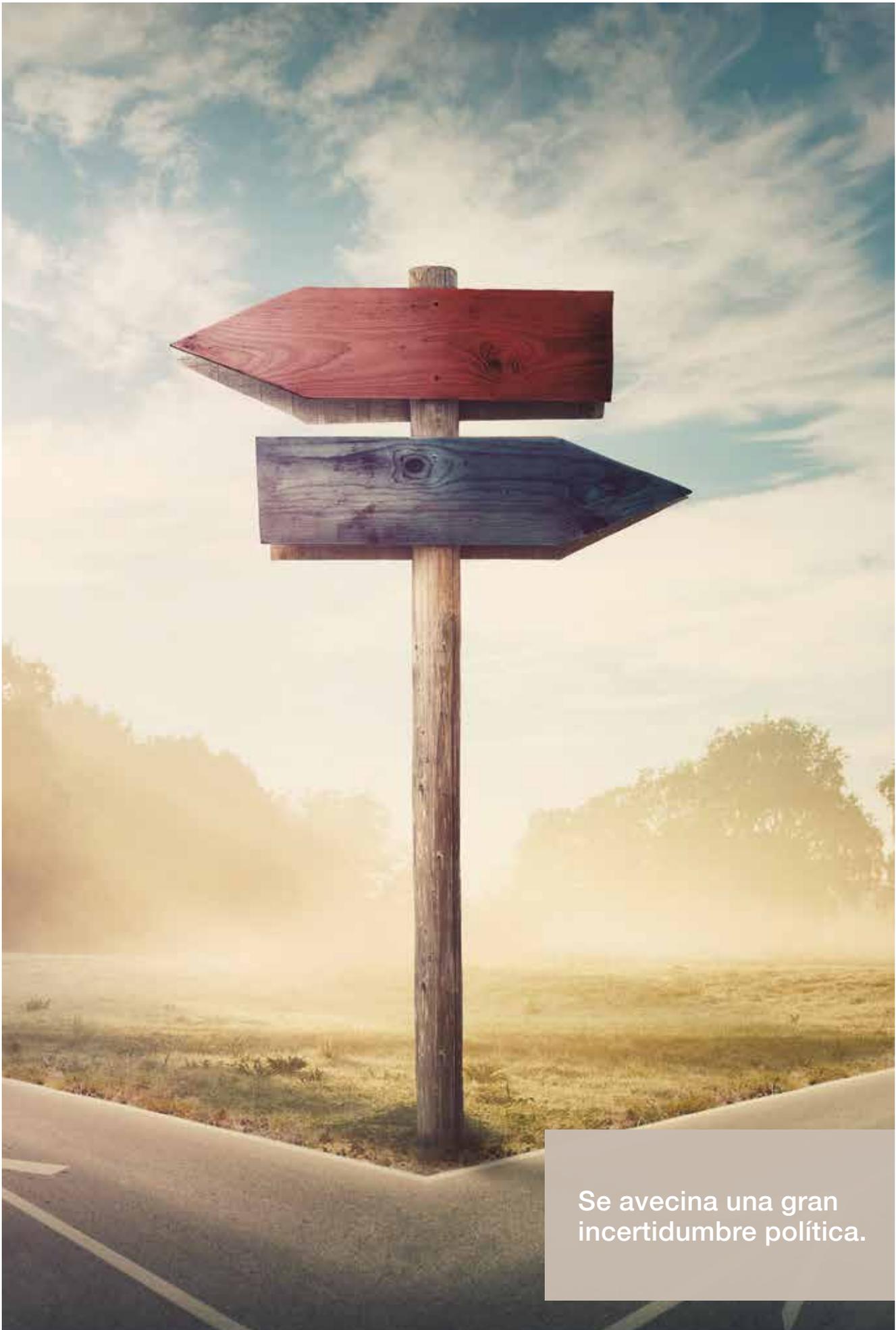
BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

El entorno macroeconómico seguirá siendo incierto, con inquietudes por el debilitamiento del apoyo político y la incertidumbre que rodea a las elecciones estadounidenses, y las tensiones entre EE. UU. y China. Los activos de los mercados emergentes se verán favorecidos por el debilitamiento del dólar estadounidense y una tasa de incumplimiento relativamente moderada en lo que va de año. Creemos que es probable que haya episodios de volatilidad en el segundo semestre del año, pero con oscilaciones muy inferiores. Las discrepancias siguen siendo considerables entre regiones, por lo que seguimos priorizando la deuda corporativa asiática frente a la latinoamericana, por su mejor visibilidad general y su mayor calidad crediticia por término medio.

CONVICCIONES FUERTES DE RENTA FIJA

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
DEUDA PÚBLICA		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=	=
DEUDA CORPORATIVA		
INVESTMENT GRADE EUR	=	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- AND >	=	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ AND <	=	=/-
BONOS DE ENTIDADES FINANCIERAS EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=	+
HIGH YIELD USD/BB- AND >	=	=/+
HIGH YIELD USD/B+ AND <	=/-	=/-
DEUDA EMERGENTE		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Se avecina una gran
incertidumbre política.

DIVISAS

NUESTRO ANÁLISIS

- Los rendimientos "reales" negativos son importantes y persistirán.

EURO (EUR)

Por primera vez desde mayo de 2018, el par EUR/USD superó los niveles de 1,2000 a principios de septiembre, gracias a la debilidad generalizada del dólar. Al mismo tiempo, varios funcionarios del Banco Central Europeo (BCE) expresaron su preocupación por el tipo de cambio.

En su última reunión, el BCE no varió su política monetaria. El consejo de gobierno ha debatido sobre la fortaleza del euro, pero ha acordado que no hay necesidad de reaccionar exageradamente ante sus ganancias. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, añadió que el banco central no se centra en el tipo de cambio, pero destacó la importancia del valor del euro como motor de la inflación.

Como los indicadores de posicionamiento y técnicos están ahora al límite, será más difícil lograr un mayor fortalecimiento del euro.

Esperamos que el par de divisas se negocie dentro de un rango de entre 1,16 y 1,21 antes de las elecciones de EE. UU., muy inciertas.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

En el Simposio Económico de Jackson Hole, la Fed presentó su nuevo marco de objetivos de inflación media flexible (AIT, por sus siglas en inglés). Estas medidas deberían mantener los rendimientos de los tipos reales estadounidenses en niveles históricamente reducido durante más tiempo. El Dot Plot de la Fed (gráfico que registra las previsiones de cada miembro de la Fed) muestra que los tipos se mantendrán cerca de cero hasta el fin de 2023.

Siguiendo la política de relajación de la Fed de principios de este año, el dólar estadounidense ha perdido la ventaja de la tasa de cambio. Las perspectivas de una mayor impresión de dinero por parte de la Fed, el derroche fiscal de EE. UU. y la continuación de los tipos de interés reducidos han pesado sobre el dólar estadounidense.

Después de caer un 10% desde su máximo en marzo pasado, el índice Dólar ha recuperado algo de terreno recientemente.

La perspectiva del dólar debería verse impulsada por la perspectiva de crecimiento de EE. UU. y las elecciones presidenciales en el país dentro de menos de 2 meses. Por último, el dólar es vulnerable a las posibles perspectivas de políticas menos favorables para las empresas si Joe Biden logra la presidencia y los demócratas obtienen el control del Congreso en noviembre.

LIBRA ESTERLINA (GBP)

Septiembre no fue un buen mes para la libra esterlina, ya que el Gobierno británico decidió seguir adelante con la legislación que contradice el acuerdo de retirada del Brexit del año pasado.

El hecho de que la libra esterlina disfrutaran de un verano relativamente sólido supuso que el otoño siguiente solo se ha moderado a niveles de 0,92 EUR/GBP y 1,28 GBP/USD, lo cual esboza un mercado que afirma "estoy nervioso por el Brexit pero no demasiado preocupado". Las negociaciones se intensificarán inevitablemente en octubre y, en la misma postura que seguimos desde hace tiempo, nos mantenemos neutros respecto a la libra esterlina: la situación es demasiado complicada para involucrarse.

YUAN CHINO (CNY)

El yuan ha continuado su recuperación estelar desde 7,10 a menos de 6,80 por dólar estadounidense en septiembre, favorecido principalmente por el debilitamiento del dólar, el evidente éxito de la recuperación económica de China y el "fin de las precauciones de la COVID-19".

También merece la pena señalar que mientras todos estábamos distraídos con las cifras de infecciones diarias, el diferencial de rendimiento entre la deuda pública china y la deuda pública estadounidense a 10 años subió a un nivel récord de 2,50%. Al mismo tiempo, mientras los bancos centrales occidentales se embarcaban en un nuevo proceso de envejecimiento de la moneda emitiendo dinero para financiar los enormes déficits fiscales, los chinos han insistido en atenerse a la ortodoxia monetaria (es decir, no envilecer la moneda).

Así, aunque a corto plazo el yuan chino ya se ha fortalecido significativamente, estamos observando más datos positivos fundamentales a largo plazo que forman una base bajo la moneda, y no nos sorprendería ver un desplazamiento continuado de capitales hacia los mercados chinos para su beneficio.

CONVICIONES FUERTES DE DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
EE. UU. (USD)	=	=/-
EUROZONA (EUR)	=	=/+
REINO UNIDO (GBP)	=	=
SUIZA (CHF)	=/-	=/-
JAPÓN (JPY)	+	=
AUSTRALIA (AUD)	=/+	+
CANADÁ (CAD)	=/+	+
NORUEGA (NOK)	=/+	+
BRASIL (BRL)	=	=
CHINA (CNY)	=/+	+
ORO (XAU)	=	=/+
PLATA (XAG)	=	+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

Perspectivas macroeconómicas

- Las encuestas sobre la actividad y los indicadores de confianza sugieren que el ímpetu macroeconómico se ha debilitado desde julio y que el ritmo de recuperación podría decepcionar en los próximos meses;
- Sin embargo, se espera una recuperación firme en el tercer trimestre, como se refleja en la revisión al alza del PIB del tercer trimestre por parte del Banco de Francia este mes (+16% frente al segundo trimestre de 2020), pero lógicamente se debilitará en el cuarto trimestre;
- La inflación sigue siendo reducida y se prevé que siga siendo negativa en Europa hasta el final del año, pero aumentará en 2021 y se acercará al 1% en Europa y al 2% en EE. UU., lo que no lleva a los bancos centrales a abandonar su postura acomodaticia;
- La combinación de políticas es sólida y las políticas fiscales contribuirán a la aceleración del crecimiento mundial hacia el 5% en 2021;
- Existe una dispersión marcada entre los mercados emergentes, con mejores perspectivas en Asia que en América Latina;
- La COVID-19 sigue siendo el principal riesgo que podría lastrar la recuperación, ya que la segunda oleada ya se ha confirmado en Europa;
- Se espera que las elecciones en EE. UU. estén muy reñidas y la incertidumbre aumenta con el voto por correo; el peor caso para los mercados podría ser una victoria impugnada con un recuento de votos supervisado por el Tribunal Supremo.

Tasas de incumplimiento

- Las tasas mundiales de incumplimiento del alto rendimiento se incrementaron por encima del 6% en agosto según Moody's, principalmente, debido al mercado HY estadounidense (cerca del 9%, con 112 de 137 incumplimientos en lo que va de año) y se concentraron en el sector de la energía, así como en el comercio minorista y los servicios empresariales. Se prevé que la tasa global de incumplimientos en EE. UU. alcance su pico entre este invierno y la primavera de 2021, por encima

del 11% (con un marcado aumento de los incumplimientos también previsto en hoteles, juegos y ocio), antes de contraerse hacia el 9% en el verano de 2021. Sin embargo, otras fuentes sugieren tasas de incumplimiento mucho más reducidas en el año dentro del mercado HY estadounidense (alrededor del 6%), principalmente impactado por la energía (tasa de incumplimiento del HY estadounidense inferior al 4%, excluyendo la energía).

- En Europa, la tasa de incumplimiento se sitúa en torno al 3% en lo que va de año. Con vistas al futuro, en Europa, las tasas de incumplimiento de alto rendimiento en euros no deberían superar el rango de entre el 5% y el 6% en 2021. Esta imagen podría verse empañada por los planes de respuesta ante la COVID-19, que podrían retrasar la aparición de incumplimientos (proporción creciente de empresas zombis) y las tasas de incumplimiento podrían estancarse durante algún tiempo.

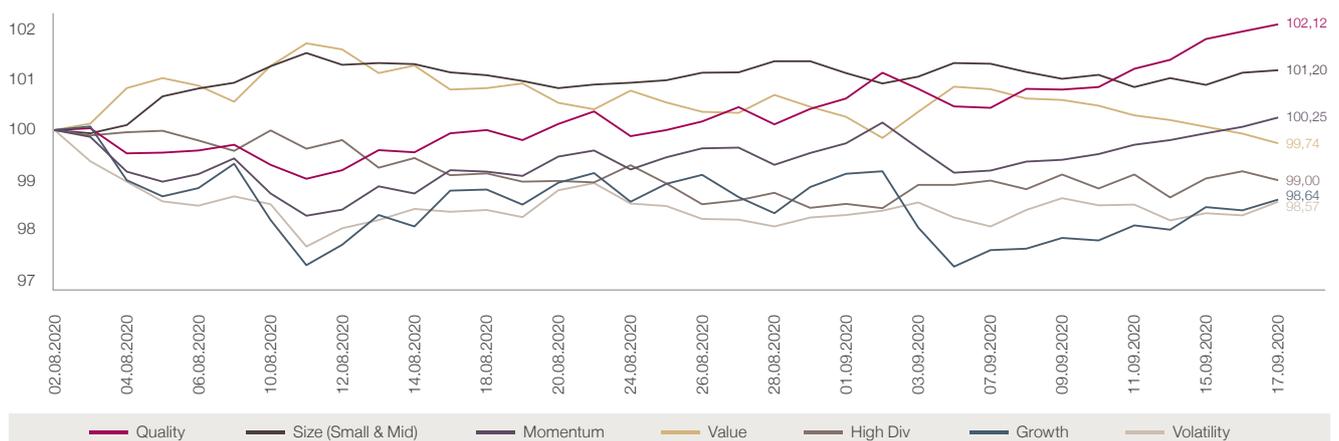
Beneficios empresariales

- En EE. UU., los beneficios esperados en el ejercicio 2020 han mejorado gracias a una temporada de presentación de resultados del segundo trimestre mejor de lo esperado;
- Las expectativas para el ejercicio 2021 parecen elevadas (más del 25% en el MSCI World) y supeditadas a nuevas revisiones, pero reflejan sobre todo un fuerte efecto de base sobre un nivel de ingresos muy reducido en 2020;
- Desde el punto de vista geográfico, predomina la renta variable de China y del norte de Asia, seguida por la renta variable estadounidense y europea, con una contracción más grave del BPA en 2020, lo que refleja que los componentes de los índices europeos son más cíclicos.

Valoraciones

- Los ratios precio-beneficio parecen poco atractivos en términos históricos, pero las primas de riesgo de la renta variable están en línea con las medias a largo plazo;
- Los diferenciales de crédito podrían ofrecer la posibilidad de una mayor compresión si los incumplimientos no alcanzan el nivel del peor caso de las predicciones, ahora que la normalización de la prima de riesgo ya casi se ha completado.

RENTABILIDAD RELATIVA MSCI FACTORES, EUROPA



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

CONVICCIONES CLASES DE ACTIVOS

Renta variable

Mantenemos la preferencia por la renta variable de EE. UU. y China, pero el mes pasado redujimos la infraponderación en Europa, que podría beneficiarse del plan de recuperación, una posible reversión de las fluctuaciones de las divisas y una mayor estabilidad internacional en caso de una victoria de Biden. La corrección técnica en la tecnología estadounidense ofrece un potencial de recuperación a corto plazo. Estratégicamente, seguimos priorizando los valores de calidad y las temáticas seculares.

Renta fija

Seguimos confiando en el crédito de los mercados desarrollados y nos mantenemos selectivos en los mercados emergentes, con preferencia por Asia. El apoyo de los bancos centrales y la búsqueda de valores refugio nos llevan a mantener una exposición en duración por medio de los bonos del Tesoro estadounidense, mientras seguimos de cerca un posible aumento de la pendiente de la curva que podría ser impulsada por una normalización parcial de la inflación o por las reacciones del mercado ante el contexto político y la presión de financiación estadounidense.

Divisas

Nuestra postura es neutra en el EUR/USD, suponiendo que el debilitamiento del dólar acabe, en su mayor parte, en esta etapa; a largo plazo, pensamos que el dólar podría debilitarse aún más debido a los déficits gemelos y a la considerable impresión de dinero que financia la acumulación de deuda federal.

Oro

Se espera que el oro se estabilice entre 1800 y 1950 dólares estadounidenses, pero podría correr peligro si aumenta la pendiente de la curva de los tipos. A largo plazo, la política monetaria acomodaticia y el envejecimiento de la moneda favorecen el valor del oro frente a la mayoría de las monedas.

TABLA DE CONVICCIONES

RENDA VARIABLE	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
GEOGRAFÍAS		
EUROPA	-/=	=
EE. UU.	+	=/+
JAPÓN	-/=	-/=
UNIVERSO EMERGENTE	=/+	+
IBEROAMÉRICA	-	-/=
ASIA EX-JAPÓN	=	=
CHINA	+	+
ESTILOS		
GROWTH	=/+	=/+
VALUE	-/=	-/=
CALIDAD	=	+
CÍCLICO	=	-/=
DEFENSIVO	=	=/+
RENDA FIJA		
DEUDA PÚBLICA		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=	=
DEUDA CORPORATIVA		
INVESTMENT GRADE EUR	=	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- AND >	=	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ AND <	=	=/-
BONOS DE ENTIDADES FINANCIERAS EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=	+
HIGH YIELD USD/BB- AND >	=	=/+
HIGH YIELD USD/B+ AND <	=/-	=/-
DEUDA EMERGENTE		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+
DIVISAS		
EE. UU. (USD)	=	=/-
EUROZONA (EUR)	=	=/+
REINO UNIDO (GBP)	=	=
SUIZA (CHF)	=/-	=/-
JAPÓN (JPY)	+	=
BRASIL (BRL)	=	=
CHINA (CNY)	=/+	+
ORO (XAU)	=	=/+

Fuente: Indosuez Wealth Management.

ESTADO DEL MERCADO (MONEDA LOCAL)

PANORAMA DE MERCADOS

DATOS A 16 DE SEPTIEMBRE DE 2020

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (Estados Unidos)	3.385,49	0,32%	4,79%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.078,48	-0,55%	-19,41%
Stoxx Europe 600	373,13	0,96%	-10,27%
Topix	1.644,35	1,90%	-4,47%
MSCI World	2.403,50	0,38%	1,91%
Shanghai SE Composite	4.657,36	-1,76%	13,69%
MSCI Emerging Markets	1.116,99	1,60%	0,21%
MSCI Latam (América Latina)	2.007,60	1,18%	-31,19%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	217,30	-0,48%	-18,79%
MSCI Asia Ex Japan	731,85	1,87%	6,33%
CAC 40 (Francia)	5.074,42	1,95%	-15,12%
DAX (Alemania)	13.255,37	2,14%	0,05%
MIB (Italia)	19.963,99	-0,46%	-15,07%
IBEX (España)	7.110,80	0,23%	-25,54%
SMI (Suiza)	10.520,00	2,35%	-0,91%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.680,00	-2,44%	-3,06%
Oro (USD/Onza)	1.959,26	1,57%	29,13%
Crudo WTI (USD/Barril)	40,16	-6,45%	-34,23%
Plata (USD/Onza)	27,35	0,05%	52,64%
Cobre (USD/Tonelada)	6.777,00	1,38%	9,77%
Gas natural (USD/MMBtu)	2,27	-6,55%	3,56%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (en puntos)	DESDE 1 ENERO (en puntos)
VIX	26,04	3,50	12,26

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,07	-0,81%	-1,01%
GBP/USD	1,30	-1,00%	-2,19%
USD/CHF	0,91	-0,63%	-5,92%
EUR/USD	1,18	-0,19%	5,38%
USD/JPY	104,95	-1,10%	-3,37%

DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (en pbs)	DESDE 1 ENERO (en pbs)
Deuda pública EE. UU. 10 A	0,70%	1,68	-122,06
Francia 10 A	-0,22%	-3,90	-33,90
Alemania 10 A	-0,49%	-1,10	-29,70
España 10 A	0,26%	-2,90	-20,40
Suiza 10 A	-0,47%	0,60	0,20
Japón 10 A	0,02%	-1,10	3,50

DEUDA CORPORATIVA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	42,74	1,88%	-2,62%
Deuda pública EUR	220,48	0,08%	1,35%
Deuda corporativa EUR (HY)	199,50	0,93%	-2,05%
Deuda corporativa USD (HY)	303,67	0,67%	-0,10%
Deuda pública EE. UU.	326,48	0,05%	5,97%
Deuda corporativa emergente	52,00	-0,10%	0,41%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

JUNIO 2020	JUNIO 2020	AGOSTO 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.20 A 16.09.20
7,87%	12,75%	8,16%	1,90%	13,69%
7,68%	10,73%	7,01%	1,87%	6,33%
6,96%	8,42%	6,53%	1,60%	4,79%
5,19%	8,02%	3,40%	1,18%	1,91%
3,20%	5,51%	2,86%	0,96%	0,21%
2,85%	4,69%	2,58%	0,38%	-4,47%
2,51%	2,44%	2,09%	0,32%	-10,27%
1,84%	-1,11%	1,26%	-0,48%	-18,79%
1,53%	-4,02%	1,12%	-0,55%	-19,41%
-0,31%	-4,41%	-6,36%	-1,76%	-31,19%

MÁS RENTABLE



MENOS RENTABLE



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

■ FTSE 100	■ Topix	■ MSCI World	■ MSCI EMEA	■ MSCI Emerging Markets
■ Stoxx Europe 600	■ S&P 500	■ Shanghai SE Composite	■ MSCI Latam	■ MSCI Asia Ex Japan

GLOSARIO

AEUMC: Acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá suscrito el 30 de septiembre de 2018 por los mandatarios políticos de estos tres países y que sustituye al TLCAN (instaurado en 1994).

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados.

ASG: criterios ambientales, sociales y de gobernanza.

Backwardation: una situación en la que el precio de un contrato de futuros es inferior al precio al contado del subyacente (situación inversa al contango).

Barbell: estrategia de inversión, mediante la que se invierte en los dos extremos opuestos de un espectro; por ejemplo, tomando posiciones largas tanto en el extremo corto como en el largo de un mercado de renta fija.

BCE: Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

Bono bajo par: bono que cotiza a un precio inferior a su valor nominal, esto es, por debajo de 100.

Bottom-up: análisis o estrategia de inversión que se centra en las cuentas concretas de una empresa y sus especificidades, en contraposición al análisis top-down, que se centra en datos macro.

BPA: Beneficio Por Acción.

Brent: tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

Bund: bono de renta fija pública alemana a 10 años.

Call: término anglosajón que designa una opción de compra de un instrumento financiero, esto es, la facultad de comprarlo a un determinado precio.

CFTC (Commodity Futures Trading Commission): agencia federal independiente estadounidense con potestad de supervisión regulatoria de los mercados de futuros y opciones de materias primas de EE. UU.

Combinación de políticas (policy-mix): estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

COMEX (Commodity Exchange): COMEX se fusionó con NYMEX en EE. UU. en 1994 y se convirtió en la sección encargada de los futuros y opciones de metales.

Consejo de Cooperación del Golfo (CCG): agrupación cuyo propósito es favorecer la cooperación regional entre Arabia Saudí, Omán, Kuwait, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos y Qatar.

Contango: dicese de una situación en que el precio de un contrato de futuros es superior al precio al contado del activo subyacente (situación inversa a backwardation).

Cuña (o wedge, en inglés): en análisis técnico financiero se produce una cuña cuando las líneas de tendencia trazadas por encima y por debajo de un gráfico de precios convergen en forma de flecha.

Deuda subordinada: dicese de aquella deuda cuya amortización está supeditada a la amortización preferente de la deuda no subordinada. En contrapartida del mayor riesgo que se asume, la deuda subordinada tiende a ofrecer un mayor rendimiento.

Diferencial crediticio (spread): diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

Duración: mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también responde al "beneficio de explotación".

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): el EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de detraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Futuro: un futuro es un contrato negociable en bolsa por el que se acuerda el intercambio de una cantidad concreta de un activo subyacente en una fecha futura predeterminada, a un precio convenido de antemano.

G10 (Grupo de los Diez): uno de los cinco grupos (Grupo de los Siete, de los Ocho, de los Veinte y de los Veinticuatro) cuyo propósito es promover el debate y la cooperación entre países con intereses (económicos) similares. Los miembros del G10 son: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, siendo Suiza el undécimo miembro.

GEI: gases de efecto invernadero.

High yield o alto rendimiento: categoría de valores de renta fija, también denominada "bonos basura" cuya calificación es inferior a los bonos con alta

calificación crediticia (por lo que abarca todas las calificaciones inferiores a BBB- en la escala de Standard & Poor's). Por lo general, a menor calificación, mayor rendimiento, ya que el riesgo de impago es mayor.

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados con respecto a las previsiones de los analistas.

Índice Russell 2000: índice de referencia que mide la rentabilidad del segmento de pequeñas capitalizaciones estadounidenses. Abarca las 2000 empresas de menor tamaño del índice Russell 3000.

Índices iBoxx de alta calificación/alto rendimiento: indicadores de referencia que miden la rentabilidad de los bonos de empresas de alta calificación o alto rendimiento a partir de precios de múltiples fuentes y en tiempo real.

Instrumentos híbridos: instrumentos que comparten características tanto con la renta fija (pago de un cupón) como con la renta variable (vencimiento inexistente o muy largo): el cupón puede no pagarse, como un dividendo).

Fuentes o alta calificación: categoría de valores de renta fija de alta calidad cuya calificación se sitúa entre AAA y BBB- según la escala de la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's.

IPC (índice de precios de consumo): el IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

ISR: inversión sostenible y responsable.

LIBOR (London Interbank Offered Rate): tipo de interés interbancario medio al que un grupo de bancos se concede préstamos entre sí en el mercado financiero londinense. El LIBOR dejará de existir en 2020.

LME (London Metal Exchange): bolsa británica donde cotizan materias primas como el cobre, el plomo o el zinc.

Loonie: apelativo popular del dólar canadiense. Este término anglosajón proviene del vocablo loon (colimbo grande, en español), que designa el ave del género gavia que aparece en la moneda de un dólar canadiense.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

OMC: Organización Mundial del Comercio.

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

OPEP+: OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

Opción de venta: contrato de opción que da al titular el derecho, pero no la obligación, de vender una cierta cantidad del activo subyacente a un precio y dentro de un plazo de tiempo predeterminados. El comprador de una opción de venta considera que el precio del activo subyacente caerá por debajo del de la opción antes de la fecha de vencimiento. El valor de una opción de venta aumenta cuando cae el del activo subyacente, y viceversa.

PIB (producto interior bruto): el PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

PMI: índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Punto básico (pb): un punto básico equivale a 0,01%.

Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa: término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

Renminbi: en chino significa literalmente 'moneda del pueblo'. Es el nombre oficial de la moneda de China (con la salvedad de Honk Kong y Macao). También se le suele llamar yuan.

RPV: ratio préstamo-valor o LTV (*loan-to-value*, en inglés), que expresa qué porcentaje representa el importe de un préstamo con respecto al valor del activo adquirido. Este ratio suele usarse para las hipotecas y los reguladores financieros suelen ponerle un tope para proteger tanto al prestamista como al prestatario frente a desplomes del precio de la vivienda.

SEC (Securities and Exchange Commission): la SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

Swap: Un *swap* o permuta financiera, es un instrumento o contrato que a menudo se emplea en mercados extrabursátiles y que permite intercambiar dos flujos financieros. Los principales subyacentes empleados para definir los *swaps* son los tipos de interés, las divisas, los títulos de renta variable, el riesgo de crédito y las materias primas. Por ejemplo, permite intercambiar un importe, durante un periodo determinado, aplicándole dos tipos diferentes: uno variable y otro fijo. Los *swaps* pueden utilizarse para especular o para protegerse de los riesgos financieros.

Valor de mercado: valoración de activos al precio de mercado vigente.

VIX: índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices. amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

WTI (West Texas Intermediate): junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez Wealth (Group) ("Grupo Indosuez"), constituido con arreglo al derecho francés, sociedad matriz del negocio de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales (directas e indirectas) y/o sus entidades consolidadas que operen en dicho negocio, en particular, CA Indosuez Wealth (Francia), CA Indosuez (Suiza) SA, CA Indosuez Wealth (Europa), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brasil) SA DTMV, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA y CA Indosuez Wealth (Miami), sus respectivas filiales (directas e indirectas), sucursales y oficinas de representación, independientemente de su ubicación, operan con la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de ellas se denomina, individualmente, la "Entidad" y, colectivamente, las "Entidades".

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo") y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o al garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o tratar de prestar servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o desde ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en la Guía Informativa, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales o normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supección a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

- En Francia: la presente Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Francia), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 euros, entidad de crédito y firma de corretaje de seguros inscrita en el Registro de intermediarios de seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución, y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia. La información que figura en la presente Guía Informativa no constituye (i) un análisis de inversiones en el sentido del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017-565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, y del artículo 3, apartado 1, puntos 34 y 35 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, ni (ii) una recomendación personalizada según lo recogido en el artículo D. 321-1 del Código Monetario y Financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en la presente Guía Informativa tras haber consultado con sus interlocutores habituales en CA Indosuez Wealth (Francia) y haber obtenido, en su caso, la opinión de sus propios asesores contables, jurídicos y fiscales.
- En Luxemburgo: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europa), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- En España: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europa) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.

- En Bélgica: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europa) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- En Italia: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con domicilio sito en Piazza Cavour 2, Milán (Italia), inscrita en el registro de bancos gestionado por Banca di Italia con el número 5412, código fiscal, Registro Mercantil de Milán, identificación de IVA n.º 09535880158, Repertorio Económico Administrativo número MI-1301064.
- Dentro de la Unión Europea: la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- En Mónaco: la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341.
- En Suiza: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- En Hong Kong SAR: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (inversores profesionales) (Cap. 571D)).
- En Singapur: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-G07 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- En Líbano: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut (Líbano). La Guía Informativa no constituye una oferta ni representa un material comercial en el sentido de las disposiciones reglamentarias libanesas aplicables.
- En Dubái: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, 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 Wealth (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed – The 1st Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, 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, 37th Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). Es posible que la oferta de determinados valores que puedan estar mencionados en la Guía Informativa no se haya registrado de acuerdo con lo dispuesto en la Ley de valores estadounidenses (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 DTMV, Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3^{er} floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrita en el CNPJ/MF con el número n.º 01.638.542/0001-57.
- En Uruguay: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo (Uruguay). La Guía Informativa no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. La Guía Informativa se distribuye con carácter privado. La Guía Informativa y los productos que puedan mencionarse en ella no han sido revisados ni aprobados por el Banco Central del Uruguay, ni están registrados en él ni en ninguna otra autoridad reguladora uruguaya.

La Guía Informativa no puede fotocopiar, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 17.09.2020.

Los bancos del Grupo Indosuez Wealth Management también están preparando para la sustitución o reestructuración de tipos de interés interbancarios como el libor, euribor y eonia, cuyo procedimiento de cálculo va a reforzarse considerablemente, según han decidido las autoridades de supervisión y los grupos bancarios de los grandes mercados financieros. A nivel europeo, en octubre de 2019 el BCE ha comenzado a publicar el €STR (tipo europeo a corto plazo), que coexistirá con el eonia hasta diciembre de 2021 y al cual sustituirá en enero de 2022. Por lo que respecta al euribor, el Instituto Europeo de Mercados Monetarios confirmó en noviembre de 2019 que el periodo de transición hacia el euribor híbrido había concluido, avanzando hacia su total reestructuración de aquí a diciembre de 2021. Cada tipo "libor" (como, por ejemplo, el libor en dólares estadounidenses) será objeto de revisión de aquí a finales de 2021. Así, el Banco Nacional Suizo anunció en junio de este año la introducción de su propio tipo oficial en francos suizos (CHF), calcado del SARON (Swiss Average Rate Overnight), con el fin de crear tipos a largo plazo referenciados también a este índice. El Grupo Indosuez Wealth Management sigue con gran atención todas estas reformas, en el marco de un sistema específico para hacer frente a los efectos jurídicos, comerciales y operativos relacionados. De momento, estos cambios no requieren media alguna por su parte por lo que respecta a sus operaciones de financiación o inversión indexadas a los tipos de referencia correspondientes. Una vez se conozca el procedimiento de sustitución, le proporcionaremos información adicional. Su responsable de cuenta se encuentra a su total disposición para responder a sus preguntas.

