

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – JUNIO DE 2020

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



FOCUS

CUANDO LOS RENDIMIENTOS DEL CARRY DE LAS DIVISAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES SE DESVANECEN

RENTA VARIABLE

LAS VALORACIONES VUELVEN A MAXIMOS

3 EDITORIAL
DESBLOQUEANDO LO DESCONOCIDO

5 FOCUS
CUANDO LOS RENDIMIENTOS DEL CARRY DE LAS DIVISAS
DE LOS MERCADOS EMERGENTES SE DESVANECEN

7 MACROECONOMÍA
¿ES ABRIL EL MÍNIMO DE ESTE CICLO?

9 RENTA VARIABLE
LAS VALORACIONES VUELVEN A MAXIMOS

11 RENTA FIJA
SUBIRSE A LA OLA DE LA LIQUIDEZ
PARA LAS PRÓXIMAS VACACIONES

13 DIVISAS
NUESTRO ANÁLISIS

15 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

DESBLOQUEANDO LO DESCONOCIDO

"Una tirada de dados nunca terminara con el azar", Stéphane Mallarmé (1897)

Querido lector:

Mientras las principales economías intentan levantar las medidas de confinamiento, los inversores reflexionan sobre los catalizadores para que continúe la recuperación frente a los motivos para que vuelva la debilidad del mercado en este territorio desconocido.

Obviamente, la apuesta de levantar el confinamiento está motivada por la necesidad imperiosa de salvar la economía y no por una confianza sólida en la salida de la pandemia, dado que los expertos han recomendado un confinamiento más prolongado. Es como si ahora, en la mente de nuestros Gobiernos, el instinto de supervivencia prevaleciera sobre el principio de precaución, lo que significa que tenemos que vivir con la incertidumbre, incluso más allá de las probabilidades epidemiológicas.

Entre los factores de esta falta de certeza, son cruciales las cuestiones del desempleo y la rapidez con la que la economía estadounidense pueda volver a crear los 20 millones de puestos de trabajo perdidos en abril. De acuerdo con el concepto de histéresis de Blanchard/Summers, algunas economías pueden tardar en recuperar estos empleos y podrían encontrar un nuevo equilibrio en una tasa estructural de desempleo más elevada, en particular, si los sectores no logran reponerse rápidamente, como el recreativo y el del ocio. Respecto a las empresas, la temporada de presentación de resultados del primer trimestre no fue ni decepcionante ni tranquilizadora, sino una confirmación de nuestra hipótesis de que los beneficios anuales iban a verse afectados entre un 25% y un 30%, con un signo de interrogación que va cambiando al ritmo de la recuperación.

Con vistas al futuro, la combinación de políticas seguirá siendo un motor de recuperación de la confianza. Si los países europeos se ponen de acuerdo sobre la propuesta, el plan de 500.000 millones de euros que consiste en aumentar la deuda a nivel de la Unión Europea sería un gran catalizador para el euro y la deuda periférica. El Tribunal Constitucional alemán ha generado incertidumbre en torno al Banco Central Europeo (BCE), pero seguimos confiando en que la institución europea superará este desafío, que supone una oportunidad para aclarar simultáneamente el mandato del BCE

y la supremacía de los tribunales europeos sobre las jurisdicciones nacionales. En la historia, la Unión Europea solo ha podido lograr un avance significativo superando crisis financieras o políticas; por lo tanto, podríamos esperar un avance en este frente, aunque sea un camino accidentado con bloqueos políticos y acontecimientos inesperados.

En esta primavera tan soleada, uno puede preguntarse si esta vez será válido el viejo dicho "*sell in May and go away*" (vende en mayo y sal corriendo). ¿Pueden funcionar las pautas tradicionales de estacionalidad del mercado en un año tan particular? Más allá de los inevitables rumores a corto plazo que influyan en la dirección del mercado, encontramos muchos motivos fundamentales para seguir siendo optimistas respecto a los mercados financieros desde una perspectiva a medio plazo: la gente está volviendo al trabajo, los consumidores reanudan su actividad, y las revisiones de beneficios podrían estabilizarse y permitir que los inversores se centren en la recuperación de 2021.

Estamos entrando en un nuevo régimen para los inversores, basado en varias paradojas, con tipos de interés más reducidos pero un *carry* mayor, con tendencias de crecimiento secular visibles, aunque más incertidumbre alrededor de los retornos de capital. Estas condiciones deberían obligar a los inversores a revisar la forma de analizar sus carteras y a resistirse a depender demasiado de las emociones a corto plazo. Los inversores tienen que vivir e invertir con incertidumbre. Dentro de la racionalidad, cuando los tipos de interés son más reducidos, el valor actual del crecimiento futuro visible aumenta. Esta es la base lógica de la estrategia de calidad- crecimiento. Cuando existe una gran incertidumbre, el valor del tiempo se incrementa y la paciencia de los inversores a largo plazo se ve recompensada. Esta es la estrategia de *carry*, en pocas palabras. Por último, las crisis son catalizadores que aceleran la ruptura de los modelos de negocio: en este razonamiento se basan los temas de crecimiento secular y en ellos deberían centrarse los inversores.

FOCUS

CUANDO LOS RENDIMIENTOS DEL CARRY DE LAS DIVISAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES SE DESVANECEN

MONEDAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Las monedas de los mercados emergentes, en su conjunto, son las que más han sufrido desde el inicio de la crisis de la COVID-19. Las precipitadas corrientes de salida de los inversores se han acelerado aún más debido a las tensiones políticas surgidas desde entonces en Rusia y Brasil, en particular. La caída de los precios del petróleo, el crecimiento y las tasas de inflación han permitido una rápida actuación de todos sus bancos centrales, que intentan paliar los efectos recesionistas desesperadamente. Así, la aguda crisis sanitaria ha dado lugar a una reevaluación de los fundamentales subyacentes que, en varios países, ya eran frágiles en el mejor de los casos. En este sentido, el atractivo del mayor rendimiento que ofrecen tradicionalmente está desvaneciéndose rápidamente y ya no se considera una recompensa suficiente ante la incertidumbre de los factores de riesgo que hay que asumir.

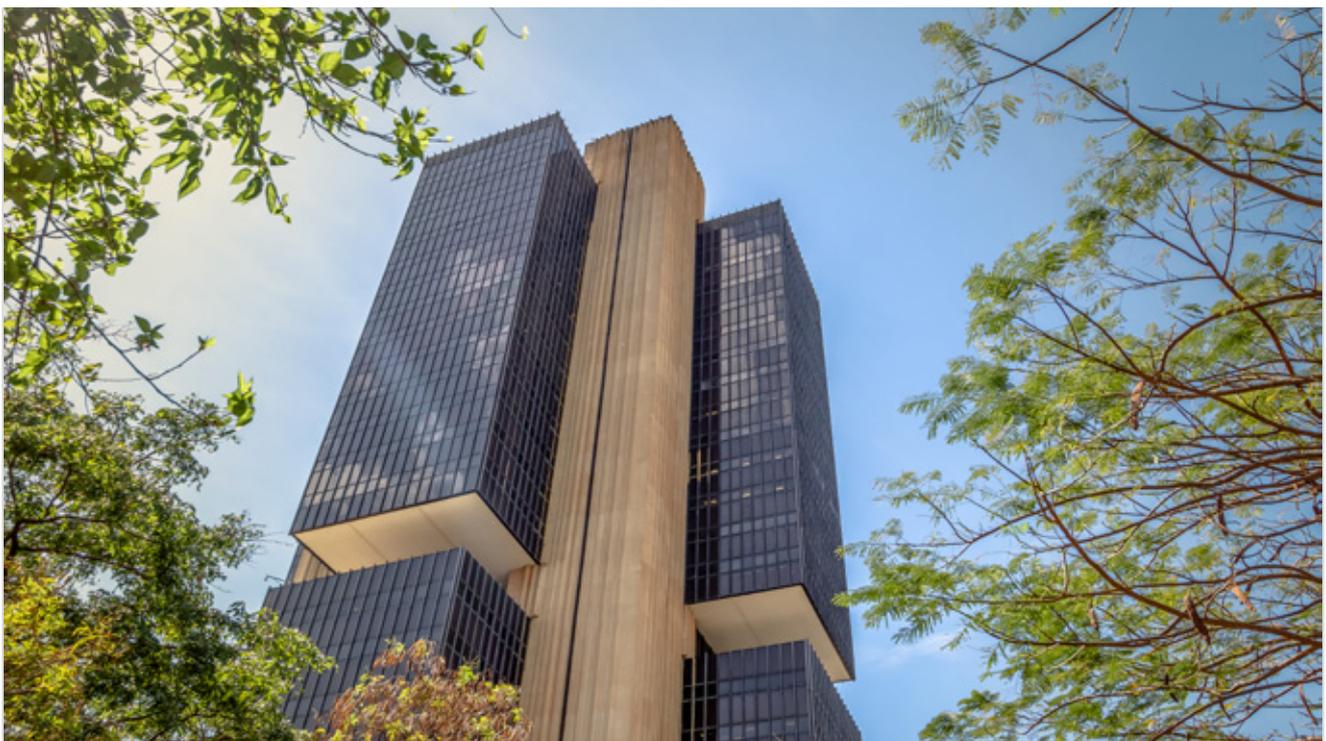
El banco central de Brasil redujo unánimemente la tasa Selic en 75 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 3%, a principios de mayo para hacer frente al profundo impacto económico actual. El recorte fue más abrupto de lo previsto y se produjo después de otra reducción de 50 puntos básicos en marzo. Los recortes realizados desde finales de 2019 suponen una reducción enorme, a la mitad, del atractivo del rendimiento y lo que vendrá a finales de junio. El real siguió rápidamente el mismo ejemplo y se depreció de forma generalizada hasta llegar a mínimos. Una dimisión clave en el gabinete, la del ministro de Justicia, Sergio Moro, supuso un nuevo golpe para el Gobierno de Bolsonaro, que ya estaba tambaleándose por su enfrentamiento con los gobernadores de los estados, a semejanza de Trump.

¿PUEDE IR A PEOR?

¿Existe la posibilidad de que siga empeorando después de la caída del 45% de la moneda solo en el año 2020 frente al dólar estadounidense, de 4 a 6 BRL/USD? Lamentablemente sí, viendo que la inversión extranjera directa se volvió a casa al enterarse de que el Parlamento de Brasil había acelerado una enmienda constitucional que permitía al banco central comprar bonos corporativos locales y su propia deuda pública. Esta política de monetización de la deuda se convertirá en una señal de advertencia para los inversores que desconfían del compromiso del país a un real estable.

La gota que colme el vaso dependerá de si el ministro reformista de finanzas, Paulo Guedes, muy respetado, permanece en el gabinete, que se sumaría a la reducción de las reservas de divisas del banco central por valor de 330.000 millones de dólares. Llegados a este punto, nuestro temor es que, en el mejor de los casos, podrán amortiguar la caída de la moneda, aunque implícitamente esta se reciba favorablemente como un medio para reducir el déficit comercial, en lugar de invertir la caída del real. El equilibrio rentabilidad/riesgo ha cambiado repentinamente y ha relajado el interés por aprovechar el *carry* que aún quede por extraer.

En Rusia, el banco central redujo de manera similar sus tipos repo de referencia en 50 puntos básicos hasta el 5,5%, el mínimo registrado en 6 años, y es probable que le siga otro recorte a finales de junio.



FOCUS

CUANDO LOS RENDIMIENTOS DEL CARRY DE LAS DIVISAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES SE DESVANECEN

LOS PRECIOS DE BARRIL BRENT

La caída en picado de los precios del barril Brent y de los Urales después del estancamiento de la producción de la OPEP + Rusia ya ejercía presión sobre la popularidad del presidente Putin. El agravamiento de la crisis sanitaria en el país ha agudizado aún más su afán de seguir en el poder más allá de 2024. El referéndum para modificar este límite constitucional, que se ha retrasado desde entonces, seguirá siendo muy incierto y determinará o incluso podría amenazar su continuidad en el poder. Este telón de fondo político, unido al enorme exceso de oferta de petróleo, difícilmente atraerá grandes entradas de inversores en divisas hasta que la demanda económica se recupere de verdad. Sin embargo, la voluntad del banco central ruso será evitar una fase de desvalorización sin cuartel de la moneda. El regreso del rublo a su media histórica será gradual y estará estrechamente correlacionado con los precios del petróleo Brent, de los que no se espera una recuperación en forma de "V".

En abril, el banco central turco también sorprendió a todos con un recorte, mayor de lo esperado, de 100 puntos básicos en su tasa repo a una semana, hasta un nuevo mínimo de 8,75%. Cabe destacar este nivel de rendimiento tan reducido en comparación con el atractivo 24% de interés que estaba disponible en septiembre de 2018. Huelga decir que la crisis actual es un duro golpe para la deprimida balanza comercial de Turquía, ya que la actividad manufacturera y las entradas de capital por el turismo ya no generan las divisas fuertes necesarias.

Dada su considerable deuda pendiente en divisas, a Turquía le resulta especialmente difícil reaccionar con el limitado margen de maniobra de los estímulos fiscales si esta crisis sanitaria se descontrola. El banco central ha permitido que la lira se deprecie un 23% frente al dólar, hasta nuevos mínimos históricos, ya que la inflación en el país se va relajando un mes tras otro.

Es probable que la respuesta del banco central turco, aunque no se exprese explícitamente, mantenga la lira débil intencionadamente para contrarrestar los riesgos a los que se enfrenta, mientras reitera que "es necesario adoptar una postura prudente para mantener la inflación en una trayectoria descendente". Esta combinación no augura una recuperación sostenible por ahora, a pesar de que, a primera vista, parece una apuesta de rendimiento "relativo" tentadora.

RIESGOS DE LA ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Como sugieren tanto la cita como el gráfico siguiente, "atrapar un cuchillo que cae no está exento de peligros". La valoración barata y el ímpetu negativo no siempre concilian bien.

En nuestra humilde opinión, actualmente los rendimientos relativos, más elevados pero a la baja, que se ofrecen en los mercados emergentes, ahora "sumergidos", no justifican los riesgos de la asignación de activos.

En este momento, la visibilidad necesaria para realizar una evaluación a largo plazo de estos países dependientes de las exportaciones es más deficiente que nunca. Sin embargo, una alternativa menos arriesgada, aunque no sea comparable en atractivo de rendimiento ni en riesgo, podría ser considerar las monedas de algunos países asiáticos emergentes que están mejor preparados para combatir el virus y que poseen unas credenciales de demanda interna más resistentes para aguantar esta tormenta sanitaria desde unos niveles de valoración baratos. Después de todo, a veces el rendimiento por sí solo es tan solo un espejismo que no vale la ilusión que refleja.

ÍNDICE DE DIVISAS DE MERCADOS EMERGENTES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



El consumo de los hogares se verá perjudicado por el aumento del desempleo.

MACROECONOMÍA

¿ES ABRIL EL MÍNIMO DE ESTE CICLO?

VUELVE LA PALABRA INNOMBRABLE

En casi todos los países, la recesión es una "incógnita conocida", lo que significa que ahora la contracción aguda de la actividad económica es una certidumbre, pero no la duración ni la profundidad de la recesión en las diversas economías nacionales. Los gobiernos y las autoridades monetarias han puesto en marcha una serie de medidas para contrarrestar el impacto negativo de la pandemia del COVID-19.

Tal como se esperaba, las tasas de crecimiento trimestral del PIB fueron negativas durante el 1T de 2020, lo que se traduce en cifras interanuales apenas positivas en EE. UU. y negativas en la mayoría de países (véase la tabla siguiente).

TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB Y TASA DE DESEMPLEO*

	1T PIB %, intertrimestral	1T PIB %, interanual	Desempleo tasa, %
Brasil	-	-	12,2
China	-9,8	-6,8	6,0
Zona euro	-3,8	-3,2	7,4
Francia	-5,8	-5,4	7,8
Alemania	-2,2	-2,3	5,8
Indonesia	-2,4	3,0	5,0
Italia	-4,7	-4,8	8,4
Japón	-0,9	-2,0	2,5
México	-1,6	-1,6	3,3
Rusia	-	1,6	4,7
Corea S.	-1,4	1,3	3,8
España	-5,2	-4,1	14,4
Suiza	-	-	3,3
Reino Unido	-2,0	-1,6	3,9
EE. UU.	-4,8	0,3	14,7

* Último dato disponible

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Actualmente, ya se han publicado o están siendo publicados los datos económicos del mes de abril en todo el mundo. Ante todo esto, permítanos utilizar como advertencia una cita de N. Mahfouz: el ganador egipcio del premio Nobel caracterizó a abril como el "mes del polvo y las mentiras". Entonces, ¿qué aparecerá cuando el polvo se asiente?

A pesar de los datos macroeconómicos publicados en EE. UU. (en particular, las ventas al por menor y la producción de las fábricas registraron los descensos más pronunciados jamás registrados) y de que la mayor parte de Europa se encuentra en mínimos históricos, cabe esperar que lleguen más meses malos, dada la lentitud en la relajación del confinamiento, las perturbaciones de la cadena de suministro y una demanda a niveles más reducidos que en la fase previa al COVID-19.

CUIDADO CON EL DESEMPLEO

Más concretamente, el consumo de los hogares se verá perjudicado por el aumento del desempleo, aunque puede producirse un breve impulso del gasto vinculado a una "ayuda a la supervivencia".

En EE. UU., en abril se perdieron 20,5 millones de puestos de trabajo (variación neta mensual), con una tasa de desempleo del 14,7%. Esta cifra casi eliminó los 22 millones de puestos de trabajo generados entre febrero de 2010 (130 millones de empleados) y febrero de 2020 (152 millones de empleados). Dada la fuerte correlación existente entre las solicitudes de renovación de subsidios y la tasa de desempleo, prevemos que esta última se dispare en mayo.

Por su parte, el desempleo de marzo subió al 7,4% en la zona euro (6,6% en la Unión Europea), después de llegar al mínimo de los últimos 12 años en febrero, en el 7,3%. En febrero de 2013 se alcanzó un máximo del 12,1% y la media desde 2000 se sitúa en el 9,4%.

A escala mundial, la Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima una pérdida de 130 millones de empleos a tiempo completo en el 1T de 2020, lo que equivale al 4,5% de los empleos de todo el mundo. En el 2T, la cifra se eleva a 305 millones de empleos y a 10,5% del mercado laboral mundial.

En resumen, los datos de empleo y desempleo pueden mejorar en los próximos meses, pero el mercado laboral terminará el año 2020 en un estado mucho peor que al principio.



Las revisiones a la baja de beneficios y el fuerte repunte del mercado han llevado a la valoración recientemente a máximos históricos.

RENDA VARIABLE

LAS VALORACIONES VUELVEN A MAXIMOS

- El ímpetu de la renta variable sigue siendo sólido a corto plazo como resultado de la mejora de la corriente de noticias relativas a la crisis sanitaria, el fin del confinamiento, y el paquete masivo de medidas fiscales y monetarias anunciado.
- Al mismo tiempo, la temporada de presentación de resultados ha llevado a un flujo continuo de revisiones a la baja. Las estimaciones de consenso de EE. UU. y Europa se han rebajado, respectivamente, un 20% y 27% desde marzo.
- Esta tendencia, combinada con el repunte del mercado a corto plazo, ha generado un rápido ajuste de la valoración de los principales índices. En menos de dos meses, el PER ha pasado de 14 a casi 21 en el S&P 500.

EUROPA

Europa ha sufrido una fuerte corrección en 2020, con grandes diferencias entre sectores (salud +5% frente al -35% de financiero). Esta polarización también es aplicable a la valoración. En relación con EE. UU., actualizado con las diferencias de desglose por sectores, Europa está a un 20% de descuento, no muy lejos de los máximos históricos. No obstante, el liderazgo sectorial es un aspecto importante en las preferencias geográficas. La renta variable europea suele comportarse peor cuando lo hace el estilo *Value* también lo hace, sobre todo, frente a EE. UU., más vinculado al estilo *Growth*.

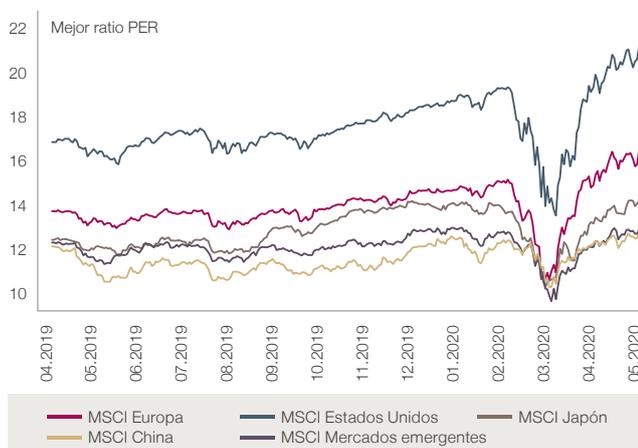
ESTADOS UNIDOS

La Reserva Federal (Fed) ha anunciado compras casi ilimitadas de todo tipo de deuda pública y privada. Jamás había llegado tan lejos, hecho que parece haber convencido a algunos inversores. Hay que reconocer que la valoración del mercado estadounidense no parece interesante si nos fijamos en los PER históricos, en cambio, en términos de valoración relativa frente a los tipos, la conclusión es la opuesta.

JAPÓN

La región se ha quedado atrás. Las valoraciones parecen interesantes, pero el mercado carece de catalizadores para llevar a cabo un ajuste. Las empresas japonesas han mejorado considerablemente su rentabilidad en los últimos años, aunque sigue siendo inferior a la de otros países.

ÍNDICE MSCI WORLD, MEJOR RATIO PER



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

MERCADOS EMERGENTES

En Asia, esperamos una recuperación importante de los beneficios en 2021 después de que el brote del COVID-19 haya causado perturbaciones de la oferta en China en el 1T de 2020 y se haya ampliado a una contracción de la demanda externa. China ha vuelto prácticamente a la actividad habitual después del confinamiento desde la reapertura de Wuhan el 8 de abril de 2020. Esperamos que la recuperación china continúe hasta el segundo semestre de 2020, liderada principalmente por el consumo y el gasto en infraestructuras. Actualmente, estamos sobreponderados en China (acciones A, en particular), neutros en Corea del Sur y Singapur, e infraponderados en India y ASEAN.

ESTILO DE INVERSIÓN

El sesgo del estilo *Value* frente al *Growth* sigue estando fuertemente correlacionado con la dirección de los tipos de interés de los bonos. Dado el enorme diferencial de rentabilidad, el descuento de valoración de *Value* respecto a *Growth* ha seguido ampliándose hasta alcanzar un nivel sin precedentes.

Puede que haya ciertas operaciones de "reversión a la media", pero, en los últimos años, ninguna duró mucho. Es probable que los estilos de calidad/defensivos continúen comportándose mejor a medio plazo, ya que los bancos centrales mantienen los tipos de interés bajo control.

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.



El aumento de los tipos de interés reales en todas las regiones, un motor clave para todas las clases de activos.

RENDA FIJA

SUBIRSE A LA OLA DE LA LIQUIDEZ PARA LAS PRÓXIMAS VACACIONES

- Todos y cada uno de los bancos centrales proporcionan liquidez a los mercados.
- Esto retrasa la cuestión de la sostenibilidad de la deuda para los Gobiernos y las empresas.

BANCOS CENTRALES

Durante años, los bancos centrales han proporcionado liquidez a los Gobiernos, después, a las grandes empresas y ahora la cascada llega a las empresas más pequeñas del ámbito del alto rendimiento (*high yield*, HY). La Reserva Federal comienza su programa de compra de ETF (Exchange-Traded Funds, fondos cotizados) de HY, resistiendo el llamamiento de la política a los tipos de interés negativos. El Banco Central Europeo (BCE) anunció una nueva ronda de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), con una atractiva tasa de financiación del -1%. El volumen podría ascender a 750.000 millones de euros, sumados a los TLTRO existentes, por lo que los bancos podrían financiar hasta 1.500 millones de euros con este nuevo instrumento. También se rumorea que la institución europea está explorando la inversión en HY.

DEUDA PÚBLICA Y PERIFÉRICA

Los Gobiernos recaudan cientos de miles de millones en deuda para financiar los déficits presupuestarios a tipos de interés muy reducidos, incluso a vencimientos muy largos. Como los bancos centrales compran dichos bonos casi directamente, la competencia con los inversores privados es intensa e impide un posible aumento marcado de los tipos. Las perspectivas de la inversión en valores ligados a la inflación son sombrías. El descenso de la inflación lleva al aumento de los tipos de interés reales en todas las regiones, un motor clave para todas las clases de activos.

Los bonos periféricos de Europa se han visto en una situación volátil tras el fallo del tribunal constitucional alemán, que desestimó el programa de compra de bonos del BCE. El fondo de recuperación de 500.000 millones de euros, propuesto recientemente, mejora las perspectivas de la economía europea y reduce los riesgos para los países no centrales. La volatilidad de los diferenciales en lo que va de año recuerda a los inversores los riesgos asociados a los Gobiernos europeos endeudados.

BLOOMBERG BARCLAYS DEUDA REND NEG AGREG MUNDIAL VALOR DE MERCADO, MILES DE MILLONES DE USD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

INVESTMENT GRADE Y HIGH YIELD

Los mercados de crédito recuperaron, después de los mínimos de marzo, gracias a los programas de compras de los bancos centrales, lo que calmó el clima inversor: los flujos se recuperaron tanto en fondos como en ETF en todas las regiones. Los mercados del *investment grade*, tanto en EE. UU. como en Europa, se enfrentan a una oleada de rebajas de calificación crediticia, aunque, en comparación con recesiones anteriores, la pérdida para los inversores es moderada. Esos mercados están descontando el riesgo de deterioro económico y ofrecen suficiente *carry* a los inversores. En cuanto al *high yield*, los fundamentales están empeorando con gran rapidez, pero los préstamos con garantía del Estado podrían retrasar y suavizar la oleada de impagos, lo que llevaría a un periodo prolongado de incertidumbre. La selección será clave en el futuro próximo. Dentro del segmento del *high yield*, favorecemos los emisores BB por delante de los de calificación B.

BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

En el universo emergente, priorizamos las inversiones en divisa fuerte, con cobertura frente a la depreciación de las monedas. En Asia, identificamos nichos de valor en el HY de China y algunos emisores del HY de Indonesia con suficiente liquidez para los próximos 12 meses. En consecuencia, los valores industriales de China y de la India del HY tienen un menor perfil de liquidez. En América Latina, mantenemos una postura prudente por el deterioro de los fundamentales.

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.



Propuesta de iniciativa conjunta para un fondo común de recuperación de la UE de 500.000 millones de euros.

DIVISAS

NUESTRO ANÁLISIS

- Aparecen grietas en el reinado del poderoso dólar.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD) Y EURO (EUR)

Están apareciendo grietas en el reino del poderoso dólar. Los provocativos comentarios del presidente Trump sobre la devaluación del dólar no pasaron desapercibidos entre los participantes en el mercado de divisas, ni tampoco la respuesta conciliadora del presidente Powell de "ahora no" a la necesidad de herramientas adicionales poco convencionales en forma de tipos de interés de fondos federales negativos.

Además, la iniciativa propuesta conjuntamente por Merkel y Macron para un crear un fondo común de recuperación de 500.000 millones de euros de la UE sirvió para influir en el dólar, que ahora tiene un rendimiento nulo. Aunque este anuncio sorpresa está rodeado de escepticismo, el hecho de que Alemania haya modificado su postura sobre las subvenciones de facto y la distribución de la carga es un importante factor potencial positivo para la segunda moneda más líquida y todavía infravalorada.

En este sentido, el dólar sigue en una situación bastante vulnerable, debido a que persisten los déficits y la monetización de la deuda, especialmente, si el horizonte político mejora en otros lugares. Por lo tanto, mantenemos la prudencia a corto plazo a la espera de más detalles de la reunión de la Comisión Europea del 27 de mayo.

Cabe destacar la línea de resistencia media móvil de 200 días del par EUR/USD, situada en 1,1015, a seguir de cerca en cada cierre semanal. Una variación del dólar por debajo de este nivel llevaría a un rango más débil en el verano.

FRANCO SUIZO (CHF)

De manera repentina se ha producido un cambio de panorama.

Justo cuando los temores sobre la financiación de la deuda de la UE ejercían una presión alcista sobre el franco suizo y el Banco Nacional Suizo intervenía con fuerza en 1,0510 frente al euro, se desveló el sorprendente plan fiscal germano-francés. El ímpetu provocó que el franco suizo sufriera su mayor caída en un solo día desde la primavera de 2017 al resurgir la esperanza de un proyecto de unión fiscal en la Unión Europea.

Todo ello puede aliviar la presión y el escrutinio sobre el Banco Nacional Suizo por ahora, ya que en otoño se realizará una reevaluación de los riesgos de financiación de la UE. Su balance ya está inflado por las sucesivas rachas de compras de euros hacia el nuevo umbral de 1,0500.

Sin embargo, no prevemos un franco suizo débil de forma perdurable más allá del efecto de los titulares hasta que se determine claramente en Bruselas que los Países Bajos y Austria también están de acuerdo con el prometedor plan, así que, mejor esperar a la espera de novedades. Después de todo, los ratios de la deuda suiza subyacente y los fundamentales macroeconómicos son muy superiores a los de otros países por lo que mantienen su sólido atractivo de valor refugio pase lo que pase.

LIBRA ESTERLINA (GBP)

Junio se perfila como un mes peligroso para la libra. Ahora que la COVID-19 se ha convertido en una noticia menos opresiva (aunque todavía muy significativa), podemos preocuparnos por los temas favoritos anteriores, como el Brexit, cuyo regreso a los titulares supuso un factor negativo para la libra en mayo que no sorprendió a nadie. La situación actual del Brexit es la misma que antes y es probable que las negociaciones se aceleren en junio, ya que el Reino Unido ha preferido (al menos públicamente) mantener su fecha límite anterior a pesar de la crisis sanitaria. Además, la libra está sufriendo porque el Banco de Inglaterra ha abierto la puerta a los tipos de interés negativos y a una mayor flexibilización de las políticas para ayudar a la economía. Por otro lado, gran parte de estos dos factores ya están descontados, así que quizás en junio podamos ver la resolución de los dos. En cualquier caso, será un mes interesante.

REAL BRASILEÑO (BRL)

Mayo fue otro mes terrible para el real brasileño debido a que la tensión política se unió a la tensión fiscal y económica lo cual pesó sobre la moneda, provocando que ésta cayera a nuevos mínimos históricos cerca de 6 BRL/USD.

El catalizador fue la repentina salida del respetado ministro de justicia Sergio Moro, antiguo juez muy respetado por su papel en las investigaciones del "lavado de coches" sobre la corrupción política brasileña, cuyas acusaciones de que el presidente Bolsonaro estaba interfiriendo en la gestión de la policía federal por motivos personales han originado un escándalo político y han iniciado investigaciones que podrían llevar a un proceso de destitución presidencial. La inestabilidad y la imprevisibilidad generada por estos acontecimientos nos llevan a la prudencia respecto a Brasil y al real.

CONVICCIONES FUERTES DE DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



No se espera un aplanamiento significativo de la curva de tipos.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

RESUMEN DE NUESTRA HIPÓTESIS MACROECONÓMICA

- Una caída significativa del PIB en el segundo trimestre, seguida de una recuperación gradual en el segundo semestre de 2020, aunque la recuperación total del PIB hasta los niveles de 2019 no se logrará hasta el segundo semestre de 2021.
- Los tipos de interés, bajos durante más tiempo, con una expansión monetaria récord en todo el mundo.
- Un importante apoyo fiscal que proporciona un mecanismo de protección a la actividad y garantías ingentes a los préstamos corporativos que podrían limitar el incremento de los impagos.
- Un aumento sin precedentes de la deuda pública que plantea problemas de sostenibilidad e incrementa el riesgo de calificación crediticia.
- Ascenso de las incertidumbres políticas, pero un resultado positivo en la zona euro, que debería sobrevivir a esta crisis y ampliar los instrumentos de política económica y solidaridad financiera a su disposición.

CONVICIONES DE INVERSIÓN CLAVE

- No prevemos un aplanamiento significativo de la curva de tipos, aunque la exposición a la deuda pública de EE. UU. y de los países centrales de la zona euro puede servir de protección en las carteras en caso de un nuevo deterioro del mercado.
- Con un apoyo significativo de los bancos centrales, preferimos las estrategias de *carry* en el crédito de calidad y en el segmento superior del mercado de *high yield*, y nos mantenemos alejados al mismo tiempo de los sectores de la energía y la automoción.
- También creemos que el programa TLTRO del Banco Central Europeo aporta un argumento de inversión positivo respecto a la deuda financiera en euros, bien protegida por unos ratios de capital elevados.
- En Asia, creemos también que esta crisis acelerará el acceso de China a la condición de economía líder, con una combinación de políticas flexibles y una menor dependencia del capital extranjero que otras economías emergentes, lo que favorece a largo plazo a los titulares de deuda denominada en renminbis y de renta variable nacional, a pesar de la volatilidad provocada por la reanudación de las tensiones comerciales.
- En el resto del universo emergente, mantenemos una opinión prudente respecto a los bonos en moneda local, ya que el *carry* se ha visto fulminado por la depreciación de las monedas, lo que refleja un creciente riesgo de rebaja de calificación, especialmente, en los países con balanzas por cuenta corriente y ratios de reserva de divisas más débiles, y un mayor nivel de deuda externa.
- En lo que respecta a los mercados bursátiles, esta pandemia y el consiguiente confinamiento de las economías son el catalizador de una aceleración de la perturbación y de una mayor polarización de las economías; esta situación beneficia a los líderes tecnológicos, a las compañías de atención sanitaria y a las marcas internacionales, cuyos beneficios han demostrado ser más resistentes. A corto plazo, las acciones cíclicas y *value* pueden recuperarse después de una corrección significativa, aunque, estratégicamente, creemos que la calidad y el crecimiento seguirán liderando. En un entorno de poco crecimiento, los temas de crecimiento secular y sostenible deberían representar una parte cada vez mayor de las carteras de los inversores.

- El dólar estadounidense debería seguir siendo fuerte en este entorno incierto, aunque un avance político positivo relativo a los planes de recuperación europeos podría ser el detonante de una apreciación del euro, en un contexto en el que el diferencial de los tipos de interés con la curva del euro nunca ha sido tan bajo en un año.
- Las incertidumbres a escala mundial acumuladas por la gran emisión de dinero deberían mantener el valor del oro, que ya ha repuntado considerablemente y, por lo tanto, es vulnerable a la corriente de noticias positivas y a la aceleración de la propensión al riesgo; sin embargo, a medio plazo, el oro debería seguir en niveles elevados.

TABLA DE CONVICCIONES

RENTA 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	=/+	+
RENTA 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 21 DE MAYO DE 2020

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (Estados Unidos)	2.948,51	5,39%	-8,74%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.015,25	3,24%	-20,25%
Stoxx Europe 600	340,26	2,11%	-18,18%
Topix (Japón)	1.491,21	4,57%	-13,37%
MSCI World	2.074,10	5,05%	-12,06%
Índice de Shanghái (China)	3.913,80	2,19%	-4,46%
MSCI Emerging Markets	930,01	4,28%	-16,57%
MSCI Latam (América Latina)	1.676,15	5,04%	-42,55%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	200,12	8,25%	-25,21%
MSCI Ex-Japan	608,99	3,20%	-11,52%
CAC 40 (Francia)	4.445,45	-0,12%	-25,64%
DAX (Alemania)	11.065,93	5,25%	-16,48%
MIB (Italia)	17.087,06	0,45%	-27,31%
IBEX (España)	6.686,10	-0,90%	-29,98%
SMI (Suiza)	9.790,85	1,72%	-7,78%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.553,00	0,79%	-6,40%
Oro (USD/Onza)	1.727,00	-0,20%	13,82%
Crudo WTI (USD/Barril)	33,92	105,58%	-44,45%
Plata (USD/Onza)	17,34	12,88%	-3,27%
Cobre (USD/Tonelada)	5.390,50	4,46%	-12,69%
Gas natural (USD/MMBtu)	1,71	-5,79%	-21,88%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (en puntos)	DESDE 1 ENERO (en puntos)
VIX	29,53	-11,85	15,75

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,06	1,02%	-2,11%
GBP/USD	1,22	-0,98%	-7,80%
USD/CHF	0,97	-0,56%	0,40%
EUR/USD	1,10	1,61%	-2,35%
USD/JPY	107,61	0,01%	-0,92%

DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (en pbs)	DESDE 1 ENERO (en pbs)
Deuda pública EE. UU. 10 A	0,67%	7,05	-124,55
Francia 10 A	-0,06%	-13,60	-17,40
Alemania 10 A	-0,50%	-7,00	-30,90
España 10 A	0,63%	-41,90	16,30
Suiza 10 A	-0,49%	-8,90	-1,40
Japón 10 A	-0,01%	0,10	1,50

DEUDA CORPORATIVA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	39,92	6,68%	-9,05%
Deuda pública EUR	217,23	1,07%	-0,15%
Deuda corporativa EUR (HY)	184,31	0,89%	-9,52%
Deuda corporativa USD (HY)	283,76	2,78%	-6,65%
Deuda pública EE. UU.	325,36	0,12%	5,61%
Deuda corporativa emergente	49,24	3,58%	-4,92%

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

RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

FEBRERO 2020	MARZO 2020	ABRIL 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.20 A 21.05.20
6,82%	-6,44%	12,68%	8,25%	-4,46%
-2,50%	-7,14%	10,80%	5,39%	-8,74%
-5,17%	-12,24%	10,18%	5,05%	-11,52%
-8,76%	-12,51%	9,00%	5,04%	-12,06%
-8,94%	-13,47%	8,90%	4,57%	-13,37%
-9,07%	-13,81%	6,24%	4,28%	-16,57%
-9,67%	-14,80%	6,14%	3,24%	-18,18%
-10,18%	-15,61%	5,95%	3,20%	-20,25%
-11,88%	-21,58%	4,35%	2,19%	-25,21%
-13,51%	-34,63%	4,04%	2,11%	-42,55%

MÁS RENTABLE



MENOS RENTABLE



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

■ FTSE 100	■ Topix (Japón)	■ MSCI World	■ MSCI EMEA	■ MSCI Emerging Markets
■ Stoxx Europe 600	■ S&P 500	■ Índice de Shanghái (China)	■ MSCI Latam	■ MSCI 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 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 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.

La Guía Informativa está publicada por CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de las Entidades de Indosuez Wealth Management Group, cuyos empleados, expertos en sus respectivos campos, contribuyen a la redacción de los artículos incluidos en ella.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 22.05.2020.

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.

