

# Informe de mercado 2020.



Buscando rentabilidades sostenibles  
con tipos mínimos

1

Resumen  
ejecutivo.

Pág.4

2

Visión  
global.

Pág.6

3

Factores  
clave.

Pág. 11

4

Macro.

Pág. 15

5

Renta  
Fija.

Pág. 22

6

Renta  
Variable.

Pág. 29

7

Divisas.

Pág. 36

8

Materias  
Primas y  
Gestión  
Alternativa.

Pág. 38

9

Conclusiones.

Pág. 39

# Buscando rentabilidades sostenibles con tipos mínimos

Estimado cliente,

El ejercicio 2019 está a punto de culminar con un **balance de rentabilidades en el mercado netamente positivo** y que ha permitido compensar ampliamente los retrocesos del año anterior. Repasando con nuestros equipos de inversión la distribución de los retornos positivos, existen diferencias importantes entre países, pero en términos generales observamos con satisfacción que nuestros clientes han podido beneficiarse de este entorno favorable de mercado.

**Este balance tan satisfactorio de retornos lo valoramos con ciertas dosis de realismo, al comprobar que no ha estado acompañado de una mejora de los fundamentales.** Al contrario, el crecimiento económico y de beneficios para este ejercicio y el estimado para el siguiente está siendo menor al que esperábamos hace doce meses. El factor más decisivo que ha permitido este giro de optimismo en el mercado ha sido la **actuación decidida de los principales bancos centrales, recortando los tipos de interés con el consiguiente efecto positivo en la valoración de bonos y acciones.** Estas medidas de política monetaria han situado los tipos de interés en niveles tan bajos que, para muchos países, no tenemos referencias históricas y que conllevan enormes dificultades de gestión en los mandatos más conservadores. Estamos transitando por terreno desconocido y nuestra responsabilidad como gestores es advertir a nuestros clientes que **el entorno financiero ha cambiado y que ciertas premisas básicas de la gestión tradicional están distorsionadas.**

**Gestionar este entorno implica una gran complejidad, al enfrentarnos al dilema de que los activos de renta fija nos ofrecen tipos de interés mínimos a nivel global y algunas bolsas (principalmente las estadounidenses) no paran de romper récords.** Niveles de bolsa en zona de máximos y de tipos en mínimos dificultan la construcción de carteras eficientes a la hora de equilibrar el binomio de rentabilidad versus riesgo. Nuestro escenario base para los próximos doce meses comprende un **entorno de bajo crecimiento (no recesivo) potencialmente favorable para la toma de posiciones moderadas de riesgo.** Un contexto donde los riesgos geopolíticos pueden evolucionar a la baja y donde la escasez de opciones rentables en la mayoría de activos de renta fija siga empujando a los inversores a "refugiarse" en la renta variable y otros activos de crecimiento.

Hemos identificado **cuatro factores clave que probablemente marcarán el devenir del mercado en los próximos doce meses.** Nuestro escenario central moderadamente positivo para la inversión depende de que estos factores no tengan un desenlace negativo, por lo que estaremos muy atentos al devenir de las elecciones en EE.UU., el crecimiento de los beneficios, la firma de un acuerdo comercial entre EE.UU. y China y la confianza de los inversores en las medidas de política monetaria de los bancos centrales.

Consideramos que **es necesario más que nunca ser disciplinado y respetar las premisas de inversión que han demostrado su valía en el largo plazo** y que hemos centrado en cuatro recomendaciones:

- Evitar posiciones excesivas en liquidez (por el momento). El coste real y de oportunidad de este posicionamiento puede ser elevado dado que el entorno de tipos bajos puede perdurar en el tiempo.
- No perseguir rentabilidades y mantenerse invertido en un nivel de riesgo adecuado. Aprovechar eventos de volatilidad para reforzar posiciones en activos de mayor potencial de rentabilidad.
- Incrementar la diversificación de las carteras para reducir el riesgo. Complementar las posiciones en activos tradicionales con estrategias y activos alternativos que aportan fuentes de rentabilidad con perfiles de riesgo distintos.
- Incorporar criterios de sostenibilidad (ASG) en la selección de estrategias e instrumentos de inversión. Las inversiones con elevada calificación en criterios ASG tendrán previsiblemente ventajas competitivas a medio plazo.

Consideramos que, si bien el panorama de bajo crecimiento, tasas de retorno reducidas y riesgos elevados, no configura un escenario de inversión idóneo, existe una probabilidad razonable de que la toma de riesgo siga teniendo recompensa. Adicionalmente, vemos oportunidades concretas en bonos (renta fija emergente y curva USD), renta variable (Alemania, el Reino Unido, Brasil o la India, entre otros), alternativos (infraestructuras, deuda privada, *private equity*...), divisas (libra esterlina, corona noruega...), estilos (*value*, ASG...), y materias primas (oro). Nuestros equipos de asesores y gestores están a su disponibilidad para explicarles y poner en práctica éstas y otras estrategias, siempre respetando las normas de prudencia, diversificación y ajustadas al nivel de riesgo definido para su perfil de inversión.

Muchas gracias por su confianza,



**Víctor Matarranz**  
Director General División Santander Wealth Management & Insurance

# 1

## Resumen ejecutivo.

### Contexto económico y de mercado

#### 1

##### **Tipos de interés en mínimos históricos.**

Situación anómala por su baja rentabilidad nominal y real que no permite obtener retornos por encima de la inflación en la mayoría de los países.

#### 2

##### **Bajo crecimiento económico pero sin recesión a corto plazo.**

Nuestro escenario central macroeconómico contempla un crecimiento global del 3,0% en una fase de madurez del ciclo.

#### 3

##### **Poco margen de maniobra de los bancos centrales: la normalización de los tipos de interés se retrasa.**

El contexto de escasa inflación y crecimiento condiciona que los bancos centrales no puedan subir tipos ("lower for longer").

#### 4

##### **Entorno de inversión complejo (especialmente para los inversores conservadores) aunque no exento de oportunidades.**

En este escenario los activos de riesgo son la única oportunidad de generar retornos superiores a la inflación.

### Factores clave 2020

#### 1

##### **Credibilidad y capacidad de los bancos centrales.**

El mercado necesita seguir contando con el apoyo de las políticas monetarias expansivas, con el aderezo de la política fiscal.

#### 2

##### **Resolución temporal de los conflictos geoestratégicos.**

Es vital que se despeje la incertidumbre sobre el "Brexit" y la "guerra" tarifaria entre EE.UU. y China, dado que la confianza empresarial ya está muy debilitada.

#### 3

##### **Estabilidad política y elecciones en EE.UU.**

Los inversores estarán muy atentos a los sucesos en Hong Kong y a las cuestiones políticas domésticas en EE.UU. Las encuestas apuntan a la reelección de Trump por el buen *momentum* económico.

#### 4

##### **Crecimiento positivo de los beneficios empresariales en un entorno macro no recesivo.**

Sin embargo, esperamos revisiones a la baja de estimaciones hasta niveles del 4% por compresión de márgenes.





## Visión Activos y Oportunidades

### 1

#### Asumir los bajos niveles de rendimiento de la liquidez y renta fija.

Los bonos gubernamentales y corporativos de la zona Euro tienen escaso potencial de revalorización. Hay más valor en USD y en emergentes (pero sin olvidar el mayor riesgo).

### 2

#### La bolsa es atractiva en términos relativos (no en absolutos).

Vemos oportunidades en Alemania, el Reino Unido, en determinados sectores en EE.UU. y en mercados emergentes seleccionados.

### 3

#### Incrementar diversificación con materias primas y divisas.

El oro y algunas divisas (principalmente USD) pueden seguir funcionando como activo refugio. Vemos valor adicional en la libra esterlina si hay una resolución positiva del "Brexit".

### 4

#### Aprender a incorporar los activos ilíquidos en las carteras.

La inversión en mercados no cotizados a través de deuda privada, infraestructuras o *private equity* puede ser un complemento óptimo a la inversión tradicional para clientes expertos.

## Recomendaciones de inversión

### 1

#### Evitar posiciones excesivas en liquidez (por el momento).

El coste real y de oportunidad de este posicionamiento puede ser elevado dado que el entorno de tipos bajos puede perdurar en el tiempo.

### 2

#### No perseguir rentabilidades y mantenerse invertido en un nivel de riesgo adecuado.

Aprovechar eventos de volatilidad para reforzar posiciones en activos de mayor potencial de rentabilidad.

### 3

#### Incrementar la diversificación de las carteras para reducir el riesgo.

Complementar las posiciones en activos tradicionales con estrategias y activos alternativos que aportan fuentes de rentabilidad con perfiles de riesgo distintos.

### 4

#### Incorporar criterios de sostenibilidad (ASG)

en la selección de estrategias e instrumentos de inversión. Las inversiones con elevada calificación en criterios ASG tendrán previsiblemente ventajas competitivas a medio plazo.



# 2

## Visión global.

Los bancos centrales acuden al rescate

El coste de oportunidad de los activos de riesgo se reduce de manera sensible en el actual entorno de tipos de interés

# 2019: Bajan los tipos y suben las bolsas

El mercado durante 2019 ha experimentado una recuperación en rentabilidades prácticamente generalizada (únicamente la liquidez en euros ha tenido retornos negativos entre las principales clases de activos). **Las rentabilidades obtenidas han sido muy elevadas y contrastan con los retornos negativos, casi sin excepción, que sufrieron los inversores tanto en renta fija como variable durante 2018.** Como se puede observar en la tabla de la siguiente página, los retornos tanto en perfiles en dólares estadounidenses (USD) como en euros (EUR) han sido cercanos al doble dígito a noviembre de 2019, superando holgadamente la media de los últimos 10 años (en torno al 4% en renta fija y al 9% en variable).

El factor causante de este comportamiento tan dispar entre ambos ejercicios no ha estado en la evolución de los fundamentales del mercado, ya que tanto el crecimiento económico como el de los beneficios han sido inferiores en 2019 a los experimentados en el ejercicio anterior. **El principal catalizador de la mejora del sentimiento de mercado ha sido el cambio de sesgo en las políticas monetarias de los bancos centrales.** La caída en los precios de los activos de riesgo (y también en los bonos) durante el último trimestre de 2018 estuvo en un principio causada por los temores de los inversores ante los efectos del tensionamiento monetario (principalmente por las subidas de tipos de la Reserva Federal). El creciente nerviosismo de los agentes económicos originado por el conflicto comercial entre EE.UU. y China obligó a una gran parte de los bancos centrales a cambiar de rumbo las políticas monetarias y bajar de forma prácticamente coordinada los tipos de interés.

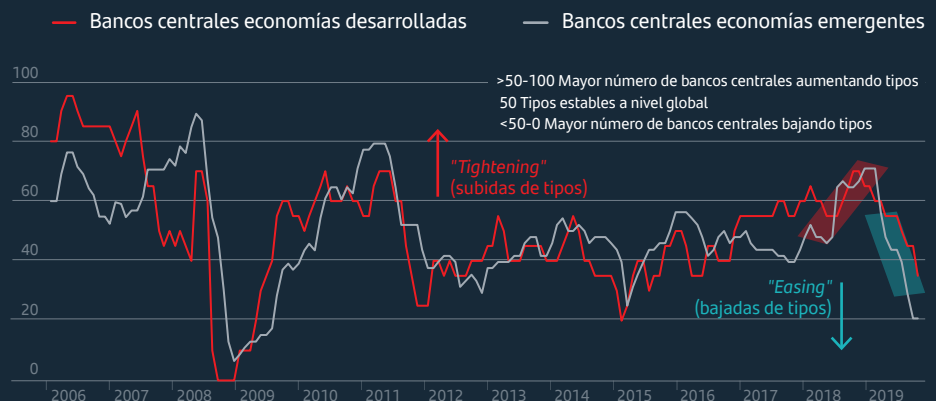
Este bálsamo monetario generó una reacción positiva en todos los activos de riesgo, pero nos plantea varias preocupaciones de cara a la rentabilidad que podemos esperar en el futuro inmediato. La primera cuestión concierne a si es sostenible que los tipos de interés de corto plazo se mantengan en estos niveles y cómo gestionar las posiciones de liquidez y los mandatos en donde la prioridad sea la protección del capital. Una segunda cuestión es la relativa a la búsqueda de fuentes adicionales de retorno en este entorno de baja rentabilidad de los activos sin riesgo. Dados los reducidos (e incluso negativos) niveles de rentabilidad de partida de estos activos, la motivación por asumir riesgo en otros activos es más fuerte que nunca. Sin embargo, hay que vigilar minuciosamente la evolución del ciclo económico para intentar evitar correcciones de calado en los precios. Esto nos lleva a un tercer punto de reflexión, que se centra en el análisis de los factores clave que pensamos pueden determinar el apetito por el riesgo del mercado y que centramos en cuatro aspectos que analizamos en la siguiente sección.

## Bajadas generalizadas de tipos de interés Se para la "normalización" de tasas y volvemos a zona de mínimos

El cambio de sesgo de la política monetaria favorece el rally del mercado

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

Las bajadas de tipos han sido generalizadas tanto en países desarrollados como emergentes



### Rentabilidad principales activos en los últimos 10 años

|   | 2010   | 2011   | 2012  | 2013  | 2014   | 2015   | 2016  | 2017  | 2018   | 2019  | Rentabilidad anualizada |        |         |
|---|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------------------------|--------|---------|
|   |        |        |       |       |        |        |       |       |        |       | 3 Años                  | 5 Años | 10 Años |
| Liquidez (USD) <sup>1)</sup>                  | 0,2%   | 0,1%   | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%   | 0,1%   | 0,4%  | 1,0%  | 1,9%   | 2,0%  | 1,7%                    | 1,1%   | 0,6%    |
| Liquidez (EUR) <sup>2)</sup>                  | 0,4%   | 0,9%   | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%   | -0,1%  | -0,3% | -0,4% | -0,4%  | -0,3% | -0,4%                   | -0,3%  | 0,0%    |
| R. Fija Global <sup>3)</sup>                  | 5,5%   | 5,6%   | 4,3%  | -2,6% | 0,6%   | -3,7%  | 2,1%  | 7,4%  | -1,2%  | 6,2%  | 3,9%                    | 2,0%   | 2,1%    |
| R. Fija USD <sup>4)</sup>                     | 6,5%   | 7,8%   | 4,2%  | -2,0% | 6,0%   | 0,9%   | 2,6%  | 3,5%  | 0,0%   | 8,6%  | 4,1%                    | 3,1%   | 3,6%    |
| R. Fija Gobiernos (USD) <sup>5)</sup>         | 5,3%   | 6,6%   | 1,7%  | -1,3% | 2,6%   | 1,4%   | 1,1%  | 1,1%  | 1,4%   | 5,2%  | 2,6%                    | 2,0%   | 2,3%    |
| R. Fija Corporativos (USD) <sup>6)</sup>      | 9,0%   | 8,1%   | 9,8%  | -1,5% | 7,5%   | 0,1%   | 6,1%  | 6,4%  | -2,5%  | 13,7% | 6,0%                    | 4,5%   | 5,4%    |
| R. Fija High Yield (USD) <sup>7)</sup>        | 15,1%  | 5,0%   | 15,8% | 7,4%  | 2,5%   | -2,0%  | 17,1% | 7,5%  | -2,1%  | 11,6% | 6,3%                    | 5,3%   | 7,6%    |
| R. Fija Euros <sup>8)</sup>                   | 2,2%   | 3,2%   | 11,2% | 2,2%  | 11,1%  | 1,9%   | 3,3%  | 0,7%  | 0,4%   | 6,8%  | 2,8%                    | 2,6%   | 4,1%    |
| R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>9)</sup>         | 1,1%   | 3,4%   | 11,0% | 2,2%  | 13,1%  | 2,7%   | 3,2%  | 0,2%  | 1,0%   | 7,9%  | 3,3%                    | 3,1%   | 4,3%    |
| R. Fija Corporativos (EUR) <sup>10)</sup>     | 6,6%   | 3,2%   | 14,6% | 1,5%  | 11,0%  | 3,3%   | 2,9%  | 1,9%  | -1,5%  | 6,2%  | 2,6%                    | 2,4%   | 4,1%    |
| R. Fija High Yield (Europa) <sup>11)</sup>    | 16,2%  | -2,4%  | 28,5% | 9,9%  | 7,0%   | 5,6%   | 6,5%  | 6,2%  | -3,6%  | 10,1% | 4,8%                    | 4,4%   | 8,1%    |
| R. Fija Emergente Global (USD) <sup>12)</sup> | 12,8%  | 7,0%   | 17,9% | -4,1% | 4,8%   | 2,7%   | 9,9%  | 8,2%  | -2,5%  | 11,2% | 5,9%                    | 5,0%   | 6,4%    |
| R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>13)</sup>  | 13,1%  | 10,7%  | 16,9% | -6,0% | 4,2%   | -2,2%  | 16,3% | 10,6% | -4,9%  | 8,5%  | 5,4%                    | 4,1%   | 6,0%    |
| R. Variable Mundial <sup>14)</sup>            | 11,8%  | -5,5%  | 15,8% | 26,7% | 4,9%   | 0,9%   | 7,5%  | 22,4% | -8,7%  | 22,9% | 11,9%                   | 7,5%   | 9,3%    |
| R. Variable EE.UU. <sup>15)</sup>             | 15,1%  | 2,1%   | 16,0% | 32,4% | 13,7%  | 3,0%   | 12,0% | 21,8% | -4,4%  | 26,3% | 14,3%                   | 10,8%  | 13,4%   |
| R. Variable Europa <sup>16)</sup>             | 11,6%  | -8,6%  | 18,2% | 20,8% | 7,2%   | 15,4%  | 1,7%  | 10,6% | -10,8% | 23,9% | 8,9%                    | 6,2%   | 8,3%    |
| R. Variable España <sup>17)</sup>             | -12,9% | -7,7%  | 2,8%  | 27,8% | 8,6%   | 4,7%   | 2,6%  | 11,3% | -11,5% | 13,0% | 6,4%                    | 1,3%   | 2,5%    |
| R. Variable Japón <sup>18)</sup>              | 1,0%   | -17,0% | 20,9% | 54,4% | 10,3%  | 14,3%  | 0,3%  | 22,2% | -16,0% | 15,9% | 7,3%                    | 6,0%   | 9,9%    |
| R. Variable Emergentes <sup>19)</sup>         | 18,9%  | -18,4% | 18,2% | -2,6% | -2,2%  | -13,0% | 11,2% | 37,3% | -14,6% | 11,1% | 9,6%                    | 3,1%   | 3,6%    |
| Gestión Alternativa <sup>20)</sup>            | 5,2%   | -8,9%  | 3,5%  | 6,7%  | -0,6%  | -2,3%  | 2,5%  | 6,0%  | -6,7%  | 6,6%  | 2,1%                    | 0,7%   | 1,0%    |
| Materias Primas <sup>21)</sup>                | 16,7%  | -13,4% | -1,1% | -9,6% | -17,0% | -22,3% | 11,4% | 0,7%  | -13,0% | 2,5%  | -2,6%                   | -7,7%  | -5,3%   |

1) Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index. 2) Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index. 3) Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un. 4) Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD. 5) Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U. 6) Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD. 7) Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD. 8) Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR. 9) Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR. 10) Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU. 11) Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged. 12) Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged. 13) Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD. 14) MSCI World Index Total Return. 15) S&P 500 Total Return Index. 16) Stoxx600 Net Total Return Index. 17) Ibx 35 Total Return Index. 18) Topix Total Return. 19) MSCI Emerging Markets Net Total Return Index. 20) Hedge Fund Research HFRX Global Hedge Fund Index. 21) Bloomberg Commodity Index. Nota: datos a 22 de noviembre de 2019.

Datos a 22 de noviembre de 2019

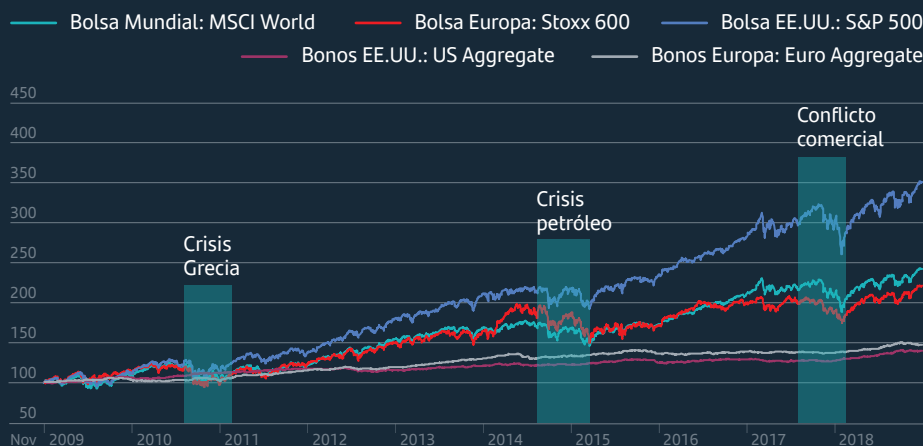
### Una década de excelentes rentabilidades

Los mercados han sido eficientes remunerando la exposición al riesgo

#### Rentabilidad principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Esta expansión ha convivido con tres episodios de notable incertidumbre, pero los inversores que han tenido visión de largo plazo han obtenido óptimos retornos



# Tipos sin interés: sin perspectivas de “normalización” a la vista

El ahorro conservador es el principal damnificado por la relajación monetaria

La consecuencia más inmediata del sesgo expansivo de las políticas monetarias de los principales bancos centrales es la **problemática que se plantea a los inversores a la hora de buscar rentabilidades en activos conservadores**. Los tipos de interés a nivel global se encuentran en mínimos históricos y más de 13 mil millones de USD de nominal de bonos mundiales tienen rendimientos negativos a vencimiento. El objetivo de estas políticas monetarias es promover la inversión de las empresas y el crecimiento económico, abaratando el coste de financiación, pero la contrapartida es la falta de remuneración a los ahorradores, es decir, lo que se ha acuñado como “represión financiera”.

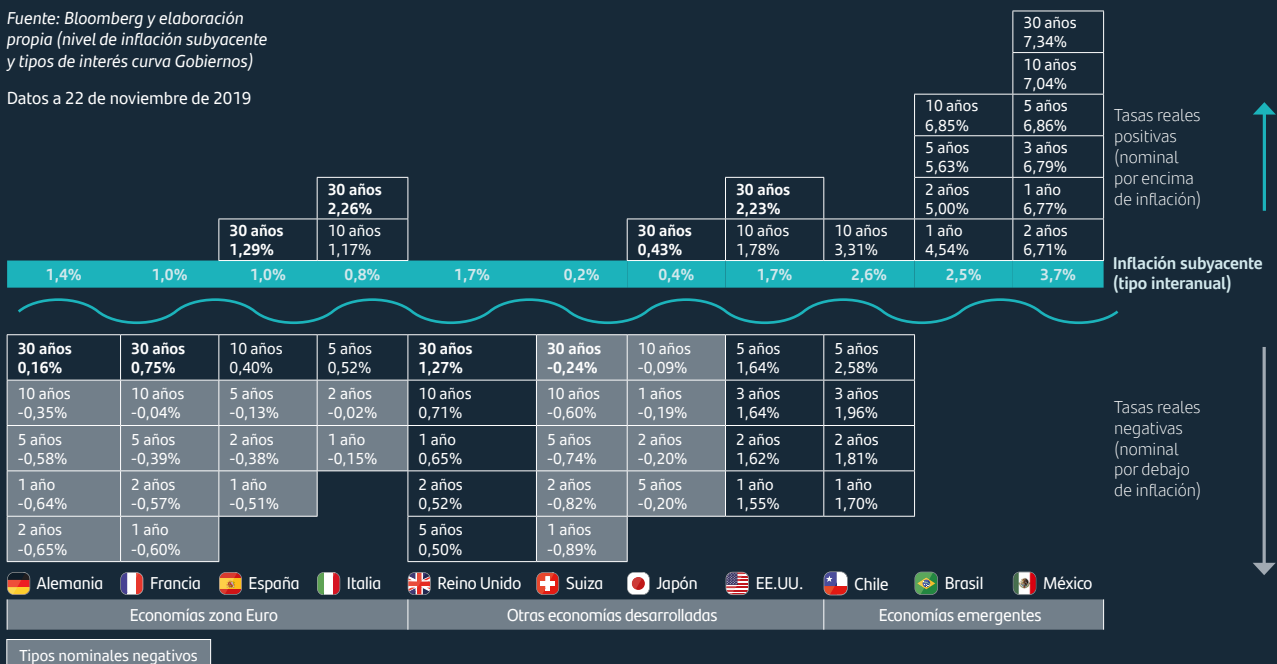
Los ahorradores e inversores carecen de experiencia histórica a la hora de tener que asumir un coste por estar en activos líquidos, lo que les está generando el dilema de trasladar sus inversiones hacia activos de mayor rentabilidad (pero también de mayor riesgo). En el gráfico inferior hemos querido expresar la rentabilidad disponible en las principales geografías, invirtiendo en liquidez o en activos gubernamentales (mejor calidad crediticia a nivel local) y cómo compara esa rentabilidad con la inflación o pérdida de poder adquisitivo. Observamos cómo en muchos países desarrollados, como Alemania o Japón, la práctica totalidad de opciones disponibles en activos sin riesgo tienen implícitas rentabilidades negativas en términos nominales y reales (netas de inflación).

El escenario de tipos de interés bajos se alarga en el tiempo

Las políticas monetarias ultraexpansivas están penalizando a los ahorradores (y beneficiando a los agentes económicos endeudados) y la expectativa del mercado es que esta situación no cambie de forma radical en los próximos años. En la zona Euro, el análisis de la curva Euribor tiene como implicación rentabilidades negativas hasta, por lo menos, 2025. Hasta la fecha, las entidades bancarias se han resistido a trasladar el coste de la liquidez a los particulares, pero ya lo han empezado a hacer a los institucionales y corporativos. La primera conclusión que hacemos en este informe es alertar de la nula o negativa rentabilidad en las economías desarrolladas a la hora de tener liquidez disponible o invertir en bonos de los emisores de mayor calidad. La comunidad de analistas económicos ha acuñado el término “lower for longer” para hacer referencia a esta resistencia de los tipos de interés mundiales a “normalizarse” en este ciclo y las bajadas de rendimientos recientes corroboran este panorama para la inversión en activos sin riesgo.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia (nivel de inflación subyacente y tipos de interés curva Gobiernos)

Datos a 22 de noviembre de 2019





# Búsqueda de rentabilidad: sólo hay alternativas en los activos de riesgo

Los inversores no deberían resignarse a obtener rentabilidades negativas

En la medida en que el entorno económico siga teniendo como escenario central un crecimiento razonable a nivel global y la liquidez se encuentre tan penalizada en términos de rentabilidad, el incentivo a buscar alternativas entre los activos de mayor riesgo va a seguir estando presente, tal como hemos visto en los últimos trimestres. Los inversores no se resignan a las nulas rentabilidades netas de inflación de los activos refugio, y la demanda de activos con riesgo bien remunerado es más alta que nunca.

Nuestra labor como asesores y gestores está en analizar cuáles son los activos que ofrecen el mejor binomio de rentabilidad ajustada a riesgo teniendo en cuenta la experiencia histórica y los factores de cambio presentes en el mercado. Gracias a la acción de los bancos centrales, nunca ha sido más fácil batir el rendimiento de los bonos gubernamentales. Nuestro escenario central es algo más conservador que el consenso de mercado, pero todavía contempla crecimientos económicos alejados de niveles de recesión y un ligero incremento de los beneficios empresariales. En este escenario, la búsqueda de retornos sostenibles con un alto grado de diversificación y con primas de riesgo atractivas respecto a los activos de menor riesgo seguiría siendo un motor de rentabilidad a lo largo de los próximos 12 meses.

No hay soluciones fáciles y exentas de volatilidad para obtener rentabilidad

En el gráfico inferior comparamos el rendimiento de bonos y acciones a nivel global para poder evaluar si todavía tiene sentido financiero mantenerse en activos de riesgo. En el mismo se observa la caída en el rendimiento a vencimiento del índice de bonos mundial como consecuencia de las actuaciones de los bancos centrales. El rendimiento de las acciones lo medimos en función de la rentabilidad por dividendo, apreciándose una mayor estabilidad en esta métrica respecto a la disminución experimentada en el rendimiento de los bonos. El crecimiento de los beneficios y dividendos ha sido el factor que ha evitado el deterioro de la rentabilidad de las acciones. Las bolsas han defendido mejor que los bonos sus métricas de rentabilidad y ofrecen todavía valor en términos relativos.

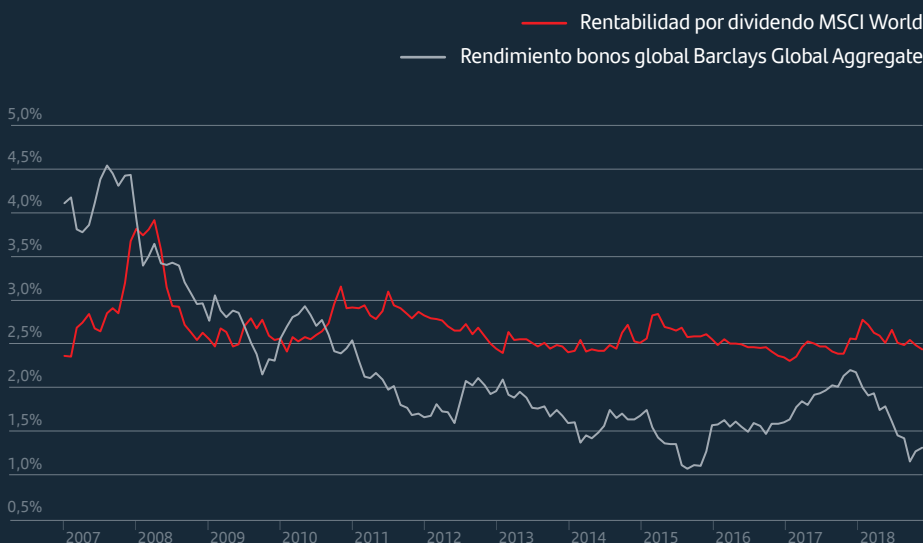
Datos a 22 de noviembre de 2019

## Rendimiento relativo de bonos y acciones La renta variable compara positivamente respecto a la renta fija

Comparativa rendimientos renta variable y bonos mundiales

Fuente: Bloomberg/IBES y elaboración propia

Al contrario que los bonos, la rentabilidad por dividendo de la bolsa mundial se ha mantenido estable



# Un entorno de inversión más que novedoso

Existe incertidumbre por los efectos secundarios de las políticas ultraexpansivas

A la hora de diseñar estrategias de inversión óptimas para el entorno venidero hemos de ser conscientes de que **carecemos de referencias históricas para muchos de los factores y condicionantes de mercado**. La última década ha sido muy positiva para los inversores, pero ha contado con el viento a favor de políticas económicas (básicamente monetarias) de signo expansivo en una magnitud desconocida. Los efectos secundarios de estas políticas y su carácter extraordinario (existe poca capacidad para volver a implementarlas en similar magnitud) implican una dosis de incertidumbre adicional a la hora de estimar el comportamiento futuro de los activos.

La madurez del ciclo incrementa el riesgo de sorpresas negativas a nivel geopolítico y económico

Los organismos económicos internacionales, los directivos de compañías y los analistas financieros están avisando de que el escenario central de crecimiento que contemplan se ve amenazado por un balance de riesgos al alza. Los inversores deben tener en cuenta que deben **complementar la necesidad de tomar posiciones en activos de riesgo con estrategias defensivas que diversifiquen sus carteras de inversión**. La economía mundial está superando récords de longevidad en esta expansión, pero **este grado de madurez del ciclo implica una mayor sensibilidad ante las potenciales eventualidades negativas**.

Entre los potenciales acontecimientos negativos más importantes está el **riesgo geopolítico**, y en concreto la posibilidad de que se produzcan cambios importantes en regulación que incidan de lleno en las expectativas y decisiones de los agentes económicos. El gráfico inferior ha sido desarrollado para tratar de medir el grado de incertidumbre económica derivada de cambios políticos, y, como puede observarse, **nos encontramos en niveles máximos de esta percepción de riesgo**. En el núcleo de esta inseguridad se localiza el fuerte impacto mediático del conflicto comercial entre EE.UU. y China, las negociaciones interminables por el "Brexit", las tensiones internas en la Unión Europea o la preocupación por el elevado endeudamiento público. En la siguiente sección analizamos los **cuatro factores clave que consideramos determinarán el signo del mercado en 2020**, y que, a nuestro entender, son: los marcos tarifarios, las elecciones presidenciales estadounidenses, la credibilidad de los bancos centrales y el ciclo de beneficios empresariales. El éxito en la gestión de inversiones durante los próximos 12 meses va a depender de una estructura bien equilibrada entre activos de riesgo y estrategias defensivas, así como de una correcta evaluación y anticipación de estos factores clave que pasamos a analizar.

Datos a 22 de noviembre de 2019

## Índice de Incertidumbre Política Económica Global

Fuente: Baker, Bloom & Davis (Global Economic Policy Uncertainty Index) y elaboración propia

Muchos de los fundamentos en los que se han basado las políticas económicas de las últimas décadas están en cuestión

## Entorno complejo a nivel geopolítico Elevada percepción de incertidumbre en el panorama global



# 3

## Factores clave.

### 3.1 Credibilidad de los bancos centrales: límites de la política monetaria

El ciclo económico actual ha contado con un aliado incuestionable en los bancos centrales, que han puesto en práctica medidas extremas con el fin de lograr una salida de la crisis financiera en un principio, y que la recuperación económica fuese sostenible en un segundo término. La debilidad del mercado ante el tensionamiento monetario y financiero a finales de 2018 provocó un **giro de 180 grados por parte de unas autoridades monetarias que han vuelto a poner en práctica medidas extremas de estímulo.**

El *timing* y alcance de estas medidas ha sido cuestionado por expertos económicos que argumentan que, dado el poco margen de maniobra que tienen los bancos centrales, deberían haberse postergado para momentos en que la desaceleración económica fuese más generalizada. Una muestra muy significativa de esta **falta de consenso** ha sido la **oposición de varios de los consejeros del Banco Central Europeo (BCE) a las medidas de expansión monetaria implementadas por Mario Draghi** antes del final de su mandato.

Otro factor adicional de incertidumbre reside en el reciente **cambio de liderazgo en el BCE**, y en la **capacidad de maniobra que tendrá Christine Lagarde**. Adicionalmente, empieza a existir un amplio consenso sobre que la efectividad de las bajadas de tipos de interés y recompras de activos es ya muy limitada, una vez que la práctica totalidad de las curvas de tipos de interés de la zona Euro se encuentran en terreno negativo. Draghi hizo hincapié en su última conferencia de prensa en la necesidad de que las políticas fiscales tomen el relevo, y la presión se está trasladando hacia el Gobierno alemán para que abra el grifo del gasto público.

En lo que respecta a la **Reserva Federal (Fed)**, después de haber implementado tres recortes de tipos hasta el 1,75% (parte alta del rango del nivel objetivo de los fondos federales), Jerome Powell ha dado indicaciones de que ha **finalizado la ronda de medidas preventivas ("insurance cuts")**. El mercado ha moderado sus expectativas de bajadas adicionales pero todavía difiere del "guidance" de la Fed y espera que el tipo de intervención se sitúe en niveles del 1,50% a finales de 2020. Al igual que el BCE, la Fed se enfrenta a un **difícil ejercicio de credibilidad en su mandato, puesto que tiene que demostrar que está interpretando correctamente el panorama económico** a la vez que tiene que tranquilizar al mercado respecto a su capacidad de actuación. Las autoridades monetarias llegan a esta fase final del ciclo económico con elevados niveles de credibilidad pero con cierta **percepción de agotamiento en su capacidad de actuación.**

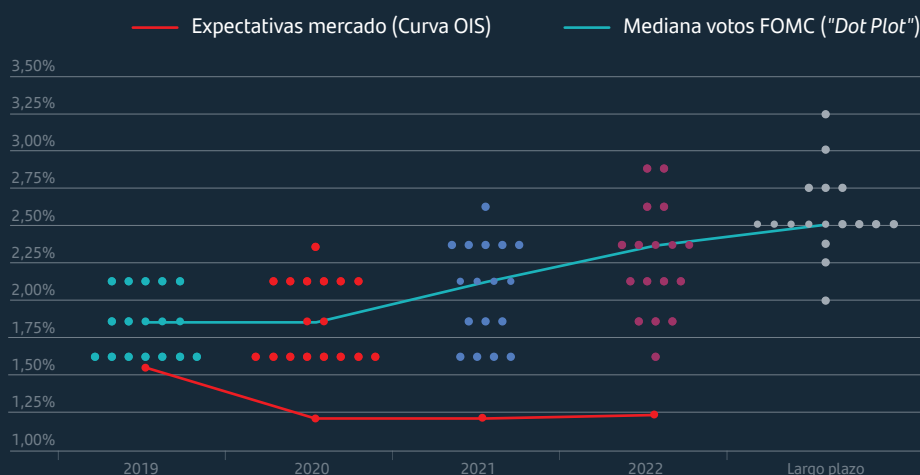
Datos a 22 de noviembre de 2019

Brecha entre expectativas de mercado y la Reserva Federal

Fuente: Reserva Federal y elaboración propia

El mercado continúa presionando a la Fed con bajadas adicionales de tipos de interés durante 2020

### Diferencias de opinión entre la Fed y el mercado El mercado contempla bajadas adicionales y la Fed señala pausa



### 3.2 Conflictos comerciales: impacto de las tarifas en la inversión empresarial

El aspecto que más incertidumbre genera en los agentes económicos radica en el tensionamiento comercial que se inició en febrero de 2018 y que se ha plasmado en múltiples anuncios y medidas de implementación de tarifas por parte de EE.UU. con sus correspondientes medidas de réplica por parte de China y Europa.

Con el paso del tiempo, estas tarifas han ido impactando en las distintas cadenas de valor global, causando incertidumbre, subidas en los precios de las importaciones, caídas en el volumen del comercio y deterioro de la confianza de los empresarios y consumidores. Como se observa en el gráfico inferior, esta incertidumbre en las perspectivas de los empresarios ha terminado por resentir los volúmenes de exportaciones, con el correspondiente impacto negativo en el crecimiento mundial. Ello ha provocado que el crecimiento bordee el nivel del 3% por primera vez en este ciclo económico desde la crisis europea de 2012.

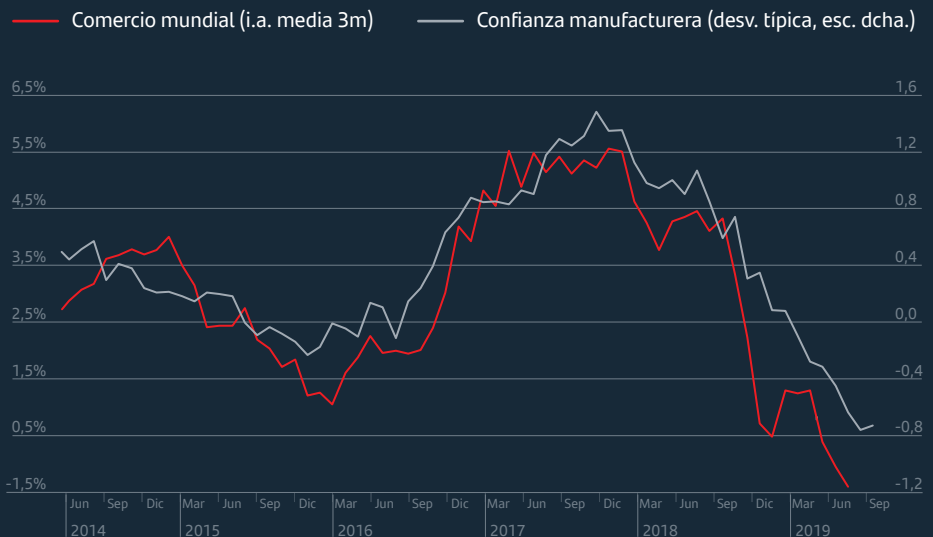
Los CEOs de las grandes multinacionales estadounidenses están trasladando a la Casa Blanca la necesidad de disminuir este clima de incertidumbre, teniendo en cuenta que este enfrentamiento comercial está afectando a las decisiones de inversión, aprovisionamiento y gasto de las familias. Esta presión, unida a la debilidad de los indicadores de inversión empresarial, y la cercanía de las elecciones presidenciales están influyendo en una menor agresividad de la Administración Trump en la retórica tarifaria. Nuestro escenario central implica una mejora en la percepción de este riesgo en los próximos meses y la rúbrica de un primer acuerdo entre EE.UU. y China durante el primer trimestre de 2020.

En definitiva, es clave que en los próximos meses se alcancen acuerdos (aunque sean de mínimos y con temas abiertos para rondas futuras) en los dos grandes conflictos comerciales y geopolíticos que se están desarrollando en el escenario global: las negociaciones entre EE.UU. y China y una salida negociada del Reino Unido de la Unión Europea. Dada la importancia para la economía global de estas negociaciones (ya que afectan a las tres grandes economías mundiales), nos encontramos ante un escenario binario, donde el devenir del mercado y la economía en 2020 vendrá muy de la mano de lo que surja de estas mesas de negociación.

Consideramos como escenario más probable la firma de acuerdos "de mínimos" en el primer trimestre de 2020 en el conflicto comercial entre EE.UU. y China

Datos a 22 de noviembre de 2019

#### El anuncio de tarifas impacta negativamente en el comercio mundial La confianza manufacturera se ve afectada por la incertidumbre comercial



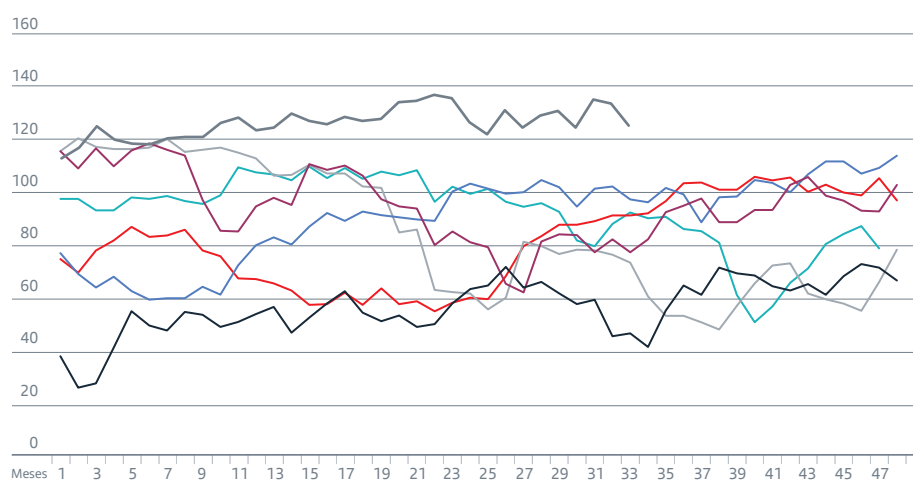
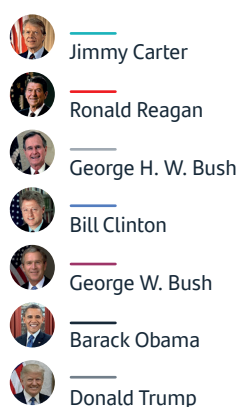
Confianza manufacturera en economías desarrolladas y crecimiento del comercio mundial  
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia  
La incertidumbre comercial ha provocado una contracción en el sector manufacturero

### 3.3 Elecciones presidenciales en EE.UU.: "It's the economy, stupid"

Las probabilidades de que fructifique el proceso de "impeachment" son muy reducidas dado el control republicano del Senado

EE.UU. - Índice de confianza del consumidor del Conference Board

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia



Trump debería centrar su agenda en asegurar que no peligre su mayor activo electoral: el crecimiento económico

La situación económica suele tener un impacto crucial en el devenir de las elecciones cuando el Presidente vigente se presenta a la reelección. El término "It's the economy, stupid" se hizo famoso en la política estadounidense durante la campaña de Bill Clinton por uno de sus estrategias (James Carville) para atacar a George H. W. Bush poniendo el foco en el deterioro económico experimentado durante el año de las elecciones de 1992. El deterioro de las expectativas económicas condicionó esas elecciones y significó la derrota de un Presidente que un año atrás, justo antes de la guerra del Golfo, disfrutaba de índices de aceptación muy elevados. En la siguiente tabla, analizamos las tres elecciones en las que el Presidente candidato no fue reelegido, y podemos observar como, en los tres casos, la campaña había transcurrido en un entorno de elevado desempleo y/o desaceleración económica.

| Candidato Presidente | Partido Presidente | Candidato elegido | Año elección | Variación desempleo* | Tasa desempleo | Variación PIB |
|----------------------|--------------------|-------------------|--------------|----------------------|----------------|---------------|
| Gerald Ford          | Republicano        | Jimmy Carter      | 1976         | -0,8                 | 7,6%           | 2,2%          |
| Jimmy Carter         | Demócrata          | Ronald Reagan     | 1980         | 1,8                  | 7,5%           | -0,5%         |
| George H. W. Bush    | Republicano        | Bill Clinton      | 1992         | 0,7                  | 7,6%           | 4,0%          |

\*Diferencia de la tasa de desempleo del tercer trimestre del año en que se produjo la elección presidencial y la del tercer trimestre del año anterior.

Estos factores son bien conocidos por los asesores presidenciales y ello debe llevar a que en los próximos meses Donald Trump centre sus esfuerzos en cerrar los aspectos de su agenda que puedan tener impacto económico negativo en el corto plazo (como, por ejemplo, el conflicto tarifario) y destaque todo lo que pueda tener una lectura positiva en confianza del consumidor y empresarial. Consideramos que el mercado puede valorar de forma positiva un potencial foco de Trump en la agenda económica y un incremento en sus posibilidades de reelección.



Estimamos que todavía el conjunto de las empresas cotizadas en las bolsas mundiales (MSCI World) tiene capacidad de crecimiento de beneficios, aunque es altamente probable que se revisen a la baja las estimaciones actuales hasta niveles del 4%

### 3.4 Crecimiento de los beneficios empresariales

Otro de los factores clave para apuntalar el crecimiento y alargar el presente ciclo económico reside en la capacidad de las empresas para seguir invirtiendo y contratando más personal. Esta capacidad está íntimamente ligada a la confianza de los empresarios en las expectativas futuras de la economía y también a la capacidad de generar beneficios de las empresas. Por tanto, creemos que, independientemente de lo que suceda con la "guerra" comercial, el entorno macro en 2020 (sobre todo, en la segunda mitad del año) vendrá probablemente condicionado por la madurez del ciclo de beneficios y su capacidad para seguir financiando el crecimiento de la inversión y el empleo.

En este sentido, hay que señalar que los beneficios como porcentaje del PIB han venido registrando un descenso en los últimos años (ver gráfico inferior), de tal manera que se encuentran actualmente algo por debajo de su media histórica. Este descenso se debe a la caída de márgenes motivada por una aceleración de los salarios, producto a su vez de la tirantez del mercado laboral, que se refleja en lo extremadamente reducida que se encuentra la tasa de paro.

Dado que el mercado laboral aún no ha cambiado su tendencia, parece improbable que la dinámica al alza de los salarios se vaya a revertir en 2020. Al contrario, seguiría agudizándose, causando con ello un deterioro adicional en los beneficios empresariales. Aunque éstos no se encuentran aún en los niveles críticos que en el pasado desencadenaron recesión, si creemos que impedirán que la inversión empresarial registre unas tasas de crecimiento altas (incluso aunque se calme la "guerra" comercial).

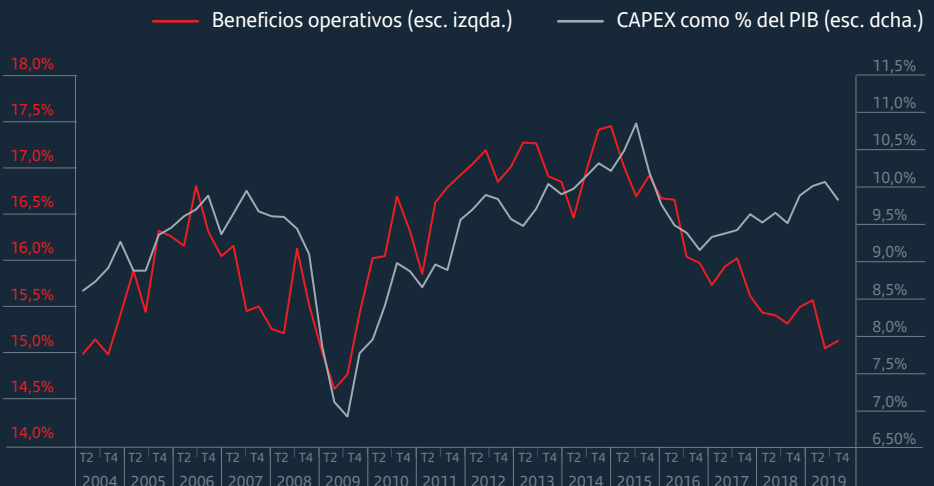
La evolución reciente de los resultados empresariales publicados en EE.UU. muestra esta tendencia de muy bajo crecimiento (negativo en el tercer trimestre y prácticamente plano para el total de 2019) ante el efecto combinado de la desaceleración económica y la presión al alza de los costes laborales. Las expectativas de los analistas para el ejercicio 2020 son más optimistas, con crecimientos cercanos al doble dígito. Consideramos, de nuevo, muy probable una revisión a la baja en estas expectativas. Nuestra hipótesis principal de cierto potencial alcista adicional en la bolsa se basa en que el saldo de crecimiento de beneficios siga en terreno positivo. La fase del rally basado en la expansión de múltiplos está demasiado dilatada y es necesario que el momentum de crecimiento de beneficios se mantenga.

Beneficios operativos de corporaciones no financieras y gasto de capital (% del PIB)

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

El deterioro de los márgenes y beneficios operativos es una mala señal para la evolución futura de la inversión empresarial

### Correlación entre beneficios e inversión Los empresarios recortan la inversión si la fortaleza de los beneficios desaparece



# 4 Macro.

La ralentización ordenada de las economías OCDE encontraría contrapeso en una mayor tracción del agregado emergente

## Contexto macroeconómico.

Partiendo de la base de que se consiguen evitar los escenarios más adversos en el conflicto entre EE.UU. y China y en lo relativo al “Brexit”, el crecimiento de la economía mundial en 2020 se situaría por debajo de su nivel tendencial (3,5%), pero por encima de coordenadas recesivas (avance del PIB inferior al 2,5%). Las probabilidades que asignamos a la cristalización de un escenario de recesión a 12 meses vista son todavía reducidas.












Las hipótesis que articulan nuestro escenario central de cara a 2020, cuya síntesis es una **desaceleración moderada del crecimiento del PIB mundial** (desde el 3,2% estimado para 2019 hasta un 3,0%), son las siguientes: (i) aunque la **incertidumbre geopolítica** sigue presente, **se reduce** como consecuencia de cierto alivio en el conflicto comercial entre EE.UU. y China (cuestión que, no obstante, seguiría latente) y una resolución acordada del “Brexit”; (ii) la **relajación monetaria** acometida durante 2019 y la **solidez del sector servicios** (consumo) constituyen dos **palancas** necesarias (y probablemente suficientes si el conflicto comercial no lo impide) para evitar un descenso más acusado de la actividad global, (iii) los **bancos centrales reducen la intensidad de sus actuaciones** de estímulo en los próximos trimestres por las ganancias de certidumbre en el plano geoestratégico y el consiguiente repunte moderado de las expectativas de inflación; y (iv) el crecimiento de los **beneficios empresariales** vuelve a estar por debajo de las expectativas del consenso de mercado pero se mantiene **en terreno positivo**.

Pero **no sería para nada quimérico observar desviaciones al alza en el crecimiento de la economía mundial** si, por un lado, la bruma comercial se despeja lo suficiente como para generar un notable impulso de la inversión empresarial aparejado a la reactivación del comercio global y, por otro lado, se formulan planes de estímulo fiscal más contundentes en las principales economías del planeta. En cualquier caso, será difícil que ambas variables drenen: en el caso de la inversión, por el soporte estructural del factor reposición de la capacidad obsoleta; en el caso de la política fiscal, porque la presión de los agentes económicos es de suficiente cuantía para disuadirla a que retorne a un estadio contractivo.

En la **alternativa** de un agravamiento de la incertidumbre política y contagio de la contracción manufacturera al sector terciario, **el escenario recesivo ganaría enteros, pero con matices en su gravedad e impacto en mercado**: se trataría de una recesión técnica (apenas dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo debido a unos desequilibrios muy atenuados en comparación con recesiones pretéritas más severas) con capacidad de generar correcciones profundas en los precios de los activos de riesgo más limitada.

### Escenario Macro 2020 – Previsiones crecimiento y tipos de interés bancos centrales

- \*Tasa promedio anual  
1) Fed Funds: nivel objetivo de los fondos federales de la Reserva Federal (parte alta del rango)  
2) Tipo de interés fijado por el BCE para la facilidad marginal de depósito *overnight* en el Eurosistema  
3) Bank of England base rate  
4) Tasa Selic Banco Central do Brasil  
5) Tasa objetivo Banxico

|   | Crecimiento de la economía (PIB)* |      |       |       |  | Tasas bancos centrales a diciembre |        |        |        |
|---|-----------------------------------|------|-------|-------|--|------------------------------------|--------|--------|--------|
|   | 2017                              | 2018 | 2019e | 2020e |  | 2017                               | 2018   | 2019e  | 2020e  |
|  | 2,4%                              | 2,9% | 2,4%  | 2,0%  |  <sup>1)</sup> | 1,50%                              | 2,50%  | 1,75%  | 1,75%  |
|  | 2,5%                              | 1,9% | 1,1%  | 1,1%  |  <sup>2)</sup> | -0,40%                             | -0,40% | -0,50% | -0,50% |
|  | 1,8%                              | 1,4% | 1,0%  | 0,9%  |  <sup>3)</sup> | 0,50%                              | 0,75%  | 0,75%  | 0,25%  |
|  | 1,1%                              | 1,1% | 1,2%  | 2,0%  |  <sup>4)</sup> | 7,00%                              | 6,50%  | 4,50%  | 4,50%  |
|  | 2,1%                              | 2,0% | 0,1%  | 1,0%  |  <sup>5)</sup> | 7,25%                              | 8,25%  | 7,25%  | 6,50%  |
|  | 3,8%                              | 3,6% | 3,2%  | 3,0%  |  |                                    |        |        |        |



## Macro EE.UU.

La situación confortable en la que se halla el consumidor en perspectiva histórica constituye un elemento tranquilizador

El consumidor americano continuaría siendo el “garante” de un crecimiento económico alineado con el tendencial en 2020. Asumiendo cierta tregua comercial y estabilización arancelaria, la confianza en las exportaciones y la inversión empresarial se recuperaría tras su débil dinámica de los últimos trimestres.

La economía estadounidense se encamina hacia su undécimo aniversario de crecimiento ininterrumpido, prolongando el que es, desde el ecuador de 2019, el ciclo expansivo más largo de su historia.

Una estadística que nos debe hacer reflexionar sobre la vigencia que le quedaría al presente ciclo. La respuesta a dicha reflexión tendría que darnosla, como no puede ser de otra forma, la variable consumo privado, cuyo condicionante para el conjunto de la economía americana es consonante con el importante peso que representa en el PIB (un 70%).

Y por el lado del consumidor, los fundamentales siguen destilando una notable robustez: (i) la confianza está en niveles elevados; (ii) el desempleo se halla en zona de mínimos de medio siglo; (iii) la situación financiera de las familias es sólida, gracias al efecto riqueza acumulado desde 2009, la reducción de la deuda en porcentaje de la renta disponible (ha bajado del 129% en 2007 al 93% en la actualidad), el alivio en el servicio de la deuda (la ratio agregada servicio deuda/ingresos se encuentra cercana a mínimos de cuatro décadas) y una elevada tasa de ahorro (8% sobre renta disponible cuando en 2006, poco antes de la última recesión, llegó a ser negativa).

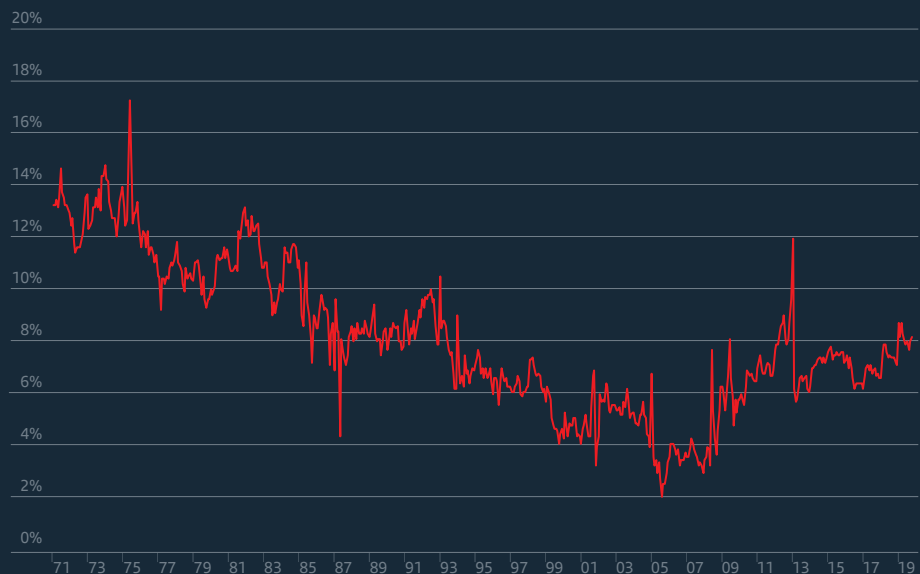
Y sus factores determinantes (salarios —aún están creciendo más de un punto porcentual por debajo de lo que es habitual en esta fase madura del ciclo— y riqueza —no suele deteriorarse en un año de elecciones presidenciales—) sugieren que el gasto de las familias volverá a ser el motor del crecimiento en 2020, si bien a una tasa algo menor que la de 2019, consonante con la extraordinaria longevidad de la presente expansión.

### El músculo del ahorro doméstico se consolida El consumidor afronta la fase madura de este ciclo mucho más protegido que en el anterior

EE.UU. - Tasa de ahorro de los hogares (% renta bruta disponible)

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

A diferencia de lo ocurrido tras la mayor parte de estímulos fiscales del pasado, el de 2018 ha sido aprovechado por las familias para fortalecer su posición financiera



Salvo un *shock* imprevisto, estimamos que se dan las condiciones para que se asiente el crecimiento en los sectores de actividad más afectados por la incertidumbre comercial

En lo que respecta a la **inversión empresarial**, prevemos que, bajo nuestra tesis central de no tensionamiento adicional de la variable comercial, **retornará a una senda de crecimiento modesto**. La previsible recuperación de las exportaciones y de las manufacturas dejaría de frenar la inversión. Los problemas de Boeing pueden dejar de contribuir de forma negativa, al igual que la inversión en el sector energético. Pero el nivel de incertidumbre seguirá siendo apreciable, no sólo por el conflicto comercial latente, sino por las elecciones. Y la rentabilidad de las empresas, que lleva moderándose desde hace unos años, tampoco parece que vaya a poder recuperarse de forma muy significativa en el momento cíclico actual. Sin embargo, **no vemos presiones suficientes de costes para una quiebra abrupta de los beneficios en los próximos trimestres**. Tendríamos que ver crecimientos del coste total unitario por encima del 2% para tener mayores presiones. **Los márgenes de las empresas cotizadas se sitúan en niveles elevados, pero una ligera corrección no sería preocupante para la estabilidad de las empresas y su valoración.**

Finalmente, las bajadas de tipos hipotecarios de este año ya se han dejado notar en la demanda de vivienda, con lo que en 2020 **esperamos que la inversión residencial pase a contribuir de forma positiva** al crecimiento económico.

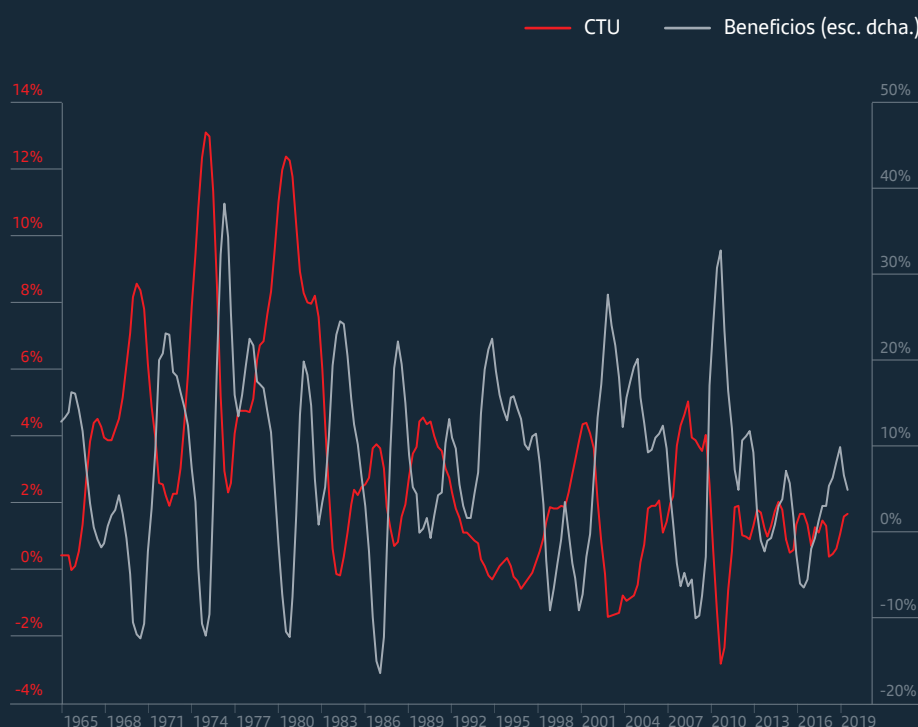
En conclusión, **estimamos que el crecimiento del PIB de EE.UU. se modere sólo de manera leve en 2020, alineándose con su potencial** (ligeramente por encima del 2%) **pero lejos de coordenadas recesivas** (asignamos una probabilidad de recesión a 1 año vista inferior al 25%). **Nuevos recortes de tipos en 2020 por parte de la Reserva Federal son ahora más difíciles de justificar.** Para que se dieran tendrían que combinarse malos datos (incluido el mercado laboral), un repunte de las tensiones geopolíticas y un impacto muy negativo en el mercado financiero.

### El binomio costes-márgenes empresariales demanda vigilancia... ... pero no vislumbramos presiones suficientes de costes para un deterioro acusado de los beneficios

EE.UU. - Crecimiento interanual del Coste Total Unitario (CTU) y de los beneficios empresariales (empresas no financieras)

Fuente: US Bureau of Labor Statistics y elaboración propia

Los costes laborales, más que los financieros o energéticos, constituirían el principal factor de presión en lo que reste de ciclo





## Macro Europa.

La zona Euro repetiría crecimiento en 2020, en un contexto de mejora del comercio global que permitiría un crecimiento más equilibrado

La actividad de la zona Euro se estabilizaría en 2020 a medida que vaya reduciéndose la incertidumbre comercial global y aclarándose el “Brexit”. La composición del crecimiento sería más equilibrada. El riesgo para la región se sitúa en la falta de instrumentos (o la determinación a utilizarlos) para contrarrestar con solvencia un eventual deterioro adicional del contexto geopolítico.

La economía de la zona Euro terminaría el ejercicio 2019 con un crecimiento del PIB ligeramente superior al 1% promedio anual, en clara tendencia descendente desde los máximos de avance de la actividad alcanzados en 2017 (2,5%), afectada fundamentalmente por el incremento de la incertidumbre comercial y la salida inconclusa del Reino Unido de la Unión Europea.

No hay que olvidar que, dada la importancia del sector exterior en el PIB de la zona Euro (50% de ponderación), esta región ha sido la más damnificada por las hostilidades entre EE.UU. y China, que han derivado en una notable contracción del comercio global, así como por la incertidumbre generada en torno al “Brexit”, por no hablar de los problemas específicos de algunas industrias europeas como el sector de la automoción.

Esperamos que los factores susodichos sigan vigentes durante buena parte del próximo ejercicio, aunque con una virulencia menor en términos agregados, lo que redundaría en un crecimiento del PIB de la zona Euro del 1,1% en 2020. Aunque la región casi repetiría el mismo ritmo de expansión que en 2019, la composición de la actividad pasaría de estar exclusivamente basada en el consumo privado a ser mucho más equilibrada, con el sector exterior y la inversión empresarial volviendo a aportar al PIB.

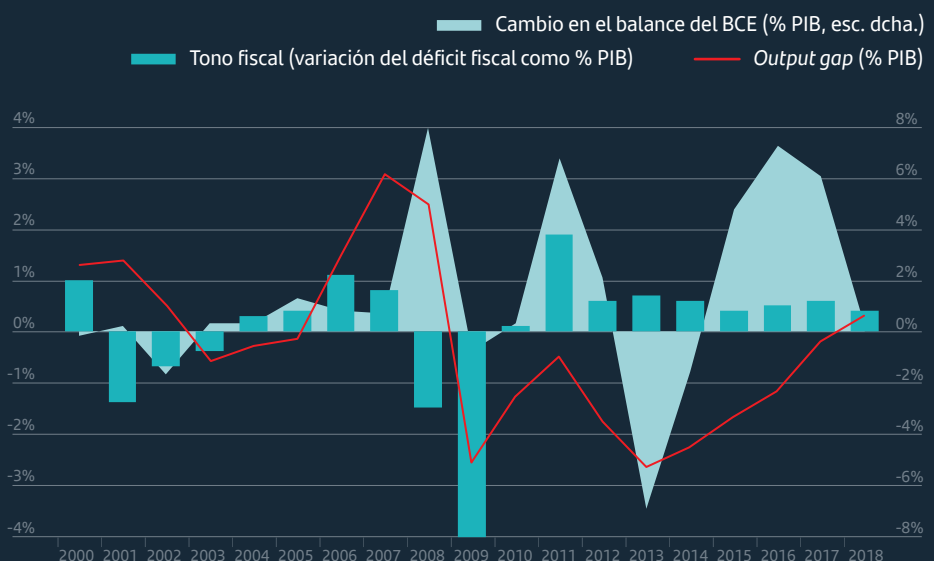
Por países, también observaríamos matices respecto a lo acaecido en 2019. Así, al calor de la mejora del sector exterior y el consiguiente repunte de la inversión, estimamos que la economía alemana, la más dependiente del contexto foráneo, crecería cuatro décimas más en 2020 (desde el 0,5% promedio anual hasta un 0,9%).

### Monólogo de la política monetaria en la zona Euro... ... pero ya muestra síntomas de claro agotamiento

#### Zona Euro - Posición de política fiscal y monetaria frente al output gap

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

La región se encuentra en una situación privilegiada para que la política fiscal sea más efectiva. Pero todavía faltan consenso y apetito político





**El escaso margen monetario y la falta de voluntad expansiva en clave fiscal dejarían a la zona Euro muy a merced del contexto internacional**

Por su parte, **la economía española**, una de las de la región menos dependiente del sector exterior, es la que menos ha notado la ralentización del comercio global en los dos últimos años y que, por tanto, menos se beneficiaría de su reactivación. Esperamos que el crecimiento del PIB español se desacelere en 2020 hasta niveles próximos al 1,7% promedio anual (desde el 2% con el que cerraría 2020), desaceleración, en cualquier caso, ordenada y poco intensa.

En nuestras previsiones dibujamos un escenario para la economía europea muy dependiente de factores externos que, si bien han mejorado a lo largo de los últimos meses, no terminan de cristalizar (aunque nuestro escenario central es que lo vayan haciendo a lo largo de 2020). La pregunta que debemos formularnos, ante un escenario de actividad que denota una elevada dependencia de lo que suceda en el exterior, es: **¿tiene la zona Euro instrumentos para, de manera autónoma, relanzar su ritmo de actividad?**

Si buscamos **por el lado de la política monetaria, poco más queda por hacer**. Como señaló Mario Draghi en su despedida, el margen de la misma está prácticamente agotado y, aunque existe la posibilidad de ampliar el programa de compra de activos o reducir aún más la facilidad marginal de depósito, el impacto de dichas medidas sería extremadamente limitado. En cualquier caso, también hay que señalar que tampoco vemos al Banco Central Europeo tensionando su política monetaria en todo 2020, con Christine Lagarde al frente de la institución.

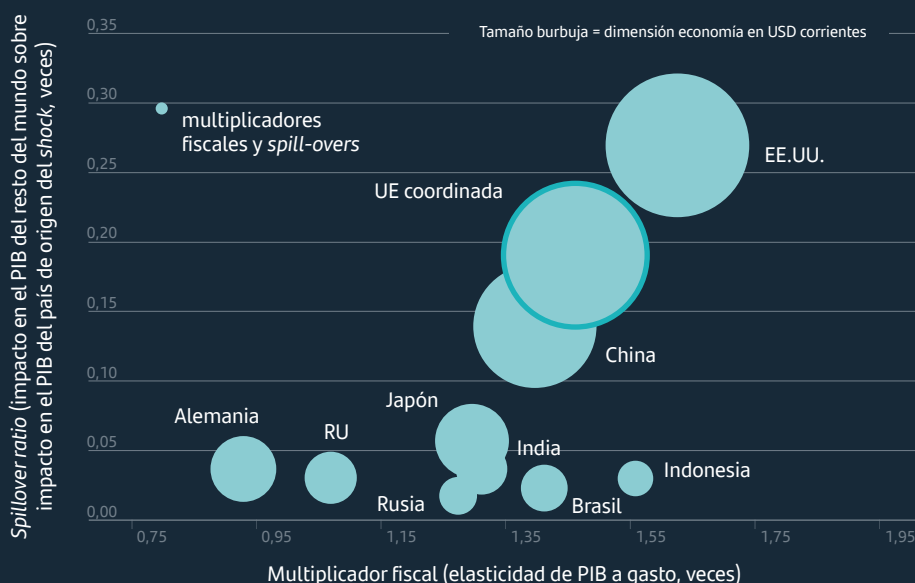
**Donde sí habría algo más de margen de actuación es en la parcela fiscal**. Aunque no todos los países tendrían capacidad para incrementar el gasto público, hay excepciones notables como Alemania y Países Bajos que sí tendrían margen para hacerlo, aunque desgraciadamente, y en especial en el caso alemán, hay escasa voluntad política para acometerlo. No obstante, aún suponiendo que estos países iniciasen un programa de expansión fiscal, su impacto en materia de actividad (vía multiplicadores —elasticidad del PIB respecto al gasto público— y efectos indirectos) nunca sería tan importante como si lo hiciera toda la región de forma coordinada. **La conclusión es que los instrumentos son limitados y, por tanto, la zona Euro estará muy condicionada por la resolución de factores externos.**

## Una oportunidad histórica para no desaprovechar El multiplicador fiscal europeo es de los más potentes

Multiplicadores fiscales y efectos indirectos

Fuente: Oxford Economics y elaboración propia

La expansión fiscal será eficiente y buena para todos si se acomete de forma coordinada





## Macro Emergentes.

La India y LatAm se configuran como los principales motores aceleradores del crecimiento emergente en 2020

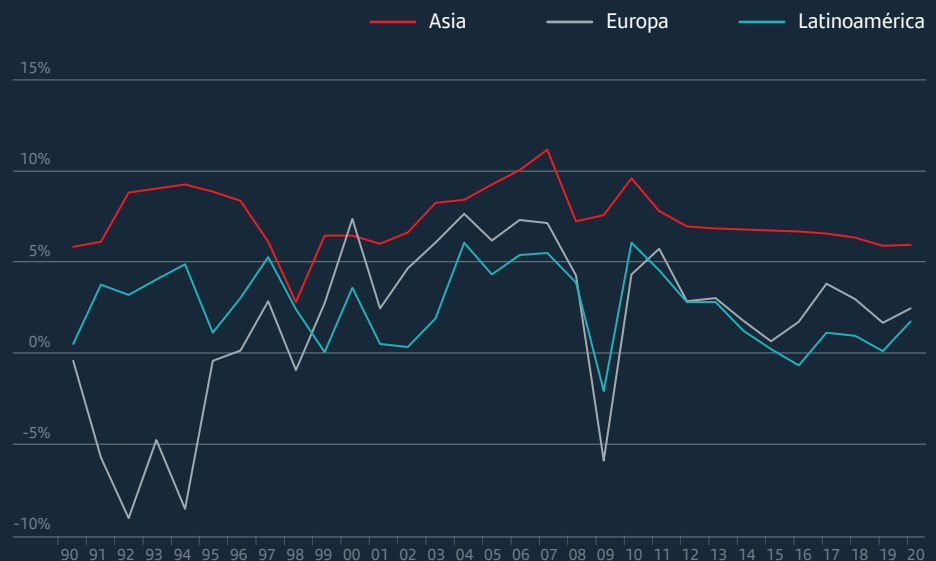
No esperamos que la desaceleración de la actividad observada en 2019 continúe el próximo año en el conjunto de las economías emergentes. Prevemos que la relajación de las condiciones financieras que se ha producido durante este último año tenga un efecto estabilizador en el crecimiento a lo largo del ejercicio venidero. No obstante, se observarían divergencias por áreas.

Asia seguiría siendo la región con una tasa de crecimiento económico más elevada, pero la que menos aceleración del PIB registraría. Cabría esperar una aceleración en el caso de la India, hasta cotas en el entorno del 7%, debido a que el efecto de las restricciones de crédito de 2019 podría diluirse. En cambio, en China los estímulos podrían no ser suficientes para compensar tanto el impacto de la fricción comercial (si no se reducen los aranceles) como la desaceleración fruto del cambio de modelo productivo que llevamos observando durante años. Esperamos que el crecimiento siga desacelerándose hacia tasas inferiores al 6%.

El área que podría impulsar en mayor medida el crecimiento en los emergentes es Latinoamérica, con avances promedio del PIB superiores al 2%. Los estímulos monetarios generalizados, así como la dilución de hechos ocurridos durante 2019 (cambio de Ejecutivo en México, protestas sociales, entre otros), serían claves en este sentido. De igual modo, las reformas llevadas ya a cabo por el Gobierno de Bolsonaro (especialmente relevante ha sido la de las pensiones) y las que podrían implementarse el próximo año, seguirían mejorando las perspectivas para Brasil. La deriva que tomen las materias primas constituye la variable más susceptible de generar en LatAm desviaciones respecto a nuestra tesis central de crecimiento.

¿Existen **desequilibrios estructurales** en las principales economías latinoamericanas que supongan riesgos a la baja significativos para nuestro escenario central? **Con la excepción de Argentina**, creemos que **no**. En el resto de países, ni los déficits por cuenta corriente (tampoco en Argentina), ni los públicos (excepto el de Brasil), ni la inflación están en niveles lo suficientemente elevados como para poder desencadenar, por sí mismos, un ajuste severo en la actividad. La **incertidumbre sobre Argentina**, muy dependiente del mantenimiento de la

### Asia, a la cabeza en niveles de crecimiento en 2020... ... pero Latinoamérica lideraría la aceleración



Regiones emergentes - Crecimiento del PIB (% promedio anual; 2019 y 2020 estimado)

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

La India se configura como un granero capital de crecimiento, recuperando tasas de avance del PIB próximas al 7%

El frente comercial y la política de la Fed constituyen, a priori, los principales focos de vigilancia globales para estas economías

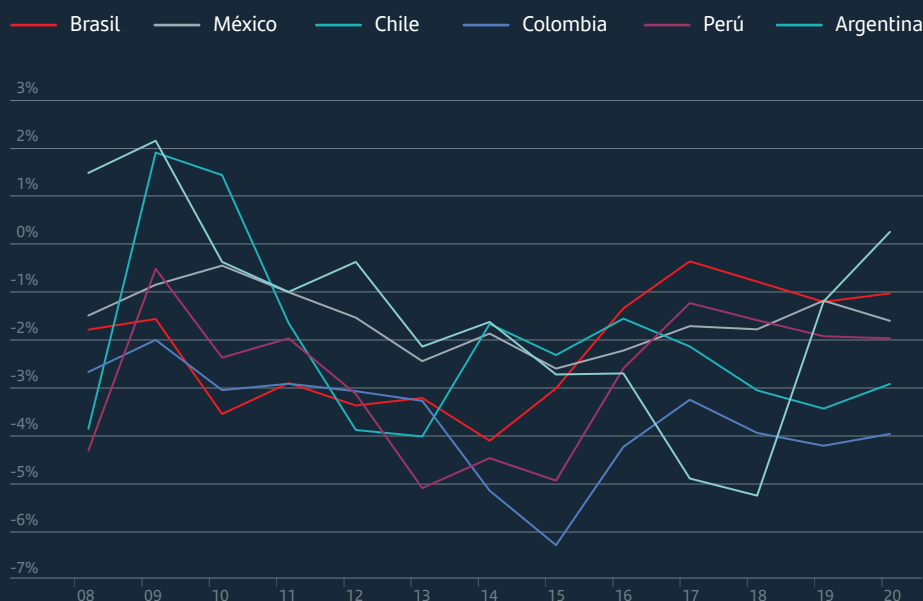
asistencia financiera del FMI, puede llevar a volatilidad, aunque controlada, en la región. No cabría esperar un traslado a otros países del continente, ya que Argentina no sólo es un país pequeño económicamente, sino además poco abierto al exterior. **Bolivia**, también con incertidumbre política, es otra economía con poca capacidad de contagio.

En un punto intermedio en cuanto a tasas de crecimiento en 2020 se encontraría **Europa Emergente**, con apenas desequilibrios pero muy condicionada por una actividad aún moderada en su principal región de influencia, la zona Euro. Si la tensión comercial se relaja algo, el factor deslocalización podría beneficiar a la inversión en estos países.

En síntesis, habrá que vigilar estrechamente dos claves el próximo año:

- **“Guerra” comercial.** Puesto que Trump se enfrenta a su reelección, el escenario más probable podría pasar por una reducción del conflicto. Los incentivos de Trump para tratar de alcanzar un acuerdo y poder trasladarlo como una victoria ante su electorado serían mayores. Este escenario no sólo aliviaría la presión sobre China, sino también sobre el resto de emergentes, que siguen muy vinculados con el crecimiento del comercio internacional.
- **Reserva Federal.** El mercado sigue esperando que baje los tipos de interés el año que viene. No obstante, si se mantienen las tasas de crecimiento previstas, la Fed podría quedarse sin argumentos para hacerlo, como en un escenario en el que se produce un acuerdo comercial entre EE.UU. y China. En definitiva, por este lado el riesgo para las economías emergentes (lo vemos remoto) es que se llegue a materializar una fuerte subida de los tipos de interés, como ocurrió en 2018, que lleve a una retirada fuerte de flujos de inversión. Este escenario de riesgo sería especialmente sensible para países como Argentina, Turquía o Sudáfrica, economías con elevada deuda externa y/o déficit por cuenta corriente.

## Cuánto hemos cambiado Menor vulnerabilidad exterior de las economías latinoamericanas



Economías LatAm  
- Balanza por cuenta corriente (% PIB; 2019 y 2020 estimado)

Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia

La brecha entre el ahorro y la inversión se ha reducido de forma notable. Lejos quedan ya los temores que suscitó el taper tantrum de Bernanke en 2013

# 5 Renta Fija.

Las rentabilidades de los bonos cotizados en USD y en monedas emergentes están menos penalizadas respecto a los rangos históricos que las de los cotizados en euros

En un entorno de elevado riesgo geopolítico y desaceleración económica, los inversores necesitan más que nunca equilibrar sus carteras con un posicionamiento defensivo en bonos de emisores de buena calidad crediticia. Sin embargo, las bajas rentabilidades que ofrece la deuda en general después del rally de 2019, aconsejan que este posicionamiento se haga con una diversificación muy elevada entre duración, crédito de emisor, sectores y geografías/divisas.

El mercado de renta fija ha sorprendido positivamente en 2019 debido a unas rentabilidades muy superiores a las esperadas por los inversores a principios del ejercicio. Estas han sido más inesperadas en áreas geográficas como Europa, donde los rendimientos de los bonos partían de niveles muy bajos, incluso negativos. El buen comportamiento en su conjunto es consecuencia tanto de la bajada de los rendimientos de los bonos soberanos como de la reducción de los diferenciales de crédito en los bonos corporativos.

En la siguiente tabla, se observa cómo los rendimientos actuales existentes para los distintos segmentos de los mercados de deuda estadounidense y europea se sitúan cerca de mínimos históricos de los últimos diez años. Esto es especialmente acusado en el caso de la renta fija europea, donde el conjunto de bonos gubernamentales y corporativos tiene un rendimiento a vencimiento del 0,3%. En el caso de la renta fija estadounidense, la situación en términos de rendimiento es menos problemática, con tipos de interés que comparan algo mejor respecto a la media histórica. La renta fija emergente ofrece mejores rendimientos frente a otras opciones de alto riesgo crediticio (crédito *High Yield* USD y EUR).

Nos encontramos con un panorama complejo donde el recurso a la inversión en curvas de países con menor calidad crediticia (Italia, por ejemplo, en la zona Euro), en duraciones más elevadas, en corporativos de menor *rating* o incluso en economías emergentes ya no ofrece un binomio de rentabilidad/riesgo aceptable según las referencias históricas. El inversor, a la hora de conseguir rentabilidades en renta fija que superen a los niveles actuales de inflación, se verá obligado a tolerar mayores dosis de riesgo de las que históricamente ha asumido, y ello debe hacerse de forma muy táctica y diversificada.

Rango Rendimientos Renta Fija USD

|   | Actual | Mínimo | Rango | Máximo |
|---|--------|--------|-------|--------|
| Índice Renta Fija EE.UU. Agregado                     | 2,3%   | 1,6%   |       | 3,7%   |
| Tesoro EE.UU.   | 1,8%   | 0,8%   |       | 3,1%   |
| Corporativos Grado Inversión                          | 2,9%   | 2,6%   |       | 4,4%   |
| Corporativos Grado Especulativo ( <i>High Yield</i> ) | 5,8%   | 4,8%   |       | 10,2%  |
| Índice Renta Fija Emergente USD                       | 5,1%   | 4,0%   |       | 6,8%   |

Rango Rendimientos Renta Fija Euro

|   | Actual | Mínimo | Rango | Máximo |
|---|--------|--------|-------|--------|
| Índice Renta Fija Euro Agregado                       | 0,4%   | 0,1%   |       | 3,9%   |
| Gobiernos zona Euro                                   | 0,3%   | 0,0%   |       | 3,7%   |
| Alta calificación (ALE, HOL, FRA...)                  | -0,4%  | -0,7%  |       | 3,1%   |
| Baja calificación (POR, GR, ITA, ESP...)              | 0,3%   | 0,0%   |       | 5,9%   |
| Corporativos Grado Inversión                          | 0,8%   | 0,5%   |       | 5,3%   |
| Corporativos Grado Especulativo ( <i>High Yield</i> ) | 3,9%   | 3,0%   |       | 12,7%  |

(Rango fechas: Dic. 2010 - Nov. 2019)



# Renta Fija EE.UU.

## 1,45%

Mínimo histórico de rendimiento del bono del Tesoro EE.UU. a 10 años

Dentro de los países desarrollados, la rentabilidad de los bonos en USD sigue siendo atractiva en términos relativos a pesar de las bajadas de tipos de la Fed. Recomendamos un posicionamiento moderado tanto en duración como en calidad crediticia, estando muy atentos a cualquier repunte táctico en las rentabilidades para incrementar el riesgo en cartera.

### Fundamentales y Valoración

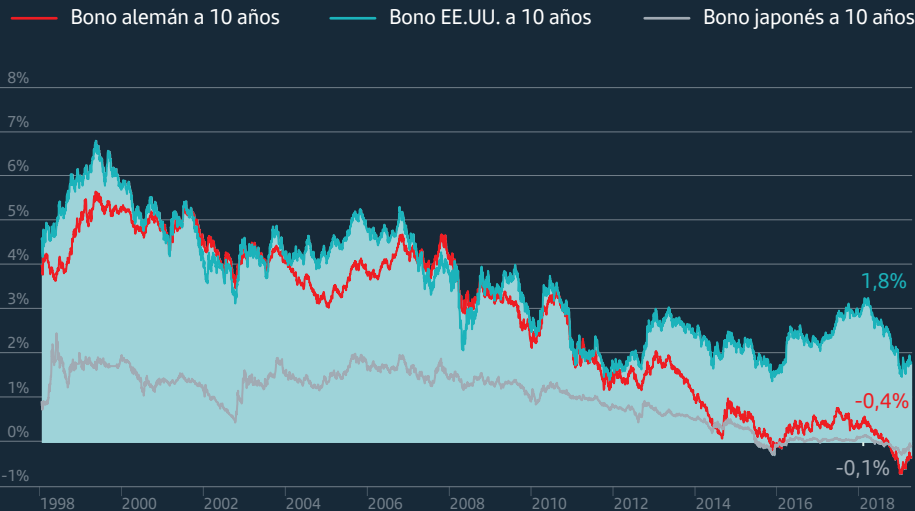
**Monetarios:** los tramos cortos de la curva Tesoro de EE.UU. permiten obtener rentabilidades que se encuentran en niveles próximos a los indicadores de inflación. Las **posiciones de liquidez en USD no implican una pérdida de poder adquisitivo** tan acusada como en el caso de otras monedas del mundo desarrollado.

**Gobierno:** la curva Tesoro de EE.UU. presenta una pendiente muy plana, llegando a estar invertida en 2019 en los momentos de mayor tensión en el mercado financiero. El entorno económico actual favorece las estrategias de "bear steepening" (repunte de los tramos largos al percibirse menor nivel de incertidumbre económica), en la que, de acuerdo a nuestro escenario central, los tramos cortos de la curva se comportarían mejor en un escenario de estabilidad de tipos de la Fed. Sin embargo, **la rentabilidad de los bonos estadounidenses sigue comparando muy favorablemente con la de sus homólogos europeos y japoneses** (ver gráfico inferior), lo que actuaría como eventual freno a potenciales repuntes en las rentabilidades de los tramos largos.

**Crédito:** la reducción de los diferenciales de interés que compensan al inversor por asumir una mayor probabilidad de impago en el cobro de intereses y principal implica un menor atractivo en la compra de bonos corporativos. El estado financiero de los emisores estadounidenses es, en general, saludable (sobre todo por el exiguu coste de la deuda), pero hay que discriminar más en el segmento BBB dado el importante aumento del endeudamiento en emisores de este perfil de rating. Asimismo, **hay que ser selectivo a la hora de evitar industrias y emisores que se están viendo afectados de forma negativa por la disrupción digital** (principalmente sector distribución minorista y medios audiovisuales) y que puedan ser vulnerables a compresión de márgenes.

Datos a 22 de noviembre de 2019

### Rendimientos superiores del Tesoro EE.UU. Las tasas del bono a 10 años estadounidense son bajas en absoluto pero no en relativo



"Japonización" de las tasas europeas  
Fuente: Bloomberg y elaboración propia  
Máximos históricos de diferencial de rentabilidad entre EE.UU. y Europa



8,6%

Rentabilidad obtenida en 2019 por el conjunto de emisiones en RF USD

2,3%

Rendimiento a vencimiento disponible en el conjunto de emisiones de RF USD

## Estrategia y Posicionamiento

El escenario es, sin duda, complejo tanto para estrategias de duración (los bonos con vencimientos largos ofrecen muy poca prima para compensar el riesgo de repunte de rentabilidades en la curva con la consiguiente caída en precios, es decir, la convexidad) como para un posicionamiento agresivo en riesgo crediticio (el mercado está ofreciendo una baja prima de riesgo por asumir la posible bajada de *rating* o impago en caso de que se produzca un parón en la actividad económica).

El posicionamiento estratégico va a requerir de amplios movimientos tácticos para ir basculando entre la asunción de riesgo de sensibilidad a tipos de interés (duración) y el riesgo de crédito. Si bien en el ejercicio 2019 ambos riesgos han estado excelentemente remunerados, consideramos que a lo largo de los próximos 12 meses va a haber oscilaciones entre las circunstancias que son óptimas para un tipo de riesgo y otro. La variable clave para pivotar entre los dos tipos de riesgo va a residir en la percepción del momento de crecimiento económico y del riesgo geopolítico. La apuesta "más segura" consideramos que se encuentra en el segmento de bonos corporativos con vencimientos de corto y medio plazo.

Mantenemos cautela en las categorías de emisores de menor calidad crediticia (bonos de *rating* especulativo o "High Yield"), al considerar que el binomio rentabilidad/riesgo no es lo suficientemente favorable. De manera adicional, las agencias de *rating* empiezan a constatar un deterioro en los fundamentales de este tipo de compañías y, como se aprecia en el gráfico inferior, empieza a repuntar el número de empresas que sufren rebajas en su calificación crediticia. Esta tendencia suele ser la antesala de potenciales repuntes en los diferenciales de crédito demandados por el mercado a este tipo de bonos, con la consiguiente caída en el precio de estos activos.

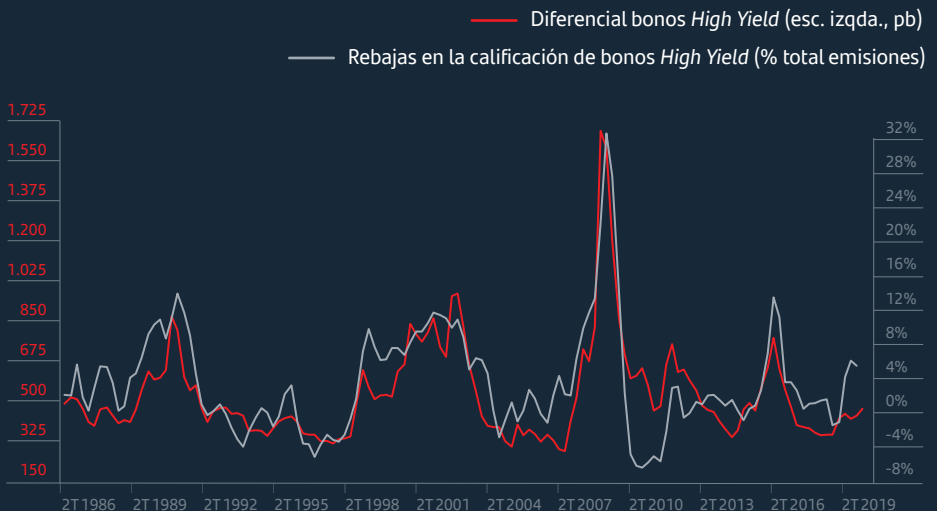
En la medida en que la desaceleración del sector manufacturero no se contagie al resto de sectores de la economía, las posiciones en bonos corporativos pueden seguir proporcionando un plus de rentabilidad. No obstante, recomendamos no ser agresivos en riesgo de crédito.

## Empeoramiento moderado en las calificaciones crediticias... ... pero las agencias de *rating* empiezan a percibir un deterioro en los balances

Bonos Grado Especulativo EE.UU. ("High Yield")  
- Tendencia al alza de las rebajas de *rating*

Fuente: Moody's y elaboración propia

Las empresas de peor calificación crediticia empiezan a mostrar indicios de deterioro en la salud de sus balances financieros





## Renta Fija Europa.

### 1,4%

El bono a 10 años del Gobierno griego cotiza con un rendimiento inferior al bono del mismo plazo emitido por el Tesoro EE.UU.

La inversión en la curva de tipos de interés en euros ofrece muy pocas alternativas para escapar de la trampa de los tipos de interés negativos. La fuente de rentabilidad más utilizada en los últimos años ha sido el posicionamiento en bonos de países periféricos, pero el recorrido ya es muy limitado. Los bonos corporativos ofrecen algo más de valor al considerar que son razonables sus indicadores de apalancamiento.

### Fundamentales y Valoración

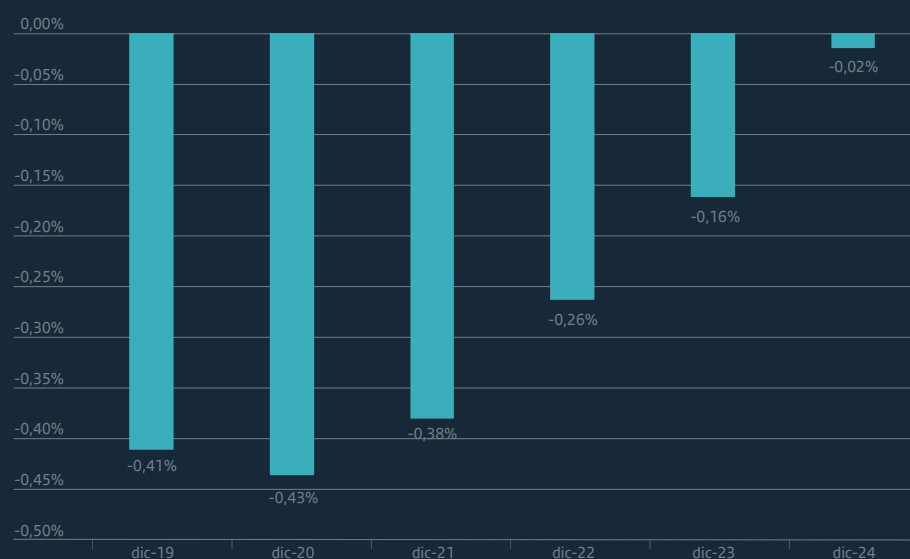
**Monetarios:** el Banco Central Europeo (BCE) volvió a bajar los tipos de interés en septiembre de 2019 (10 puntos básicos en el tipo de depósito) y anunció un programa de compra de activos, también conocido como *"quantitative easing"* (QE), de 20.000 millones EUR mensuales. Sin embargo, **el BCE tiene un margen mucho más limitado que la Reserva Federal en lo que a relajación monetaria adicional se refiere**, por la situación actual de tipos de interés negativos y la división interna en sus órganos de gobierno. Aunque no esperamos recortes adicionales en la tasa de depósito, **la liquidez va a seguir teniendo penalización y no se percibe que esto cambie durante mucho tiempo** (ver gráfico inferior con expectativas futuras del mercado sobre los tipos a 3 meses).

**Gobiernos:** los **bonos soberanos alemanes cotizan con tipos negativos** a lo largo de toda la curva mientras que **el bono a 10 años español se encuentra en niveles próximos a cero**. El mensaje dominante es el de tipos muy bajos por mucho tiempo y un intento de pasar el testigo a la política fiscal. Este proceso también beneficiaría a una reducción de los diferenciales núcleo vs periferia, apoyada por una aparente relación más colaborativa entre Italia y Bruselas.

**Crédito:** una economía en ralentización afectaría de forma negativa a los diferenciales de crédito, pero la búsqueda de rentabilidad y las compras mensuales del BCE harían que existiese una buena demanda del activo. **El mercado de crédito sigue acumulando un significativo flujo de entradas**, lo cuál se explica por el enorme saldo de deuda a nivel global con rendimientos negativos.

Datos a 22 de noviembre de 2019

### Cinco años de trampa de liquidez La penalización de la liquidez se espera que dure hasta 2025



Tipos de interés negativos  
(Euribor 3 meses)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Después de las últimas medidas del BCE, el mercado ha retrasado dos años el escenario de tipos de interés positivos

**-0,4%**

Rendimiento medio que ofrecen los bonos gubernamentales de los países con mejor calificación crediticia (Alemania, Francia...)

**+0,3%**

Rendimiento medio de los bonos de los gobiernos europeos periféricos (España, Italia, Portugal...)

## Estrategia y Posicionamiento

El legado de Draghi conlleva una elevada complejidad para la toma de decisiones, no sólo para Lagarde, sino también para los gestores de renta fija europea. **La compra de bonos con rentabilidad negativa es un nuevo paradigma para cualquier inversor**, al enfrentarse al dilema de contentarse con pérdidas de capital y de poder adquisitivo (la inflación está por debajo del mandato del BCE pero sigue en terreno positivo) o mantenerse en niveles de liquidez con penalizaciones aún superiores.

La financiación de las compañías se está produciendo a tipos históricamente bajos debido al apetito inversor en bonos corporativos junto a unos sólidos fundamentales empresariales. Nuestro escenario de crecimiento es compatible con un mantenimiento de los fundamentales de las compañías y, en consecuencia, la probabilidad de incumplimiento en niveles bajos. Adicionalmente, **los tipos negativos en los bonos soberanos favorecen las estrategias de "carry" en deuda soberana periférica y corporativa**. Sin embargo, la futura evolución de la economía será clave en la exposición al riesgo crediticio corporativo, y los bajos niveles de tipos de interés en la zona Euro reducen de forma significativa la rentabilidad potencial de la renta fija europea.

Esperamos un **entorno de mayor volatilidad en las curvas** de tipos de interés con eventuales episodios de tensionamiento en las primas de riesgo que pueden permitir a los inversores añadir posiciones en bonos de mayor rentabilidad. En particular, habrá que estar muy atentos a posibles desacuerdos por disciplina presupuestaria entre la Unión Económica y Monetaria y alguno de los Estados miembros.

Al contrario que en EE.UU., **apreciamos valor en los bonos de menor calidad crediticia** (bonos grado especulativo o "High Yield") por no haber experimentado un incremento en sus ratios de apalancamiento a lo largo del presente ciclo. El sistema bancario y financiero europeo ha sido más cauteloso en términos crediticios que el estadounidense y consideramos que existe menor probabilidad de repunte de diferenciales en los bonos especulativos del Viejo Continente.

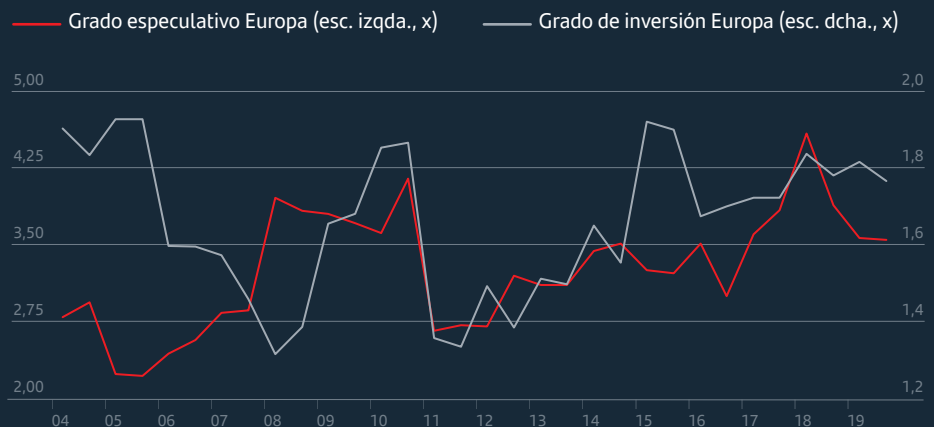
### Apalancamiento emisoras de deuda corporativa en Europa

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las empresas europeas han cometido menos excesos que sus homólogas americanas en lo que respecta a endeudamiento

## Calidad de balance en el sector empresarial europeo

### Los niveles de apalancamiento se han mantenido estables





# Renta Fija Emergentes.

**5,0%**  
Rentabilidad  
anualizada  
últimos 5 años

El posicionamiento en deuda emergente ha sido una de las fuentes principales de generación de retornos en el último lustro para los inversores en renta fija con capacidad para asumir los mayores niveles de volatilidad que conlleva. Dado el diferencial de rentabilidad que todavía ofrece en su conjunto, consideramos que, en un entorno de riesgo geopolítico controlado, la inversión en bonos emergentes aún ofrece valor.

## Fundamentales y Valoración

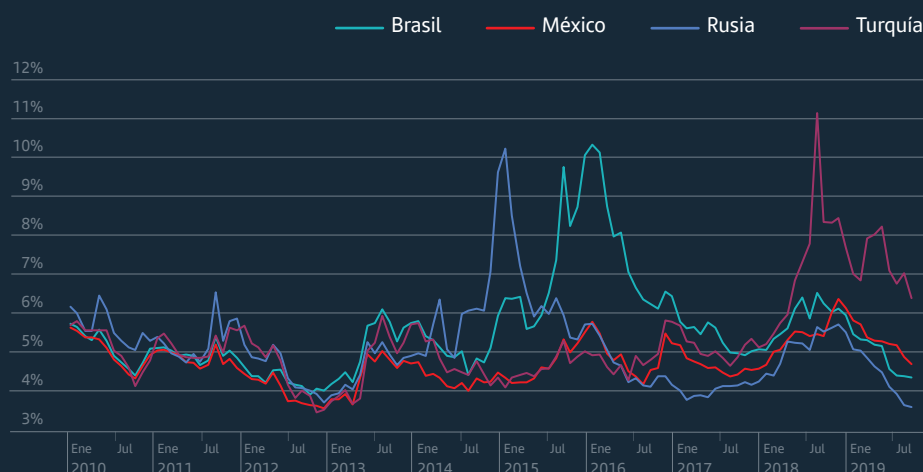
Las rentabilidades que ofrecen en la actualidad los bonos emergentes son moderadamente atractivas si se comparan con su rango histórico de los últimos diez años, ofreciendo una rentabilidad media del 5%. Sin embargo, esta rentabilidad difiere de manera muy significativa entre países con *rating* de grado inversión y aquellos cuyo *rating* se encuentra en zona de grado especulativo, tal como se observa en la siguiente tabla.

|   | Rangos Rendimientos Bonos Emergentes |        |       |        |
|---|--------------------------------------|--------|-------|--------|
|   | Actual                               | Mínimo | Rango | Máximo |
| Índice Renta Fija Emergente USD                   | 5,06%                                | 4,0%   |       | 6,8%   |
| Países Grado de Inversión (Rusia, México...)      | 3,24%                                | 3,0%   |       | 5,3%   |
| Países Grado Especulativo (BRA, ARG, TUR, VEN...) | 8,39%                                | 5,7%   |       | 10,7%  |
| México (Rating S&P BBB+)                          | 4,51%                                | 3,4%   |       | 6,3%   |
| Brasil (Rating S&P BB-)                           | 4,23%                                | 3,7%   |       | 10,7%  |
| Turquía (Rating S&P B+)                           | 5,76%                                | 3,3%   |       | 11,5%  |
| Rusia (Rating S&P BBB-)                           | 3,31%                                | 3,3%   |       | 11,4%  |
| Asia  | 3,74%                                | 3,0%   |       | 6,3%   |

(Rango fechas:  
Dic. 2010 - Nov. 2019)

Esta circunstancia se debe al deterioro de las condiciones de liquidez y crediticias en países como Turquía y Argentina, que no han disfrutado del beneplácito del mercado en el último ejercicio. Como se observa en el gráfico siguiente, los países que han experimentado una rebaja más significativa en su coste de financiación en USD son Brasil y Rusia. El mercado ha valorado de forma positiva los avances en las reformas de la Seguridad Social por parte del ejecutivo de Bolsonaro y la saludable situación financiera de la economía rusa.

## Diferenciales de rentabilidad bonos emergentes Desglose por países de la evolución de la prima de riesgo-país



### Evolución diferenciales Renta Fija Emergente

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los bonos emergentes han atraído importantes flujos de inversión, y su coste de endeudamiento se ha reducido notablemente

## Estrategia y Posicionamiento

Los bonos emergentes ofrecen rentabilidades reales positivas tanto en USD como en divisa local

Nuestra visión sobre los activos de deuda emergente (especialmente latinoamericana) es relativamente constructiva. La moderación del crecimiento y, en consecuencia, la generalización de políticas monetarias laxas a nivel mundial favorece el mantenimiento de tipos de interés reales en niveles históricamente bajos, lo que suele intensificar la búsqueda de rentabilidad. La deuda emergente ofrece todavía una rentabilidad muy atractiva, sobre todo en términos relativos.

La búsqueda de rentabilidad debería afectar también de manera positiva a la deuda corporativa, donde los diferenciales están en la actualidad en niveles poco exigentes, ligeramente por encima de la media histórica, con unas compañías que, en líneas generales, presentan balances más saneados que sus comparables en el mundo desarrollado. Las condiciones financieras son muy favorables para la disminución de los costes financieros de las empresas, con la salvedad de las que tienen un porcentaje de financiación elevado en USD.

El escenario de tipos a la baja en México y Brasil y los bajos niveles de endeudamiento son factores que favorecen la inversión en bonos corporativos latinoamericanos

Desde un punto de vista microeconómico, la ralentización del crecimiento global significa que las compañías seguirían postergando sus planes de expansión, manteniendo niveles altos de liquidez y apalancamiento muy bajo. En el caso de Brasil, los bajos tipos y el fuerte apetito por la deuda doméstica harían que sigamos viendo operaciones de recompra de deuda externa, financiada con colocaciones domésticas a tipos y diferenciales más atractivos.

El principal riesgo para este escenario sería una depresión mayor del comercio internacional, con una amenaza de recesión global. En este caso, veríamos una respuesta distinta entre el mundo desarrollado, con políticas fiscales más expansivas financiadas con mayores niveles de endeudamiento, y el mundo emergente, con bajadas de tipos más radicales a niveles desconocidos, forzando una depreciación de las monedas según las posibilidades de cada país para controlar los efectos sobre los precios internos.

## Hay valor en los bonos corporativos latinoamericanos Ofrecen niveles de rentabilidad nominal y real atractivos

### Rendimientos tipos reales EE.UU. vs bonos corporativos LatAm

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Recomendamos emisores que tengan estructuras de balance sólidas con financiación en moneda local y poca ciclicidad en ingresos

— Rendimiento bono corporativo LatAm (esc. izqda.)  
— Tipo de interés real EE.UU. 5 años (esc. dcha.)



# 6

## Renta Variable.

9,3%  
Rendimiento anual  
de las bolsas mundiales  
en la última década

La renta variable global se ha beneficiado de un ciclo de expansión económica que ya dura más de una década. Consideramos que los retornos futuros de las acciones pueden tender a la baja respecto a sus medias históricas. El balance de riesgos a medio plazo se ha elevado. Sin embargo, consideramos que todavía la renta variable ofrece potencial de retornos positivos y, en términos relativos, es el activo con mejor binomio rentabilidad *versus* riesgo.

La renta variable mundial ha estado muy correlacionada con la evolución de la "guerra" comercial durante los últimos 18 meses. Recientemente, el mercado ha asimilado y superado el ruido de las discusiones geopolíticas y ha conseguido superar niveles máximos. En nuestra opinión, **existe todavía potencial de revalorización para las bolsas** en la medida en que se logre un acuerdo comercial de mínimos, se estabilice la desaceleración económica y de beneficios, los tipos de interés sigan estando bajos y haya un mínimo de visibilidad geopolítica.

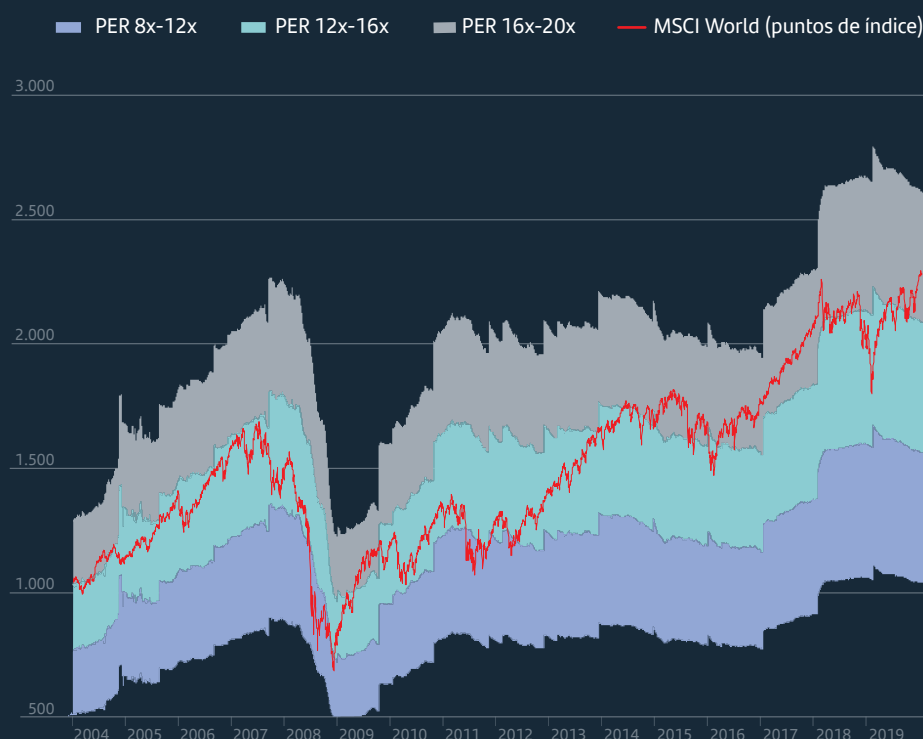
En el gráfico inferior observamos cómo la revalorización del índice de renta variable global (MSCI World) ha llevado a la bolsa mundial a superar los máximos históricos alcanzados a comienzos de 2018. Esta apreciación no ha venido acompañada en la misma intensidad por el crecimiento de los beneficios, por lo que **las ratios de valoración han abandonado los niveles asequibles de comienzos de 2019.**

Es primordial que los beneficios esperados para 2020 mantengan un crecimiento positivo, los márgenes empresariales se estabilicen y pueda compensarse vía ingresos la subida de los costes laborales.

Datos a 22 de noviembre de 2019

### Múltiplos de valoración en máximos de la década

Las bolsas se encuentran en zona de valoración exigente si se mira en términos absolutos



#### MSCI World - Índice y zonas de valoración por PER

Fuente: Bloomberg/IBES y elaboración propia

La revalorización de las acciones ha superado el ritmo de crecimiento de los beneficios, con el consiguiente repunte en las ratios de valoración



# Renta Variable EE.UU.

**14,1%**  
Rendimiento anual de la bolsa estadounidense en los últimos tres años

La bolsa estadounidense continúa liderando el ciclo expansivo del mercado mundial, con especial protagonismo de sus gigantes tecnológicos. Los próximos 12 meses van a ser clave y, desde el punto de vista fundamental, toda la atención va a estar en la capacidad de cumplir las expectativas de crecimiento de beneficios. El factor cualitativo más importante va a residir en el devenir de las elecciones presidenciales y del "impeachment" por el lado doméstico, y en el conflicto comercial con China en la vertiente internacional.

## Fundamentales y Valoración

**Beneficios:** dada la madurez del ciclo económico y los bajos niveles de desempleo en EE.UU., las empresas empiezan a notar una tendencia al alza en sus costes operativos. Ello implica un deterioro de los márgenes empresariales en un contexto de desaceleración de los ingresos por ventas. Estos factores son los que están dificultando el crecimiento de los beneficios de las corporaciones y, como muestra de ello, el incremento de beneficios esperado para 2019 es prácticamente plano.

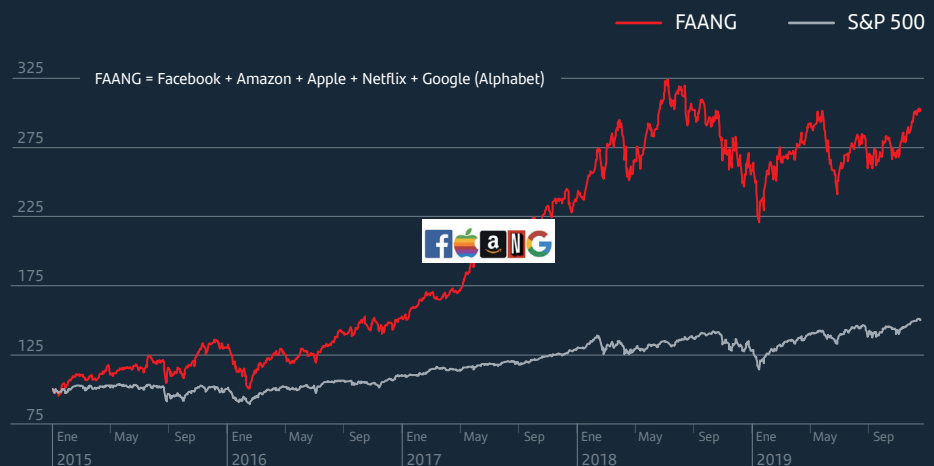
Uno de los actores clave en este ciclo expansivo de la bolsa estadounidense ha sido el sector tecnológico, y en especial las denominadas "FAANG" (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google). Estos gigantes digitales han gozado de un espectacular crecimiento de sus cuotas de mercado e ingresos, siendo el principal motor de la revalorización del S&P 500 y de su mejor comportamiento respecto a otras bolsas. Sin embargo, durante 2019 el sector tecnológico ha dado muestras de agotamiento en su capacidad para generar beneficios, con caídas del 10% en su beneficio por acción (BPA) al cierre del tercer trimestre.

El consenso de analistas espera un crecimiento de doble dígito bajo para los beneficios del S&P 500 en el próximo ejercicio, pero, dado el contexto de revisión a la baja del crecimiento, el efecto negativo de las tensiones comerciales en el sector manufacturero y la presión a la baja de los márgenes empresariales, consideramos que lo prudente es manejar en las valoraciones crecimientos de beneficios más modestos, en torno al 5%. Esta expectativa implica una ratio de valoración de 17x beneficios (PER), que se sitúa ligeramente por encima de la media histórica para el índice S&P 500.

Datos a 22 de noviembre de 2019

Revalorización FAANG versus índice S&P 500 (base 100=1 de enero de 2015)  
Fuente: Bloomberg y elaboración propia  
El éxito global de estos gigantes tecnológicos ha permitido a EE.UU. liderar el ranking de rentabilidad mundial

## "FAANGtásticas" rentabilidades El principal motor de revalorización de la bolsa americana ha sido el sector tecnológico



## Valoración y Posicionamiento

Utilizando métricas de valoración tradicionales y retrospectivas, como la ratio CAPE\*, la **renta variable estadounidense** sigue siendo más cara que la de otras regiones y **cotiza con múltiplos elevados respecto a su tendencia histórica**.

La bolsa americana cotiza con una prima respecto al resto de regiones por el liderazgo de sus empresas en la generación de beneficios

Sin embargo, es importante recordar que **valoraciones exigentes no implican necesariamente menores rentabilidades futuras**; por ejemplo, las acciones estadounidenses han sido más caras que las de cualquier otra región la mayor parte de la última década y, a pesar de todo, han seguido ofreciendo una rentabilidad relativa superior de manera consistente.

Además, **el contexto macroeconómico a medio plazo seguiría siendo moderadamente favorable**. La renta variable estadounidense acumula una década de liderazgo de rentabilidad respecto al resto de bolsas desarrolladas. Este mejor comportamiento ha estado totalmente justificado por la capacidad de generar márgenes y crecimientos de beneficios superiores por parte de las empresas americanas (y, en particular, por sus plataformas tecnológicas). Eso sí, el conjunto de los inversores tiene una sobreexposición a la renta variable estadounidense, lo cuál la hace vulnerable a sorpresas negativas. Entre las mayores preocupaciones estaría la implementación de medidas anti monopolio a las plataformas tecnológicas (FAANG).

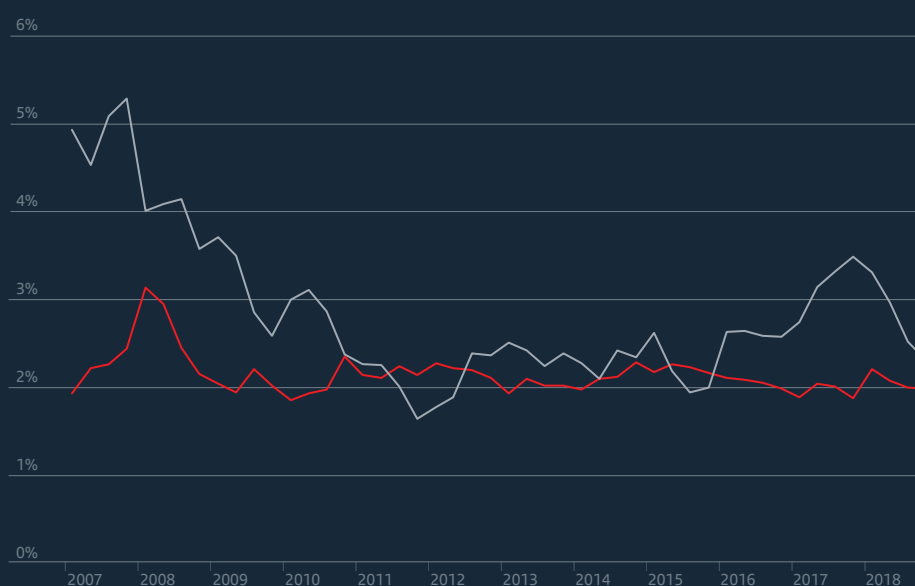
Recomendamos mantener posiciones pero rotando hacia sectores más defensivos y con sesgo "value"

Por ello, nos inclinamos por la **rotación hacia sectores más defensivos y domésticos**, que, teóricamente, se beneficiarían de un mayor estímulo fiscal y estarían más protegidos frente a un eventual retroceso adicional del comercio internacional. También resultaría una amenaza la entrada en vigor de nueva regulación en ciertas áreas como sanidad, banca o plataformas tecnológicas. **La valoración en términos absolutos y relativos de las acciones americanas aconseja un posicionamiento ligeramente defensivo** a la espera de que se aclaren las variables geopolíticas y la tendencia de los márgenes y beneficios empresariales.

(\* Cyclically Adjusted PE (PER ajustado por ciclo de beneficios).

## Rentabilidad comparada renta variable y fija EE.UU. El rendimiento de ambos activos se ha igualado en este ciclo

— Rentabilidad por dividendo bolsa estadounidense (S&P 500)  
— Rendimiento bonos índice Bloomberg Barclays US Aggregate



Comparativa rendimientos renta variable y bonos EE.UU.  
Fuente: Bloomberg y elaboración propia  
Históricamente, la rentabilidad por dividendo de la bolsa americana ha sido inferior al rendimiento ofrecido por los índices de renta fija, pero ese descuento prácticamente ha desaparecido



## Renta Variable Europa.

La bolsa europea todavía se encuentra un 17% alejada del máximo del ciclo anterior

**5%**  
Peso del sector tecnológico en la bolsa europea (vs 21% en el S&P 500)

Las acciones europeas acumulan un retraso significativo respecto a las estadounidenses en revalorización y crecimiento de beneficios. Un menor castigo al sector financiero y automotriz, junto a una resolución acordada del "Brexit", podrían permitir a las bolsas del Viejo Continente un mejor desempeño.

### Fundamentales y Valoración

El posicionamiento actual del mercado refleja una elevada aversión al riesgo, justificada por las incertidumbres macroeconómicas y geopolíticas. **La exposición a renta variable europea por parte de los inversores es baja respecto a la historia y frente a otros activos.** En 2019 se han producido importantes salidas de dinero en fondos de renta variable, lo cuál contrasta con las fuertes entradas en fondos de renta fija. Desde el punto de vista sectorial, el posicionamiento que reflejan las encuestas a inversores muestra una clara preferencia por sectores defensivos y con sesgo "growth/momentum", frente a compañías cíclicas y con sesgo "value".

**El crecimiento de los beneficios empresariales europeos ha ido deslizándose a la baja** en la medida en que se producía una desaceleración en la producción industrial. La expectativa actual es que el crecimiento sea prácticamente nulo en el conjunto de 2019.

En este contexto, la bolsa europea ha disfrutado de unos niveles de revalorización más que apreciables dado el incentivo que tienen los inversores a trasladar posiciones no remuneradas en renta fija hacia acciones con dividendo. Sin embargo, ha continuado el retardo de las bolsas europeas respecto a las estadounidenses, lo que se ha debido básicamente a tres factores: (i) mayor crecimiento económico y menor incertidumbre política en EE.UU., (ii) mayor crecimiento de los beneficios empresariales en EE.UU., y (iii) un reducido peso en Europa de los sectores de mayor crecimiento (tecnología y salud, principalmente). Además, el peor comportamiento de la bolsa europea respecto a EE.UU. se explica por el diferencial de revalorización entre el sector bancario en Europa y el sector tecnológico en EE.UU. **El elevado peso del sector financiero en Europa (unido a los problemas del sector automovilístico) y la ausencia de plataformas digitales y tecnológicas de dimensión global que compitan con las estadounidenses y chinas, han sido un lastre para el relativo de la bolsas europeas.**

Datos a 22 de noviembre de 2019

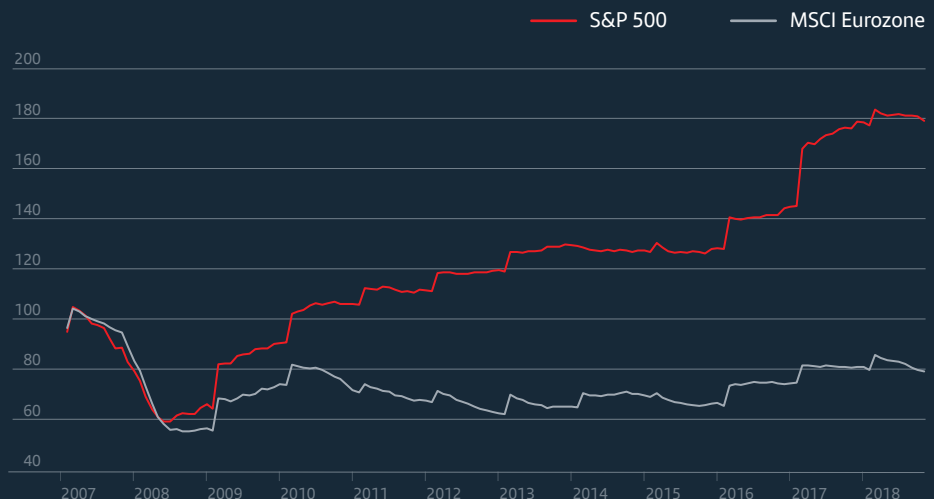
### "Decoupling" en el crecimiento de beneficios

El rendimiento diferencial de la bolsa estadounidense se ha basado en una evolución más boyante de los beneficios

Evolución comparativa beneficios por acción (base 100=2007)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El diferencial de revalorización de la bolsa americana respecto a la europea nunca ha sido tan amplio, pero todo se explica por la "década perdida" de los beneficios europeos



## Estrategia y Posicionamiento

La valoración relativa de la renta variable europea respecto a la renta fija es el argumento más sólido como soporte para la bolsa, teniendo en cuenta que nunca en la historia la comparación ha sido tan favorable. Todos los índices bursátiles han tenido una expansión de múltiplos durante los últimos años como consecuencia del exceso de liquidez derivado de las políticas ultra-laxas de los bancos centrales. En el gráfico inferior se observa cómo se ha ido ampliando la brecha entre la rentabilidad por dividendo de las acciones europeas y el "yield to maturity" (rentabilidad a vencimiento de los bonos) hasta máximos históricos.

La bolsa europea genera casi un 4% de mayor rentabilidad vía dividendos que los bonos de emisores europeos

Si bien 2020 se presenta como un año de incertidumbres respecto al ciclo económico y al entorno geopolítico, consideramos que la renta variable europea ofrece mucho atractivo por valoración, aun asumiendo que los beneficios podrían revisarse a la baja. La oportunidad de arbitraje hacia renta variable desde los mercados de deuda, y el bajo posicionamiento en el activo, representan un soporte para las bolsas europeas. Desde el punto de vista sectorial y de estilo, recomendamos cierta neutralidad. El relativo cíclicos/defensivos o "value/growth" ya descuenta un escenario de deterioro macro significativo.

La incertidumbre relativa al "Brexit" ha sido otro factor que ha lastrado el rendimiento de los índices europeos. Es probable que, a lo largo de los próximos 12 meses, disminuya la prima de riesgo y eso otorgue algo de recorrido adicional a las acciones europeas, y a las británicas en particular (financiero, aerolíneas e inmobiliario serían los sectores más favorecidos en el Reino Unido). Nuestro escenario central contempla un acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido, lo que podría ser el catalizador de una importante recuperación de la libra esterlina y de la bolsa de Londres.

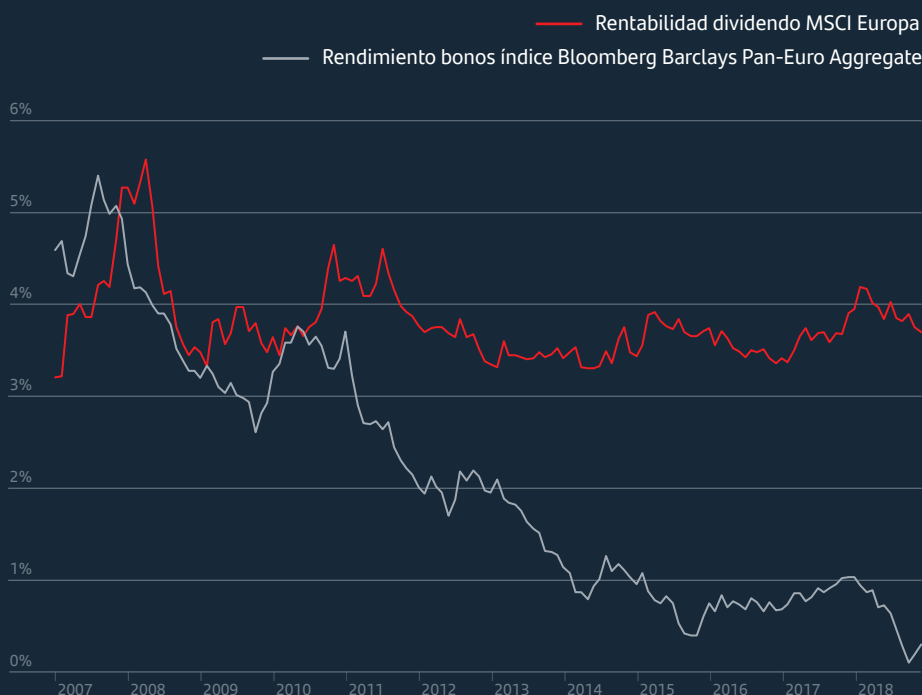
Datos a 22 de noviembre de 2019

### Niveles máximos de diferencial de rentabilidad entre bolsa y bonos La rentabilidad vía dividendos genera mucho mayor rendimiento que la renta fija

Comparativa rendimientos renta variable y bonos Europa

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La generación de dividendos ha seguido creciendo mientras que los rendimientos de los bonos no han parado de disminuir como resultado de la política ultraexpansiva del BCE



# Renta Variable Emergentes.

**31%**  
Peso de China en los índices globales de renta variable emergente

Aunque las bolsas emergentes han tenido rendimientos cercanos al 10% en 2019, su rentabilidad ha sido inferior a la de las bolsas desarrolladas, y en especial a la del S&P 500. Si bien las economías emergentes están teniendo un mayor crecimiento económico que las desarrolladas, es necesario que se despejen las incertidumbres que afectan al comercio para que el bloque de bolsas emergentes mejore su rentabilidad.

## Fundamentales y Valoración

Nuestra opinión sobre la renta variable emergente debería estar determinada en gran medida por lo que esperamos de China, dado que representa algo más del 30% de la ponderación del índice y es el principal socio comercial de la mayoría de países emergentes.

Teniendo esto en cuenta, creemos que, al menos a corto plazo, los fundamentales tendrán menos peso que la confianza y el sentimiento de mercado, la probabilidad de estímulos internos y el nuevo despliegue de la iniciativa "One Belt, One Road". Observamos que las variables macroeconómicas de China están estabilizándose, aunque vigilamos estrechamente los eventos de protestas ciudadanas en Hong Kong.

En términos de valoración por múltiplos, las bolsas emergentes cotizan en máximos, tal como se puede observar en la tabla siguiente. Los únicos países que cotizan con múltiplos razonables respecto a sus medias históricas son México, Turquía, Rusia y Polonia.

Bandas de Valoración Bolsa Emergente (PER)

|                 | Peso en MSCI Emerging | Actual | Mínimo | Rango | Máximo |
|-----------------|-----------------------|--------|--------|-------|--------|
| MSCI Emergentes |                       | 13,7x  | 9,0x   |       | 14,3x  |
| China           | 31,4%                 | 12,3x  | 7,6x   |       | 15,9x  |
| India           | 8,9%                  | 21,7x  | 12,1x  |       | 22,5x  |
| México          | 2,5%                  | 15,4x  | 12,5x  |       | 23,3x  |
| Brasil          | 7,7%                  | 15,2x  | 7,7x   |       | 16,1x  |
| Turquía         | 0,5%                  | 8,3x   | 5,9x   |       | 12,4x  |
| Rusia           | 4,1%                  | 6,3x   | 3,9x   |       | 8,0x   |
| Polonia         | 1,2%                  | 11,8x  | 7,4x   |       | 15,0x  |

(Rango fechas: Dic. 2010 - Nov. 2019)

### Nuestra selección de mercados de cara a 2020 prioriza China, la India, Brasil y Rusia.

En el caso de **China**, se trata de un mercado que, a pesar de los notables retornos que ha arrojado en 2019, sigue cotizando a unos múltiplos de valoración no exigentes. Una cierta reversión de las tensiones comerciales pondría en valor el paquete de estímulos fiscales que ha introducido el Ejecutivo chino a lo largo de este año.

Continuamos considerando a **la India** como un mercado preferente, conjugándose dos factores que refuerzan nuestra sobreponderación en este país. El recorte del impuesto de sociedades de este año sería positivo a medio plazo. Esto hace que, junto con los buenos datos de riesgo económico y financiero que presenta este país, la India siga situada en el *top* de nuestro *ranking* de bolsas emergentes.

En **Brasil**, la expansión de múltiplos de los últimos tiempos podría encontrar a partir de ahora respuesta en un crecimiento más acelerado de los beneficios como consecuencia de (i) un crecimiento económico más sólido, (ii) unas condiciones financieras muy favorables gracias

a la labor del banco central, (iii) cierto alivio en la "guerra" comercial que acabe frenando la congelación de la inversión global y dé cierto impulso a las materias primas (de las que Brasil es exportador neto), y (iv) el avance en el proceso de reformas que acabe actuando como imán de la inversión extranjera directa y se convierta en un revulsivo para la confianza de los agentes económicos locales. La materialización *grosso modo* de los puntos enumerados otorgaría un margen de revalorización aún notable para la bolsa brasileña, mercado en el que consideramos hay que seguir invertido.

Por último, **Rusia**, además de ser uno de los mercados emergentes que presenta las métricas de valoración más baratas, es un país donde seguimos observando unos fundamentales sólidos desde una perspectiva fiscal, y que también cuenta con un margen holgado para bajar los tipos de interés.

## Estrategia y Posicionamiento

El posicionamiento inversor en renta variable emergente sigue siendo bajo, dado el modesto desempeño de los últimos 18 meses —en consonancia con la aparición de riesgos de "guerra" comercial—, lo que podría concederle más recorrido a corto plazo, precisamente porque los gestores globales están infraponderados en esta clase de activo.

El escenario de tipos de interés a la baja en Latinoamérica es un catalizador que dota de mayor atractivo a las bolsas de esta región. Este potencial sólo podrá materializarse en la medida en la que los inversores perciban que el escenario de políticas económicas sea, en líneas generales, favorable para la inversión empresarial y el crecimiento de los beneficios.

Por nuestra parte, seguimos considerando a la **India como nuestro mercado preferido a largo plazo**, dada su demografía favorable, su estadio de desarrollo y unas valoraciones que podrían abarataarse por una mayor tracción de los beneficios.

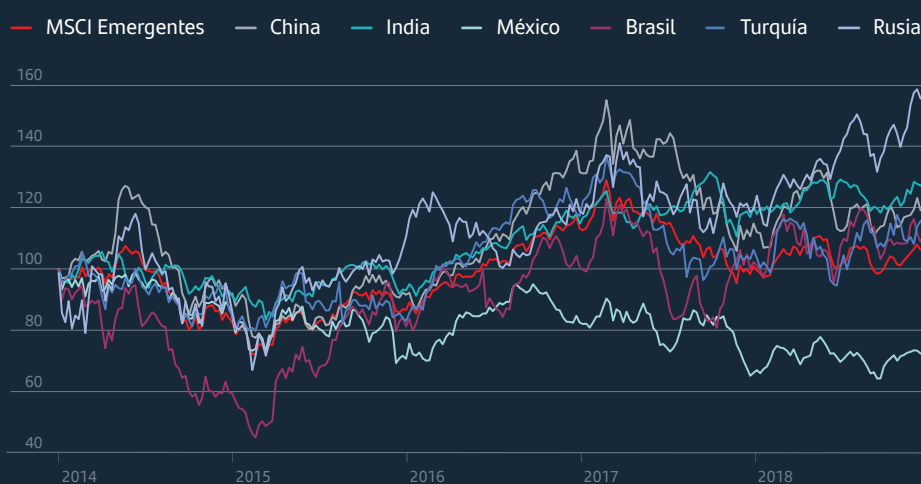
No podemos ignorar el impacto que pueden tener en la marcha de algunos de estos mercados los diferentes **focos de inestabilidad geopolítica** que han surgido. Estaremos muy atentos a las protestas sociales y, en especial, a las que están ocurriendo en los países de mayor relevancia mundial como las de Hong Kong (China) o Cachemira (India).

Datos a 22 de noviembre de 2019

La selección geográfica es crítica en este activo (base 100=2014)  
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La volatilidad en las bolsas emergentes es muy elevada, con mucha dispersión de retornos entre las diferentes geografías

## Como siempre, vigilando los riesgos en renta variable emergente Existe una alta sensibilidad a inestabilidad política y económica





# 7 Divisas.

La elevada volatilidad que ha afectado históricamente al mercado cambiario no ha sido de la misma intensidad durante 2019, salvo alguna lógica excepción como el caso de la libra esterlina. Pero el inversor no puede caer en la complacencia y debe tener siempre presente la alta complejidad que supone la inversión en este activo, precisamente consecuencia en gran medida de la volatilidad. A fin de cuentas, es el activo más líquido del mercado financiero.

El tipo de cambio del euro (EUR) frente al dólar estadounidense (USD) continuará siendo a buen seguro una de las principales variables que centrarán la atención del mercado a lo largo de 2020. Después de las ganancias de la divisa estadounidense frente a la europea en los dos últimos años, quebrando la dinámica de pérdidas de 2017, cabe preguntarse el recorrido de revalorización adicional que puede quedarle al USD en el actual ciclo primario (largo plazo) de apreciación frente al euro que data desde 2008, en referencias próximas a 1,60 EUR/USD.

La acuciante búsqueda de *yield* por parte de los inversores continuaría premiando a las divisas con tipos de interés más atractivos en un mundo anormalmente exigente por este lado

Dos factores nos llevan a seguir previendo la continuidad de la apreciación del USD vs EUR, al menos durante la primera mitad de 2020. El primero, el diferencial de tipos de interés entre ambas economías, que, tras el estrechamiento de los últimos meses, podría volver a ampliarse a favor de EE.UU., sobre todo en los tramos más cortos de la curva, si, como estimamos, el mercado termina corrigiendo con cierta claridad su expectativa actual de recortes de tipos de la Fed para el año que viene. El segundo, la valoración. Con independencia de que el nivel de equilibrio por PPA se halle próximo a la referencia de 1,30, la historia nos dice que tendencias primarias suelen darse la vuelta entre una y dos desviaciones típicas por debajo (o por encima) del nivel promedio de cotización del cruce de muy largo plazo. Esa zona se sitúa en torno a la paridad.

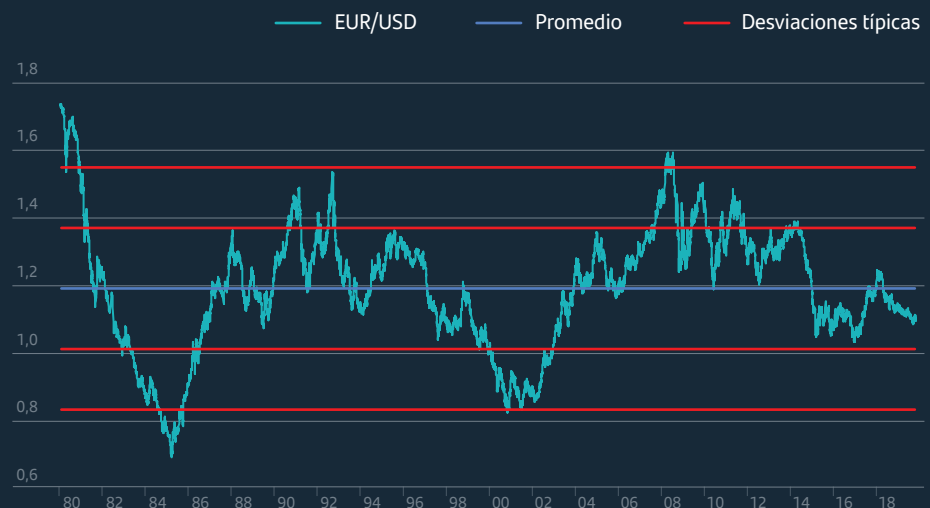
A partir de la segunda mitad de 2020, el cruce EUR/USD podría retomar una senda de apreciación más consistente, encaminándose paulatinamente hacia su nivel de equilibrio, aunque pensamos que no se alcanzará aún el año que viene. Los factores que podrían llevar a este movimiento vendrían por parte de (i) un acuerdo sobre el "Brexit" en firme (que esperamos en enero), y que tendría repercusión positiva en el crecimiento de la zona Euro a partir del ecuador del ejercicio una vez las distorsiones friccionales se diluyan, y (ii) una estabilización

A muy largo plazo, todo suele revertir a la media...  
... pero todavía hay que cruzar la "meta volante"

EUR/USD - Tipo de cambio sintético vs promedio

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

Antes de recuperar la senda de apreciación con más consistencia, la historia nos dice que el EUR/USD aún tendría que depreciarse algo más



del crecimiento en China (los estímulos aplicados por sus autoridades podrían tener un mayor impacto a partir de la primavera), con ramificaciones favorables a Alemania.

Respecto a otras divisas, **la libra esterlina contaría aún con un potencial de apreciación notable** frente a USD y EUR al cotizar muy por debajo de su nivel de equilibrio por PPA, potencial que terminaría materializándose en ganancias si, como prevemos en nuestro escenario central, un "Brexit" acordado termina cristalizando el próximo 31 de enero.

**Aunque las perspectivas de variación de las divisas dependen a corto y medio plazo sobre todo de los diferenciales de crecimiento y tipos de interés entre economías, es relevante analizar también su valoración fundamental en términos de desviación respecto al nivel de equilibrio que nos indica la PPA**

La inversión en **corona noruega es una alternativa al más que parco atractivo del monetario en euros**, que están avalando su banco central, con cuatro subidas de 25 pb en su tipo de referencia (hasta el 1,50%) desde septiembre de 2018, y un petróleo estable.

En el caso **del yen, el atractivo por valoración que exhibe** frente a USD y EUR **justificaría cierta apreciación adicional a medio plazo**. Pero el yen se ha movido "como pez en el agua" en las turbulencias geopolíticas de los últimos años, cuyas cotas de intensidad difícilmente se superarán en 2020. Y también hay que considerar futuras actuaciones expansivas del Banco de Japón (BoJ), que no querrá probablemente quedarse a la zaga de la Fed y el BCE en el giro de tuerca de estímulo monetario que han dado en 2019. El gobernador del BoJ, Kuroda, ha hablado además del potencial de una mayor coordinación entre la política monetaria y la fiscal. Cualquier desaceleración del crecimiento inducida por el reciente aumento en el impuesto sobre las ventas de Japón podría coincidir con un estímulo fiscal a principios de 2020, lo que también sería un factor depreciatorio para el yen por deterioro de la balanza fiscal. En síntesis, la propia balanza del yen parece bastante equilibrada entre catalizadores alcistas y bajistas, en un movimiento que tampoco tendría que ser muy abrupto en un sentido u otro. No olvidemos que el yen volvería a tener un buen comportamiento, haciendo gala de su tradicional papel de activo refugio, ante eventuales episodios de zozobra que ni mucho menos pueden descartarse en un horizonte de 12 meses.

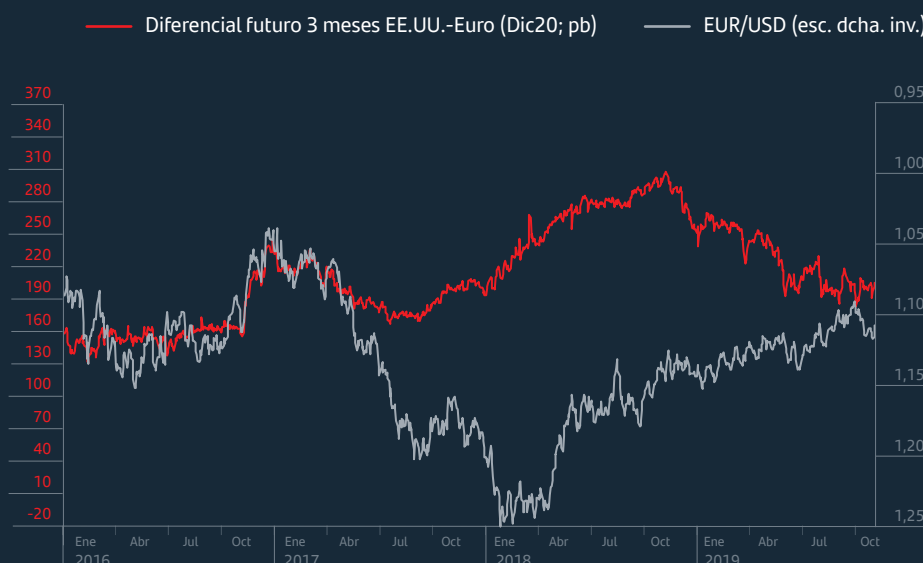
El **contexto** previsto de aceleración de la actividad en **LatAm**, a pesar de ciertos riesgos idiosincrásicos, podría ser **moderadamente positivo para sus divisas**. Una estabilización de la "guerra" comercial podría dar impulso al precio de las materias primas, muy correlacionadas con ellas.

## Los tipos de interés pueden "llevarse el gato al agua" a corto plazo... ... aunque más adelante sería una variable más neutral

Expectativas tipos EE.UU.- zona Euro y evolución del tipo de cambio

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia

La cotización EUR/USD aún tiene que poner en precio la menor generosidad para la Fed que prevemos respecto a lo descontado por el mercado



# 8

## Materias primas y Gestión alternativa.

Invertir en activos alternativos requiere de un plus de sofisticación y experiencia para el inversor, pero en el entorno actual ofrecen diversificación y potencial de retornos

### Materias Primas

El hecho de que el coste de oportunidad de estar invertido en materias primas haya disminuido de manera tan significativa por la política ultra-laxa de los bancos centrales, seguiría permitiendo un buen comportamiento de los metales preciosos (en particular, el oro).

En las fases de elevada madurez del ciclo económico los inversores incrementan su apetito por activos que puedan tener un buen comportamiento en episodios de desaceleración en la actividad económica. La preocupación de los inversores por los efectos en el largo plazo de las políticas monetarias ultraexpansivas en la valoración de los activos de renta fija está propiciando la búsqueda de alternativas. **Consideramos que el precio del oro puede mantener su buen comportamiento, soportado por el cambio con poso estructural en las tenencias de los bancos centrales y su perfil de cobertura en escenarios de repunte de la inflación y/o incertidumbre geoestratégica.** El atractivo de la inversión en los componentes más cíclicos (petróleo y metales básicos) está más limitado dado el momento del ciclo y la desaceleración que está experimentando la demanda china de materias primas, aunque vemos más soporte en el precio del crudo por la situación geopolítica.

### Gestión Alternativa

El núcleo de las carteras de inversión debe tener un carácter puramente direccional con exposición directa a los activos básicos (renta fija y variable). Sin embargo, en un entorno, como el actual, tan complejo de bolsas en máximos y rentabilidades de la renta fija en mínimos, resalta el valor añadido de complementar y diversificar las carteras con estrategias menos direccionales.

2019 ha sido un año fructífero para las estrategias alternativas. En concreto, hemos podido comprobar su poder diversificador con activos tradicionales en infraestructuras, valores inmobiliarios, futuros gestionados o estrategias impulsadas por eventos, ya que lograron proteger el capital en las caídas y mostraron una extraordinaria capacidad de recuperación a lo largo del ejercicio. Para 2020 prevemos mayor incertidumbre, ante unas primas de riesgo en mínimos, una menor liquidez y, posiblemente, fuertes repuntes de la volatilidad. Por tanto, es necesaria una adecuada diversificación de la cartera que **amplíe la gama de activos tradicionales con estrategias alternativas que protejan el capital en condiciones difíciles.**

En este contexto, **podrían ser favorables las estrategias no correlacionadas con poca direccionalidad o flexibilidad en el grado de exposición y las que invierten en otros activos más allá de bonos o acciones**, como materias primas, renta fija flexible, crédito "long/short", macro global, valores inmobiliarios, infraestructuras cotizadas o inflación.

Las inversiones alternativas que han generado un mayor nivel de rentabilidades han sido las que invierten en mercados privados (OTC), siendo, por tanto, estrategias con menor liquidez. Entre estas inversiones destaca el **private equity**, que **ha generado una rentabilidad anualizada superior al 12% en los últimos 20 años.** Dado el auge que está experimentando el *private equity* en el mercado financiero y su buen histórico de rentabilidad, consideramos que, junto a las inversiones inmobiliarias, constituye una de las alternativas de diversificación más interesantes para inversores sofisticados.

## 9

## Recomendaciones de inversión para un entorno de tipos sin interés

### Conclusiones.

No existen recetas fáciles y simples para un entorno tan complejo para la inversión como el actual, entre otros factores porque no disponemos de referencias históricas para muchas de las variables que están encima de la mesa. Consideramos que en momentos tan **complejos** es necesario más que nunca no olvidarse de los mandamientos básicos que han funcionado para los inversores con perspectiva histórica. La primera de estas premisas es que se obtienen mejores rendimientos y retornos si invertimos nuestros recursos y no los dejamos aparcados en liquidez. La liquidez rara vez ha generado retornos por encima de la inflación y en los últimos diez años ha arrojado rentabilidades prácticamente nulas tanto en USD como en EUR. Intentar hacer "timing" de mercado haciendo líquidas posiciones que de manera estructural deberían estar invertidas (buscando comprar a un potencial mejor precio), es un ejercicio que normalmente ha significado retornos inferiores a los que ha obtenido un inversor más disciplinado. La regla de "Stay invested" (mantener estable el nivel de inversión) es uno de los "principios de oro" de los inversores con más éxito, al estar demostrado que, de media, la mayor consistencia genera mayores retornos.

#### 1) Evitar posiciones excesivas de liquidez (por el momento)

La primera recomendación es no incrementar los niveles de liquidez de forma extraordinaria, por dos razones: en primer lugar, por la baja remuneración de las posiciones de corto plazo (con alguna excepción como México) y, en segundo lugar, por la percepción de que todavía hay oportunidades en algunos activos (siempre que se eviten los riesgos de cola a nivel económico y geopolítico). Nuestro escenario central implica un crecimiento más débil de la economía mundial, pero suficiente para que los activos de riesgo continúen teniendo algo de recorrido. Nunca ha habido en el mercado financiero un volumen tan considerable (más de 13 mil millones de USD) con rentabilidades negativas. La búsqueda de alternativas para estas posiciones seguirá siendo un motor importante que alimente el recorrido al alza de los activos de riesgo mientras el ciclo económico siga en terreno positivo.

Los tipos en mínimos empujan a seguir invirtiendo en activos de riesgo. Mientras el ciclo económico mantenga un nivel de crecimiento mínimo no hay otra alternativa para generar un retorno por encima de la inflación.

### Posicionamiento equilibrado y diversificado

#### Un ciclo económico y de mercado que exige una gestión muy activa y sofisticada

##### Recomendaciones de inversión

- 1) **Evitar posiciones excesivas en liquidez (por el momento).** El coste real y de oportunidad de este posicionamiento puede ser elevado dado que el entorno de tipos bajos puede perdurar en el tiempo.
- 2) **No perseguir rentabilidades y mantenerse invertido en un nivel de riesgo adecuado.** Aprovechar eventos de volatilidad para reforzar posiciones en activos con mayor potencial de rentabilidad.
- 3) **Incrementar la diversificación de las carteras para reducir el riesgo.** Complementar las posiciones en activos tradicionales con estrategias y activos alternativos que aportan fuentes de rentabilidad con perfiles de riesgo distintos.
- 4) **Incorporar criterios de sostenibilidad (ASG)** en la selección de estrategias e instrumentos de inversión. Las inversiones con elevada calificación en criterios ASG tendrán previsiblemente ventajas competitivas a medio plazo.

##### Oportunidades concretas de inversión con mayor atractivo

**Renta Fija: bonos emergentes.** Mayor potencial de recorte de tipos y rendimientos más elevados respecto a su media histórica.

**Renta Variable: Alemania y el Reino Unido.** En caso de producirse acuerdos tarifarios y sobre "Brexit", ambos mercados ofrecen potencial de rentabilidad elevada.

**Divisas y Materias Primas: libra esterlina y oro.** La libra esterlina ofrece todavía potencial de recuperación y el oro puede seguir funcionando como activo refugio.

**Activos alternativos:** deuda privada, infraestructuras y private equity.

2) No perseguir rentabilidades y mantenerse invertido en un nivel de riesgo adecuado

La **segunda recomendación** está relacionada con huir de la tentación de intentar compensar el menor rendimiento de los activos con un incremento en la agresividad de las inversiones. Los inversores de más éxito saben que **hay que resistir la tendencia a perseguir rentabilidades siguiendo la estela del exceso de optimismo**. Es mucho más eficiente y rentable **aprovecharse de los episodios periódicos de pesimismo para invertir y reforzar las posiciones en activos de riesgo ("Buy the dips")** beneficiándose de las caídas de precios. La economía mundial se encuentra en una fase bastante madura en la que el potencial de crecimiento no inflacionario restante es bastante limitado. Esta consideración implica que el recorrido al alza de los activos de riesgo es más reducido que en otros momentos del ciclo y que el binomio de rentabilidad/riesgo está inclinado hacia una mayor probabilidad de corrección del mercado. Consideramos que no es un momento en el que tenga sentido económico incrementar el nivel de riesgo asumido en las carteras de inversión.

Consideramos muy probable que los retornos a nivel mundial sean inferiores a los experimentados en 2019. Este año ha sido un ejercicio extraordinario en el que tanto los activos de renta fija como los de variable han tenido rentabilidades muy elevadas. **Es previsible que aumente la volatilidad y se experimenten correcciones en algunos de estos activos** (tal como estamos viendo recientemente en el mercado de bonos), **lo que podría ser una oportunidad para recomponer las carteras**. El escenario actual de reducido recorrido al alza en los activos exige de una mayor disciplina y agilidad táctica en la toma de decisiones. El mercado nos está ofreciendo señales mixtas y ello nos debe generar ciertas dosis de cautela en el posicionamiento. **Tendremos oportunidades para reforzar las posiciones durante los próximos 12 meses, por lo que recomendamos estar invertidos, pero con niveles de riesgo moderados.**

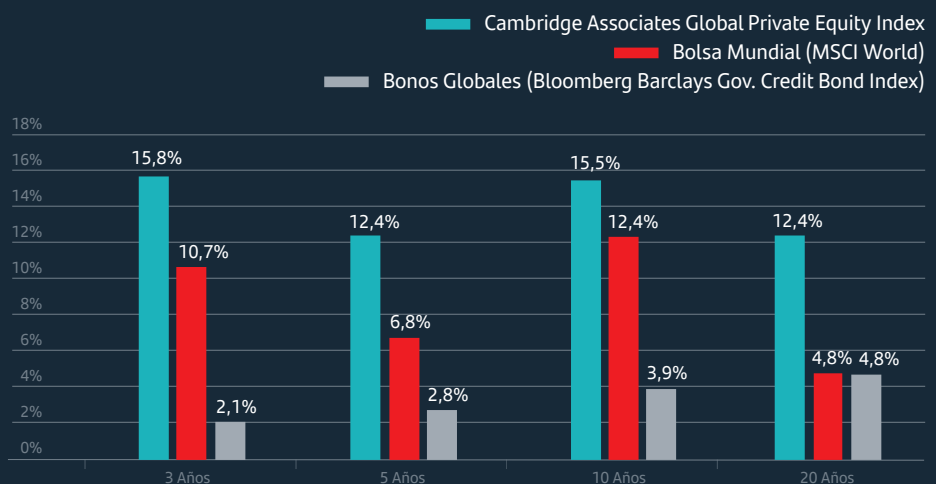
En caso de que se produzcan tensiones en el mercado de renta fija y repunten las rentabilidades de las curvas de tipos de interés, aprovecharíamos para reforzar posiciones en bonos de larga duración, especialmente en la **curva USD**. También aprovecharíamos para diversificar con compras de **bonos emergentes** en caso de turbulencias en esos mercados. Tanto la **bolsa británica** como la **alemana** ofrecen un potencial importante de recuperación en caso de que disminuyan los riesgos políticos sobre el "Brexit" o los relacionados con el conflicto tarifario.

La prima de iliquidez ha generado un extra de rentabilidad importante

Fuente: Cambridge Associates y elaboración propia

El renunciar a la liquidez temporalmente e invertir en "private equity" ha permitido acceder a oportunidades de inversión muy interesantes y generar un nivel extra de rentabilidad

El valor añadido de invertir en los mercados privados  
La inversión en "private equity" ha generado retornos por encima de los de los mercados cotizados



### 3) Incrementar la diversificación de las carteras para reducir el riesgo

La tercera recomendación es la de **aumentar la diversificación buscando optimizar el nivel de riesgo con activos y gestores**. Ante un escenario de retornos a la baja y volatilidad y riesgos al alza, es necesario reforzar más que nunca la estructura de las carteras, buscando optimizar el nivel de riesgo mediante un análisis en detalle de las oportunidades de diversificación. Tal como dijo Harry Markowitz (premio nobel de Economía), la diversificación es la única opción gratis ("free lunch") en el mercado dado que permite mantener los niveles de riesgo en las carteras, pero reduciendo el potencial de sufrir pérdidas.

Adicionalmente, para inversores sofisticados que tengan capacidad para asumir primas de iliquidez es muy **conveniente analizar inversiones en los mercados no cotizados vía private equity o private debt**. En el siguiente gráfico podemos observar cómo la inversión en *private equity* ha generado rentabilidades entre el 12% y el 15% anualizado, dependiendo del plazo de medición. Estas rentabilidades superan ampliamente a las que se han conseguido en los mercados de renta fija y renta variable cotizados. Existen una serie de factores estructurales que están incidiendo en esta rentabilidad diferencial (disminución del número de compañías cotizadas, retraso en la salida a bolsa de las empresas de más crecimiento, prima de iliquidez, etc.). Teniendo en cuenta que el problema del entorno de tipos sin interés no tiene perspectivas de solucionarse a corto plazo, **es necesario recurrir a nuevas alternativas de gestión e inversión**.

### 4) Incorporar criterios de sostenibilidad (ASG) en la selección de estrategias e instrumentos de inversión

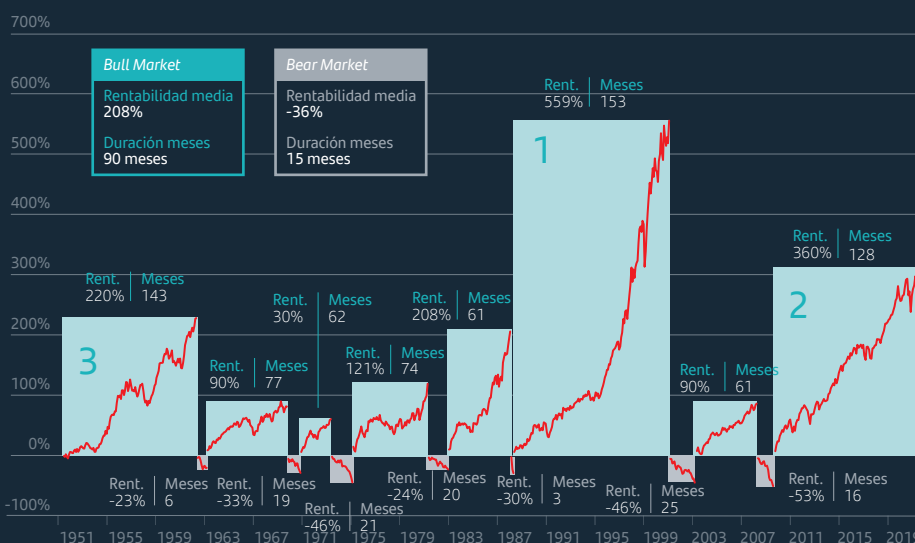
No podemos obviar en nuestras recomendaciones de inversión la **creciente importancia que está tomando la sostenibilidad como factor generador de valor en las carteras**. Los mandatos de inversión con criterios ASG (Ambiental, Social y Gobierno Corporativo) representan el sector de mayor crecimiento en todas las regiones en las que invertimos. Invertir en sostenibilidad es invertir en energías limpias, cambio climático, reciclaje de residuos, eficiencia energética... pero también es invertir en la economía de los mayores o "Silver Economy", en la alimentación sana y biológica, en la urbanización eficiente, en las nuevas tecnologías aplicadas a la inteligencia artificial... en definitiva, es invertir en el futuro, con la seguridad de que además invertimos en negocios con alta probabilidad de liderar la economía en los próximos años.

Afrontamos 2020 en un contexto complejo que, sin embargo, también cuenta con eventos con potencial de impulsar el mercado (resolución acordada del "Brexit", medidas de política fiscal, acuerdos comerciales, elecciones...). **Reiteramos nuestro compromiso de ofrecerles el mejor asesoramiento sobre estos y otros aspectos de relevancia.**

Datos a 22 de noviembre de 2019

**360% de rentabilidad acumulada**  
 Fuente: Bloomberg, NBER y elaboración propia  
 El índice S&P 500 de la bolsa estadounidense está experimentando el segundo mejor ciclo de revalorización de su historia








## El segundo ciclo bursátil más rentable de la historia La recuperación desde la crisis financiera de 2008 ya ha superado los diez años de historia






# Equipo Global. Responsables de Inversiones Santander Wealth Management



-  Jacobo Ortega
-  Armando López
-  Ana Rivero
-  Agustín Carles
-  Francisco Simón
-  Francisco Esteban
-  José Antonio Montero

-  Eduardo Castro
-  Mario Felisberto

-  Kent Peterson
-  Luciano Buyo
-  Alfredo Mordezki
-  Stefano Amato
-  Graham Ashby

-  Alfredo Sordo





-  Diego Ceballos




-  Nicolás Guaia



-  José Mazoy





-  Alvaro Galiñanes
-  Alfonso García Yubero
-  Felipe Arrizubieta

-  Javier Velilla
-  Felipe Quintero
-  Carlos Shteremberg
-  Christian Jarrin


-  Gustavo Schwartzmann
-  Rafael Bisinha
-  Rafael Arelios Neves

-  Christian Pieck
-  Pablo Figueroa

-  Fernando Bustamante
-  Eduardo Gibbs

-  Catarina Luis Gali Roseira
-  Paulo Jorge Sa Luis

-  Rodrigo Park

-  Dolores Ybarra
-  Juan de Dios Sánchez-Roselly

# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos.

| Referencias        |                 | 2010                           | 2011                           | 2012                           | 2013                            | 2014                           | 2015                            | 2016                          | 2017                           | 2018                          | 2019                           |
|--------------------|-----------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| RV EE.UU.          | S&P 500 TR      | 18,88<br>RV<br>Emergente       | 38,3%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 28,1%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 54,4%<br>RV Japón               | 71,3%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 12,1%<br>RV Japón               | 14,8%<br>HY Global            | 37,3%<br>RV<br>Emergente       | 3,3%<br>Gobierno<br>España    | 26,3%<br>RV EE.UU.             |
| RV Japón           | Topix TR        | 17,6%<br>Materias<br>Primas    | 7,6%<br>Gobierno<br>España     | 20,9%<br>RV Japón              | 32,4%<br>RV EE.UU.              | 61,3%<br>Gobierno<br>España    | 6,4%<br>RV Europa               | 12,0%<br>RV EE.UU.            | 22,4%<br>RV Mundial            | 0,1%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 26,1%<br>RV Europa             |
| RV España          | Ibex35 TR       | 15,1%<br>RV EE.UU.             | 2,6%<br>HY Global              | 19,3%<br>HY Global             | 27,8%<br>RV España              | 13,7%<br>RV EE.UU.             | 1,4%<br>RV EE.UU.               | 11,2%<br>RV<br>Emergente      | 22,2%<br>RV Japón              | -0,4%<br>Liquidez             | 22,9%<br>RV Mundial            |
| RV Emergentes      | MSCI EM TR      | 13,9%<br>HY Global             | 2,1%<br>RV EE.UU.              | 18,2%<br>RV<br>Emergente       | 26,7%<br>RV Mundial             | 10,3%<br>RV Japón              | -0,1%<br>Liquidez               | 9,7%<br>Materias<br>Primas    | 21,8%<br>RV EE.UU.             | -1,2%<br>IG Global            | 15,9%<br>RV Japón              |
| RV Europa          | Eurostoxx50 TR  | 12,5%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 2,02<br>IG Global              | 18,1%<br>RV Europa             | 21,5%<br>RV Europa              | 8,6%<br>RV España              | -0,5%<br>IG Global              | 7,5%<br>RV Mundial            | 11,3%<br>RV España             | -3,3%<br>HY Global            | 12,3%<br>RV España             |
| Materias Primas    | Commodity RB TR | 11,8%<br>RV Mundial            | 0,9%<br>Liquidez               | 16,0%<br>RV EE.UU.             | 21,1%<br>Gobierno<br>España     | 8,3%<br>IG Global              | -0,8%<br>RV Mundial             | 6,6%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 10,2%<br>HY Global             | -4,4%<br>RV EE.UU.            | 11,1%<br>RV<br>Emergente       |
| RV Mundial         | MSCI World TR   | 4,8%<br>IG Global              | -5,5%<br>RV Mundial            | 15,8%<br>RV Mundial            | 8,0%<br>HY Global               | 4,9%<br>RV Mundial             | -3,6%<br>RV España              | 5,7%<br>Gobierno<br>España    | 9,2%<br>RV Europa              | -8,7%<br>RV Mundial           | 10,8%<br>HY Global             |
| IG Europa          | ERLO TR         | 1,0%<br>RV Japón               | -7,8%<br>RV España             | 13,2%<br>IG Global             | 2,4%<br>IG Global               | 4,0%<br>RV Europa              | -4,2%<br>HY Global              | 4,8%<br>IG Global             | 2,5%<br>IG Global              | -10,7%<br>Materias<br>Primas  | 10,5%<br>Gobierno<br>España    |
| Liquidez           | Eonia TR        | 0,4%<br>Liquidez               | -8,2%<br>Materias<br>Primas    | 0,2%<br>Liquidez               | 0,1%<br>Liquidez                | 0,1%<br>Liquidez               | -10,5%<br>Gobierno<br>España    | 3,7%<br>RV Europa             | 1,7%<br>Gobierno<br>España     | -11,5%<br>RV España           | 10,4%<br>Gobierno<br>Zona Euro |
| HY Global          | HW00 TR         | -2,8%<br>RV Europa             | -14,1%<br>RV Europa            | 2,8%<br>RV España              | -2,6%<br>RV<br>Emergente        | -0,1%<br>HY Global             | -16,3%<br>Gobierno<br>Zona Euro | 2,6%<br>RV España             | 1,7%<br>Materias<br>Primas     | -12,0%<br>RV Europa           | 8,3%<br>Materias<br>Primas     |
| Gobierno España    | ESPAÑA 10 YR    | -12,9%<br>RV España            | -17,0%<br>RV Japón             | -3,3%<br>Materias<br>Primas    | -5,0%<br>Materias<br>Primas     | -2,2%<br>RV<br>Emergente       | -14,9%<br>RV<br>Emergente       | 0,6%<br>RV Japón              | -0,2%<br>Gobierno<br>Zona Euro | -14,6%<br>RV<br>Emergente     | 6,2%<br>IG Global              |
| Gobierno Zona Euro | ALEMANIA 10 YR  | -37,1%<br>Gobierno<br>España   | -18,4%<br>RV<br>Emergente      | -3,8%<br>Gobierno<br>España    | -46,6%<br>Gobierno<br>Zona Euro | -17,9%<br>Materias<br>Primas   | -23,4%<br>Materias<br>Primas    | -0,3%<br>Liquidez             | -0,4%<br>Liquidez              | -16,0%<br>RV Japón            | -0,3%<br>Liquidez              |

Datos actualizados a 22 de noviembre de 2019

Información Legal Importante:

El presente informe ha sido preparado por la División Global de Wealth Management SANTANDER ("WM", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "Santander"). Contiene pronósticos económicos e información recopilada de varias fuentes. La información contenida en el presente informe puede haber sido recopilada de terceros. Todas estas fuentes se consideran fiables, si bien la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni de forma expresa ni implícita, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este informe no deben considerarse irrefutables y pueden diferir, o ser de cualquier forma inconsistentes o contradictorias con las opiniones expresadas, bien sea de forma oral o escrita, o con las recomendaciones o decisiones de inversión adoptadas por otras unidades de Santander.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Ha sido realizado con fines exclusivamente informativos. Este informe no constituye una recomendación, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la simple puesta a disposición del mismo a un cliente o cualquier tercero, no implica la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión u oferta del mismo.

Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación a su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el *Federal Deposit Insurance Corporation*. No representan una obligación de Santander ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

En cualquier momento, Santander (o sus empleados) pueden tener posiciones alineadas o contrarias a lo establecido en este informe para los Activos Financieros, comprar o vender Activos Financieros como principal o agentes, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de un Activos Financieros o a una sociedad vinculada con el emisor de los mismos.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por WM.