

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – JULIO DE 2020

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



## FOCUS

FUERTE REPUNTE EN EL MERCADO CREDITICIO

## RENTA VARIABLE

ROTACIÓN EXTREMA

---

**3** EDITORIAL  
¿RECUPERACIÓN REAL O ILUSIÓN MONETARIA?

---

**5** FOCUS  
FUERTE REPUNTE EN EL MERCADO CREDITICIO

---

**7** MACROECONOMÍA  
VIVIR DÍA A DÍA

---

**9** RENTA VARIABLE  
ROTACIÓN EXTREMA

---

**11** RENTA FIJA  
INDICADORES TÉCNICOS: FIRME APOYO PARA LOS TIPOS  
Y EL CRÉDITO INVESTMENT GRADE

---

**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

## ¿RECUPERACIÓN REAL O ILUSIÓN MONETARIA?

---

Estimado/a lector/a:

Desde mediados de mayo se ha producido una fuerte aceleración del mercado, con indicios de compras motivadas por el pánico y el deseo de cobertura, y una brusca rotación desde los valores de calidad/*momentum* y hacia los cíclicos/*value*.

Puede que algunos se pregunten si este movimiento es sostenible o exagerado, y si se sustenta en una base firme o en esperanzas poco razonables.

Comencemos con el lado positivo de la historia y los tres argumentos principales en los que se basa.

En primer lugar, la reapertura de las economías ha empezado a revelar unas pautas de recuperación mejores de lo esperado en Estados Unidos. El pánico del mercado en marzo reflejó el reconocimiento generalizado de una recesión marcada en el segundo trimestre, la aceleración del repunte simétrico en mayo se sincronizó con la relajación de las medidas de confinamiento y, en junio, con unas cifras de empleo y de ventas minoristas en EE. UU. mejores de lo esperado. El repunte de los precios del petróleo ha reducido la tensión en los países productores y en el sector petrolero estadounidense.

En segundo lugar, los bancos centrales han seguido intensificando las medidas con un aumento del programa de adquisición de activos de emergencia del Banco Central Europeo (BCE) y un mayor apoyo de la Reserva Federal de Estados Unidos a los mercados de crédito, lo que se prevé limite el volumen de los incrementos de las tasas de incumplimiento.

En tercer lugar, los Gobiernos siguen aumentando la magnitud de sus medidas fiscales: así ha sido en Japón, que duplicó el tamaño de su plan; en EE. UU., con un plan de gasto de 1 billón de dólares estadounidenses en infraestructuras; y en Europa, que actualmente está en proceso de acordar un plan de recuperación de 750.000 millones de euros que incluye 500.000 millones de euros en subvenciones. También parece ser así en China, que podría aumentar su apoyo macroeconómico.

Sin embargo, este relato positivo no debería distraernos de los retos y las importantes incertidumbres que tenemos por delante, el aspecto menos brillante de la ecuación.

¿Dónde se situará la tasa de desempleo europea dentro de un año? ¿La aparición de una segunda ola de la infección de la COVID-19 en China conducirá a nuevas medidas de confinamiento más amplias? ¿Los mercados siguen siendo demasiado optimistas en cuanto a la recuperación de los beneficios y subestiman las tasas de incumplimiento crediticio?

Es indudable que la reciente recuperación de los mercados de renta variable también refleja los efectos automáticos del activismo monetario y del regreso a cifras de política de tipo de interés cero (ZIRP, por sus siglas en inglés) en tipos de interés de los fondos federales. Unos tipos de interés más reducidos garantizan valores actuales elevados para los beneficios futuros y también implican que los precios de las acciones suben si los inversores valoran las empresas basándose en una prima de riesgo para la renta variable estable en comparación con los tipos de interés a largo plazo. En cierto modo, esta evidencia matemática podría considerarse una forma de ilusión monetaria o un instrumento actuarial, que no refleja los retos que plantea la perspectiva de obtener rentabilidades netas monetarias de las acciones y los bonos de las empresas. Si se cuestionan los dividendos y las recompras de acciones, y las tasas de incumplimiento crediticio de las empresas van en aumento, los inversores deberían pedir primas de riesgo más elevadas. A medida que las acciones continúan subiendo y los diferenciales ajustándose, el margen de error se estrecha.

Este podría ser uno de los temas de mercado en torno a la temporada de publicación de resultados del segundo trimestre, ya que un aumento continuo de los mercados y una rotación hacia el *value* probablemente requerirían una confirmación *bottom-up* o ascendente llegados a este punto.

Le deseamos que disfrute de la lectura y de un espléndido verano.

# FOCUS

## FUERTE REPUNTE EN EL MERCADO CREDITICIO

### ¡A TODO GAS!

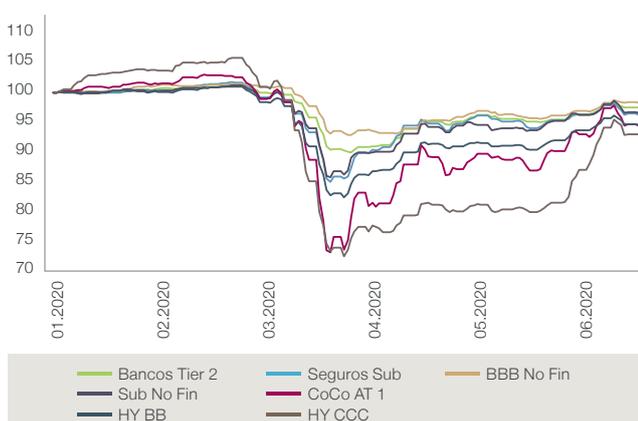
Excluyendo el reciente episodio de volatilidad, el repunte de los mercados crediticios ha sido significativo en las últimas semanas, apoyado especialmente por los nuevos anuncios de los bancos centrales, por medio de diferentes formas de respuesta política.

El BCE aumentó la proyección de su actual programa de compra de bonos corporativos, actuando en calidad de comprador habitual de bonos *investment grade* elegibles en los mercados primarios y secundarios, y recientemente amplió su programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 600.000 millones de euros hasta un total de 1.350.000 millones de euros (110.000 millones de euros al mes, incluidos 10.000 millones de euros del mercado crediticio). Como contraste, los programas de bonos corporativos de la Reserva Federal (Fed) estadounidense están más destinados a ser un mecanismo de protección de fondos/liquidez en lugar de un simple programa de flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés). La facilidad de crédito corporativo del mercado secundario (SMCCF, por sus siglas en inglés), activo desde el 12 de mayo, ha estado comprando solo ETF (cerca de 5000 millones de dólares: 83% IG/17% HY) hasta hace poco (15 de junio), momento en el que empezó a comprar bonos individuales. La capacidad de compra de la facilidad de crédito corporativo del mercado primario (PMCCF, por sus siglas en inglés) es de 750.000 millones de dólares. Aunque es poco probable que ambos lleguen a su límite, el beneficio indirecto de la flexibilización de la Fed es significativo y, por lo tanto, favorable para el mercado crediticio estadounidense.

### FUERTE REPUNTE PARA EL HY

El ajuste de los diferenciales en el *high yield* (HY), en concreto, ha sido marcado hasta mediados de junio. El segmento del HY europeo terminó el mes de mayo con un alza del 3% y a 10 de junio ya superaba el 3%. El impulso del repunte ha sido casi tan grande como la oleada de ventas, lo que ha permitido revertir entre el 70% y el 80% de la ampliación provocada por la crisis de la COVID-19 en el crédito europeo, donde el rendimiento se interpreta como un gráfico barbell de calificaciones: la fortaleza de los emisores con calificación BB y CCC, y la persistente debilidad de los de B.

### RENTABILIDAD TOTAL ANUAL DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES DE CRÉDITO EUROPEOS



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

El segmento CCC ha llegado a niveles a menudo peligrosos, aunque por ahora los incumplimientos crediticios graves han sido muy raros entre los emisores europeos, gracias tanto a la combinación de medidas monetarias y fiscales de apoyo como al menor peso de los productores de energía y el mayor número de emisores de las industrias defensivas dentro de la categoría CCC en comparación con el índice US HY.

El segmento del alto rendimiento (*high yield*) de EE. UU. vuelve a situarse en línea con el europeo a escala mundial, pero con una descompresión mucho mayor en EE. UU. respecto a la calificación crediticia. Aunque las medidas de la Fed han apoyado a los ángeles caídos, la falta de apoyo fiscal directo a los productores de energía ha provocado una clara reacción en los diferenciales de crédito y una concentración de las crecientes tasas de incumplimiento.

Por sectores, sigue existiendo dispersión pero se ha reducido, y los diferenciales medios de los sectores defensivos se encuentran a niveles cercanos a los existentes antes de la crisis de la COVID-19.

### AUNQUE CON DETERIORO DE LA TENDENCIA DE LOS FUNDAMENTALES DEL CRÉDITO

En cambio, los fundamentales del crédito siguen deteriorándose en el contexto de la recesión mundial y solo se vislumbra una recuperación gradual. El porcentaje de transición de las calificaciones crediticias es ahora negativo para Europa y los ángeles caídos (300.000 millones de euros) y las empresas afectadas en lo que va de año, superan las cifras de los cinco años completos anteriores. También está observándose la misma tendencia en Estados Unidos.

Según Moody's, la tasa de incumplimiento crediticio de grado especulativo mundial de los últimos 12 meses subió al 4,7% en mayo, respecto al 4,1% de abril y al 2,3% del año anterior, y superó la media a largo plazo del 4,1%. En términos generales, 25 sociedades emisoras calificadas por Moody's cayeron en incumplimiento crediticio en mayo (26 en abril).

El sector del petróleo y del gas (ocho incumplimientos crediticios) y el sector minorista (seis incumplimientos) se vieron especialmente afectados, con un aumento del número de grandes incumplimientos (10 empresas con más de 1.000 millones de dólares de deuda cada una). Moody's prevé que la tasa de incumplimiento crediticio mundial aumente aún más, hasta el 9,2%, antes de que acabe el año y que alcance un máximo del 9,5% en febrero de 2021, antes de volver a caer al 9,0% en mayo de 2021, suponiendo que se produzca una contracción económica grave en el segundo trimestre de 2020 seguida de una lenta recuperación en el segundo semestre de 2020.

# FOCUS

## FUERTE REPUNTE EN EL MERCADO CREDITICIO

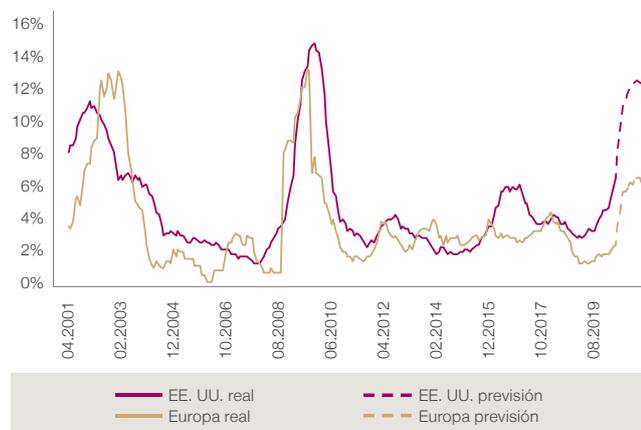
### PREVISIONES DE LAS TASAS DE INCUMPLIMIENTO: ¿NO SON DEMASIADO PESIMISTAS?

Sin embargo, el elevado grado de incertidumbre en torno a los esfuerzos de contención del virus en diferentes partes del mundo, así como en torno al calendario de desarrollo de la vacuna, también suponen un gran riesgo de divergencia respecto al supuesto de base.

Según el supuesto pesimista de Moody's, la tasa de incumplimiento crediticio mundial aumentaría sustancialmente hasta el 16,3% en 2021 y superaría el máximo de 2009, del 13,3%. En este caso, el diferencial del US HY aumentaría el rango entre 880 y 1.550 pb en los próximos cuatro trimestres. Según el supuesto optimista, la tasa de incumplimiento solo se incrementaría hasta el 5,0% a mayo de 2021 y el diferencial del HY caería así cerca de los 400 pb.

Cabe señalar que en el supuesto de base de Moody's prevé que la tasa de incumplimiento del HY en Europa tienda a disminuir a partir de noviembre de 2020 y, a partir de marzo de 2021, en Estados Unidos, con tasas de incumplimiento inferiores a las de la última crisis financiera mundial, pero con grandes diferencias entre sectores y perfiles crediticios de las empresas.

### TASAS DE INCUMPLIMIENTO DE EE. UU. Y EUROPA, REALES Y PREVISTAS



Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

### RENTABILIDAD DE LOS ÍNDICES EUR IBOXX EUROPEOS, %

A JUNIO 15	BANCOS TIER 2	SEGUROS SUB	BBB NO FIN	SUB NO FIN	COCO AT 1	HY BB	HY CCC
Año	-3%	-4%	-2%	-3%	-6%	-5%	-7%
Oleada de ventas (19.02.2020)	-11%	-16%	-8%	-15%	-28%	-18%	-31%
Recuperación (23.03.2020)	8%	12%	5%	12%	28%	15%	28%

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

¿Son los diferenciales del HY insuficientes para reflejar el posible pico de incumplimientos crediticios, o la reciente recuperación de la volatilidad es un indicio de que se ha exagerado la fuerte recuperación?

Los mercados crediticios, más concretamente, el mercado de HY en diferentes monedas, no son inmunes a un pico de volatilidad en los mercados de renta variable.

No obstante, los mecanismos de protección de los bancos centrales evitan que los inversores sufran los fuertes deterioros del valor de mercado, aunque el aumento más limitado de las tasas de incumplimiento crediticio de lo que las agencias de calificación habían previsto provoca que consideremos que el supuesto de base de estas agencias era demasiado pesimista.

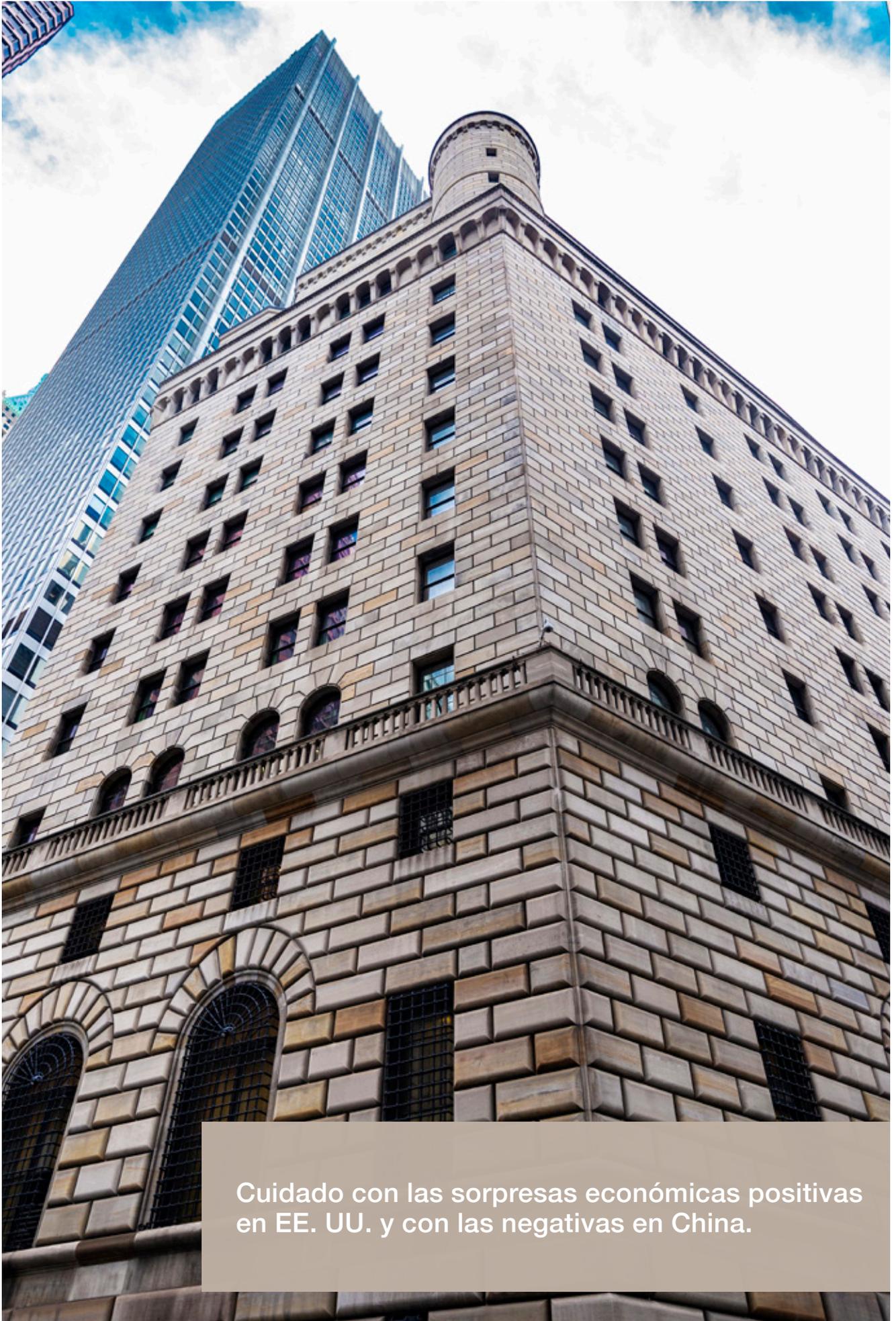
### BUEN PRECIO TODAVÍA EN EL IG Y HY SÓLIDO

Por lo tanto, mantenemos una postura optimista con prudencia en el mercado crediticio, teniendo en cuenta que los inversores siguen bien recompensados por mantener bonos de crédito en un entorno de tipos de interés más reducidos durante más tiempo, a pesar del reciente ajuste de diferenciales.

El posicionamiento en los créditos IG frente a los HY parece el enfoque de inversión más adecuado y prudente para las carteras de renta fija: la valoración en el segmento IG sigue siendo más amplia que sus niveles históricos y las medidas de apoyo de los bancos centrales van a continuar, así como la fuerte demanda de los inversores extranjeros.

Sin embargo, también vemos buen precio en los créditos BB, dado que se espera que el mercado siga diferenciando especialmente entre los BB sólidos y los créditos de menor calificación, que se enfrentan a un creciente riesgo de incumplimiento (especialmente, en EE. UU.).

Al garantizar un enfoque selectivo dentro de este segmento del HY, seguimos favoreciendo a los sectores menos sensibles a la COVID-19, mediante emisores que confirman un modelo de negocio resistente, buena liquidez para cubrir el cambio del capital circulante y la deuda a corto plazo, un apalancamiento financiero manejable y un apalancamiento operativo reducido con pocos costes fijos.



Cuidado con las sorpresas económicas positivas en EE. UU. y con las negativas en China.

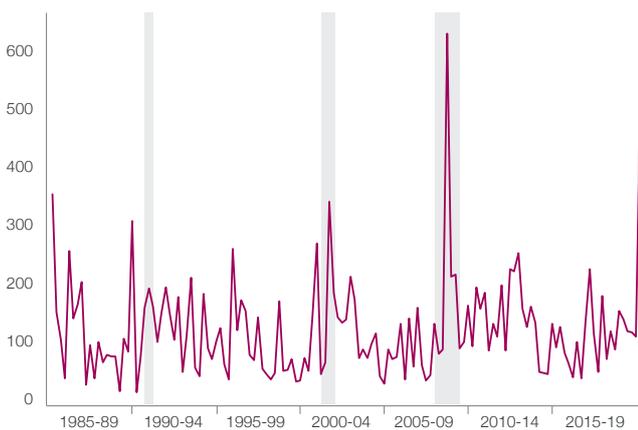
# MACROECONOMÍA

## VIVIR DÍA A DÍA

### DE TRIMESTRAL A DIARIO

La Oficina Nacional de Investigación Económica de EE. UU. (NBER, por sus siglas en inglés) dictaminó oficialmente que el cuarto trimestre de 2019 fue el pico de la expansión en EE. UU. en términos trimestrales y febrero de 2020, en términos mensuales, en que finalizó el periodo récord de 128 meses de expansión de la economía estadounidense. Sin embargo, la duración y la intensidad de la recesión son inciertas, al igual que en la economía de la mayoría del resto de países. Aunque marzo fue el primer mes de la actual recesión de EE. UU., los datos del segundo trimestre de 2020 serán los peores. Los pronósticos más recientes del PIB de EE. UU. del segundo trimestre muestran una dispersión inusualmente amplia, que va del -67% (anualizado) al -7,5%. Así pues, la gran incertidumbre reinante actualmente en cuanto a las condiciones sanitarias y económicas queda reflejada en el rango de las previsiones. En el gráfico siguiente se muestra el índice de incertidumbre de la política económica de EE. UU. Las zonas grises son periodos de recesión.

### ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA DE EE. UU.



Fuentes: Bloomberg, Baker, Bloom and Davis, Indosuez Wealth Management.

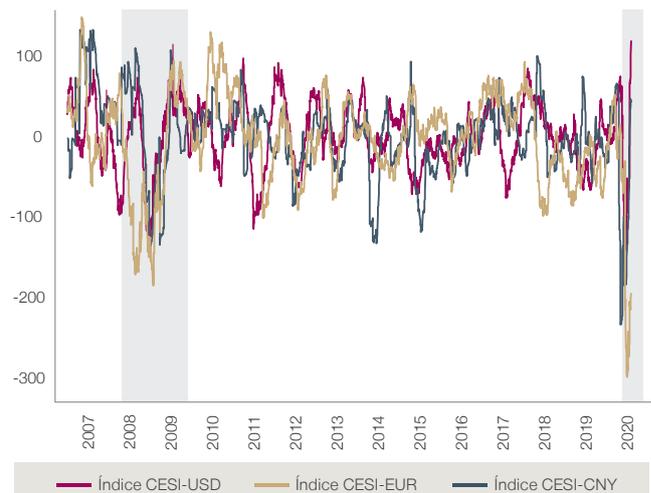
Si bien los datos trimestrales, como las cifras del PIB, se publican con cierto retraso (tendremos que esperar hasta finales de julio para obtener la primera estimación del crecimiento del segundo trimestre), otros datos de mayor frecuencia podrían darnos información más actualizada. Teniendo esto en cuenta, cabe observar que el índice de incertidumbre se calcula diariamente.

También están disponibles los datos de la movilidad diaria. El cambio en las solicitudes de indicaciones desde el 13 de enero de 2020 según los mapas de Apple muestra aumentos del 23% en Alemania, y del 14% en Italia y EE. UU., y una disminución del 25% en el Reino Unido. En otras palabras, hemos pasado el valle de abril. El índice de movilidad de Google para Europa parece confirmar que el mínimo ha quedado atrás, pero sigue estando por debajo de su valor de febrero.

Respecto a China, sabemos que el brote de la COVID-19 comenzó antes que en el resto del mundo, lo que significa que el primer trimestre podría ser el pico de la crisis. Sin embargo, valorar la fuerza del repunte es más difícil debido al calendario de celebración del Año Nuevo Chino (del 25 de enero al 4 de febrero de 2020). Por lo tanto, es complicado separar su impacto de los efectos de la pandemia. No obstante, observamos que el gasto diario de carbón unos 3 meses después del comienzo del Año Nuevo está por encima de su promedio de 2015-2019. Puede que esto suene demasiado optimista, ya que otras estadísticas (transacciones de viviendas o gasto en acero), aunque mostraron un repunte, no superaron la media.

En definitiva, había margen para sorpresas positivas en los datos económicos en China y en los de EE. UU. (las ventas minoristas subieron un 17,7% intermensual en mayo, el doble de la ganancia esperada, y la tasa de desempleo cayó al 13,3%), como puede verse en el gráfico siguiente.

### ÍNDICES DE SORPRESAS ECONÓMICAS DE CITI



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Sin embargo, hay que aplicar cierto grado de precaución con China, como demuestra la publicación de las importaciones de mayo, inferiores a las expectativas (-16,7% interanual), que pueden ser un indicio de una recuperación torpe.

Los bancos centrales no se dejaron impresionar por todo esto y prefirieron pecar de precavidos. No podemos dejar de recordar las palabras de Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal estadounidense, "ni siquiera estamos pensando en pensar subir los tipos de interés". Sin duda, la mayoría del resto de bancos centrales no se alejará de esta postura.



El mayor repunte de la historia  
de la renta variable.

# RENDA VARIABLE

## ROTACIÓN EXTREMA

- El repunte de marzo se ha convertido en una fiebre de compras motivadas por el pánico y amplificada por una gran rotación desde los valores de crecimiento/defensivos hacia los *value*/cíclicos. El movimiento actual ya es el repunte más marcado de la historia del mercado, con una magnitud cercana al 45% de aumento en menos de 3 meses (según el S&P 500). Ha sido impulsado por el final del confinamiento, el anuncio de paquetes fiscales y monetarios masivos, y un posicionamiento corto mundial de los inversores.
- Este repunte extremo, asociado al notable deterioro de las expectativas de beneficios, ha llevado a los niveles de valoración PER al mayor nivel de los últimos 20 años.

### EUROPA

En Europa, al igual que en el resto del mundo, el ímpetu del BPA ha sido mucho mejor recientemente, después de una tendencia muy negativa en marzo y abril. Europa está más sesgada a los sectores *value* y cíclicos, lo que significa que la región tiende a obtener mejores resultados cuando la actividad económica se recupera de manera sostenible y los tipos de interés están al alza, situación que no corresponde a la hipótesis principal, dada la actual política del BCE.

### ESTADOS UNIDOS

Prosigue el repunte del mercado estadounidense, apoyado por el estímulo presupuestario, las inyecciones de liquidez de la Fed y la perspectiva de reaperturas. En este contexto, todos los sectores registraron incrementos, ya sean las empresas que más han sufrido por el confinamiento o aquellas de la nueva economía que se han tomado esta crisis como una oportunidad para acelerar el desarrollo tecnológico, en particular, en materia de organización del trabajo. Además, el Nasdaq está volviendo a alcanzar máximos históricos.

### MERCADOS EMERGENTES

El crecimiento de los ingresos y de los beneficios netos en Asia sin Japón se ha estabilizado en niveles cercanos al 2% en 2020. Se espera una fuerte recuperación de los beneficios en 2021. Los beneficios empresariales chinos han demostrado su capacidad de resistencia hasta el momento, ya que las revisiones a la baja han sido más bien leves en comparación con el resto de Asia. Las medidas de estímulo de China relacionadas con la COVID-19 parecen ser sustanciales y la recuperación debería continuar hasta el segundo semestre de 2020, liderada por el consumo, el gasto en infraestructuras y la tecnología.

### JAPÓN

El Banco de Japón se mantiene muy activo y recientemente ha duplicado su ritmo de compras de ETF. La valoración barata puede ser una cobertura. El mercado ha sufrido un gran volumen de salidas de capital de inversores extranjeros. Ahora el posicionamiento parece ligero, lo que podría ser favorable y debería limitar los posibles aspectos negativos.

### ESTILO DE INVERSIÓN

La reciente magnitud de la volatilidad de los factores no tiene precedentes y el repunte del valor en las últimas tres semanas ya está bastante avanzado, aun cuando esta rotación al *value*/cíclico pudiera mantenerse durante unas semanas más. A largo plazo, el sesgo del *value* frente al crecimiento sigue conservando una fuerte correlación con la dirección de los rendimientos de los bonos y, desde este punto de vista, el movimiento reciente no se mantendrá.

### PREFERENCIAS SECTORIALES

La magnitud de la rotación de los factores ha impactado indudablemente en los últimos resultados sectoriales. Entre el 15 de mayo y el 8 de junio, los valores cíclicos, como el automóvil, los viajes y los bancos, están al alza alrededor del +25%, mientras que la asistencia sanitaria ha subido un poco menos del 4%, generando un diferencial de 2.100 pb.

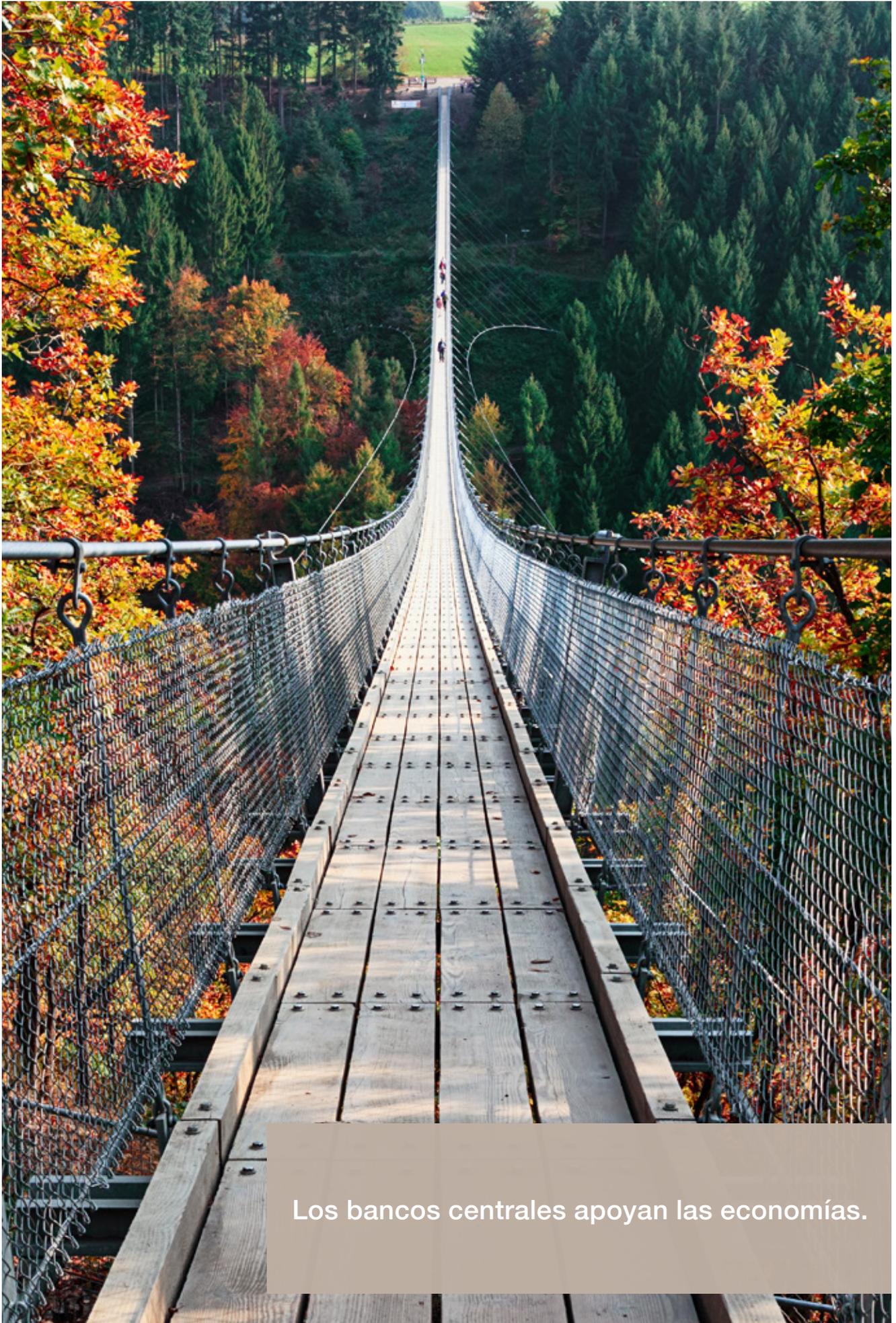
### CLIMA INVERSOR Y POSICIONAMIENTO

En el mercado general, el posicionamiento de los inversores ha pasado a ser largo neto y las posiciones cortas han disminuido, ya que el optimismo sobre la reapertura ha fomentado una dinámica de propensión al riesgo en los mercados. Teniendo en cuenta el posicionamiento muy defensivo existente desde marzo, que puede explicar en parte la reciente aceleración de los mercados al alza, ahora pensamos que este motor positivo ya no será de gran ayuda.

### CONVICCIONES BURSÁTILES FUERTES

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



Los bancos centrales apoyan las economías.

# RENDA FIJA

## INDICADORES TÉCNICOS:

### FIRME APOYO PARA LOS TIPOS Y EL CRÉDITO INVESTMENT GRADE

- La flexibilización de los bancos centrales será efectiva durante un largo periodo de tiempo.
- El crédito *investment grade* es el lugar más seguro para buscar rendimientos.

## BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales siguen apoyando las economías, proporcionando liquidez a los Gobiernos, los bancos y las empresas. En cuanto al BCE, la liquidez del TLTRO alcanzó los 1.023 millones de euros. El programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP) se ha ampliado a 1.350 millones de euros y su horizonte, al menos hasta finales de junio de 2021.

¡La flexibilización actual no está dispuesta a parar todavía!

La Fed estadounidense señaló durante el último comité del FOMC que seguirá inyectando estímulos en la economía estadounidense hasta que el empleo se recupere.

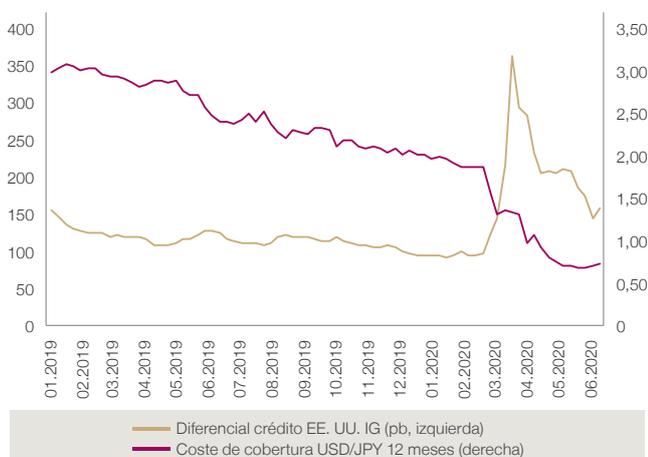
## DEUDA PÚBLICA Y PERIFÉRICA

Con las compras de bonos soberanos por parte de los bancos centrales y la fuerte demanda de los inversores, es poco probable que se produzca una subida significativa de los tipos de interés en un futuro próximo.

Los *breakeven* de inflación se han comportado mejor de lo esperado desde principios de mayo. Sin embargo, esperamos que la tendencia deflacionaria continúe a corto plazo antes de recuperarse junto con un repunte de las condiciones económicas.

Deuda periférica: El fondo de recuperación de 750.000 millones de euros, anunciado recientemente, ha reducido los riesgos para los países no centrales. Los diferenciales de los países periféricos se han reducido aún más después del anuncio del incremento de volumen.

## EL CRÉDITO INVESTMENT GRADE ESTADOUNIDENSE, MÁS ATRACTIVO PARA LOS INVERSORES CON YENES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

## INVESTMENT GRADE & HIGH YIELD

Los mercados crediticios tuvieron un sólido comportamiento en mayo y a principios de junio. La recuperación después del confinamiento por el virus y la ausencia de inquietudes significativas, hasta el momento, sobre una segunda ola han contribuido a la recuperación.

La clase de activos se benefició de los programas de compras de los bancos centrales y del aumento de la confianza de los inversores. La reducción del coste de la cobertura del riesgo de tipo de cambio, así como el aumento de los diferenciales y los tipos de interés reducidos también han avivado la demanda extranjera de crédito IG de EE. UU. y la zona euro.

Sin embargo, los fundamentales de las empresas están debilitándose con rapidez, especialmente, en las empresas HY. Sigue existiendo una gran incertidumbre en las perspectivas de la tasa de incumplimiento, pero los préstamos garantizados por el Estado podrían tener un impacto positivo en el aumento de la tasa.

## BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

Los diferenciales emergentes se han reducido mucho desde mayo. La fuerza de la recuperación en términos de rendimiento ha sido importante, especialmente, en el segmento HY y el crédito latinoamericano.

La incertidumbre macroeconómica sigue siendo elevada y prevemos un incremento de las divergencias entre regiones.

Las empresas asiáticas deberían mostrar una mayor capacidad de recuperación gracias a sus mejores fundamentales.

## CONVICCIONES FUERTES DE RENTA FIJA

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

Fuente: Indosuez Wealth Management.



El dólar estadounidense  
baja de su pedestal.

# DIVISAS

## NUESTRO ANÁLISIS

- El riesgo de cola de la ruptura del euro se redujo mientras que el dólar se vio sometido a presión desde todos los frentes.

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE (USD)

El dólar se ha visto sometido a presión últimamente debido a que las medidas de confinamiento se han suavizado progresivamente mientras EE. UU. se enfrentaba a tensiones políticas internas. El clima de riesgo sigue siendo el principal impulsor del dólar estadounidense, que ha estado actuando como valor refugio desde marzo, fortaleciéndose en periodos de aversión al riesgo y debilitándose en los de propensión al riesgo.

Los recientes disturbios civiles en EE. UU. y las preocupaciones sobre una segunda ola de COVID-19 han pesado sobre la popularidad del presidente Trump y sobre el dólar. Por si fuera poco, el futuro fondo de recuperación de la UE (véase más abajo) ha disparado el atractivo del euro como la segunda moneda de reserva y ha catalizado así la debilidad del dólar.

Más allá de la pandemia, prevemos que el dólar estadounidense se verá afectado por los sondeos de las elecciones presidenciales de noviembre. El creciente apoyo a Joe Biden debería generar incertidumbre sobre la dirección política y debilitar el dólar a largo plazo.

### EURO (EUR)

El euro ha repuntado recientemente gracias a la evolución positiva del fondo de recuperación de la UE y la adopción de nuevas medidas de relajación por parte del BCE.

La posibilidad de la mutualización de la deuda entre los miembros europeos y una transferencia fiscal mayor de lo esperado debería eliminar el riesgo de una ruptura de la zona euro e impulsar las perspectivas del euro a largo plazo.

Respecto al posicionamiento, el mercado lleva un tiempo estableciendo posiciones largas en el euro, lo que sugiere que ya se descuentan algunos aspectos positivos en el precio de la moneda única.

Mientras el paquete de recuperación de la UE siga debatiéndose, esperamos que el EUR/USD se limite a 1,15 y las buenas noticias de su aprobación podrían abrir el camino hacia el 1,17. En el lado negativo, la media móvil de 200 días hará de nivel de soporte en 1,1025.

### LIBRA ESTERLINA (GBP)

Los factores subyacentes están volviendo a cobrar importancia en la libra esterlina y se espera que todos ellos mantengan la volatilidad, la incertidumbre y la ligera devaluación de esta. Las conversaciones del Brexit han vuelto a intensificarse ahora que tanto los Gobiernos de la UE como el del Reino Unido disponen de ancho de banda para dedicarse a ellas y el principal avance de junio fue que no se acordará ninguna extensión del plazo para lograr un acuerdo comercial a finales de 2020.

Por otra parte, la política monetaria está adaptándose a la crisis sanitaria, ya que el Banco de Inglaterra y los mercados barajan la idea de tipos de interés negativos y/o más flexibilización cuantitativa (QE). Lo que es importante para la libra lo seguirá siendo: la intensificación de las conversaciones puede conducir a un avance del Brexit, un factor positivo potencial para libra (en este sentido, parece que todos los factores negativos ya están descontados), mientras que los tipos de interés negativos o la flexibilización cuantitativa no parecen suponer una gran amenaza, dado que

el resto del mundo desarrollado tampoco paga intereses y está emitiendo dinero a montones; así que es probable que prosiga la debilidad de la libra pero con apoyo.

### FRANCO SUIZO (CHF)

La mejora del clima de riesgo mundial y la reducción del riesgo de cohesión de la zona del euro han restado cierta presión de apreciación al franco suizo, especialmente frente al euro. En su última reunión, el Banco Nacional Suizo mantuvo los tipos de interés a -0,75% y declaró que las intervenciones agresivas en el mercado de divisas siguen siendo su herramienta principal.

El valor elevado del franco suizo, los riesgos deflacionarios y el lento crecimiento económico causado por la pandemia del COVID-19 dejan muy pocas opciones al banco central.

Además de la economía nacional, el Banco Nacional Suizo sigue limitado por su vecino europeo, a la espera de avances en el fondo de recuperación de la UE este verano.

### REAL BRASILEÑO (BRL)

El real brasileño experimentó una increíble recuperación del 20% hasta 4,80-4,90 USD/BRL debido a que los mercados quedaron entusiasmados con la idea de una recuperación en forma de V y llevaron al real brasileño al alza junto con el resto de activos de riesgo de los mercados; en nuestra opinión, se trata de un movimiento de acompañar la tendencia que ha ignorado completamente los problemas fundamentales subyacentes a los que se enfrenta Brasil.

Los problemas se resumen en el contagio desenfadado del COVID-19, el escaso margen de maniobra presupuestario de apoyo durante la crisis y la continua incertidumbre política mientras el presidente Bolsonaro oscila entre el conflicto y la reconciliación con poder judicial y los políticos.

El apoyo que sigue manteniendo el real brasileño es el hecho de que el ministro de economía, Paulo Guedes, sigue teniendo todo el apoyo del presidente y se mantiene en su puesto por ahora. Nuestro mensaje es que, cuando los mercados mundiales lleven al alza el real, los tenedores de la moneda deberían interpretarlo como una oportunidad brindada por la mentalidad de rebaño.

### 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.

# ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

## HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

### HIPÓTESIS DE INVERSIÓN



#### Hipótesis principal (50% de probabilidad)

- Recesión aguda pero breve seguida de una recuperación progresiva en el cuarto trimestre de 2020 y en 2021;
- Recuperación ligeramente mejor de lo que se esperaba anteriormente, en particular, en EE. UU ya a finales del segundo trimestre (es decir, las ventas minoristas), aunque riesgo de una recuperación más lenta en Europa y un incremento del desempleo en el año 2021 en la zona euro;
- No habrá vuelta al confinamiento a escala mundial en caso de una segunda ola aislada (el impacto económico es demasiado costoso);
- Ampliación del apoyo fiscal en las principales economías (EE. UU., Japón, China y Europa);
- Estabilización de las revisiones de beneficios para 2020 y repunte en 2021;
- La política monetaria y las garantías estatales limitan las tasas de incumplimiento crediticio, que aumentan moderadamente.

#### Hipótesis alternativa 1 (25% de probabilidad) que podría verse alimentada por:

- Deterioro económico prolongado, recuperación más lenta de lo previsto en el segundo semestre de 2020 y en 2021;
- Efecto limitado de la política monetaria sobre la recuperación del PIB y las tasas de incumplimiento;
- Tensiones políticas que conducen a una mayor fragmentación del comercio; retraso en la aplicación del plan europeo;
- Reanudación de la tendencia de revisiones a la baja de beneficios, por ejemplo, desencadenadas por los resultados del segundo y tercer trimestres;
- Riesgo de una segunda ola de la pandemia (como se ha observado en China).

#### Hipótesis alternativa 2 (25% de probabilidad)

- Firme recuperación en forma de V ya en el segundo semestre de 2020;
- No hay una segunda ola de la pandemia;
- Revisiones al alza de beneficios en el segundo semestre de 2020;
- Mejora continuada del descenso del desempleo en EE. UU. y destrucción de empleo limitada en Europa;
- No hay un aumento significativo de las tasas de incumplimiento crediticio.

# ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

## HIPÓTESIS DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

### CLASES DE ACTIVOS

#### Renta variable

- Ligera infraponderación que refleja una opinión optimista, pero que reconoce una fuerte recuperación y valoraciones elevadas;
- Se mantiene el enfoque en la calidad y la visibilidad, pero una postura más neutra sobre los valores defensivos frente a los cíclicos;
- Preferencia por la renta variable estadounidense (sede de los líderes tecnológicos y mejor ímpetu del BPA) respecto a Europa y Japón;
- Dentro de las economías emergentes, preferencia por China (tendencias a largo plazo en materia de tecnología y clase media).

#### Renta fija

- Se mantiene el *carry* a pesar de ajuste de los diferenciales, gracias al apoyo de los bancos centrales y a un aumento más limitado de las tasas de incumplimiento crediticio respecto a lo previsto por las agencias de calificación;
- Convicción positiva en los valores corporativos IG, la deuda financiera subordinada y el HY de calificación BB;
- Selección en la deuda emergente teniendo en cuenta la diversidad de los fundamentales macroeconómicos, el riesgo de pandemia y el margen de maniobra de las políticas;
- Incremento de la duración en vista del compromiso de los bancos centrales para mantener los tipos de interés bajos y reducir el drawdown de las carteras.

#### Divisas y metales preciosos

- La vulnerabilidad del dólar estadounidense frente al euro aumenta a medida que el riesgo político se reduce en Europa y se incrementa en EE. UU., mientras que el diferencial de tipos de interés y los costes de cobertura son los más reducidos de los últimos 5 años;
- El oro es vulnerable al clima de propensión al riesgo, pero sigue siendo una buena cobertura para las carteras en vista de los riesgos restantes.

### TABLA DE CONVICCIONES

RENDA VARIABLE	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN ESTRATÉGICA (LP)
<b>GEOGRAFÍAS</b>		
EUROPA	-/=	=
EE. UU.	=/+	=/+
JAPÓN	-/=	-/=
UNIVERSO EMERGENTE	=/+	+
IBEROAMÉRICA	-/=	=
ASIA EX-JAPÓN	=/+	=
CHINA	+	+
<b>ESTILOS</b>		
GROWTH	=	=/+
VALUE	-/=	-/=
CALIDAD	=/+	+
CÍCLICO	=	-/=
DEFENSIVO	=	=/+
<b>RENDA FIJA</b>		
<b>DEUDA PÚBLICA</b>		
POTENCIAS EUR 10A (BUND)	=	=
PERIFERIA EUR	=	=/-
USD 10A	=	=
<b>DEUDA CORPORATIVA</b>		
INVESTMENT GRADE EUR	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- AND >	=	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ AND <	=/-	=/-
BONOS DE ENTIDADES FINANCIERAS EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=/+	+
HIGH YIELD USD/BB- AND >	=	+
HIGH YIELD USD/B+ AND <	=/-	=/-
<b>DEUDA EMERGENTE</b>		
DEUDA PÚBLICA MONEDA FUERTE	=	=/+
DEUDA PÚBLICA MONEDA LOCAL	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA IBEROAMÉRICA USD	=/-	=/-
DEUDA CORPORATIVA ASIA USD	=	+
BONOS CHINOS CNY	=/+	+
<b>DIVISAS</b>		
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 JUNIO DE 2020

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (Estados Unidos)	3.124,74	6,90%	-3,28%
FTSE 100 (Reino Unido)	6.242,79	4,01%	-17,23%
Stoxx Europe 600	363,33	7,02%	-12,63%
Topix	1.593,45	7,23%	-7,43%
MSCI World	2.219,10	7,65%	-5,91%
Shanghai SE Composite	4.014,57	1,47%	-2,00%
MSCI Emerging Markets	989,87	6,99%	-11,20%
MSCI Latam (América Latina)	1.944,42	20,91%	-33,36%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	207,85	5,27%	-22,32%
MSCI Asia Ex Japan	642,07	5,34%	-6,71%
CAC 40 (Francia)	4.952,46	11,09%	-17,16%
DAX (Alemania)	12.315,66	11,20%	-7,04%
MIB (Italia)	19.625,63	15,21%	-16,51%
IBEX (España)	7.495,30	13,41%	-21,51%
SMI (Suiza)	9.842,56	2,77%	-7,29%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	3.706,00	4,34%	-2,37%
Oro (USD/Onza)	1.726,53	-1,06%	13,79%
Crudo WTI (USD/Barril)	38,38	18,09%	-37,14%
Plata (USD/Onza)	17,65	-1,34%	-1,50%
Cobre (USD/Tonelada)	5.728,50	6,97%	-7,22%
Gas natural (USD/MMBtu)	1,61	-11,80%	-26,27%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (en puntos)	DESDE 1 ENERO (en puntos)
VIX	33,67	3,14	19,89

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,07	0,96%	-1,30%
GBP/USD	1,26	2,61%	-5,16%
USD/CHF	0,95	-2,06%	-1,58%
EUR/USD	1,13	3,12%	0,45%
USD/JPY	107,32	-0,36%	-1,19%

DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (en pbs)	DESDE 1 ENERO (en pbs)
Deuda pública EE. UU. 10 A	0,75%	6,46	-116,47
Francia 10 A	-0,05%	-3,40	-16,80
Alemania 10 A	-0,43%	3,70	-24,00
España 10 A	0,53%	-10,80	6,70
Suiza 10 A	-0,43%	8,30	4,30
Japón 10 A	0,01%	1,60	3,30

DEUDA CORPORATIVA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	40,83	4,80%	-6,97%
Deuda pública EUR	218,51	0,70%	0,44%
Deuda corporativa EUR (HY)	193,88	5,95%	-4,81%
Deuda corporativa USD (HY)	295,34	5,23%	-2,84%
Deuda pública EE. UU.	325,06	-0,02%	5,51%
Deuda corporativa emergente	50,62	4,52%	-2,26%

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

## RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

MARZO 2020	ABRIL 2020	MAYO 2020	DESDE 4 SEMANAS	01.01.20 A 16.06.20
-6,44%	12,68%	6,81%	-2,00%	20,91%
-7,14%	10,80%	6,23%	-3,28%	7,65%
-12,24%	10,18%	4,63%	-5,91%	7,23%
-12,51%	9,00%	4,53%	-6,71%	7,02%
-13,47%	8,90%	3,62%	-7,43%	6,99%
-13,81%	6,24%	3,04%	-11,20%	6,90%
-14,80%	6,14%	2,97%	-12,63%	5,34%
-15,61%	5,95%	0,58%	-17,23%	5,27%
-21,58%	4,35%	-1,16%	-22,32%	4,01%
-34,63%	4,04%	-1,41%	-33,36%	1,47%

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 Interest and Taxes):** término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

**EBITDA (Earnings Before Interest, 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 DTVM, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA y CA Indosuez Wealth (Miami), sus respectivas filiales (directas e indirectas), sucursales y oficinas de representación, independientemente de su ubicación, operan con la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de ellas se denomina, individualmente, la "Entidad" y, colectivamente, las "Entidades".

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

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales 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 supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

- En Francia: la presente Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (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](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 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<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341.
- En Suiza: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- En Hong Kong SAR: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures 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 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- En Miami: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea 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 DTVM, Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>er</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrita en el CNPJ/MF con el número n.º 01.638.542/0001-57.
- En Uruguay: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo (Uruguay). La Guía Informativa no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. La Guía Informativa se distribuye con carácter privado. La Guía Informativa y los productos que puedan mencionarse en ella no han sido revisados ni aprobados por el Banco Central del Uruguay, ni están registrados en él ni en ninguna otra autoridad reguladora uruguaya.

La Guía Informativa no puede 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 17.06.2020.

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.

