

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – FEBRERO DE 2020

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL



## FOCUS

ESTRECHAMIENTO DE DIFERENCIALES  
E INCREMENTO DEL APALANCAMIENTO

## RENTA VARIABLE

OPTIMISMO A MEDIO PLAZO RESPECTO  
A LA RENTA VARIABLE, Y PRUDENCIA A CORTO PLAZO

Éste es un extracto de nuestro Monthly House View. Si desea recibir la versión completa [contáctenos](#).

# EDITORIAL

---



## VINCENT MANUEL

Global Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## DILEMAS DEL INVERSOR EN 2020: VALORACIÓN DE ACTIVOS, ROTACIÓN DE ESTILOS Y NORMALIZACIÓN DE LA VOLATILIDAD

---

Estimado/a lector/a:

El panorama inversor de 2020 parece haber empezado donde se quedó en 2019, con las acciones de calidad y crecimiento dominando a las de valor, el sector tecnológico superando al mercado y con una creciente lista de acciones cíclicas decepcionando y cosechando pobres resultados.

En cierto modo, no es tan sorprendente. Los datos recientes corroboran la tesis de un crecimiento bajo pero positivo, favorable para el consumo, pero perjudicial para el productor; con una inflación salarial superior a la de precios, los valores digitales con economías de escala y menos intensivos en mano de obra superan a la vieja economía.

Entre lo más destacable en lo que va de año, hay que mencionar China, que es piedra angular de nuestra hipótesis de cara a 2020. Además, 2020 ha empezado con relajación monetaria adicional, con el consiguiente voto de confianza del mercado, amén de la firma del acuerdo de primera fase con EE. UU.

Tras un año tan deslumbrante de los mercados, ¿qué suele venir a continuación? Los asignadores de activos suelen confiar en una especie de mantra: la rotación de factores de riesgo y estilos de inversión. En esta fase del ciclo, con los bancos centrales a la espera y las valoraciones de la renta fija tensas, deberíamos migrar de calidad a valor y de deuda corporativa a renta variable.

El factor dominante impulsor de los mercados este año debería pasar de la política monetaria y al crecimiento fundamental y la política presupuestaria, y de los múltiplos de valoración a los fundamentales de los activos.

Pero la paradoja es que, por ahora, los inversores siguen comprando acciones de calidad y depositando dinero en fondos cotizados de deuda corporativa, y los emisores estadounidenses se aprovechan del entorno de tipos bajos para emitir bonos en euros en un mercado que peca de sobresuscripción.

Últimamente esta tendencia ha arrastrado el posicionamiento inversor y los indicadores bursátiles hasta coordenadas alcistas. Mientras los rendimientos bursátiles sigan superando a los de la renta fija, este entorno positivo para las bolsas debería perdurar

firmemente. Pero lo destacable en este mercado alcista es que los valores refugio han gozado de un fuerte ímpetu, lo que contradice la clásica correlación inversa con los activos de riesgo. Probablemente sea otra implicación de los tipos negativos, que aumentan el atractivo del oro.

¿Cuál podría ser la siguiente fase lógica del mercado? Para nosotros, la ley de la gravedad de los mercados financieros sería que las correlaciones de corto plazo volvieran a comportarse con mayor orden, es decir que el rendimiento de oro y renta fija pública guardara correlación inversa con renta variable y renta fija de alto rendimiento. Lo que también resultaría lógico sería que la volatilidad volviera a cotas más normales.

Pero el concepto de normalidad parece haberse esfumado hoy por hoy. Además, en este ciclo, hemos presenciado mayormente la repetición de un patrón de apetito y aversión al riesgo donde la volatilidad viene siendo bajísima o altísima alternativamente. Mientras los inversores sigan fijándose en la volatilidad como medida del presupuesto de riesgo, observaremos comportamientos procíclicos exacerbados por ingentes cortos sobre la volatilidad.

Entonces, ¿qué riesgo entraña el mercado y qué catalizador podría revertir este paradigma? Para nosotros, podría venir menos de las causas de este mercado alcista que de sus implicaciones indeseadas. Probablemente el riesgo estribe menos en el posicionamiento audaz en sí del inversor y más en lo que obvia en busca de rentabilidad: las primas de liquidez y los efectos de la diversificación.

Entre los efectos indeseados de este mercado alcista, vemos una deficiente liquidez crediticia que vigilar, en especial cuando los diferenciales evolucionan hacia cotas exigüas. El dilema final es que la rotación no suele producirse sin volatilidad, lo que ya interrumpió antaño estos tipos de rotaciones varias veces.

En suma, los inversores largoplacistas deberían mantener una exposición razonable a renta variable, pero dada la mayor probabilidad de corrección técnica, pueden empezar a acumular diversas coberturas. En 2020 deberá primar la paciencia y el equilibrio. Y el tiempo no es tan caro después de todo...

# FOCUS

## ESTRECHAMIENTO DE DIFERENCIALES E INCREMENTO DEL APALANCAMIENTO

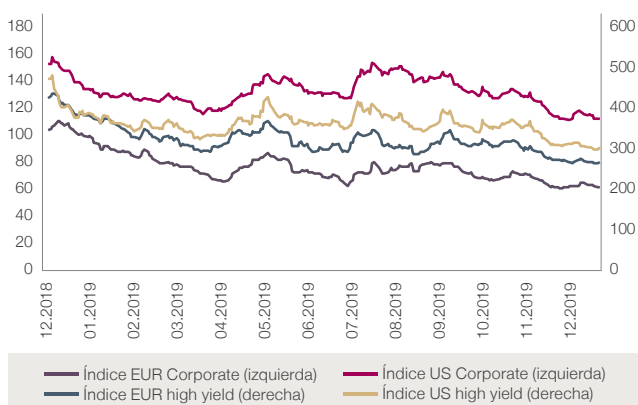
Una vez estrenado 2020, la emisión de bonos estadounidenses de *investment grade* alcanzó 69.000 millones de dólares en la segunda semana de enero, el segundo mayor volumen semanal de la historia tras el récord de emisión de septiembre de 2019. Esa misma semana, Europa también registró su mejor semana de emisión de bonos corporativos, con unas ventas de más de 90.000 millones de euros entre títulos de *investment grade* y *high yield*. Para los emisores, el factor riesgo parece haber regresado debido a que los bancos centrales mantienen sus políticas acomodaticias y los riesgos de la guerra comercial han menguado por ahora.

Las condiciones crediticias seguirán siendo positivas en 2020, dada la estabilización macroeconómica y las políticas acomodaticias de los bancos centrales a ambos lados del charco, lo que seguramente brinde margen para que la deuda corporativa en euros y dólares estadounidenses coseche rendimientos positivos. Aun así, en comparación con 2019, es posible que el riesgo esté sesgado hacia el lado más amplio dadas las caras valoraciones y el creciente riesgo idiosincrásico<sup>1</sup>. Por ende, los inversores deberían ser conscientes de los fundamentales dada la fase tardía del ciclo y los obstáculos que afrontan los rendimientos.

### ESTADO DE ÁNIMO OPTIMISTA EN EL CORTO PLAZO, PERO PERSISTE LA INCERTIDUMBRE A MEDIO PLAZO

Los índices de deuda corporativa han seguido comprimiéndose en lo que va de 2020 tras la firma del acuerdo de primera fase entre EE. UU. y China, lo que brinda un pronóstico macroeconómico más positivo. El acuerdo firmado ha reducido (aunque no eliminado) los riesgos de un nuevo incremento arancelario y otras sanciones. Aun así, la actual compresión de diferenciales crediticios claramente no refleja el riesgo de vicisitudes y la debilidad de fundamentales empresariales en general.

### CONTINUO ESTRECHAMIENTO DE DIFERENCIALES DE ALTA CALIFICACIÓN Y ALTO RENDIMIENTO EN EUROS Y DÓLARES, PBS



Fuentes: Índices ICE BaML (HE00, ER00, HOA0, COA0), Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Asimismo, es probable que el crecimiento del beneficio sea débil en el sector industrial y el sector servicios. El acuerdo de primera fase ha mantenido un arancel del 25% sobre 250.000 millones de dólares

de importaciones chinas y una tasa del 7,5% sobre otros 120.000 millones de dólares de productos. La mayoría de dichos productos son: maquinaria eléctrica, componentes de automoción, circuitos eléctricos y piezas, y componentes electrónicos importados por empresas industriales estadounidenses. Al otro lado del Atlántico, los fabricantes de automóviles alemanes siguen afrontando retos estructurales de creciente inversión en inmovilizado encaminado a cumplir la reducción de emisiones de CO<sup>2</sup>, lo que inevitablemente mermará el flujo de efectivo, a la vez que la demanda interanual china de vehículos de pasajeros siguió cayendo en diciembre de 2019.

El que el gobierno de Trump no haya impuesto aranceles a los vehículos europeos importados antes de la fecha tope del 13 de noviembre de 2019 podría dar cierto alivio de corto plazo a los fabricantes de automóviles europeos. Sin embargo, ello por sí solo no invertirá la desaceleración de las ventas de dichos fabricantes. Los minoristas franceses notan ahora la presión tras multitudinarias huelgas nacionales y unas ventas minoristas muy débiles durante la importantísima campaña navideña.

Para cubrir los riesgos bajistas a la vez que aprovechar el ímpetu del mercado a corto plazo, será necesario ser más selectivo y mirar con lupa los fundamentales empresariales.

### FUNDAMENTALES CREDITICIOS CORPORATIVOS ANTE UNA POLÍTICA MONETARIA LAXA

El ratio de apalancamiento neto de las empresas europeas de *high yield* es hoy día superior al de las estadounidenses debido a un crecimiento del EBITDA<sup>2</sup> más débil y a la reanudación del programa de compras de bonos corporativos (CSPP) del BCE. Aunque el CSPP solo compra deuda corporativa europea *investment grade*, tiene un efecto de contagio en el sector europeo de *high yield* al mejorar la demanda. El CSPP ha inducido una compresión de diferenciales crediticios en la deuda corporativa de alta calificación, por lo que la búsqueda de rentabilidad del inversor europeo le ha llevado a buscar cobijo en el *high yield*.

En el mercado de *high yield*, las magnitudes de apalancamiento siguen repuntando. No dejamos de ser conscientes de que algunos de sus subconjuntos contienen altos grandes riesgos, aunque ciertos actores del mercado puedan pensar que dichos subconjuntos recuperarán el terreno perdido en 2020. No en vano, el reapalancamiento más destacable se produjo en los títulos corporativos CCC hasta cotas casi insostenibles, donde la deuda media respecto al EBITDA de los títulos CCC estadounidenses creció hasta 7,9 veces en el 3T 2019 (5,6 veces en el 4T 2018, 6,3 veces en el 4T 2017), mientras que la de los títulos CCC en euros repuntó a 8,6 veces en el 3T 2019 (5,8 veces en el 4T 2018, 4,2 veces en el 4T 2017). Estas empresas siguen emitiendo más deuda en un entorno de tipos bajos. El crecimiento de su deuda bruta ha superado o crece el de su EBITDA en los últimos tres trimestres publicados.

Entre el *investment grade* y *high yield* en euros, aunque este último ofrece 270 puntos básicos (pbs) (o un 2,7%) de diferencial crediticio, el apalancamiento neto por rentabilidad (deuda neta respecto al EBITDA) como idea de la rentabilidad de la inversión por magnitud de riesgo se redujo a menos de la mitad el último año, hasta 58 pbs, desplomándose frente a los 131 pbs a cierre de 2018.

1 - Riesgo idiosincrásico: aquel que afecta a una empresa determinada y ajeno a las condiciones del mercado general.

2 - EBITDA: beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

# FOCUS

## ESTRECHAMIENTO DE DIFERENCIALES E INCREMENTO DEL APALANCAMIENTO

De forma similar, reconocemos que unas cuantas empresas europeas con calificación B podrían brindar oportunidades de *carry*, pero vemos improbable una mayor compresión de diferenciales desde la actual media de 385 pbs.

El diferencial de las empresas europeas B por apalancamiento neto se estrechó hasta 73 pbs, frente a 170 pbs a cierre de año. Resultará inevitable una mayor volatilidad de diferenciales si sus beneficios siguen decepcionando al mercado, ya que el BCE cuenta con un menor margen de política monetaria acomodaticia que el año pasado. El entorno de tipos de intereses bajos seguirá brindando apoyo y dando oxígeno a las empresas apalancadas. La cobertura media de intereses del EBIT de las empresas europeas de *high yield* se ha situado entre 2 y 3 veces en los últimos 10 trimestres publicados, lo que brinda cierta comodidad respecto a la viabilidad de los emisores.

En cuanto a las empresas estadounidenses de alto rendimiento, si bien las condiciones crediticias siguen siendo positivas, mantenemos la cautela dada la fase tardía del ciclo y los obstáculos que afrontan los beneficios en el actual entorno de diferenciales. La política también sigue siendo una incógnita tanto en el frente nacional como en el internacional. Las próximas elecciones estadounidenses de noviembre podrían seguir aflorando diversas dudas para las empresas de EE. UU. El sector energético supone en torno a un 12% del índice estadounidense de *high yield*. Muchas de dichas empresas ya tienen escaso margen de maniobra para mejorar sus balances dado a su alta inversión en inmovilizado, un flujo de efectivo negativo y una generosa remuneración al accionista. La rentabilidad de la inversión en *high yield* estadounidense por magnitud de riesgo (diferencial crediticio respecto al apalancamiento neto) cotiza en tensas cotas de 79 pbs hoy por hoy, frente a 146 pbs a cierre de 2018. Por ende, aunque el año comienza con bases más sólidas, el riesgo de volatilidad de diferenciales posiblemente sea mayor este año.

Positivamente, las empresas estadounidenses de alto rendimiento mantienen una cómoda cobertura de intereses del EBIT<sup>3</sup> bastante consistente de unas 3 veces a lo largo de los últimos 10 trimestres publicados.

Por categorías de calificación dentro del *high yield* en general, es posible que la merma de precio de bonos por posibles rebajas de calificación de títulos CCC y B- sea mayor en 2020 que en 2019. Estas empresas altamente apalancadas con modelos de negocio débiles afrontarán un sustancial riesgo de refinanciación de préstamos bancarios en un entorno de menor crecimiento.

### MOMENTO DE CALIDAD PARA CUBRIR RIESGOS BAJISTAS

Reiteramos la previsión de baja probabilidad de recesión y estabilización del crecimiento en 2020 y las agencias de calificación pronostican tímidas tasas de incumplimiento crediticio en 2020, aunque la desaceleración del crecimiento mundial lastrará el rendimiento empresarial. Por sectores, el minorista de Europa y el de medios de comunicación en EE. UU., incluida la publicidad, la impresión y la publicación serán los más vulnerables a dificultades financieras severas.

Por ende, deberíamos seguir siendo conscientes del posible aumento de la volatilidad del mercado y una mayor dispersión de diferenciales crediticios entre empresas que se esfuerzan por reducir su deuda y las que no. Solo las operaciones de convicción con un profundo análisis fundamental limitaría unos riesgos bajistas sustanciales.

### DIFERENCIALES POR MAGNITUD DE RIESGO, 2018 HASTA LA FECHA\*

EUR	A2018	3T 2019	Actual*	Apalancamiento mediano neto		Diferencial/apalancamiento neto (pbs)		
	Diferencial (pbs)	Diferencial (pbs)	Diferencial (pbs)	A2018	3T 2019	A2018	3T 2019	Actual*
<i>Investment Grade</i>	104	79	62	1,9	2,0	33	31	31
BB	337	231	193	2,6	3,5	128	67	56
B	621	465	385	3,7	5,3	170	88	73
CCC	935	832	700	5,8	8,6	161	97	82
<b>USD</b>								
<i>Investment Grade</i>	156	143	113	2,4	2,7	64	54	43
BB	344	237	184	2,8	3,4	122	70	55
B	528	397	316	4,3	5,1	122	77	61
CCC	903	851	763	5,6	7,9	162	108	97

\* 20.01.2020

Apalancamiento neto: ratio entre deuda neta y EBITDA, el apalancamiento neto actual está basado en el último declarado en el 3T 2019, Capital IQ.

Fuentes: Índice ICE BofA EUR Corporate, índice ICE BofA Euro High Yield, el diferencial crediticio se refiere a la permuta de activos, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



CA Indosuez Wealth (Group) («Grupo Indosuez»), constituido con arreglo al derecho francés, sociedad matriz del negocio de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus Entidades vinculadas o filiales, en particular CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez Wealth (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus respectivas filiales, sucursales y oficinas de representación, cualquiera que sea su ubicación, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM y CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás Entidades de Indosuez Wealth Management, se denominan individualmente la «Entidad» y, conjuntamente, las «Entidades».

Este documento titulado «Monthly House View» (el «Folleto») se emite con fines meramente informativos.

Con carácter general, el Folleto no está destinado a ningún lector en concreto.

Este Folleto lo ha elaborado el departamento de mercados, inversión y estructuración de CA Indosuez (Switzerland) SA (el «Banco») y carece de la consideración de análisis financiero con arreglo a las directrices de la Asociación de la Banca Suiza, encaminadas a garantizar la independencia del análisis financiero. Por ende, dichas directrices no son aplicables al Folleto.

La información contenida en el Folleto está basada en fuentes consideradas fidedignas, pero no se ha sometido a una comprobación independiente. El Banco no suscribe ni garantiza expresa ni implícitamente que dicha información sea actual, exacta y exhaustiva. El Banco no suscribe ni garantiza expresa ni implícitamente ninguna proyección, estimación, objetivo ni opinión contenida en este documento, que no deben considerarse infalibles. Salvo que se indique otra cosa, la fecha correspondiente a la información contenida en este documento es la que consta en la primera página. Toda alusión a precios o rentabilidades está sujeta a variación en todo momento. Los precios y rentabilidades del pasado no garantizan precios y rentabilidades en el futuro. Los tipos de cambio de divisas podrán perjudicar al valor, el precio o el rédito de los instrumentos financieros a que alude este documento si la divisa de referencia de alguno de dichos instrumentos es distinta de la del inversor.

El Banco podrá haber emitido o emitir más adelante otros documentos que resulten incoherentes y lleguen a conclusiones distintas a las expuestas en este. El Banco no tiene obligación de garantizar que esos otros documentos se pongan en su conocimiento. El Banco podrá dejar de elaborar o actualizar este documento en todo momento.

El Folleto no constituye en modo alguno una oferta o invitación de ninguna clase con vistas a ninguna transacción ni mandato. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno estrategia, recomendación o asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, asesoramiento legal o fiscal, asesoramiento de auditoría o asesoramiento otro de naturaleza profesional. La información publicada en el Folleto no está sujeta a revisión, aprobación ni autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

El Folleto contiene información general sobre los productos y los servicios que en él se describen, que pueden entrañar cierto riesgo en función del producto y el servicio de que se trate. Entre los riesgos cabe citar riesgos políticos, riesgos de crédito, riesgos cambiarios, riesgos económicos y riesgos de mercado. Para consultar una descripción exhaustiva de los productos y servicios referidos en el Folleto, remítase a los documentos y folletos correspondientes. Se recomienda que se ponga en contacto con sus asesores habituales para tomar sus decisiones con independencia, teniendo en cuenta su situación financiera particular y su experiencia y sus conocimientos financieros.

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

Los productos y los servicios que se mencionan en el Folleto podrán ofrecerlos las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Sin embargo, puede que no todas las Entidades los ofrezcan. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

El Folleto no está destinado ni dirigido a las personas de ningún país en concreto. Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management. El Folleto no está destinado a personas que sean ciudadanos, domiciliados o residentes en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o normativas aplicables. Los productos y servicios pueden estar sujetos a restricciones con respecto a ciertas personas o en ciertos países. En particular, los productos o servicios descritos en el Folleto no están destinados a residentes en los Estados Unidos de América y Canadá.

El Folleto lo publica CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de las Entidades del grupo Indosuez Wealth Management, cuyos empleados, expertos en sus respectivos ámbitos, contribuyen a la redacción de los artículos contenidos en el Folleto. Cada una de las Entidades facilita el Folleto a sus propios clientes de acuerdo con las normativas aplicables. Llamamos su atención sobre los siguientes puntos específicos:

- en Francia: el presente Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (France), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 EUR, entidad de crédito y firma de corretaje de seguros inscrita en el Registro de intermediarios de seguro con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con sede social sita en 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de control prudencial y de resolución y de la Autoridad de los mercados financieros de Francia. La información que figura en el presente Folleto no constituye ni (i) un análisis de inversión en el sentido del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017-565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, y del artículo 3, apartado 1, puntos 34 y 35 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, ni (ii) una recomendación personalizada según lo recogido en el artículo D. 321-1 del Código monetario y financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en el presente Folleto tras haber consultado con sus interlocutores habituales en CA Indosuez Wealth (France) y haber obtenido, en su caso, la opinión de sus propios asesores contables, jurídicos y fiscales;
- en Luxemburgo: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), entidad de crédito, 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, BP1104, L-1011 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B9198;

- en Bélgica: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsessesteeweg, Bruselas B-1000, Bélgica, inscrita en el Registro Mercantil con el número BE0534752288;
- en España: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, España, inscrita en el Registro Mercantil con el CIF W-0182904-C;
- en Italia: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con domicilio sito en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el registro de bancos gestionado por el Banco de Italia con el número 5412, código fiscal, Cámara de Comercio de Milán, Registro Mercantil de Milán, identificación IVA número 09535880158, Repertorio Económico Administrativo número MI-1301064;
- dentro de la Unión Europea: el Folleto podrá ser distribuido por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la prestación gratuita de servicios;
- en Mónaco: el Folleto es distribuido por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341;
- en Suiza: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano. El Folleto es un documento de promoción comercial y no es fruto de un análisis financiero en el sentido de las directrices de la Asociación de la Banca Suiza (ABS) acerca de la independencia del análisis financiero con arreglo a la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables al Folleto;
- en Hong Kong RAE: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en el Folleto constituye una recomendación de inversión. El Folleto no ha sido remitido a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. El Folleto y los productos que puedan referirse en él no han sido autorizados por la SFC en el sentido de los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de Valores y Futuros (cap. 571) (SFO). El Folleto solo puede distribuirse a inversores profesionales (según la definición de la SFO y las Reglas de Valores y Futuros sobre inversores profesionales (cap. 571D));
- en Singapur: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23 -03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, el Folleto está únicamente destinado a personas consideradas de alto patrimonio según la Directriz n.º FAA-G07 de la Autoridad Monetaria de Singapur, o inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, según las definiciones del capítulo 289 de la Ley de Valores y Futuros de Singapur. Para toda consulta acerca del Folleto, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Sucursal en Singapur;
- en Líbano: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Líbano. El Folleto no constituye una oferta ni representa material de comercialización de acuerdo con la definición de las normativas libanesas aplicables;
- en Dubái: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA conduce sus actividades en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU de acuerdo con las reglas y normativas aplicables en EAU; la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad regulatoria de los EAU;
- en Abu Dabi: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed, The 1<sup>st</sup> Street, Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi, Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA conduce sus actividades en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU de acuerdo con las reglas y normativas aplicables en EAU; la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad regulatoria de los EAU;
- en Miami: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, Estados Unidos. El Folleto se facilitará de manera confidencial a un número limitado de personas con fines informativos únicamente. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). La oferta de ciertos valores a que pueda referirse el Folleto puede no haber estado sujeta a registro con arreglo a la Ley de Valores de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América;
- en Brasil: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>rd</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, registrada en el CNPJ/MF con el número 01.638.542/0001-57;
- en Uruguay: el Folleto lo distribuye CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. El Folleto no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. El Folleto se distribuye con carácter privado. El Folleto y los productos que en él puedan referirse no han sido revisados, aprobados ni registrados por el Banco Central del Uruguay ni por ninguna otra autoridad regulatoria de Uruguay.

Le advertimos de que el acceso a determinados productos y servicios expuestos en el Folleto podría estar restringido o prohibido conforme a la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado.

Póngase en contacto con su agente bancario y/o sus asesores habituales para obtener más información.

El Folleto no puede fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

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

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 23.01.2020.