

# GLOBAL OUTLOOK 2021

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING

MATERIAL DE PROMOCIÓN COMERCIAL

## ESTADOS UNIDOS EN UNA NUEVA DÉCADA



### FOCUS

¿SEGUIRÁ SIENDO ESTADOS UNIDOS  
UNA SUPERPOTENCIA?

### NUESTRO ANÁLISIS

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE:  
¿UNA VIEJA GLORIA?

# ÍNDICE

---

## 4 RESUMEN EJECUTIVO

¿UN NUEVO PRESIDENTE, UNA NUEVA ERA Y UN NUEVO MODELO ECONÓMICO?

---

## 7 FOCUS

7 EL PROGRAMA ECONÓMICO DE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN  
9 DESIGUALDADES: UNA AMENAZA PARA EL CRECIMIENTO Y LA ESTABILIDAD SOCIAL  
12 ¿SEGUIRÁ SIENDO ESTADOS UNIDOS UNA SUPERPOTENCIA?  
15 LA DESCARBONIZACIÓN DE EE. UU., UN GRAN DESAFÍO PARA LA PRÓXIMA DÉCADA

---

## 19 PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

19 UNA PERTURBACIÓN SIN PRECEDENTES, RESPUESTAS MASIVAS Y PREGUNTAS SIN RESPUESTA

---

## 27 NUESTRO ANÁLISIS

27 EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE: ¿UNA VIEJA GLORIA?  
29 MERCADO DE CRÉDITO AMERICANO: QUIEBRAS DE LAS EMPRESAS Y SOSTENIBILIDAD DEL APALANCAMIENTO  
32 TODAS LAS MIRADAS SOBRE EL SECTOR TECNOLÓGICO ESTADOUNIDENSE  
36 PRIVATE EQUITY: LA NUEVA CARA DEL CAPITALISMO ESTADOUNIDENSE

---

## 39 ESCENARIO DE INVERSIÓN

---

## 43 TABLAS DE RENTABILIDADES

---

## 45 PRESENCIA INTERNACIONAL

---

## 46 GLOSARIO

# RESUMEN EJECUTIVO

---

## ¿UN NUEVO PRESIDENTE, UNA NUEVA ERA Y UN NUEVO MODELO ECONÓMICO?

Un nuevo presidente toma posesión de su cargo en la Casa Blanca con casi tantas incertidumbres como certezas, y en un contexto económico, sanitario, presupuestario y monetario completamente nuevo. Pero, ¿un cambio de década y un cambio de presidencia significan un cambio de época y un cambio de modelo económico?

El cambio de inquilino en la Casa Blanca debería marcar un cambio significativo de estilo. Menos impredecible, menos agresivo y más respetuoso con las costumbres, las instituciones y los organismos internacionales, Joe Biden también podría tener un menor impacto e, indudablemente, supone una ruptura respecto a su predecesor. En sí mismo, es probable que, a primera vista, sea un cambio tranquilizador, pero incluso con el punto de inflexión que supondrá la vacuna, aún podemos plantear cuestiones sobre la capacidad de liderazgo del nuevo presidente ante unos desafíos económicos, tecnológicos, geopolíticos y medioambientales sin precedentes.

### CAMBIO CLIMÁTICO

Sobre el papel, es obvio: la intención de la nueva Administración es retomar el liderazgo reflejado en el mandato de Obama para involucrar a Estados Unidos en la transición energética y volver al marco de los Acuerdos de París. El plan *Build Back Better*<sup>1</sup> (reconstruir mejor) incluye un componente medioambiental significativo, que contrasta con el escepticismo climático de Donald Trump. Sin embargo, estos avances irán más allá del marco de los planes gubernamentales y llegarán de un cambio en el comportamiento de los individuos, las compañías y los inversores. La aspiración de la nueva Administración es importante y parece genuina, pero, en última instancia, requerirá un liderazgo firme cuando se enfrente a los poderosos grupos de presión. Los criterios para medir su éxito no serán la firma de una ley o de un acuerdo internacional, sino una señal clara de que están frenándose las emisiones de CO<sub>2</sub> en un país con uno de los mayores consumos de energía per cápita del mundo (solo por detrás de los países del Golfo y Australia).

### GEOPOLÍTICA

La opinión general es que Joe Biden estará más abierto al resto del mundo y tenderá a permanecer en el terreno de juego de las instituciones internacionales y el multilateralismo. Al mismo tiempo, actuará de una manera más predecible y consensuada, algo esencial en las relaciones diplomáticas. Estos aspectos son

importantes y probablemente reducirán el riesgo geopolítico, con menos tensiones internacionales y un estilo menos polémico. Estados Unidos podría recuperar su eficacia diplomática mediante el restablecimiento de su “poder blando” y reavivar así la empatía internacional hacia su bandera. Más allá del estilo, está en juego mantener la condición de superpotencia mundial. En este ámbito, las dudas sobre la energía, la visión y el coraje político de Joe Biden han alimentado los titulares desde las primarias y Donald Trump se ha aprovechado de esta debilidad en los debates.

Más allá del color político y el estilo del presidente, podemos esperar una presencia mundial mayor a la de los últimos cuatro años y, al mismo tiempo, una disminución continuada de la influencia de EE. UU. en los asuntos mundiales, en favor de las potencias regionales, como Rusia, Irán o China. Es probable que China se convierta en el líder de esta nueva era, al recoger los frutos de su dura oposición al eje de Obama en Asia (“Pivot to Asia”), que había caracterizado como un deseo premeditado de contener su ascenso al poder.

### CAPITALISMO

El capitalismo y la tecnología del siglo XXI están estrechamente vinculados. Han estado presentes en todas las revoluciones industriales, pero la actual revolución digital parece estar creando un dilema estratégico en Washington. La tecnología digital ha dado origen a gigantes que perturban sectores enteros de la economía, y que generan una rentabilidad exponencial y dominan posiciones difíciles de revertir. La defensa de Silicon Valley se basa, en particular, en el hecho de que Washington es reacio a desestabilizar a sus paladines digitales para no arriesgarse a un cambio de liderazgo tecnológico a China. Este es el desafío subyacente de la actual investigación llevada a cabo por el Congreso sobre las prácticas no competitivas de las FAANG<sup>2</sup>. Por último, aunque la aplicación de un enfoque radical en materia de antimonopolio (desmantelamiento de las posiciones dominantes o nacionalización/regulación de los monopolios naturales) tiene pocas posibilidades de ver la luz del día, podemos estar seguros de que estos gigantes aprenderán a adaptarse a las reglamentaciones más restrictivas, y las convertirán en ventajas competitivas y mayores barreras de entrada.

1 - El plan de recuperación económica y de empleo para familias trabajadoras de Joe Biden.  
2 - Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Alphabet.

## CUESTIONES SOCIOECONÓMICAS

El programa de Joe Biden, cargado de segundas intenciones, denota el deseo de revertir una poderosa tendencia de aceleración de las desigualdades de ingresos y riqueza, introduciendo una fiscalidad más progresiva y dirigiéndose a los grupos de mayores ingresos. Sin embargo, ante todo debemos desacreditar un mito demócrata: las clases trabajadoras no se beneficiaron especialmente de los años de Obama, lo que, en parte, le costó la victoria a Hillary Clinton; por el contrario, los salarios reales medios aumentaron más durante los años de Trump. Sin embargo, este incremento no debe considerarse una causalidad, sino una coincidencia ligada al hecho de que el pleno empleo de los últimos años había puesto fin al estancamiento de los salarios reales. Sin embargo, el estado de las desigualdades de riqueza en EE. UU., tanto con presidentes demócratas como con republicanos, corre el riesgo de romper lo que queda de un pacto social basado en la promesa estadounidense de una movilidad social ascendente. El reto de las reformas previstas es lograr que el 1% más rico contribuya más e implicar, al mismo tiempo, de forma más eficaz al 10% menos rico, gracias a salarios más elevados y una mejor cobertura social. Sin embargo, sin una mayoría demócrata en el Senado se reducen enormemente las probabilidades y la envergadura potencial de las reformas fiscales en el plan de Joe Biden.

Más allá de los impuestos, y después de un periodo de intensas tensiones raciales, Biden tiene intención de proponer políticas más inclusivas y específicas para las minorías. Esto se extiende a la Reserva Federal (Fed) con la cuestión de cómo integrar mejor las disparidades en la política monetaria. Además de la justificación moral y de los efectos previstos de una mayor estabilidad social, el impacto sobre la tasa de actividad de los trabajadores, así como el nivel de salud y de formación sobre la productividad, justifican la aplicación de dichas políticas, dados sus efectos positivos sobre el crecimiento y la inversión.

Sin embargo, el riesgo es que estas iniciativas también vayan acompañadas de un aumento del impuesto de sociedades, lo que podría perjudicar la inversión privada, aunque un Congreso dividido será un factor mitigante. Nuestra hipótesis económica también muestra que el aumento del apoyo fiscal tendrá un efecto positivo a corto plazo sobre el crecimiento, pero también dará lugar a un aumento moderado de la inflación, lo que cuestiona la sostenibilidad de una política de tipo de interés a cero más allá de 2022.

## FINANZAS PÚBLICAS

Como ha destacado la Oficina Presupuestaria del Congreso, independientemente de quién ocupe el cargo de presidente, la crisis de la COVID-19 y la combinación de políticas resultante será un vector de un aumento sin precedentes de la deuda federal. Históricamente, ha disfrutado de una famosa trayectoria de estabilidad o de aumento moderado durante los periodos de crecimiento y de desviación durante las recesiones cíclicas. Sin embargo, con Donald Trump fuimos testigos de un aumento exponencial de la deuda (como ocurrió con Ronald Reagan). Indudablemente, Biden comienza su mandato en terreno desconocido en lo que se refiere al ratio deuda/PIB. La sostenibilidad de este ratio implica el apoyo inquebrantable de la Fed, que debería seguir monetizando estructuralmente esta deuda, lo que pesaría estructuralmente en el valor del dólar, otro acontecimiento que debería favorecer a China.

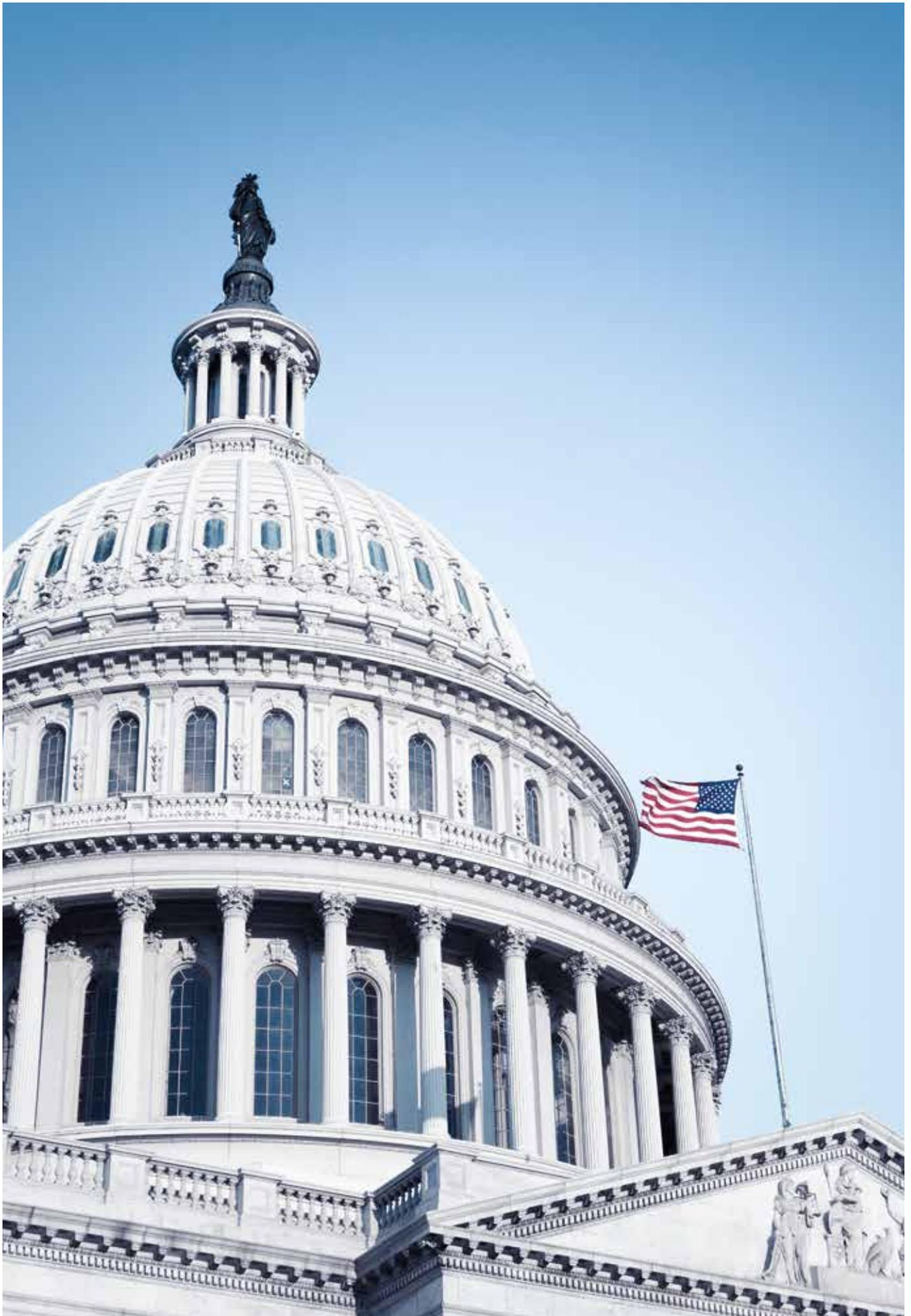
Como conclusión, cabe mencionar los medios de que dispone EE. UU. para lograr sus aspiraciones y, en general, sobre las condiciones del poder, definidas por Robert Kagan<sup>3</sup> como la capacidad de influir en la historia. La voluntad no es suficiente para obtener poder, ya este también requiere otros recursos tangibles (poder económico, financiero, comercial militar) y características intangibles (creatividad, diplomacia, apertura al mundo y sentido de la responsabilidad). La nueva fase que se abre ante EE. UU. es una oportunidad para que el país retome una noción más tradicional del poder estadounidense y reavive su relación con el mundo, a medio camino entre el idealismo y el realismo. Sin embargo, el peligro estaría en que la combinación de una estrategia de liderazgo menos marcada, una mayor atención a los asuntos internos y mayores restricciones presupuestarias disminuyeran conjuntamente la influencia del país, cuyos beneficios económicos (los "dividendos de la paz") distan mucho de ser insignificantes.



**VINCENT MANUEL**

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

3 - Robert Kagan es un politólogo estadounidense.



Washington, Estados Unidos

# FOCUS

## EL PROGRAMA ECONÓMICO DE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN

Es indudable que un Congreso dividido hará la vida más difícil a la Administración Biden.

Sin embargo, aunque el plan económico de Biden podría haber logrado un importante impulso del crecimiento a corto plazo, también habría provocado más deterioro económico a la larga.

¿El bloqueo político supondría un riesgo para el repunte de la economía estadounidense y la transición climática, o estaría limitando el riesgo de llegar a una situación de gasto público excesivo y demasiada inflación?

### UN CONGRESO DIVIDIDO: ¿BUENAS O MALAS NOTICIAS?

El recién elegido presidente, Joe Biden, centró sus promesas electorales en un masivo paquete de gasto fiscal de 3 billones de dólares. El plan podría haber supuesto un punto de inflexión para el crecimiento, al menos a corto plazo. Sin embargo, en la actualidad, con un Senado republicano en frente y los hogares estadounidenses necesitados de ayudas de emergencia adicionales para la COVID-19, el calendario, el tamaño y la composición del paquete de estímulos será diferente a su propuesta inicial, al menos en 2021.

#### Independientemente del resultado de las elecciones, la economía de EE. UU. sigue necesitando un estímulo fiscal

El Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó recientemente las previsiones del PIB de EE. UU. para 2020 (de -8% a -4,3% en 2020), gracias al efecto de las transferencias gubernamentales en sustentar los ingresos de los hogares, lo que provocó una contracción mucho más superficial en el 2T de lo que se temía inicialmente. Efectivamente, en EE. UU. las ventas minoristas se han recuperado con más rapidez que la producción: la producción industrial es inferior a los niveles anteriores a la

crisis, en un 7%, mientras que las ventas minoristas son superiores en un 4%. Este repunte puede explicarse en parte por una reorientación del gasto, de los servicios a los bienes de consumo, ya que la recuperación del consumo personal en su conjunto se mantiene bajo la par (-3% interanual en el 3T). Los colchones de ahorro preventivo extraordinario, aunque sigan siendo excepcionalmente elevados, han disminuido (la tasa de ahorro de EE. UU. cayó del 34% de abril al 14% en agosto) y la tasa de desempleo sigue siendo casi el doble que la anterior a la COVID-19 (en el 7,9% en comparación con el 3,7% de 2019) (Gráfico 1).

### ¿QUÉ PUEDE ESPERARSE DEL PLAN ECONÓMICO DEL PRESIDENTE BIDEN?

El plan de Biden *Build Back Better* (reconstruir EE. UU.) fue elaborado en torno de cuatro pilares principales:

- Energía limpia e infraestructuras;
- Educación, atención sanitaria y cuidado infantil;
- Plan *Buy American* (comprar productos estadounidenses);
- Afrontar la desigualdad en la distribución de la riqueza.

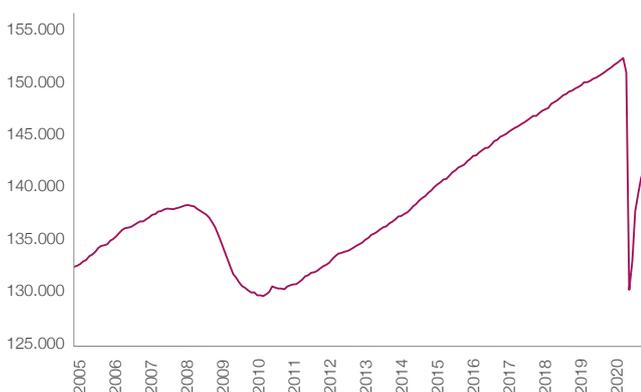
Dado que no parece probable que se apruebe un estímulo fiscal importante antes de fin de año, las prioridades fiscales serán objeto de debate a principios de 2021. En enero deberá atenderse la necesidad urgente de ayuda de emergencia adicional para combatir la COVID-19 en forma de otra ronda de cheques de estímulo, mayores prestaciones de desempleo y ayudas para los gobiernos estatales/locales.

En estas circunstancias más restrictivas, estos son los cambios que podemos esperar en el EE. UU. de Biden.

#### Más impuestos, pero más tarde

El plan Biden se financiará, en parte, con el aumento de los impuestos tanto a empresas (del 21% al 28%) como a particulares de gran patrimonio mediante la tributación de las ganancias de capital de los inversores a las tasas normales de ingresos para aquellos que ganen más de 1 millón de dólares, el aumento de la tasa impositiva marginal superior del 37% al 39,6% y la subida del tope de los impuestos sobre la nómina de la Seguridad Social. Los republicanos consideran que el aumento del impuesto de sociedades es especialmente polémico, por lo que podemos esperar, como mínimo, que haya una negociación

### GRÁFICO 1: EE. UU., CREACIÓN DE EMPLEO NO AGRÍCOLA, EN MILES DE PERSONAS



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.

sobre su alcance, aunque lo más probable es que se elimine la propuesta, dado que dicho incremento llega en medio de la frágil recuperación económica actual. Por el contrario, la Administración Biden ha argumentado que los estadounidenses y las empresas prósperas pueden absorber el impacto de una mayor carga fiscal sin dañar el crecimiento económico. La recuperación actual ha sido, en efecto, muy desigual entre los grupos de ingresos (véase el artículo “Desigualdades: una amenaza para el crecimiento y la estabilidad social”, página 9).

### Ser más ecológicos

Aunque el plan cuatrienal de 2 billones propuesto para la Revolución Energética pueda retrasarse efectivamente por la mayor urgencia de las medidas relativas a la COVID-19, se espera que la Administración de Biden intente volver a formar parte del Acuerdo de París y promulgar políticas a favor de los proyectos ecológicos utilizando la financiación ya existente. Durante la Administración de Trump ya había sobre la mesa un plan de infraestructuras de aproximadamente 1 billón de dólares, pero no estaba específicamente destinado a proyectos de energía verde. Utilizando el consenso general en torno a un nuevo acuerdo de infraestructuras, el Gobierno de Biden debería poder centrar la financiación en un programa de políticas clave: vehículos más limpios, incentivos para la energía verde, edificios energéticamente eficientes y mejora de la infraestructura de transportes.

### Más regulación

Es probable que la Administración de Biden-Harris vaya hacia una mayor regulación sobre el cambio climático, el sector financiero y el sector tecnológico. Biden fue vicepresidente durante la Administración del presidente Barack Obama, favorable a Silicon Valley, pero, al igual que el presidente Donald Trump, comparte cierto recelo hacia las grandes compañías tecnológicas. Según Brookings Institution, el plan de Biden favorecería el aumento de la competencia, la aplicación de las normas antimonopolio, la privacidad y la ciberseguridad. Sin embargo, el grado de su firmeza será moderado en comparación con Trump, teniendo en cuenta los estrechos vínculos de la vicepresidenta Harris con las principales empresas tecnológicas, el enfoque menos conflictivo de la Administración de Biden y la necesidad de mantener un enfoque equilibrado para no alentar a las empresas tecnológicas a deslocalizarse y/o aumentar las barreras de entrada para los posibles recién llegados.

En el caso de los bancos, cabe esperar un aumento de la regulación, pero el punto de fricción será la introducción de un posible impuesto sobre las transacciones financieras. Sin embargo, Biden no sería del todo perjudicial para los bancos, ya que el refuerzo de la red de seguridad social y el posible aumento de los tipos de interés (véase más abajo) podría provocar que la rentabilidad de los bancos prosperara más adelante con Biden.

### Más productos estadounidenses (además de aliados)

La campaña de Biden intentó atraer votantes con medidas destinadas a mantener el gasto público centrado en los productos estadounidenses. Se ha propuesto una inversión de 400.000 millones de dólares en adquisiciones durante cuatro años. Puede que los pregoneros fiscales (republicanos) consideren que esta parte del plan de Biden es demasiado copiosa, pero el tema *Buy American* seguirá ocupando un lugar destacado en el mandato de Biden, en particular, en lo que respecta a la posición del presidente en el desafío a China.

Aunque se espera que Biden haga las paces con los aliados, el asunto de la posible reubicación de las actividades estadounidenses tiene aspecto de continuar durante la Administración de Biden, aunque con EE. UU. y/o los países aliados como destino de la deslocalización.

### Se prevé que los efectos generales sobre el crecimiento sean desiguales a largo plazo

Como los incrementos del gasto público y los pagos de transferencias son mucho mayores en dólares que los aumentos de los impuestos, el paquete fiscal Biden, si se adoptara en su totalidad, impulsaría significativamente el crecimiento del PIB (Gráfico 2) a corto plazo. Según un informe detallado de Moody's, el plan de Biden aumentaría la tasa media de crecimiento entre 2021 y 2024, en comparación con un panorama sin cambios en las políticas actuales, entre +0,3 y 1 puntos porcentuales, dependiendo del alcance del plan adoptado en 2021.

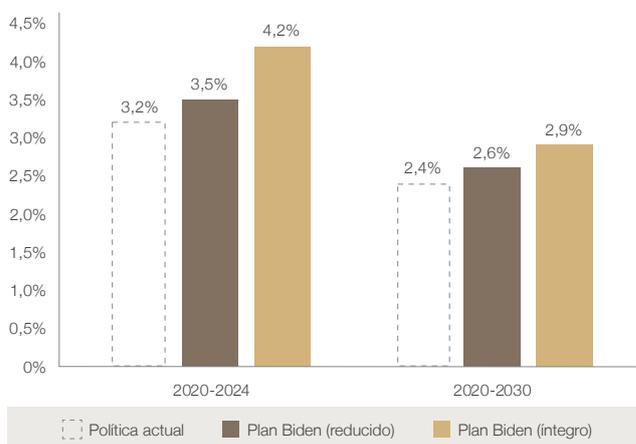
A largo plazo, sin embargo, entran en juego múltiples factores. Por una parte, las medidas sociales para reducir las desigualdades y mejorar la atención sanitaria son un aspecto positivo para la productividad a largo plazo. Sin embargo, el impacto del gasto público y el aumento del salario mínimo podrían fomentar la inflación, lo que daría lugar a un aumento más rápido del tipo de interés de los fondos federales a medio plazo. Esta variación, a su vez, borraría parte de los beneficios sobre el crecimiento a corto plazo logrados por el plan. Además, la teoría de la equivalencia ricardiana<sup>4</sup> proyecta que los consumidores preverán los efectos a largo plazo de este tipo de medidas, lo que limitará la eficacia de la política fiscal sobre el consumo a corto plazo.

La actitud positiva del mercado ante una victoria de Biden puede explicarse, al menos en parte, por la expectación de una versión diluida de un plan Biden más centrista, en la que se espera que los republicanos limiten el alcance de algunas medidas socialmente viables pero con potencial de desequilibrar estructuralmente.



**BÉNÉDICTE KUKLA**  
Senior Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

### GRÁFICO 2: CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL PIB, %



Fuentes: Moody's Analytics, Indosuez Wealth Management.

4 - De acuerdo con esta hipótesis, si el Gobierno financia hoy el gasto extra por medio de los déficits, los contribuyentes preverán que tendrán que pagar impuestos más elevados más adelante, lo que se traduce a corto plazo en un aumento del ahorro de los contribuyentes, en lugar del efecto deseado por el Gobierno, es decir, un mayor consumo personal.

# DESIGUALDADES: UNA AMENAZA PARA EL CRECIMIENTO Y LA ESTABILIDAD SOCIAL

La pandemia de la COVID-19 no conlleva un virus “igual para todos”, ya que afecta de forma desproporcionada la salud y el empleo de los trabajadores menos cualificados.

Las grandes desigualdades en renta, como ocurre en EE. UU., lastran el potencial de crecimiento y es un aspecto que debería preocupar cada vez más tanto a Gobiernos como a empresas de cara al futuro.

Durante decenios, los economistas han abordado las repercusiones de las desigualdades sobre el crecimiento económico. Aunque, en teoría, pueden tener efectos tanto negativos como positivos, los datos empíricos demuestran que las desigualdades por encima de un determinado nivel tienen un efecto general negativo sobre el crecimiento a largo plazo. La COVID-19, al igual que las pandemias que la precedieron, aumentará las desigualdades, en un contexto en que estas, sobre todo en EE. UU., ya eran una cuestión importante para la justicia social, aunque también para el crecimiento económico y, por consiguiente, los inversores.

## LAS DESIGUALDADES DE RENTA TIENEN UN EFECTO DEMOSTRADO, PREDOMINANTEMENTE NEGATIVO, SOBRE EL CRECIMIENTO

En un plano teórico, el aumento de las desigualdades de renta puede tener tanto efectos positivos como negativos sobre el crecimiento económico. La opinión dominante en las décadas de los 50 y los 60 era que, en realidad, una mayor desigualdad podía beneficiar al crecimiento, ya que las perspectivas de mayores ingresos podían servir de incentivo para realizar un mayor esfuerzo, asumir más riesgos, aumentar las necesidades de mano de obra e invertir más en la propia educación. Además, una mayor desigualdad podría dar lugar a un mayor crecimiento por medio de más inversiones, ya que los grupos de mayores rentas tienden a ahorrar e invertir más. Todo ello puede vincularse a la “teoría del goteo”, que se popularizó con la Administración de Reagan y fue apoyada por la Administración de Trump, según la cual la economía estadounidense prosperará si engordan las arcas de las empresas y de las personas de mayores ingresos.

No obstante, existe una cantidad abrumadora de estudios que advierten de los efectos negativos de la desigualdad sobre el crecimiento económico:

- Por el lado de la oferta, un nivel elevado de desigualdad de la renta puede deteriorar el potencial de producción de una economía, en particular, en lo que respecta al capital humano. Las desigualdades reducen las oportunidades profesionales disponibles para los grupos más desfavorecidos, por lo tanto, disminuyen la movilidad social y, a su vez, limitan el crecimiento potencial. Asimismo, también reducen la inversión

en educación y atención sanitaria de los segmentos más bajos. Aunque el impacto en la educación no afecta necesariamente al crecimiento a corto plazo, sí tiene importantes repercusiones sobre la formación de capital humano, con lo que se ralentiza el crecimiento económico a largo plazo<sup>5</sup>. Por último, de manera más indirecta, las desigualdades pueden tener un efecto perjudicial sobre las perspectivas de producción, ya que también pueden fomentar, en cierta medida, políticas populistas y tensiones sociales que desestabilicen a los inversores<sup>6</sup>.

- Por el lado de la demanda, los ricos tienen una menor propensión al consumo. Concretamente, dado que su volumen de ingresos es tal que pueden satisfacer fácilmente sus necesidades, es más probable que ahorren cada dólar que ganen en vez de gastarlo. Por lo tanto, al distribuir la renta nacional lejos de los que tienen mayor propensión al consumo, las desigualdades pueden pesar sobre el crecimiento del PIB.
- El crédito puede ser un medio para compensar las desigualdades y el consumo de combustible en los grupos de menores ingresos. Sin embargo, también se ha demostrado que crea desequilibrios, ya que el incremento de la desigualdad se ha asociado al auge del crédito que condujo a la crisis financiera de 2008 en EE. UU.<sup>7</sup>.
- En definitiva, aunque un cierto grado de desigualdad puede ser útil para mejorar los incentivos al trabajo, los estudios empíricos sugieren que un aumento de la desigualdad lastra el crecimiento.
- En 2015, el FMI descubrió que, si la proporción del 20% más rico de la población aumenta en 1 punto porcentual, el crecimiento del PIB se ralentiza en un 0,08% en los 5 años siguientes.
- Un estudio similar de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) estima que un aumento del coeficiente de Gini de 3 puntos, tendría un impacto negativo en el crecimiento del 0,35% anual durante 25 años (acumulando hasta el 8,5% del PIB).

5 - Baur, Colombier & Daguét, 2015.

6 - Peterson & Schoof, 2015.

7 - Rajan, 2010 y Kumhof & Rancièrè, 2011.

## EL ESTADO DE LAS DESIGUALDADES EN EE. UU. EN LA ACTUALIDAD

Durante casi medio siglo, la desigualdad ha crecido en EE. UU. prácticamente de forma ininterrumpida, tanto en las Administraciones demócratas como en las republicanas por igual. El 20% de las familias con mayores rentas logró más de la mitad de todos los ingresos de EE. UU. en 2019 (Gráfico 3). Aunque el coeficiente de Gini ha mejorado en el caso de EE. UU. (ha caído del 0,46 de 2000 al 0,43 en 2019) sigue situado en torno a los peores niveles observados en todo el mundo.

Sin embargo, la renta familiar media (Gráfico 4) ha aumentado en EE. UU. de los 63.000 dólares, aproximadamente, de 2014 a 68.000 dólares en 2019.

No obstante, estas mejoras recientes se han visto alteradas por la pandemia de la COVID-19, que ha provocado el mayor descenso del empleo jamás registrado (12,6 millones de estadounidenses seguían sin empleo en el país en septiembre de 2020).

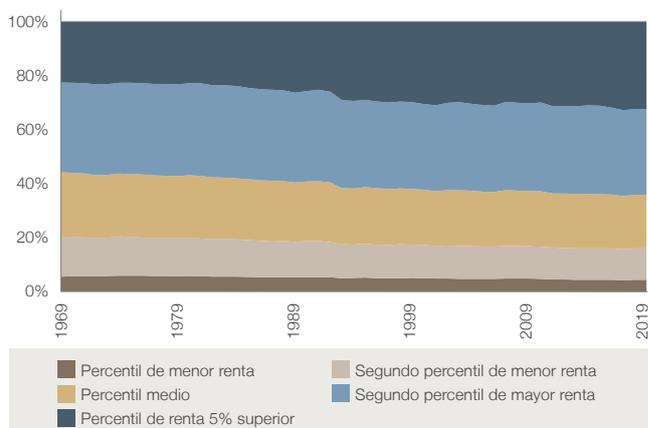
## LAS PANDEMIAS AUMENTAN LAS DISPARIDADES

Un estudio reciente analizó las cinco grandes pandemias de este siglo —SARS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012), Ébola (2014) y Zika (2016)— y concluyó que, por término medio, el indicador de la desigualdad de Gini aumentó de manera persistente durante los cinco años siguientes al suceso<sup>8</sup>. Estos efectos se producen debido a la pérdida de puestos de trabajo y a otros obstáculos a los ingresos. Aún son más llamativos los efectos desproporcionados de las pandemias en los deciles de menor renta: el nivel de empleo de las personas con titulación superior apenas se vio afectado, mientras que el de las personas con un nivel educativo básico se redujo drásticamente. Esta tendencia ha sido particularmente notable durante la actual crisis en EE. UU. (Gráfico 5).

Como afirmó el FMI, la pandemia de la COVID-19 no es un “virus con igualdad de oportunidades”, ya que empeorará la desigualdad en parte por su impacto desproporcionado sobre los trabajadores poco cualificados debido a:

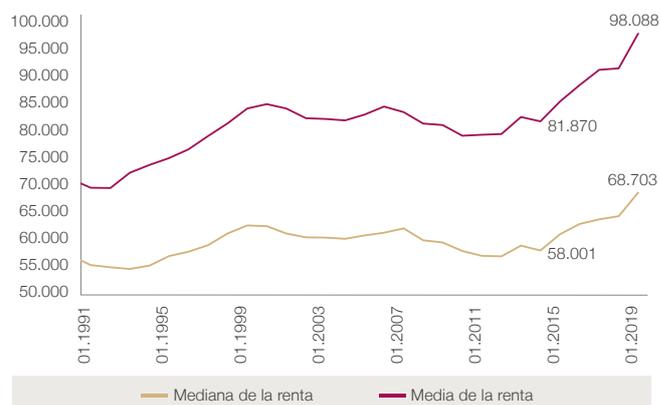
- La capacidad más limitada de los trabajadores menos cualificados para trabajar desde casa en comparación con los deciles superiores;
- Es más probable que los puestos de trabajo de menor remuneración se hayan visto afectados por la COVID-19 y, en general, sufran más durante las recesiones;
- Los efectos adversos sobre las perspectivas del empleo de algunos grupos de trabajadores, en particular, los trabajadores poco cualificados de los sectores de servicios, como los restaurantes;
- Menor acceso a la atención médica privada y mayor vulnerabilidad sanitaria previa.

## GRÁFICO 3: DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA FAMILIAR, %



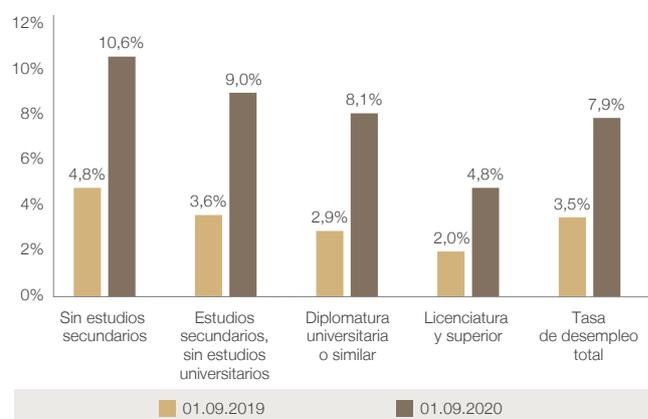
Fuentes: Census Bureau estadounidense, Indosuez Wealth Management.

## GRÁFICO 4: RENTA FAMILIAR MEDIA 2019, USD



Fuentes: Census Bureau estadounidense, Indosuez Wealth Management.

## GRÁFICO 5: TASA DE DESEMPEÑO POR NIVEL EDUCATIVO, %



Fuentes: Bureau of Labor Statistics estadounidense, Indosuez Wealth Management.



California, Estados Unidos

Estos efectos han sido especialmente visibles entre los grupos minoritarios de EE. UU., que ocupan de forma desproporcionada los empleos peor pagados.

Por último, al dispararse la tasa de desempleo en abril y mayo de 2020, los mercados financieros experimentaron una recuperación en forma de V durante el mismo periodo, lo que acentuará la divergencia de los efectos de renta y riqueza entre los grupos de menor y mayor renta en 2020.

## ¿QUÉ CONSECUENCIAS TIENE PARA LOS GRUPOS DE INTERÉS DE LAS POLÍTICAS Y LOS INVERSORES?

La crisis de la COVID-19 ya se considera ampliamente el mayor desastre económico desde la gran depresión. En enero, el FMI pronosticaba que la renta mundial crecería un 3,3%; 10 meses después, proyecta una contracción del 4,7%.

La situación actual justifica la magnitud de los programas fiscales en todo el mundo para reducir las graves consecuencias distributivas de la COVID-19 en los grupos de menor renta, mediante la ampliación de los sistemas de asistencia social y el impulso de los programas de obras públicas para proporcionar empleo y evitar la histéresis.

La política monetaria también debe desempeñar su papel, ya que puede optar por centrarse más en el empleo que en la inflación. La Administración de Biden también ha declarado, dentro de su programa económico propuesto, que la Fed se concentre en las desigualdades de renta de los grupos minoritarios.

El impacto de las desigualdades no se limita a la justicia social, sino que también se extiende al crecimiento y, por lo tanto, es relevante para los inversores. En los países con desigualdades previas, el impacto a largo plazo de la COVID-19 sobre el crecimiento será mayor.



**BÉNÉDICTE KUKLA**

Senior Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

# ¿SEGUIRÁ SIENDO ESTADOS UNIDOS UNA SUPERPOTENCIA?

¿Será capaz Joe Biden de mantener el protagonismo de EE. UU. en el escenario mundial con el fin de asegurarse de que el mundo siga alineado a los intereses del país? ¿Ha perdido EE. UU. ya demasiada credibilidad para conseguirlo?

Es comprensible que los estadounidenses prefieran que su Gobierno se centre en los asuntos del país, pero es posible que el nuevo presidente puede no tener más opción que volver a buscar el apoyo de aliados para limitar la influencia de China.

En las últimas dos o tres décadas, Estados Unidos han pasado de ocuparse de cuestiones existenciales basadas en la soledad de ser la única superpotencia<sup>9</sup> a debatir sobre el riesgo de su declive en relación con China y la aparición de un “mundo post-estadounidense”. Este temor a perder su estatus de superpotencia antecede a los años de Trump y se deriva tanto del ascenso al poder de China como de la eterna tentación de Estados Unidos de retirarse y aislarse. El riesgo que se esconde detrás de la reticencia a asumir un papel tan destacado es que esta socave el poder de disuasión de EE. UU. y cree una brecha en el ya cada vez más desordenado orden internacional. Por lo tanto, hay mucho en juego en el amanecer de esta nueva presidencia.

## ¿UNA NUEVA ERA PARA ESTADOS UNIDOS?

En un país plagado de dudas después de sufrir una serie de fracasos militares y diplomáticos en la última década, ¿es probable que la llegada de un nuevo presidente y un nuevo equipo a la Casa Blanca cambie la dirección que tome Estados Unidos en su relación con el resto del mundo?

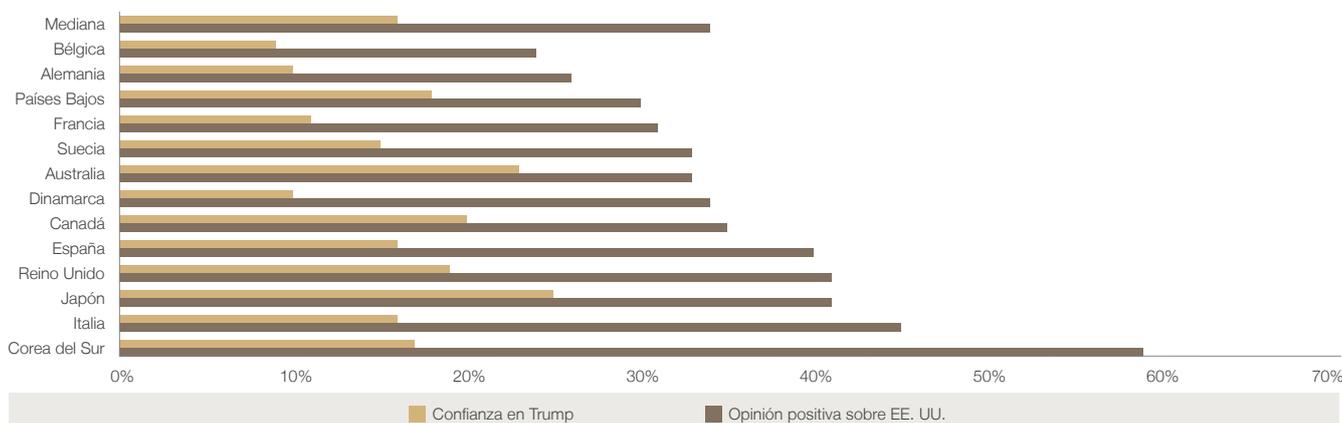
La presidencia de Trump representa un punto de ruptura marcado, que pone en duda el papel global que debería desempeñar el país y la forma en que interactúa con otras naciones, así como los atributos extraterritoriales del poder estadounidense, como las instituciones internacionales y el paraguas militar ofrecido a sus aliados.

El “poder blando”<sup>10</sup> de Estados Unidos, que Barack Obama había recuperado después de dos guerras difíciles, se ha desvanecido en los últimos 4 años. Hay que reconocer que ya se había producido una pérdida de liderazgo a lo largo de los años. No obstante, a pesar de la percepción actual sobre Estados Unidos existente en todo el mundo, no hay nada inevitable y las encuestas de opinión muestran que la gente es capaz de distinguir entre el país y su presidente (Gráfico 6).

La cuestión es si esta tendencia es reversible, ya que el daño infligido en las instituciones internacionales es enorme y el vacío dejado para que lo ocupen otras potencias ya es inmenso. China lleva aprovechando esta oportunidad desde 2017 (la retirada de Estados Unidos de la Alianza Transpacífica es un ejemplo). En Washington se espera un cambio de estilo, o por lo menos el retorno a uno más convencional, lo que debería facilitar la aceptación del nuevo papel de Estados Unidos. Sin embargo, más allá del estilo y con el fin de revertir su pérdida de influencia, es probable que el país deba decidir, una vez más, si asumir el papel de superpotencia, y decantarse por opciones estratégicas claras, involucrar a sus socios y soportar el coste.

Ser una superpotencia significa, ante todo, asumir responsabilidades, tener ambiciones y mostrar determinación; es aquí donde Estados Unidos parece estar más plagado de dudas, después de una década de costosos conflictos sin resolución política y de un enfoque aislacionista que a veces dio paso al caos, como en Irak. Esta tendencia al aislamiento y la normalización de la posición de Estados Unidos ya era un aspecto clave del mensaje de Bill Clinton al final de su segundo mandato: “necesitamos crear un mundo en el que nos gustaría vivir cuando ya no seamos la única superpotencia del mundo”.

GRÁFICO 6: OPINIÓN SOBRE LOS EE.UU. Y SU PRESIDENTE, %



Fuentes: PEW Research 2020 – Global attitudes Survey, Indosuez Wealth Management.

9 - Fareed Zakaria, periodista indigena norteamericano, científico político y escritor.

10 - Joseph Samuel Nye Jr. es un politólogo estadounidense.



Estados Unidos

Hoy en día, es probable que las mayores dudas sobre la presidencia de Joe Biden residan en esta cuestión de la voluntad y las ambiciones de Estados Unidos. La incertidumbre viene determinada por su estilo, menos asertivo que el de sus predecesores, y por la atención que otorga a la política interna. También dependerá mucho del equipo que seleccione, así como de las circunstancias. Podría volver a ocurrir lo que ya sucedió con presidentes anteriores: ante una situación de emergencia, Estados Unidos no tiene más opción responsable que intervenir, o al menos proteger sus intereses. En particular, este fue el mensaje que uno de los grupos de reflexión más influyentes de Washington, Brookings Institution, transmitió al nuevo presidente. Por el contrario, si el Estados Unidos de Joe Biden apareciera como un “protector débil y reacio del orden internacional”<sup>11</sup>, China y Rusia continuarían aumentando su influencia regional. Por lo tanto, es probable que el país se vea obligado a interesarse de nuevo por la cuestión del Oriente Próximo y a reabrir las conversaciones con Irán.

## LOS CRITERIOS DETRÁS DEL PODER

Más allá de su resolución, la otra cuestión es si Estados Unidos todavía cuenta con los medios necesarios para lograr sus aspiraciones mundiales. Para ser una superpotencia de éxito, un Estado necesita disponer de recursos, en particular:

- Poder militar, que le permita actuar y tener presencia mundial, así como asegurar la credibilidad de su capacidad disuasoria;
- El liderazgo tecnológico, un atributo clave de poder que ocupa un lugar central en su rivalidad con China;
- Una moneda fuerte, que garantice su soberanía y prosperidad, así como su influencia;

- Instituciones y normas sobre las que establecer el poder y asegurar su perdurabilidad más allá del equilibrio de poder que inicialmente lo hizo posible (las instituciones de 1945, en resumen);
- Aliados que el país conserve a largo plazo y que se mantengan unidos frente a sus rivales.

En primer lugar, la cuestión de la capacidad disuasoria militar se plantea no solo en términos de coste, sino también de ganancias (los famosos “dividendos de la paz”): la creación de riqueza, inversión, comercio e innovación adicionales, posible durante los largos periodos de prosperidad. Desde este punto de vista, dedicar entre el 3% y el 4% del PIB de EE. UU. a mantener una *Pax Americana* es probablemente una buena inversión, en comparación con la destrucción de capital humano e industrial observado durante las dos guerras mundiales. Estados Unidos sigue representando el 38% del gasto militar mundial (casi tres veces el presupuesto militar de China) y su incremento en 2019 fue igual a la totalidad del presupuesto militar de Alemania.

En segundo lugar, la carrera por el liderazgo tecnológico es estratégica y seguirá siendo una de las prioridades de Washington: este aspecto garantizará, en última instancia, la supremacía geoestratégica y protegerá la soberanía de los Estados y sus datos. Este asunto ocupa un lugar central en la rivalidad con China y la lucha no cesará cuando Donald Trump deje el cargo. Es el punto donde el enfrentamiento es más intenso y donde el término “contención”<sup>12</sup>, acuñado por George Kennan durante la Guerra Fría, parece describir mejor la forma en que Estados Unidos ha percibido su futura relación con China durante una década (aunque Barack Obama rechazó este término cuando lanzó su iniciativa “Pivot to Asia” en 2011).

11 - Robert Kagan es un politólogo estadounidense.

12 - “Política de contención de China” es un término político que se refiere al supuesto objetivo de la política exterior de EE. UU. de disminuir el crecimiento económico y político de China.

En tercer lugar, el futuro del dólar es un factor clave para el liderazgo de Estados Unidos. A menudo considerada como una cuestión puramente económica, el asunto de la moneda dista de ser insignificante desde el punto de vista geopolítico. El papel clave del dólar lo convierte en la principal moneda de reserva y de comercio. Esto permite a Estados Unidos financiar sus déficits y también dominar instituciones como el FMI, además de imponer un concepto extraterritorial de la ley. Por lo tanto, es tanto una cuestión de prosperidad como de poder. El día en que esta ecuación se altere (véase el artículo El dólar estadounidense: ¿una vieja gloria?), el paradigma del poder de EE. UU. se pondrá patas arriba y facilitará que China reclame este rol.

En cuarto lugar, Estados Unidos debería depender más de las instituciones internacionales. Es probable que se les tenga más consideración, pero en la medida en que sirvan a los intereses de Estados Unidos y protejan un orden internacional que reconozca su papel prominente. Ante las amenazas dispersas, no limitadas a las cuestiones de China y el terrorismo, el marco del “sheriff reactivo”<sup>13</sup> —por el cual EE. UU. se ve obligado a formar alianzas flexibles basadas en regiones geográficas— seguirá siendo robusto.

## UN NUEVO PACTO CON LOS ALIADOS DE EE.UU.

Por último, la fortaleza de Estados Unidos respecto a China es que cuenta con una poderosa red de aliados. En resumen, lo que importa no es el poder de un país en sí, sino el poder agregado de un bloque. “El poder no es un absoluto, sino una relación humana”<sup>14</sup>. Mantener a Estados Unidos en su posición de *maestro* de este orden mundial, conformado al final de la Guerra Fría, requiere que el país construya firmes asociaciones, aunque no crea en el multilateralismo, un concepto al que nunca se ha adherido plenamente. Más allá de revivir el propósito del proyecto de la OTAN y de compartir la carga, esta estrategia de reconstrucción de alianzas debería permitir frenar y canalizar la expansión del poder chino y los intentos de desestabilización de Rusia.

A medida que la India se convierte en una potencia de mayor importancia y se incrementa la dependencia de Estados Unidos en el país, también aumentan las posibilidades de contrarrestar el dominio de China en Asia. En última instancia, no será el poder en sí mismo lo que más importe a los estadounidenses, sino las garantías de soberanía, estabilidad y prosperidad que este proporciona.

Como conclusión, es probable que Estados Unidos no tenga más opción que intentar seguir siendo una superpotencia durante el mayor tiempo posible. Este será el caso, especialmente, si desea evitar estar sujeto a un orden internacional diferente que dejaría de garantizar que sus intereses estén protegidos y que sus valores sigan prevaleciendo. Cada campaña presidencial presenta una oportunidad para prometer a los votantes estadounidenses una mayor atención a los asuntos internos, pero todos los presidentes han tenido que lidiar con una realidad internacional impredecible e inestable a la que han tenido que adaptarse y tratar de gestionar.

Es probable que Estados Unidos tenga la suerte de seguir siendo el líder por proceso de eliminación, de que los países poderosos e influyentes sigan dispuestos a aceptarlo y a prestarle asistencia, y de que ciertos países asiáticos sigan prefiriéndolo a China. Por lo tanto, en general, Estados Unidos todavía dispone de los medios de su propio poder; ahora todo se basa en su resolución y las decisiones que tome.



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

13 - Richard Haass (1997); metáfora que significa que Estados Unidos tiene el mandato de las Naciones Unidas (como un sheriff tiene el mandato de un juez) de restaurar la paz reclutando un destacamento para ayudarlo.

14 - Raymond Aron, Paz y guerra entre las naciones (1962).

# LA DESCARBONIZACIÓN DE EE. UU., UN GRAN DESAFÍO PARA LA PRÓXIMA DÉCADA

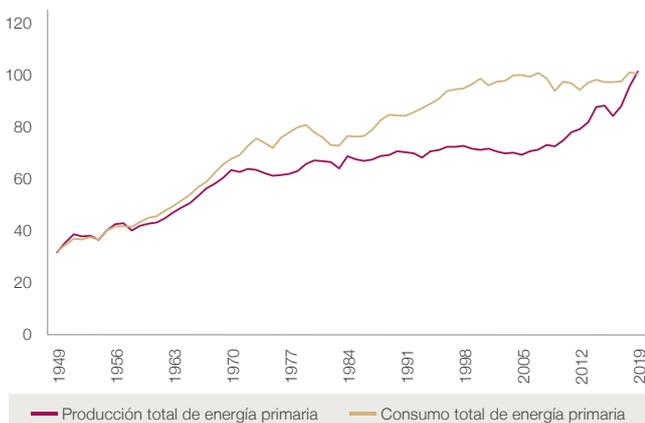
Tanto con el candidato presidencial más “verde” como sin él, la transición a una energía más limpia ya se consideraba indispensable para la siguiente década.

El Gobierno estadounidense tendrá que redoblar sus esfuerzos para complementar la labor que ya han acometido diversos estados, ciudadanos y empresas privadas.

Aunque es indiscutible que la crisis de la COVID-19 ha generado exceso de mortalidad y desolación económica en 2020, también trajo ciertas esperanzas con la posibilidad de una transición sostenida hacia una energía más limpia. En primer lugar, aunque sea de manera temporal, las emisiones de CO<sub>2</sub> han disminuido drásticamente en 2020, debido a que la población mundial estuvo confinada, los aviones se quedaron en tierra y los atascos desaparecieron de las carreteras. La Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés) estimó en su *2020 World Energy Outlook* (WEO, Perspectiva mundial de la energía) que las emisiones de CO<sub>2</sub> relacionadas con la energía disminuyeron en un 7% en 2020, o 2,4 gigatoneladas (GT) en términos absolutos, lo que llevó las emisiones anuales de CO<sub>2</sub> a su nivel de hace una década. Sin embargo, todos sabemos que se trata de un fenómeno temporal, ya que la recuperación económica hará que las emisiones de gases de efecto invernadero vuelvan a situarse a la altura de antes de la crisis de la COVID-19.

Aunque el cambio climático es un problema mundial, China y Estados Unidos (Gráfico 7) son los mayores emisores de CO<sub>2</sub> en términos absolutos, mientras que Estados Unidos y Canadá encabezan la lista de emisiones de CO<sub>2</sub> per cápita entre los países maduros, por detrás de los productores de energía del Oriente Próximo. Incluso antes del anuncio del presidente recién elegido y “más verde” Joe Biden, ya se consideraba la necesidad de realizar una transición hacia una energía más limpia en la próxima década. Gracias al desarrollo del petróleo de esquisto bituminoso, EE. UU. logró volver a ser un país exportador neto de energía en 2019, después de más de 70 años de importador neto.

**GRÁFICO 7: CONSUMO TOTAL DE ENERGÍA PRIMARIA Y PRODUCCIÓN EN EE. UU., CUATRILLÓN DE UTB\***



\*UTB: Unidades Térmicas Británicas.  
Fuentes: Administración de Información Energética de EE. UU., Indosuez Wealth Management.

Sin embargo, a pesar de los actuales esfuerzos para depender tanto en la energía eléctrica nuclear como en la energía renovable, la producción de energía de EE. UU. sigue basada en combustibles fósiles en un 80%, mientras que la producción de energía renovable ha permanecido muy estable como porcentaje de la producción total durante los últimos 70 años (Gráfico 8).

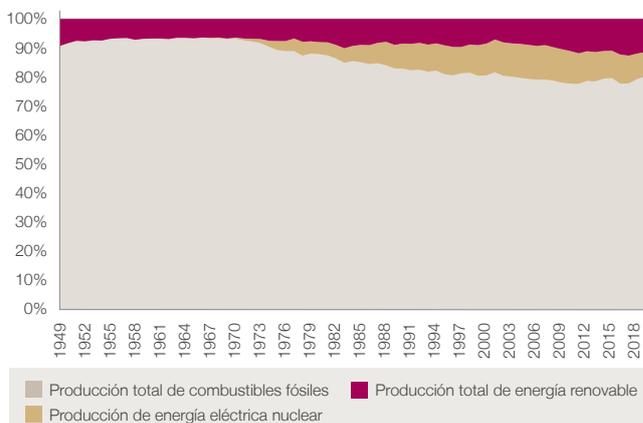
## LA NECESIDAD DE UN PLAN AMBICIOSO DE ENERGÍA RENOVABLE

La constante proporción de energía renovable estadounidense se debe al hecho de que proviene de la hidroelectricidad y, por lo tanto, de las grandes presas construidas en EE. UU. antes de la Segunda Guerra Mundial, como la presa Hoover en 1935 o la presa Theodore Roosevelt en 1911. Dada la limitada capacidad para construir nuevas presas, EE. UU. tendrá que llevar a cabo un ambicioso plan de energía renovable para reducir las emisiones de CO<sub>2</sub>.

La IEA elaboró una serie de casos hipotéticos para evaluar las condiciones necesarias para llegar a cero emisiones en 2050:

- Hipótesis de políticas declaradas, que refleja las políticas actuales anunciadas por varios países;
- Hipótesis de desarrollo sostenible (SDS, por sus siglas en inglés), que incluye un incremento de las políticas de energía limpia y la inversión para enderezar el rumbo del sistema energético para que pueda alcanzar los objetivos de energía sostenible en su totalidad;
- Cero emisiones netas antes de 2050.

**GRÁFICO 8: PRODUCCIÓN DE ENERGÍA EN EE. UU. POR TIPO, %**



Fuentes: Administración de Información Energética de EE. UU., Indosuez Wealth Management.

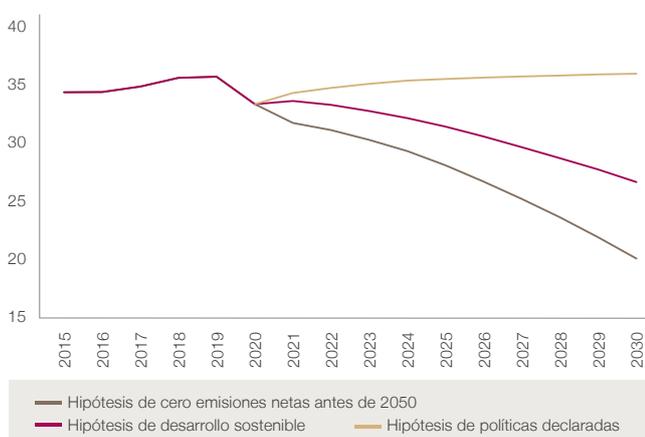
Como se muestra en el Gráfico 9, las políticas ya anunciadas por los países de todo el mundo carecen de la credibilidad necesaria para alcanzar las cero emisiones netas. Incluso si los países van más allá y cumplen, por ejemplo, los objetivos del Acuerdo de París, no será suficiente para evitar las emisiones netas positivas en 2050. Por lo tanto, serán necesarias medidas drásticas por parte de los ciudadanos, los Gobiernos y las empresas privadas.

Para lograr estos casos hipotéticos, la demanda mundial de energía tendrá que disminuir y la combinación de energías deberá cambiar drásticamente. Como se muestra en el Gráfico 10, las energías renovables deben desempeñar un importante papel para sustituir el carbón, en particular. EE. UU., continua utilizando el carbón para producir una cuarta parte de su electricidad representando el 90% de la producción de carbón del país. La expansión de la energía solar, eólica y pronto del hidrógeno como alternativas de energía limpia será clave para la transición energética y la reducción de la demanda de carbón en EE. UU. y en otros lugares.

## SI EL GOBIERNO DE EE. UU. NO ACTÚA, ACTUARÁN OTROS

En 2016, con la Administración de Obama, EE. UU. firmó el Acuerdo de París que selló la COP21 celebrada un año antes con el gran objetivo de minimizar el cambio climático y evitar que la temperatura aumentara más de 2 grados centígrados en 2050 en comparación con los niveles preindustriales. Aunque el acuerdo de París no es vinculante y no incluye ninguna medida de ejecución, en 2017, Donald Trump decidió salir del acuerdo. Sin embargo, con apoyo federal o sin él, EE. UU. en su conjunto ha comenzado a abordar el cambio climático.

GRÁFICO 9: EMISIONES DE CO<sub>2</sub> EN DIVERSAS HIPÓTESIS, GIGATONES



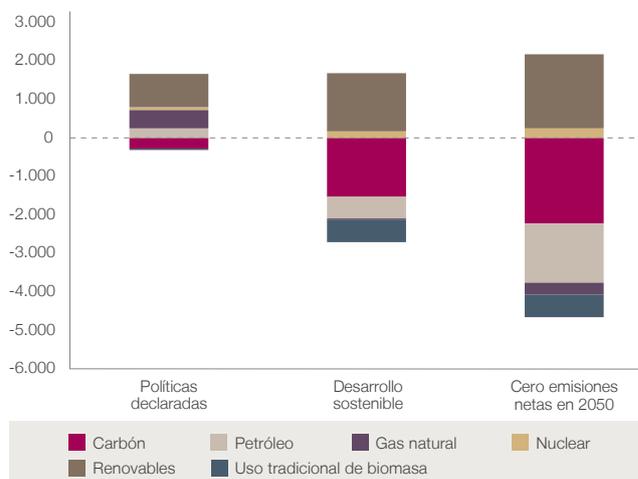
Fuentes: IEA (Emisiones de CO<sub>2</sub> en procesos industriales y energéticos, y mecanismos de reducción en los casos hipotéticos de WEO 2020, 2015-2030), Indosuez Wealth Management.

Los propios estados tienen la facultad de promulgar leyes y pueden ser parte de la solución. California, por ejemplo, obtiene más del 30% de su electricidad de energías renovables, principalmente, solar y eólica. En virtud de su ley sobre el clima de 2018, tiene previsto aumentar esta proporción al 60% para 2030 y convertirse en “cero carbono” para 2045.

## ¿DE LOS GIGANTES INDUSTRIALES A LOS GIGANTES TECNOLÓGICOS Y VICEVERSA?

Las empresas privadas también son muy activas. Los vehículos eléctricos (VE) son una necesidad para reducir la importancia del consumo de petróleo y Tesla, fabricante estadounidense de VE, ha logrado un gran liderazgo en el sector hasta el punto de que se ha coronado como el mayor fabricante de automóviles del mundo por capitalización de mercado desde 2020. La descarbonización, sin embargo, no llegará si la electricidad en sí se produce en centrales eléctricas de carbón. La energía solar y la eólica son dos energías renovables alternativas y pronto podrían complementarse con el hidrógeno verde, una fuente de energía prometedora, ya que su único subproducto cuando se utiliza para producir electricidad es el agua. Mientras que el hidrógeno se produce en su mayor parte mediante la transformación del gas natural o la gasificación del carbón, hay grandes esperanzas en el desarrollo del hidrógeno verde renovable derivado de la electrólisis del agua alimentada por energía limpia, como la turbina eólica o el panel solar. Una vez más, las empresas estadounidenses están a la cabeza del desarrollo de la energía limpia: por ejemplo, Air Products and Chemicals está construyendo una instalación de 5.000 millones de dólares en Arabia Saudí para producir hidrógeno verde.

GRÁFICO 10: CAMBIO EN LA DEMANDA DE ENERGÍA PRIMARIA A NIVEL GLOBAL POR COMBUSTIBLE Y ESCENARIO, 2030 EN RELATIVO A 2019, MTEP\*



\* Mtep: Mega tonelada equivalente de Petróleo. Fuentes: IEA, Indosuez Wealth Management.



Nevada, Estados Unidos

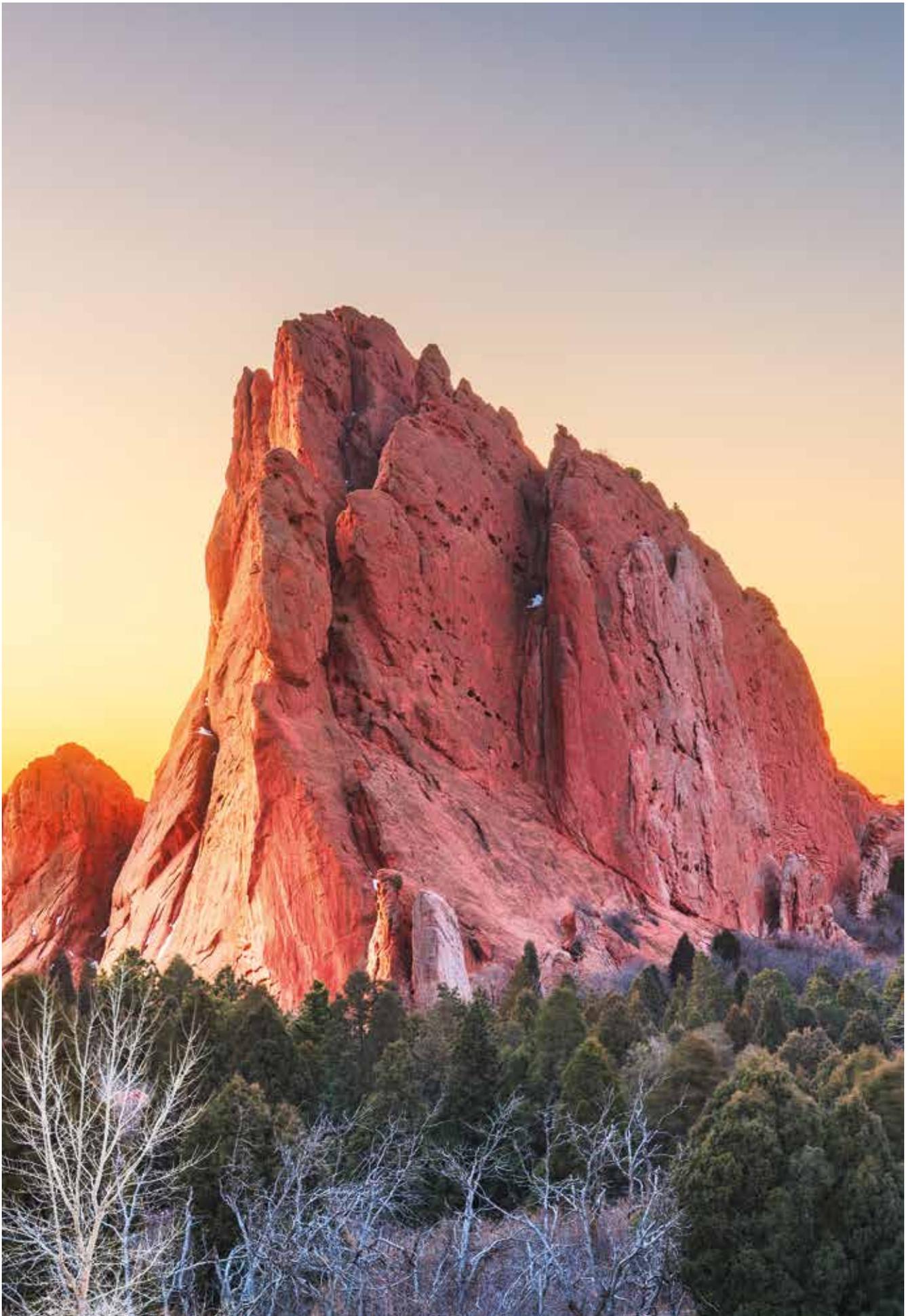
No hace mucho, el índice Dow Jones estaba constituido por conglomerados industriales, como General Electric o Alcoa, pero las empresas tecnológicas, como Apple, Microsoft y Salesforce, han ido sustituyendo poco a poco a estas empresas cíclicas. Sin embargo, la revolución verde puede revivir el sector industrial y es posible que surja un nuevo líder en productos químicos (producción de hidrógeno), bienes de capital (pilas de combustible, paneles solares), bienes y servicios industriales (trenes y aviones propulsados por hidrógeno) y servicios públicos (producción y distribución de electricidad limpia).

Al ser uno de los principales emisores de CO<sub>2</sub>, EE. UU. se enfrenta a un gran desafío para reducir su huella de carbono y ayudar al mundo a lograr cero emisiones. Aunque diversos estados, ciudadanos y empresas privadas ya han pasado a la acción asumiendo el reto, en la próxima década será fundamental el apoyo del Gobierno federal. Huelga decir que la transición energética también representa una enorme oportunidad económica y que EE. UU. no dejará que China o la Unión Europea se conviertan en los únicos líderes mundiales de la energía limpia.



**NICOLAS MOUGEOT**

Head of Global Trends and ESG Advisory,  
Indosuez Wealth Management



Colorado, Estados Unidos

# PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

## UNA PERTURBACIÓN SIN PRECEDENTES, RESPUESTAS MASIVAS Y PREGUNTAS SIN RESPUESTA HIPÓTESIS PARA 2020-2021

A pesar de que la recuperación inicial fue mejor de lo esperado en EE. UU., se prevé que el PIB siga siendo inferior al nivel anterior a la crisis hasta principios de 2022.

Ante el alcance excepcional de la crisis de la COVID-19, los Gobiernos europeos y los organismos federales parecen haber extraído conclusiones adecuadas de la gran crisis financiera.

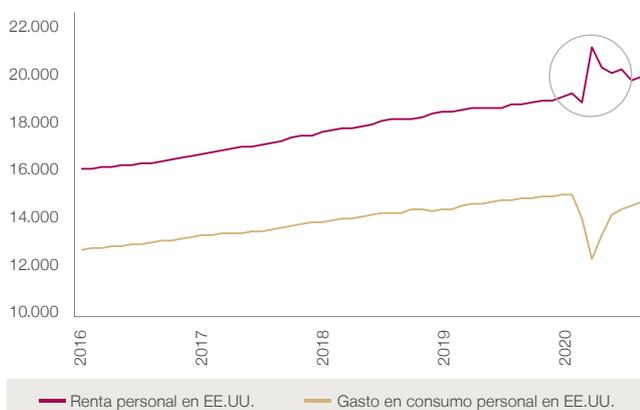
El panorama cíclico del crecimiento de los mercados emergentes en 2020 es desigual y China sigue siendo el único motor real.

Al igual que la recesión, el repunte es ahora generalizado. Al igual que la recesión, es fuerte pero desigual. En gran parte, es predecible y muestra signos de debilitamiento, y alimenta los temores sobre su resistencia una vez vayan reduciéndose las ayudas. Estos temores son poco concretos, pero hay dos puntos muy claros: unos tipos de interés muy bajos y duraderos, y un crecimiento mundial desigual y asíncrono.

### EE. UU.: EL RITMO DE RECUPERACIÓN SE RALENTIZARÁ DESPUÉS DE UN FUERTE REPUNTE EN EL 3T DE 2020

La economía estadounidense ha empezado a recuperarse después de la grave perturbación derivada de la pandemia de la COVID-19, que ha llevado a una contracción histórica, aunque, a pesar de un repunte inicial mejor de lo previsto que nos ha llevado a revisar al alza ligeramente nuestras perspectivas,

**GRÁFICO 11: EE. UU., RENTA APOYADA POR MEDIDAS DE ESTÍMULO, MILES DE MILLONES DE USD**



Fuentes: US Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, CA CIB, Indosuez Wealth Management.

el proceso general será lento y gradual, y el PIB permanecerá por debajo de su nivel anterior a la crisis hasta principios de 2022.

Lo peor de la crisis ya ha pasado, ya que el 2T se contrajo a una tasa histórica del 31,7%<sup>15</sup>. Prevemos una recuperación relativamente gradual y lenta, ya que es probable que varias empresas y consumidores mantengan la prudencia y duden a la hora de volver a las pautas de gasto anteriores. Esperamos que el gasto se reduzca notablemente con respecto al ritmo del 3T. El refuerzo de las prestaciones por desempleo de la Ley CARES<sup>16</sup> ha vencido y ha sido sustituido solo temporal y parcialmente por una orden ejecutiva del presidente Donald Trump, y además hay retraso en el avance de un proyecto de ley de estímulos fiscales adicionales, lo que debería pesar sobre los ingresos con vistas al futuro (Gráfico 11).

Aunque esperamos que el PIB crezca alrededor del 3,7% en 2021, el nivel del PIB quedaría por debajo de los niveles anteriores a la crisis hasta el año 2022, con una recuperación en forma del logo de Nike.

La respuesta política ha sido agresiva y ha ayudado a favorecer la recuperación hasta ahora, aunque su impacto parece estar disminuyendo. La Fed ha recortado los tipos de interés hasta el límite inferior igual a cero (ZLB, por sus siglas en inglés), ha anunciado la compra de activos de duración indefinida y ha creado una serie de instrumentos de préstamo para apoyar diversos mercados. Ha dejado claro que mantendrá una postura acomodaticia con los tipos de interés en el ZLB durante un periodo de tiempo prolongado. Esperamos que, a la larga, pase de comprar bonos del Tesoro a centrarse en el extremo largo de la curva, aunque puede esto no ocurrir hasta finales de este año o principios de 2021. El control de la curva de rendimientos sigue siendo una de las posibilidades, aunque recientemente ha perdido fuerza, y es probable que la Fed solo siga este camino si las perspectivas se deterioran. En cuanto a la política fiscal, el Congreso ha aprobado cuatro proyectos de ley de relajación de requisitos normativos que suman casi 3 billones de dólares, una cantidad histórica de estímulos fiscales que, según estimaciones de la CBO<sup>17</sup>, provocará que el déficit se dispare hasta el 16,0% del PIB en 2020.

15 - Todos los cambios de un trimestre a otro se expresan sobre una base anualizada, tal y como se hace en Estados Unidos.

16 - El programa de ayuda por el coronavirus, la relajación de requisitos y la seguridad económica. La Ley CARES (CARES Act) proporciona ayuda económica rápida y directa a los trabajadores, las familias y las pequeñas empresas estadounidenses, y mantiene los puestos de trabajo en las industrias estadounidenses.

17 - Congressional Budget Office (Oficina de Presupuestos del Congreso).

## ZONA EURO: ANATOMÍA DE UNA “V” IMPERFECTA

Durante el verano, la economía se movió en dos direcciones: una muy positiva y la otra, no tanto. Los datos económicos confirman que al final del segundo trimestre se produjo un fuerte repunte de la actividad y la confianza. Por otra parte, la segunda ola de la epidemia dispuso las hipótesis de una rápida erradicación del virus.

En el ámbito de la política económica, están surgiendo algunas certezas tranquilizadoras. Con el Plan Europeo de Recuperación, los países más endeudados de la zona pueden contar con grandes transferencias y préstamos en condiciones muy favorables que garantizan un estímulo fiscal positivo más allá del horizonte previsto. Con el cambio de estrategia de la Fed, se descartan los cambios prematuros de la postura de la política monetaria en las economías avanzadas.

Sin embargo, debajo de los “parches” de las autoridades, van apareciendo algunos efectos de la crisis. Con el desgaste de los beneficios y la actividad todavía muy mermada en algunos sectores, es inevitable que veamos cada vez más quiebras de empresas y un aumento del desempleo a medida que se retiren las medidas de apoyo temporales (desgravaciones y aplazamientos fiscales, y trabajo con jornada reducida).

En su conjunto, estos factores sustentan nuestra hipótesis de una recuperación incompleta: el PIB de fin de 2021 será un 1% inferior a su nivel anterior a la crisis. El ritmo de crecimiento en 2021 (+5,4%, después del -7,5% de 2020) será más lento de lo que sería necesario para cerrar la brecha de producción negativa generada durante la crisis (Gráfico 12).

Es crítico que haya un panorama de confianza: el uso del considerable ahorro adicional acumulado durante el confinamiento depende de ello. Existe un riesgo elevado de que el repunte de la tasa de desempleo lo transforme en un ahorro preventivo, lo que limitaría el posible incremento del consumo privado. En cuanto a la reanudación del ciclo de inversión, se mantiene el signo de interrogación.

Las tasas de utilización de la capacidad siguen siendo muy reducidas y es difícil imaginar que haya una expansión de esta, dadas las persistentes incertidumbres sobre la demanda y el ritmo de crecimiento previsto. Aunque pueden realizarse inversiones de sustitución para apoyar la transformación necesaria de varias actividades, se espera que la inversión pública sea la que contribuya en mayor medida a la recuperación de la acumulación de capital, con el apoyo, en la periferia de la zona euro, del Fondo Europeo de Recuperación.

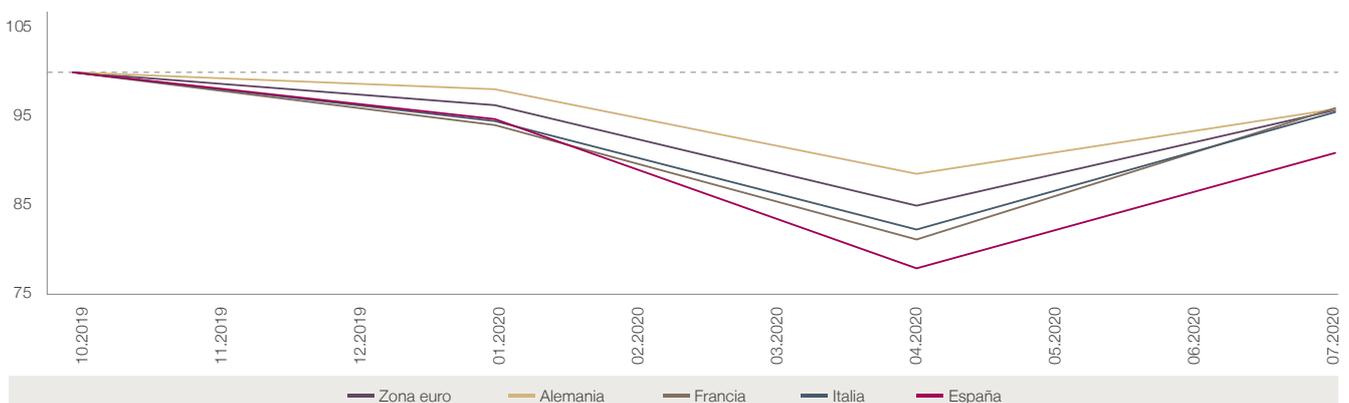
### Una respuesta innovadora para limitar la fragmentación

Ante el alcance excepcional de la crisis de la COVID-19, las autoridades nacionales, comunitarias y de política monetaria europeas parecen haber extraído conclusiones adecuadas de la gran crisis financiera.

El riesgo de una retirada prematura del apoyo fiscal y monetario parece haberse disipado en el horizonte de previsión, aunque la brecha de producción negativa está lejos de cerrarse. Al relajar el marco regulador y de supervisión, puede gestionarse la naturaleza inusual de la crisis y, al mismo tiempo, rechazar toda consideración de riesgo moral, por más injustificada que sea en estas circunstancias. Además, al no tratarse de una crisis originada por una deuda excesiva, tampoco deben fomentarse los mecanismos desinflationarios de reducción de la deuda, como ocurrió en la década pasada. Asimismo, el sector bancario está desempeñando el papel de amortiguador de choques, al evitar que las crisis de liquidez se conviertan en crisis de solvencia. Desde nuestro punto de vista, la transición del principio de eficiencia al principio de resistencia es un argumento clave para elaborar un pronóstico que pueda parecer optimista, aunque no lo sea, y para afirmar que la trayectoria de las crisis de 2009 y 2012 no es el único camino.

A pesar de los esfuerzos por lograr una recuperación más autónoma y uniforme, persiste un riesgo elevado de fragmentación. Se prevé que, a fin de 2021, Alemania alcance un PIB superior (+1,1%) que a fin de 2019; mientras tanto, el PIB podría ser todavía un 1,4% inferior en Francia, un 3,1% inferior en Italia y un 7,9% inferior en España.

GRÁFICO 12: ZONA EURO, UNA RECUPERACIÓN INCOMPLETA Y HETEROGÉNEA, 4T 2019 = 100



Fuentes: Eurostat, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

## La atracción gravitatoria de los rendimientos del Bund

Desde el pico de sensibilidad del mercado a la pandemia en marzo y abril, el rendimiento del Bund alemán a 10 años ha intentado subir, pero cada vez ha tendido a bajar al entorno de -50 puntos básicos, el nivel del tipo de interés oficial de depósitos del BCE. Ante el riesgo de un largo periodo de incertidumbre en los próximos meses, hemos ajustado a la baja nuestras previsiones del Bund a 10 años en 10 puntos básicos, y ahora vemos una variación moderada a -40 puntos básicos a fin del año y después, a -30 puntos básicos a fin de 2021. Esta proyección se basa en el control del virus en los meses venideros, lo que dará lugar a una mayor claridad económica y a una recuperación sostenida, aunque gradual, el año próximo (Gráfico 13).

## Aprender a vivir con la COVID-19: qué supone para nuestro escenario para la zona euro

Aunque ya había signos visibles de una mayor propagación de la pandemia en el momento de la elaboración de nuestra hipótesis macroeconómica en septiembre, nuestra suposición, entonces plausible y consensuada, era que la propagación del virus sería contenida, controlada por el distanciamiento social, el seguimiento rápido de los casos positivos gracias a la expansión de la capacidad de realizar pruebas y los posibles confinamientos localizados. Entretanto, la segunda oleada ha resultado ser más brutal y la desaceleración económica es inevitable. Sin embargo, el mayor crecimiento observado en un tercer trimestre más dinámico de lo previsto permitirá no alejarse demasiado de nuestra previsión de septiembre para 2020 (-7,5%), incluso con una caída sustancial del PIB en el cuarto trimestre.

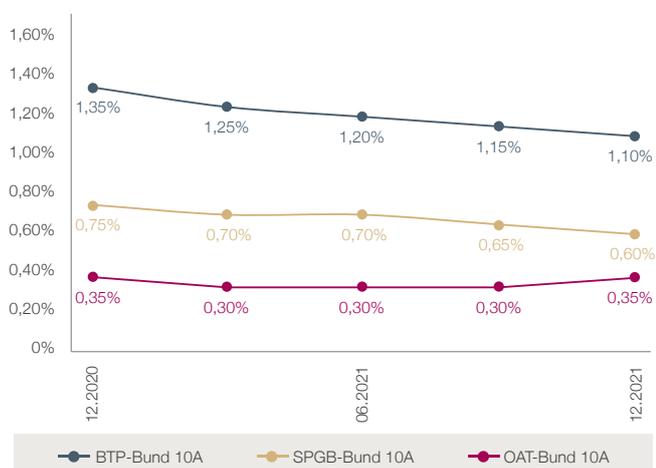
Debido a que las medidas de contención están más limitadas, se prevé que la disminución de la actividad no sea tan grave como la observada durante el primer semestre del año. Pero si las medidas de contención se refuerzan o se extienden, los riesgos para nuestras perspectivas sobre el cuarto trimestre son claramente bajistas.

No obstante, el mayor impacto se observará en el crecimiento de 2021 (proyectado a +5,4% a fin de septiembre). Si bien la mejora de los tratamientos y de las pruebas, y la disponibilidad de vacunas podrían propiciar cierta normalización de la actividad económica, es poco probable que erradiquen el virus rápidamente y que disminuyan la necesidad de distanciamiento social y las restricciones de movilidad a lo largo del primer semestre de 2021.

## MERCADOS EMERGENTES: ¿HA LLEGADO EL MOMENTO DE EMPEZAR A DIFERENCIAR?

En el último trimestre, nueve meses después de la aparición del virus, la actividad empezó a repuntar en los países emergentes, pero la recuperación fue tan desigual como su declive durante el punto álgido de la pandemia. La situación sanitaria en la India, Brasil, Colombia, Irán e Irak sigue siendo muy incierta. Por el contrario, otros países como China y Vietnam parecen tener controlada la trayectoria de la pandemia. No obstante, en muchos países están adoptándose medidas de control estrictas, que rozan la vuelta al confinamiento en algunas ciudades. En este contexto, la reapertura de las fronteras no está garantizada, ni está en marcha, lo que está complicando los flujos de intercambios comerciales a corto plazo y las estrategias empresariales a medio plazo.

GRÁFICO 13: PREVISIONES DE DIFERENCIALES DE LOS BONOS DEL ESTADO EUROPEOS A 10 AÑOS, %



Fuentes: CA CIB, Indosuez Wealth Management.

## El atractivo de la autosuficiencia

Por ahora, en este entorno, la ventaja económica recaerá sobre los grandes países capaces de lograr alguna forma de autosuficiencia y aquellos con economías más diversificadas. Por ejemplo, la recesión es más limitada en Polonia que en la República Checa, que depende en gran medida del ciclo automovilístico alemán. En cuanto a China, el presidente teoriza oficialmente sobre la idea de un modelo más autosuficiente basado en una estrategia de “doble circulación monetaria”<sup>18</sup>, que también sería una respuesta a la intensificación de la batalla por la supremacía con Estados Unidos. Por último, en Rusia, el cierre de la frontera está estimulando el gasto en el turismo interno, que era una partida muy débil de la balanza de pagos. En este sentido, este podría ser un argumento para retrasar la reapertura de las fronteras (Gráfico 14).

Además, esta recuperación restringida está influyendo en los consumidores, los ahorradores y los inversores, aunque no de la misma manera en todos los países, y aquí se observan las características tradicionales de las diferentes regiones. Asia ahorra más que América Latina (32% del PIB frente al 18%) y Rusia tiende a gastar durante las crisis, ya que sus consumidores cortoplacistas temen una depreciación de la moneda. En el caso de Turquía, el consumo suele recuperarse después de las crisis, impulsado por un repunte (demasiado) fuerte de los préstamos. Esta mejora intensifica los déficits externos, que son una fuente de riesgo de tipo de cambio.

El resultado es una curva de ventas minoristas desigual en los países emergentes, lo que puede resultar sorprendente, ya que significa que no está relacionado con la pandemia: una recuperación rápida en Turquía y Brasil, pero un retraso en la oferta en China. De hecho, la tendencia de este desfase entre la oferta y la demanda será muy importante en los próximos meses porque genera riesgos diferentes en función del país, tanto a corto como a largo plazo. Existe un riesgo inflacionario en Turquía, incluso en la India, pero en las economías asiáticas, más orientadas al ahorro, hay amenazas deflacionarias. Los riesgos de déficit de inversión también están presentes en las economías orientadas al consumo, en particular en Rusia y Brasil, además de un menor potencial de crecimiento.

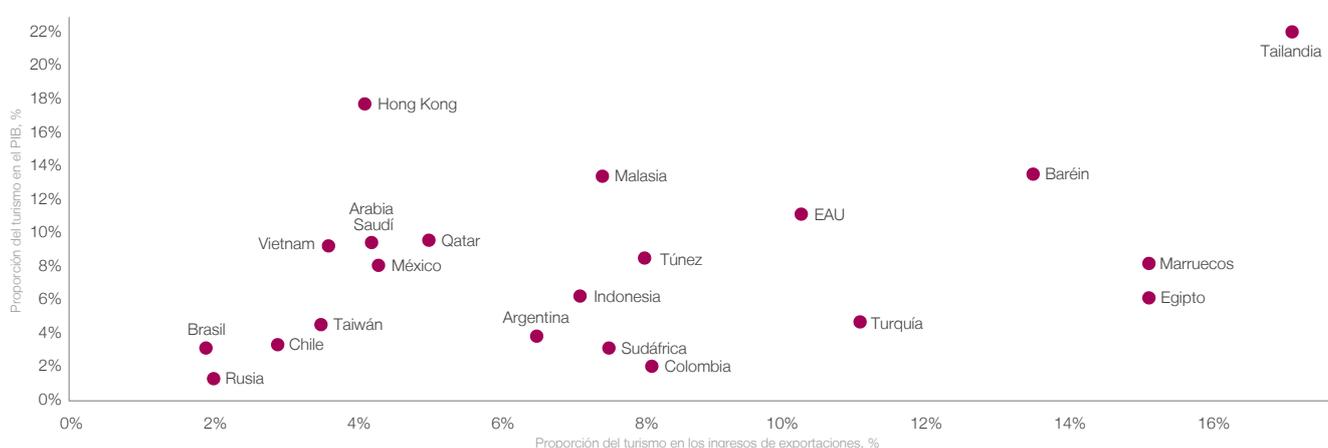
## Resistir la crisis rediseñando los modelos de desarrollo

Por último, el panorama cíclico para 2020 es desigual y China sigue siendo el único motor real. En cuanto a las previsiones para 2021, el crecimiento se recuperará por debajo de su tendencia a largo plazo en la mayoría de países. Sobre todo, se ampliará la brecha entre los que disponen de medios para resistir un entorno mundial restringido y los que no; en estos últimos, el daño irreversible de la crisis se hará evidente rápidamente.

Esta divergencia ya es visible en la inusual desviación de las previsiones de crecimiento en 2020, ya que hay países en profunda recesión, como la India y, especialmente, México, y otros pocos que todavía tienen crecimiento positivo, como China, por supuesto, aunque también Taiwán y Vietnam, o una recesión muy ligera, como Corea.

Así, para los inversores, todo apunta a un enfoque de clasificación de países. Pero, ¿con qué criterios? El más obvio, la riqueza, es también el más cuantificable e incluye la riqueza privada, la gubernamental y la empresarial. Sin embargo, dentro de poco entrarán en juego otros factores, cuando se haya redefinido del todo la situación. Entre ellos figuran la gestión de la estrategia de crisis y la habilidad de los Gobiernos durante la fase de retirada de las medidas extraordinarias; la calidad de las instituciones, y la cohesión política y social, que determinan el margen de maniobra de los países; y los factores de innovación propios de cada país. La crisis de la COVID-19 es peculiar, en tanto que enfrenta a los Gobiernos, al mismo tiempo, a emergencias cíclicas y a imperativos estructurales.

GRÁFICO 14: MERCADOS EMERGENTES, PROPORCIÓN DEL TURISMO EN EL PIB Y LAS EXPORTACIONES



Fuentes: FMI, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

18 - Una política económica china destinada a mantener a China abierta al mundo (la "gran circulación internacional") y a reforzar al mismo tiempo su mercado local (la "gran circulación interna").



Shenzhen, China

### China: crecimiento, pero ¿a qué precio?

China habrá sido el único país del G20 que experimentará un crecimiento positivo en 2020. Con la crisis sanitaria superada, la estrategia de las autoridades chinas ha sido muy clara: volver a poner en marcha la maquinaria industrial llenando las carteras de pedidos de las empresas, gracias a la demanda pública, y asegurar su flujo de tesorería estimulando los préstamos bancarios. Prescindiendo del tipo de anuncios solemnes de 2008 y preocupándose por mantener el margen de maniobra fiscal y, sobre todo, monetario —el Banco Popular de China ya había repetido en varias ocasiones que haría todo lo posible por evitar el escollo de los tipos de interés demasiado reducidos y la trampa de la liquidez—, China se ha centrado en las soluciones que ya funcionaron en las crisis anteriores.

La postura ha dado sus frutos en el sector industrial, en que la producción experimentó una recuperación en forma de V. La vía está libre en el lado de la oferta, lo que aboga por un pronóstico de crecimiento aún más optimista. Sin embargo, en lo que respecta a la demanda, la situación es difícilmente comparable, a pesar de los discursos de Xi Jinping en los que presenta su nueva doble circulación monetaria, que tiene por objeto reducir la dependencia de China del mundo exterior, especialmente, de determinados productos estratégicos (alimentación y electrónica) que podrían verse afectados por las restricciones derivadas de las tensiones geopolíticas, y aumentar la demanda interna. Tras siete meses de contracción, las ventas minoristas registraron un crecimiento en agosto, pero mostraron una tendencia de recuperación más lenta que en Estados Unidos.



Shanghai, China

Una inversión muy robusta y un comercio exterior más resistente de lo previsto deberían compensar la poca contribución del consumo y permitirnos mantener nuestra previsión de crecimiento en el 3% en 2020, para después de acelerarse al 8% en 2021.

Sin embargo, reequilibrar el crecimiento promete ser difícil. En primer lugar, porque los consumidores siguen manteniendo la prudencia y así seguirán hasta que el sistema de protección social les sea más favorable (el seguro de desempleo, en particular); y, en segundo lugar, porque la situación geopolítica y las tensiones en torno a las transferencias de tecnología (5G y suministro de semiconductores) exigirán planes de inversión masivos. Los anuncios de Xi Jinping en las Naciones Unidas y su promesa de lograr la neutralidad del carbono para 2060 también requerirán un importante gasto público.

Sin embargo, aunque China parece estar saliendo de esta crisis con elegancia, su situación financiera se ha visto muy afectada. Se espera que la deuda total alcance el 300% del PIB en 2020 y que los préstamos incobrables de los bancos chinos aumenten a finales de año. Por supuesto, los riesgos siguen contenidos, especialmente, porque por un lado esta deuda es principalmente nacional y está denominada en moneda local y por otro lado el Banco Central de China tiene aún espacio de mejora.

Editado a 01.11.2020.

*Los economistas del Grupo Crédit Agricole S.A.  
Departamento de Análisis Económico*



**ISABELLE JOB-BAZILLE**

Chief Economist  
Administrator of CA Indosuez Wealth France

TABLA 1: PREVISIONES ECONÓMICAS PARA 2020-2021, %

	PIB, %			PRECIOS AL CONSUMO, %			DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE, % DEL PIB		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>EE. UU.</b>	2,3	-4,5	3,7	1,8	1,2	1,9	-2,4	-2,2	-2,3
<b>JAPÓN</b>	0,7	-5,7	1,6	0,6	-0,1	0,3	3,6	2,4	2,1
<b>ZONA EURO</b>	1,3	-7,5	5,4	1,2	0,2	0,8	2,9	3,1	3,2
Alemania	0,6	-5,4	5,0	1,4	0,4	1,7	7,1	6,5	6,4
Francia	1,5	-9,1	7,1	1,3	0,5	0,5	-1,2	-1,0	-1,0
Italia	0,3	-9,7	5,6	0,7	-0,3	0,2	3,0	2,6	3,1
España	2,0	-12,8	4,5	0,8	-0,3	0,2	2,0	2,0	1,9
Países Bajos	1,6	-4,6	4,2	2,7	1,0	1,1	9,9	10,4	10,3
<b>OTROS DESARROLLADOS</b>									
Reino Unido	1,5	-9,6	6,3	1,8	0,8	1,4	-3,6	-3,9	-4,7
Canadá	1,7	-5,7	4,8	1,9	0,7	1,7	-2,2	-2,1	-2,4
Australia	1,8	-6,7	6,1	1,6	1,4	1,8	0,5	-0,6	-1,8
Suiza	0,9	-6,0	3,8	0,4	-0,4	0,6	12,2	7,2	8,8
<b>ASIA</b>	5,1	-0,4	7,1	2,7	2,9	2,3	1,3	1,9	1,2
China	6,1	3,0	8,0	2,9	2,8	1,8	1,0	1,7	1,0
La India	4,9	-5,8	8,4	3,7	6,2	4,5	-0,9	1,0	-1,0
Corea del Sur	2,0	-0,9	3,4	0,4	0,4	1,2	4,3	4,2	4,0
<b>IBEROAMÉRICA</b>	0,5	-7,1	3,7	10,1	7,3	9,0	-2,0	-0,3	-0,3
Brasil	1,1	-5,1	3,4	4,3	2,1	2,9	-2,8	-0,2	-0,1
México	-0,1	-9,2	3,8	2,8	3,4	3,2	-0,2	-0,2	0,4
<b>EUROPA EMERGENTE</b>	2,0	-4,8	3,8	6,2	4,9	4,5	1,5	0,5	0,0
Rusia	1,3	-5,0	3,5	4,5	3,3	3,5	3,8	1,5	1,5
Turquía	0,9	-5,0	4,5	15,5	11,0	10,0	0,0	-2,0	-2,5
Polonia	4,1	-2,8	3,6	2,3	3,4	1,7	0,4	2,0	0,6
<b>ÁFRICA, ORIENTE PRÓXIMO</b>	0,4	-5,8	2,3	8,4	7,0	5,5	1,3	-2,9	-2,5
Arabia Saudí	0,3	-6,0	3,2	-2,1	4,3	2,1	5,9	-4,0	-2,5
Emiratos Árabes Unidos	1,7	-5,5	2,2	-1,9	-1,1	1,0	7,0	-0,3	1,1
Egipto	5,6	1,2	2,0	9,2	5,8	7,8	-3,6	-4,5	-4,0
Marruecos	2,5	-5,1	3,5	0,3	0,5	1,1	-4,1	-7,0	-4,0
<b>TOTAL</b>	2,7	-4,1	5,0	3,4	2,7	2,8			
<b>ECONOMÍAS DESARROLLADAS</b>	1,7	-6,0	4,3	1,5	0,7	1,3			
<b>PAÍSES EMERGENTES</b>	3,5	-2,6	5,6	4,9	4,3	3,9			

Fuentes: Crédit Agricole S.A., previsiones, Indosuez Wealth Management.

TABLA 2: PREVISIONES DE TIPOS DE INTERES, %

		12.2020	03.2021	06.2021	09.2021	12.2021
<b>EE. UU.</b>	Fondos federales	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	10 A	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
<b>ZONA EURO</b>	Depósito	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	10 A (Alemania)	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30
<b>DIFERENCIAL 10A VS. EUR</b>	Francia	0,35	0,30	0,30	0,30	0,35
	Italia	1,35	1,25	1,20	1,15	1,10

Fuentes: Crédit Agricole S.A., previsiones, Indosuez Wealth Management.

Previsiones a 02.10.2020.



Washington, Estados Unidos

# NUESTRO ANÁLISIS

## EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE: ¿UNA VIEJA GLORIA?

Los bajos tipos de interés estadounidenses han eliminado uno de los factores de respaldo del dólar y han reducido el coste de cobertura de los activos estadounidenses para los gestores de activos.

Desde la perspectiva riesgo/beneficio, los beneficios relativos de mantener un dólar con tendencia a la depreciación indudablemente requieren ahora un examen más profundo.

Independientemente del resultado de las elecciones presidenciales de EE. UU. en 2020, el dólar estadounidense se enfrentará de forma gradual, pero segura, a una reevaluación de su papel como moneda de reserva mundial del que ha disfrutado durante tanto tiempo. Mensualmente, el comercio internacional se liquida cada vez con menos frecuencia en dólares, a lo que se unen los bancos centrales mundiales, que continúan diversificando sus reservas de divisas con monedas distintas al dólar yendo hacia otras alternativas de moneda refugio AAA.

### TIPOS REALES EN TERRENO NEGATIVO

Aunque este cambio es una más tendencia secular que un cambio de paradigma a corto plazo, la pandemia mundial ha servido para avanzar en este día del juicio final, ya que la grave perturbación del crecimiento actualmente en curso ha obligado a la Reserva Federal a recortar sus tipos de interés a cero como respuesta. Aquí yace el catalizador, en el caprichoso mundo de las divisas basado en el atractivo del rendimiento relativo. Mientras los mercados de valores estadounidenses rugían y las rentabilidades reales estadounidenses recompensaban generosamente a los inversores en relación con el resto, los compradores estaban felices haciendo oídos sordos a las debilidades económicas subyacentes. Ahora que las rentabilidades reales de EE. UU. se sitúan en niveles negativos récord y en consonancia con todos los demás, las consideraciones macroeconómicas relativas están aflorando rápidamente.

La duda sobre cómo podrá EE. UU. seguir financiando sus déficits presupuestarios desbocados, que ya se acercan a los 27 billones de dólares y un ratio deuda/PIB del 125%, genera una gran preocupación. Cabe señalar que el coste del servicio de la deuda por sí mismo se acerca a los 700.000 millones de dólares al año. Sorprendentemente, el tipo de interés medio de los cupones se situaba en un mínimo histórico del 1,94% (en octubre), lo que no disuade en absoluto a ninguno de los partidos políticos de Washington de ser comedido con el gasto.

### UNA CUESTIÓN DE CONFIANZA

Por el contrario, aunque un posible Senado republicano suavizará los planes de gasto masivo de Biden, la COVID-19 ayudará a la próxima Administración a aumentar aún más deuda con el fin de financiar el gasto en infraestructuras para generar empleo.

Con la excepción de los fondos de ahorro de los grandes inversores de que dispone Japón, la mayoría de los gestores de fondos estatales de inversión ya han comenzado a reducir su exposición a la deuda pública estadounidense por etapas, por no mencionar al principal tenedor extranjero, China, que está encantado de mantener su todavía importante posición hasta su vencimiento y que esta sea repatriada gradualmente. Ahora que la nueva emisión de deuda del Tesoro está a punto de multiplicarse en los próximos trimestres, ¿quién absorberá la nueva oferta, aparte de la Reserva Federal? Por consiguiente, en realidad, el aumento de la deuda federal estadounidense no es una cuestión de sostenibilidad de la deuda, sino más bien de credibilidad del banco central y de confianza en la moneda.

Este punto contribuye a explicar por qué el Comité de Operaciones del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) parece dispuesto a mantener los tipos de interés a cero durante más tiempo, con una tolerancia abierta a mayores excesos de inflación. Este paradigma de dominio fiscal no es un buen augurio para la moneda de base mundial, ya que, en ocasiones anteriores, en estas fases se observó una aguda depreciación. La tentación, dado el crecimiento vacilante, es permitir que el dólar vaya bajando para mantener en casa el ahorro y el gasto indispensables de EE. UU. ¿Por qué esta vez sería diferente?

Por lo tanto, puede que sea muy pronto para suponer que la actual desinflación provocada por la pandemia se transformará de repente en una inflación galopante. Sin embargo, un cierto grado de protección preventiva de la cartera contra la inflación está despertando el interés de los inversores a largo plazo que desconfían de la creciente problemática de la deuda. Desde la perspectiva riesgo/retorno, los beneficios relativos de mantener en cartera un dólar con tendencia a la depreciación sin cobertura requieren ahora un análisis más profundo. Actualmente, los costes asociados a la cobertura de la exposición de la moneda de la cartera estadounidense nunca han sido tan reducidos, otro motivo importante para ser prudente.



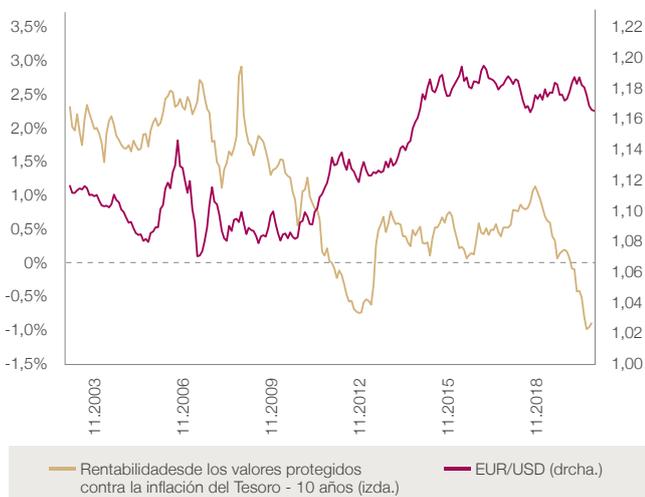
Nueva York, Estados Unidos

## EL FIN DE UNA ERA

En equilibrio y de cara al futuro, tememos que el privilegio histórico del dólar esté volviéndose frágil, lo que tal vez signifique el principio del fin por su dominancia, a medida que surgen nuevas alternativas de moneda refugio líquida después de las elecciones y en la década venidera.

Puede que los inversores se pregunten entonces qué monedas se apreciarán más frente al dólar. Por orden de convicción y preferencia, el oro es la recomendación suprema para el envejecimiento estructural de aquellas monedas con un gran volumen de emisión, las cuales han perdido la dimensión de escasez que el oro aún conserva. El problema es que el oro ya ha tenido un buen comportamiento en 2020 y, aunque mantenemos una postura optimista respecto al metal precioso, la rentabilidad parece menos atractiva de lo que era en marzo de 2020.

### GRÁFICO 15: TIPO DE INTERÉS REAL Y USD



Fuentes: Reserva Federal, Datastream, Indosuez Wealth Management. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

El euro podría beneficiarse de la salida de la crisis de la pandemia y, sin duda, la distribución de una vacuna podría ayudar a romper el nivel de resistencia de 1,20. Sin embargo, esta recomendación también sigue dependiendo de las perspectivas políticas de una región que todavía está luchando por acordar un plan de recuperación, el cual corre el riesgo de ser aplicado cuando la crisis ya ha quedado atrás. Como el yen y el franco suizo se han inflado en 2020 debido a comportamientos de aversión al riesgo y parecen vulnerables después de la COVID-19, solo nos quedan las divisas emergentes, que indudablemente se beneficiarían de la salida de la pandemia. Más allá de este horizonte, la moneda china no posee todos pero sí muchos de los atributos necesarios de una posible moneda de reserva y debería apreciarse con el tiempo, respaldada por un rendimiento real positivo, un mejor impulso macroeconómico y una balanza comercial récord (Gráfico 15).



#### DAVIS HALL

Head of Capital Markets, Asia  
Indosuez Wealth Management

# MERCADO DE CRÉDITO AMERICANO: QUIEBRAS DE LAS EMPRESAS Y SOSTENIBILIDAD DEL APALANCAMIENTO

Aunque actualmente se está debatiendo la ampliación de los programas de compra de bonos de empresas de la Reserva Federal, es evidente que han sido un instrumento poderoso para estabilizar las condiciones del mercado y reducir el riesgo de refinanciación de las empresas.

Dado el alcance de la crisis, el riesgo empresarial de “ángel caído” es un motivo de inquietud real para los inversores. Ser selectivo es crucial en este modelo de recuperación tan desigual, en particular, en aquellos sectores que se hayan visto muy afectados por las medidas de confinamiento, aunque estos también disfrutarán de los repuntes más marcados más adelante.

El riesgo de crédito se ha mantenido relativamente bien hasta ahora, dada la magnitud de la crisis, gracias al firme apoyo fiscal y monetario que ha limitado los riesgos de la refinanciación. De cara al futuro, las empresas pueden recuperarse o desmoronarse después de la pandemia. En este contexto, es crucial la selectividad.

## MERCADOS APOYADOS POR LOS BANCOS CENTRALES

Los mercados del crédito estadounidenses han seguido sorprendiendo positivamente tras la caída masiva del mercado a principios de marzo de 2020, lo que respaldaba el ímpetu positivo de los créditos de alta calificación o *investment grade*, y del alto rendimiento o *high yield*. Los diferenciales de *investment grade* y *high yield* se han recuperado hasta el mismo nivel de finales de febrero de 2020, con un potencial adicional de negociarse con un ajuste mayor una vez que se acuerde el último plan de estímulo fiscal de EE. UU.

La creación de los programas de compras de bonos corporativos de la Fed —la facilidad de crédito corporativo del mercado primario (PMCCF, por sus siglas en inglés) y la facilidad de crédito corporativo del mercado secundario (SMCCF, por sus siglas en inglés), con un total de hasta 750.000 millones de dólares— ha sido una herramienta de gran utilidad para estabilizar las condiciones del mercado y reducir el riesgo de refinanciación de las empresas. Los inversores se han convencido de que la PMCCF proporcionará un mecanismo de protección para que los emisores mantengan sus operaciones, mientras que la SMCCF favorecerá la liquidez del mercado. La SMCCF está diseñada para comprar bonos corporativos y préstamos de calificación *investment grade* y recientes ángeles caídos<sup>19</sup>, que en la práctica incluyen algunas empresas de perfil elevado en el sector del automóvil y en el aéreo.

Mientras tanto, las medidas de estímulo del Gobierno estadounidense, en particular, el programa de protección de salarios (PPP, por sus siglas en inglés) para pequeñas empresas y el subsidio de desempleo derivado de la pandemia, han contribuido a sustentar la economía y el consumo en EE. UU. Sin embargo, en la coyuntura actual, el fuerte aumento de los casos de la COVID-19 al llegar al invierno está convirtiéndose en un problema apremiante para el consumidor estadounidense y la urgencia de un estímulo mayor está aumentando.

Al otro lado del Atlántico, la caída masiva del mercado en Europa empezó a mejorar tras la rápida decisión del BCE de apoyar los mercados crediticios a una escala sin precedentes, por medio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Más tarde, el BCE amplió el

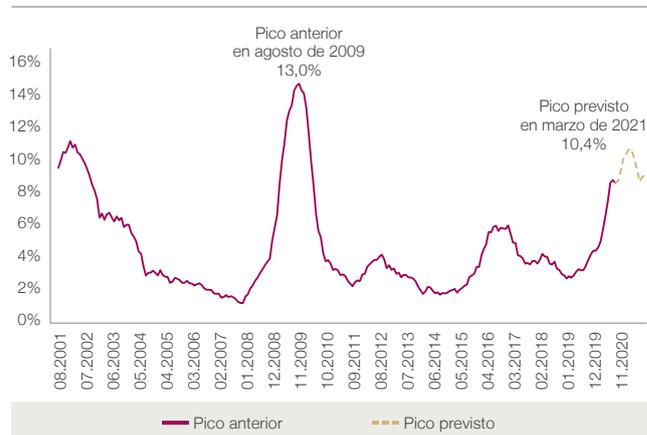
programa aumentando la dotación de las compras de bonos de 750.000 millones de euros a 1,35 billones de euros, y prorrogando el plazo hasta, al menos, el fin de junio de 2021 y reinvertiendo los pagos de capital que vencían hasta el fin de 2022.

Muchos programas de apoyo a la pandemia a escala nacional, como las prestaciones de empleo parcial y los préstamos garantizados por el Estado, han restaurado en gran medida la confianza de los consumidores, y han aliviado la presión sobre la liquidez y el riesgo de impago de las empresas. Sin embargo, todavía estamos en territorio desconocido. La reanudación de las restricciones de distanciamiento social en las ciudades europeas pesará sobre el gasto de los consumidores a corto plazo y retrasará el ritmo de la recuperación.

## ¿LOS RIESGOS DE QUIEBRA Y DE ÁNGELES CAÍDOS EMPEORARÁN A PARTIR DE AHORA?

Las agencias de calificación han estado revisando a la baja sus previsiones de tasas de impago mes a mes, dadas las políticas de apoyo del banco central, que coincidieron con el comienzo de la recuperación económica. No obstante, las tasas de quiebra podrían tender a incrementarse a partir de ahora y hasta el 1T de 2021 (Gráfico 16).

GRÁFICO 16: TASAS DE QUIEBRAS DE HIGH YIELD EN EE. UU., REALES Y PREVISTAS, DESDE 2001 HASTA LA FECHA, %



Datos a 10.11.2020.  
Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

19 - Empresa cuya calificación crediticia cae de la alta calificación crediticia (Baa3/BBB- y superior) a una calificación inferior a esta (Ba1/BB+ e inferior) debido al deterioro del crédito.

Es probable que las restricciones actuales mantengan la actividad económica muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia en los próximos meses. Más allá, la política tan acomodaticia de la Fed y el posible paquete de estímulos actuarán como catalizadores de la recuperación económica y reducirán el riesgo de incumplimiento.

Las medias históricas muestran que solo el 0,9% de las empresas BB (el segmento con menos riesgo del mercado *high yield*) quebraron durante un periodo de un año, lo que ofrece un mejor perfil de riesgo/rentabilidad en comparación con el 0,2% de las BBB (empresas de la parte baja de la alta calificación) y teniendo en cuenta la brecha de su diferencial actual frente al histórico. Las tasas de quiebra de la calificación BB también son mejores en comparación con el 4,2% del segmento B y el 24,3% del segmento CCC/C, lo que refleja la naturaleza exponencial del riesgo en el *high yield*. Además, también sugiere que la pandemia y la perturbación macroeconómica afectaron de manera desproporcionada a las empresas más débiles y con mayor apalancamiento, con una fuerte concentración en sectores como la energía, la hostelería y el ocio, y el comercio minorista.

Posteriormente, en el periodo de los últimos 15 años, el 18% de las empresas BB quebraron, todavía mucho menos del 30% que el segmento B y cuatro veces menos del 59% que el segmento CCC/C (tasas de incumplimiento acumuladas – Gráfico 17).

Aunque el número de ángeles caídos ha disminuido progresivamente a 4 en septiembre de 2020 (65 en abril de 2020), el riesgo de ángeles caídos seguirá estando presente dado el récord de emisiones de las empresas BBB. Es alentador que hayan mostrado un grado histórico de estabilidad en la clasificación crediticia, ya que solo un tercio de ellos volvió a ver rebajada su calificación en un periodo de un año, mientras que dos tercios mantuvieron la misma clasificación o la aumentaron. La tendencia ha continuado, ya que menos del 15% de los ángeles caídos han vuelto a perder calificación en los primeros cinco meses, ya que el riesgo potencial relacionado con la refinanciación no se ha materializado. La recuperación de sus diferenciales ha sido rápida, excepto en los sectores del comercio minorista, los restaurantes, los viajes y los bienes inmuebles.

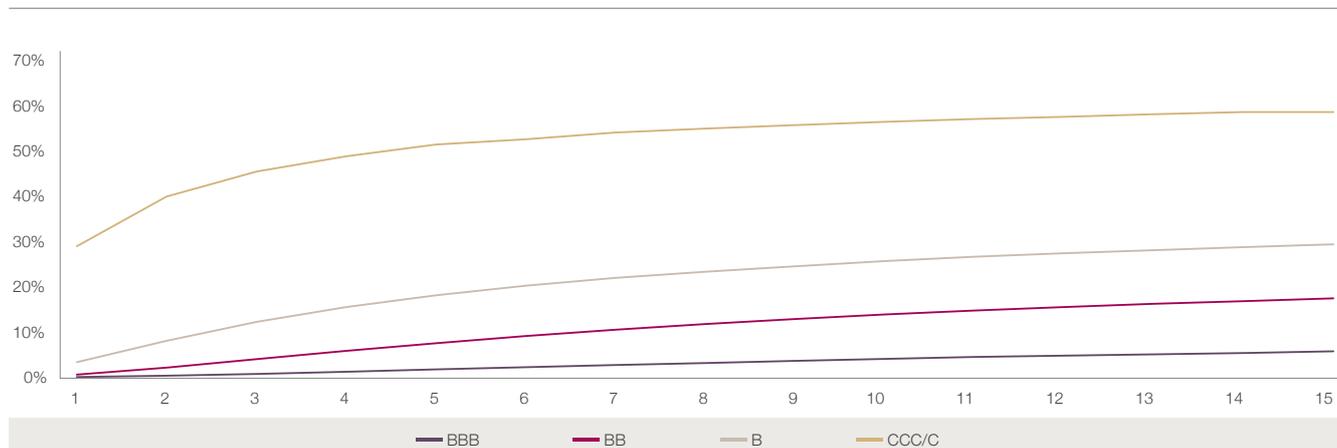
## INDICADORES TÉCNICOS MUY FAVORABLES PARA ECLIPSAR LAS INQUIETUDES DE LOS FUNDAMENTALES A CORTO PLAZO

El mercado crediticio se convirtió en una herramienta importante para que la Fed evitara el colapso del mercado. En septiembre de 2020, la Fed compró un total de 4.500 millones de dólares en bonos corporativos, una cantidad muy inferior a la capacidad máxima de 750.000 millones de dólares. Este programa ha resultado muy eficaz para mantener bajo control el riesgo de cola izquierda (riesgo de grandes pérdidas en una situación extrema). En octubre de 2020, solo el 6,7% de los bonos *high yield* estadounidenses se negociaban a niveles preocupantes por debajo de 80 centavos de dólar, un drástico descenso respecto a más del 55% del total en marzo.

Si nada cambia, la Fed no subirá los tipos de interés antes de 2023, lo que reforzará aún más un telón de fondo positivo. Los inversores han aplaudido la advertencia del presidente de la Fed, Jerome Powell, de que el riesgo de excederse en los estímulos es reducido, dado que aún queda para que finalice la recuperación económica de EE. UU. La Fed podría optar por la creatividad y recurrir a herramientas de mercado para favorecer el clima inversor. Por lo tanto, los inversores están empezando a mirar más allá de lo que podría suceder este año y ya están centrándose en 2021 y más adelante.

Es probable que los flujos de fondos que entren en el mercado *high yield* estadounidense se mantengan positivos en el segmento BB más fuerte con un balance sólido. Los fondos de pensiones y los seguros han aumentado su exposición a las empresas BB en medio de un entorno de tipos de interés muy reducidos. Muchos gestores de fondos de *investment grade* han logrado exenciones para mantener emisores BB tras la oleada de ángeles caídos producida en marzo y abril de 2020.

GRÁFICO 17: TASA DE QUIEBRAS ACUMULADAS EE. UU. MEDIA EMPRESARIAL MUNDIAL EN UN HORIZONTE DE 15 AÑOS, %



Fuentes: S&P, Indosuez Wealth Management.

## CATALIZADORES POSITIVOS PARA 2021 EN EL MERCADO DE HIGH YIELD ESTADOUNIDENSE

El anuncio de Pfizer y BioNTech sobre la eficacia del 90% de su vacuna de la COVID-19 en sus ensayos de tercera fase en noviembre de 2020 sorprendió positivamente al mercado y podría traducirse en un factor favorable para los activos de riesgo en 2021. Aunque Pfizer y otros fabricantes de vacunas aún están realizando ensayos, el anuncio representa un gran catalizador para la economía real, lo que sin duda sería positivo para los fundamentales del sector de *high yield*, que, por lo general, sale favorecido durante un repunte cíclico, unido al entorno de tipos de interés más reducidos durante más tiempo.

No obstante, la posibilidad de una reducción de los estímulos gubernamentales (en forma de una disminución del plan de gasto fiscal) en EE. UU. podría tener un impacto negativo en los activos de riesgo. La expectativa de una vacuna también podría dar lugar a múltiples oportunidades de rotación hacia los sectores cíclicos, de viajes y ocio, transporte, energía y bienes inmuebles comerciales, mientras que algunos comercios minoristas por Internet podrían salir perjudicados. La inversión residencial debería beneficiarse de la tendencia del teletrabajo, las tasas hipotecarias históricamente bajas y un cambio, posiblemente permanente, en el tiempo que la gente pasa en casa.

En el momento de escribir este artículo, el potencial de un Senado republicano parece probable y podría conducir a reformas menos drásticas de la atención sanitaria. Además, una posible vacuna beneficiaría a los operadores de este sector, incluidos los hospitales, los dispositivos médicos, y el cuidado ocular y dental, que deberían ver una normalización de su actividad y su rentabilidad en los niveles anteriores a la pandemia.

No obstante, persisten las incertidumbres y los inversores deben seguir atentos y ser selectivos dentro de los ciclos, y centrarse en la asunción de riesgos de crédito cuantificables con un alto grado de convicción en aquellas empresas que cuenten con buena visibilidad en su trayectoria de recuperación.

## EXAMEN RIGUROSO Y SELECTIVIDAD

El examen riguroso y la selectividad son cruciales en un patrón de recuperación en forma de K (o desigual). Las empresas pueden recuperarse o desmoronarse después de la pandemia.

- Los cambios estructurales en el comportamiento de los consumidores, el teletrabajo y las restricciones sociales han perturbado y también generado oportunidades;
- Los hoteles, el juego y el ocio, el comercio minorista, los servicios a los consumidores y las empresas, y los bienes de consumo duraderos en grandes artículos seguirían siendo vulnerables al riesgo de incumplimiento a corto plazo desde una perspectiva fundamental (Gráfico 18);
- Los sectores de la atención sanitaria y las telecomunicaciones han sido los grandes ganadores, y deberían seguir resistiendo independientemente del avance de la vacuna;
- Los fabricantes de automóviles con plataformas de producción adaptables y marcas de primera calidad ganarán cuota de mercado en el coche eléctrico, reforzada por el elevado consumo chino.

Por empresas, aquellas con un nivel reducido de apalancamiento financiero y operativo, y aquellas con estrategias empresariales y financieras eficaces para gestionar esta crisis se recuperarían más rápidamente por la solidez de su balance.



### SOPHIE RABRÉAUD

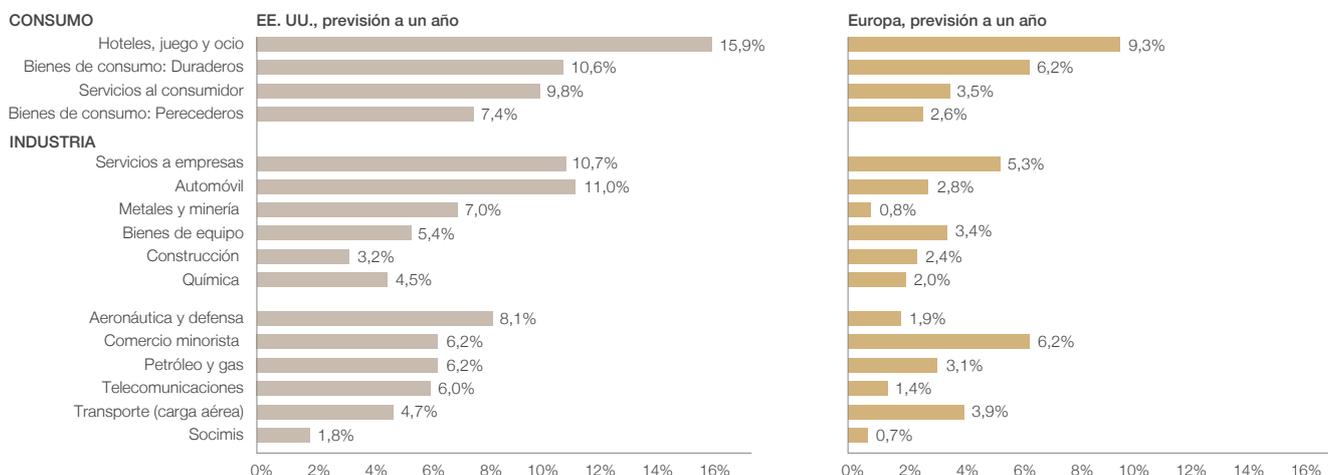
Head of Fixed Income Strategy and Research  
Asset Management  
Indosuez Wealth Management



### MAGGIE CHENG

Senior Credit Analyst  
Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 18: PREVISIÓN DE TASAS DE QUIEBRA DE UN AÑO POR SECTOR, %



Datos a 10.11.2020.  
Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

# TODAS LAS MIRADAS SOBRE EL SECTOR TECNOLÓGICO ESTADOUNIDENSE

¿Debería seguir prevaleciendo en 2021 la condición de la tecnología como ganadora de los mercados bursátiles en el contexto de la COVID-19?

Discutamos las fortalezas estructurales y las perspectivas de este sector clave con nuestro Head of US Equities.

## ENTREVISTA

CON MICHEL BOURGON, HEAD OF US EQUITY PORTFOLIO MANAGEMENT

**Global Outlook: El sector de la tecnología ha representado la mayor parte del crecimiento de los beneficios del S&P 500 durante varios años: ¿estamos asistiendo a un superciclo tecnológico, una transferencia de valor, o refleja la rentabilidad exponencial de las plataformas?**

Michel Bourgon :En términos interanuales, los beneficios de las empresas tecnológicas aumentaron más del 40%, mientras que el beneficio por acción del S&P 500, excluyendo el sector tecnológico, fueron básicamente planos. El diferencial de crecimiento entre acciones tecnológicas continúa hoy en día. Actualmente, nos encontramos en medio de la temporada de presentación de resultados del tercer trimestre y, si bien el consenso espera que el volumen de negocio del S&P 500 caiga alrededor de un 5% interanual, prevé un aumento de más del 20% en las cinco grandes empresas de tecnología (es decir, Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet y Facebook).

A la larga, las empresas de tecnología están beneficiándose tanto de un fuerte ímpetu de ventas, coherente con los cambios en nuestro comportamiento como consumidores, como de un gran nivel de rentabilidad.

Dentro de algunos segmentos, como el comercio electrónico (que no está incluido en el sector tecnológico del S&P 500, sino en el sector de consumo discrecional), de hecho estamos viendo una transferencia de valor bastante disruptiva, a expensas del comercio minorista tradicional, una tendencia que se ha ampliado claramente desde la crisis de la COVID-19. Sin embargo, en todos los sectores en su conjunto, las empresas destinan una parte cada vez mayor de sus inversiones a la informática (cerca del 40% de las inversiones no residenciales en 2020) porque son esenciales para la búsqueda de la productividad.

**GO: Dentro de la tecnología estadounidense, ¿qué áreas de innovación son actualmente las más prometedoras? ¿Qué temáticas le han gustado hasta ahora?**

MB: Dentro de nuestras estrategias, hemos priorizado tres temáticas durante varios años: la inteligencia artificial, las actividades en línea y los pagos electrónicos.

No hay duda de que hay una verdadera revolución de la inteligencia artificial en el horizonte y podría traer importantes ganancias de productividad. McKinsey estima estas ganancias de entre el +0,8% al +1,4% al año hasta 2065.

Las mayores inversiones en inteligencia artificial han sido realizadas por las grandes empresas de tecnología

Cuando hablamos de actividades en línea, puede ser que nos inclinemos a pensar en el comercio electrónico, que es y sigue siendo un tema importante, pero también incluye el teletrabajo, el *streaming*, las redes sociales, etc.

Por último, los pagos electrónicos siguen superando a las transacciones en efectivo. Indudablemente, llegará el día en que las monedas y los billetes sean obsoletos.

Un último comentario sobre estas grandes áreas de innovación: cabe señalar que ya eran muy dinámicas antes de la crisis sanitaria y esta solo aceleró su crecimiento.

En cambio, nuestras estrategias siguen menos invertidas en el sector del automóvil eléctrico, que al parecer cuenta con elevadas valoraciones y es mucho más intensivo en capital. Como consecuencia, la visibilidad en la generación de flujo de efectivo es menor.

**GO: ¿En qué sectores espera ver un riesgo significativo de perturbación? ¿Pueden las grandes empresas de tecnología expandir fácilmente sus actividades a nuevos sectores?**

MB: Si tomamos solo el ejemplo de la inteligencia artificial, ninguna de las grandes empresas de tecnología participaban inicialmente en este segmento, sin embargo, estas mismas han sido las que han realizado las mayores inversiones. Para ellas, esta es una situación ideal. Se trata de empresas muy rentables que tienen un excedente de efectivo y que ven en ello una nueva fuente de oportunidades de crecimiento.

En términos más generales, el desafío para estas compañías (y, por lo tanto, para los reguladores) se reduce a la cuestión de la monetización de los datos y la capacidad de controlar un ecosistema, como demuestra la disputa entre el editor de videojuegos Epic Games y Apple sobre el reparto de los ingresos.



Cupertino, Estados Unidos

**GO: La tecnología es algo más que las FAANG, pero estas reflejan la transición de toda la economía a lo digital y las transformaciones que están experimentando todas las empresas. ¿Cómo afecta esta tendencia a otros sectores?**

MB : Durante varios años, las ganancias de productividad han provenido principalmente de la tecnología e, indudablemente, las grandes empresas tecnológicas no son las únicas beneficiarias: la digitalización es una tendencia en todas las industrias. Tomemos el ejemplo de las finanzas. Las capitalizaciones bursátiles agregadas de Visa y MasterCard superan actualmente las de los seis bancos más grandes de EE. UU. Los dos líderes de los pagos tienen solo 38.000 empleados, frente a más de un millón de los seis principales bancos estadounidenses.

La reciente crisis de la COVID-19 ha alterado la situación. Son dos mundos enfrentados. Por un lado, algunas empresas reacias al cambio solo quieren reanudar su actividad previa al confinamiento como si no hubiera pasado nada. Por otro lado, están las empresas que ven estos cambios como una oportunidad tremenda para mejorar su productividad. Las encuestas muestran que más de un tercio de las empresas están buscando reducir sus oficinas. Este tipo de decisión podría considerarse como una simple decisión estratégica, pero las empresas que no opten por esta nueva estructura de trabajo se enfrentarán sin duda a importantes desafíos en relación con los competidores con estructuras de menor coste. Cabe señalar que los principales beneficiarios del teletrabajo y del comercio electrónico siguieron creciendo incluso después del confinamiento. Por el contrario, las acciones relacionadas con los bienes inmuebles de oficinas y de uso comercial siguen sometidos a presión. Según el experto inmobiliario Jones Lang LaSalle, la tasa de ocupación de oficinas es del 86% en EE. UU. en términos generales. En su análisis específico de Charlotte (donde se encuentran las sedes de los seis bancos más grandes del país), la tasa de ocupación de las oficinas se sitúa oficialmente en el 90% pero, en realidad, menos del 20% de los empleados ocupa actualmente su mesa.

**GO: Volvamos al modelo de plataformas. ¿De qué manera está cambiando la forma en que entendemos su rentabilidad?**

MB: Podemos definir el modelo de plataformas como la creación de un mercado o un ecosistema que tiene una serie de características, como:

- Rentabilidad exponencial una vez que se ha alcanzado el punto de equilibrio y se ha establecido una ventaja competitiva;
- Cuotas de mercado cuasi monopolísticas (el ganador se lo lleva todo);
- Grandes barreras de entrada debido a las importantes inversiones iniciales;
- Un modelo de costes basado más en inversiones fijas que en gastos recurrentes (y, en particular, coste de personal mucho más limitado);
- La capacidad de crear un ecosistema caracterizado por una modalidad de reparto de valor, que funciona en gran medida a su favor, para que un producto esté disponible en su plataforma.

Para los inversores, entender estos modelos significa ser capaces de analizar, a lo largo del tiempo, el ciclo de creación y extracción de valor de una plataforma, lo que vemos claramente en la trayectoria histórica de los resultados de una compañía como Amazon, aunque su rentabilidad provenga principalmente de la nube (Amazon Web Services).



San Francisco, Estados Unidos

**GO: ¿Ha cambiado el sector tecnológico estadounidense su modelo de negocio en la última década y cómo afecta esto a la forma en que valoramos estas empresas?**

MB: En finanzas, valoramos un activo descontando las ganancias futuras. Este método se utiliza para todo tipo de activos: bienes inmuebles, bonos y acciones. En el caso de las acciones, las ganancias futuras suelen ser muy inciertas. Sin embargo, cuando la mayor parte del negocio de una empresa se basa en un modelo de suscripción, la visibilidad de sus ganancias futuras aumenta y, por lo general, lleva a una reevaluación significativa. Estas acciones suelen denominarse “proxies de bonos” porque las ganancias generadas son “predecibles” y los niveles de los tipos de interés son claves para su valoración.

El número de empresas que adoptan este modelo está creciendo (y no solo en el sector tecnológico). La tendencia es particularmente fuerte en los programas informáticos. Tomemos el ejemplo más conocido, Microsoft: menos del 10% de sus ingresos eran recurrentes 2.000 frente a más del 60% de la actualidad. Con semejante cambio, ¿sigue siendo apropiado comparar el precio/beneficio histórico con el precio/beneficio actual?

Menos del 10%  
de los ingresos  
de Microsoft eran  
recurrentes en 2.000  
frente a más del 60%  
de la actualidad

**GO: Hablemos de las posiciones de los candidatos y de los planes de la tecnología: ¿cuáles son las conclusiones? ¿Debemos preocuparnos por el aumento de la presión política en matea de la competencia?**

MB: Debemos señalar que hace tan solo cuatro años, cuando Donald Trump salió elegido, la mayoría de los inversores identificaban el sector tecnológico como el gran perdedor potencial. Las acciones tecnológicas a menudo estaban capitaneadas por liberales progresistas, de mentalidad global, y algunos de ellos ecologistas. Habían financiado la campaña demócrata y no apoyaban el programa de Trump. Los inversores temían que Trump intentara penalizar a un sector que se consideraba demasiado poderoso y hostil respecto a su programa. Al final, el sector ha salido victorioso de los últimos cuatro años y no solo por los recortes de impuestos. En resumen, este hecho podría ser la confirmación de que las tendencias seculares que las acciones tecnológicas han capitalizado son más fuertes que el ruido político a corto plazo.

En cuanto a la reglamentación, observamos que la informática es uno de los sectores menos regulados, mucho menos que el manufacturero, la atención sanitaria y la banca. El motivo es simple: estas actividades son más recientes. La regulación es indudablemente una restricción que podría ser más estricta y que conlleva costes adicionales, por lo tanto, ejerce presión sobre los márgenes. Sin embargo, la regulación también tiene el paradójico efecto de crear barreras de entrada. ¿Podría un estudiante solo en su habitación crear la próxima gran red social si tiene que controlar todo lo que ocurre en su plataforma y cumplir con las normativas de datos personales?

Probablemente no.

Por último, si los reguladores quisieran obligar a las empresas a dividir sus negocios, esto no supondría necesariamente un riesgo sistemático para los accionistas. Por ejemplo, eBay pudo deshacerse de PayPal sin destruir el valor, todo lo contrario.

En resumen, las dos amenazas principales serían el aumento de los impuestos y los límites a su capacidad de diversificación, pero el riesgo de un ataque grave contra los líderes tecnológicos parece muy poco probable, en particular, ante los problemas subyacentes entre Estados Unidos y China.

**GO: De hecho, la tecnología ocupa un lugar central en la rivalidad entre China y EE. UU.: ¿está amenazado el liderazgo estadounidense en este ámbito, especialmente si se intensifica la presión política sobre el sector?**

MB: Tanto China como EE. UU. aspiran a ser la potencia mundial dominante en los próximos años y ello no será posible si no dominan el sector de la tecnología de la información. Las compañías tecnológicas estadounidenses siguen blandiendo este argumento ante las autoridades políticas para poner de relieve el riesgo de un mundo potencialmente dominado por las compañías tecnológicas chinas. Indudablemente, la cuestión subyacente es la confidencialidad de los datos de las personas físicas, las empresas y los gobiernos. El asunto va más allá del marco económico y es una cuestión de carácter geoestratégico que probablemente protege a las empresas estadounidenses de la fuerte tentación de regular. En resumen, para los inversores, la teoría de la dimensión estratégica de la tecnología solo se ve reforzada por esta rivalidad y la envergadura de las inversiones en este sector.

**GO: El sector tecnológico también suele ser objeto de críticas por su impacto medioambiental. ¿Puede abordar este punto y decirnos cómo lo incorpora?**

MB: De hecho, los centros de datos han sido objeto de numerosas críticas en los medios de comunicación por consumir grandes volúmenes de energía, a lo que hay que sumar que el uso de datos se ha disparado en los últimos años. Sin embargo, esta afirmación probablemente debería matizarse porque es necesario recordar que el sector de los centros de datos se ha convertido en un emisor de bonos ecológicos; también es un área en la que se han realizado avances técnicos, y se ha perseguido la eficiencia energética y la generación de energía. Es posible que los centros de datos tengan cero emisiones de carbono antes de que tengamos coches limpios. Así, hay que tener en cuenta que el sector tecnológico no se limita a las grandes compañías, sino que también incluye muchos innovadores en los campos del medio ambiente y la atención. Por supuesto, es un importante pilar de inversión.



**MICHEL BOURGON**

Head of US Equity Portfolio Management  
Indosuez Wealth Management



Shanghai, China

# PRIVATE EQUITY: LA NUEVA CARA DEL CAPITALISMO ESTADOUNIDENSE

Desde 2009, se ha obtenido más financiación del *private equity* y de los fondos de venture capital que de los mercados de valores públicos tradicionales.

El *private equity* estadounidense está firmemente asentado en la confluencia de la transformación digital, operativa y de financiación de las empresas estadounidenses: la base del capitalismo estadounidense moderno.

En los últimos 25 años, el capitalismo estadounidense se ha enfrentado a un cambio sin precedentes en su modelo empresarial de financiación y transmisión con el surgimiento secular de los mercados privados y, especialmente, del *private equity*. Sin embargo, esta transformación, a menudo desconocida, es por su magnitud un factor fundamental en la evolución de las asignaciones de activos de los inversores a largo plazo en EE. UU.

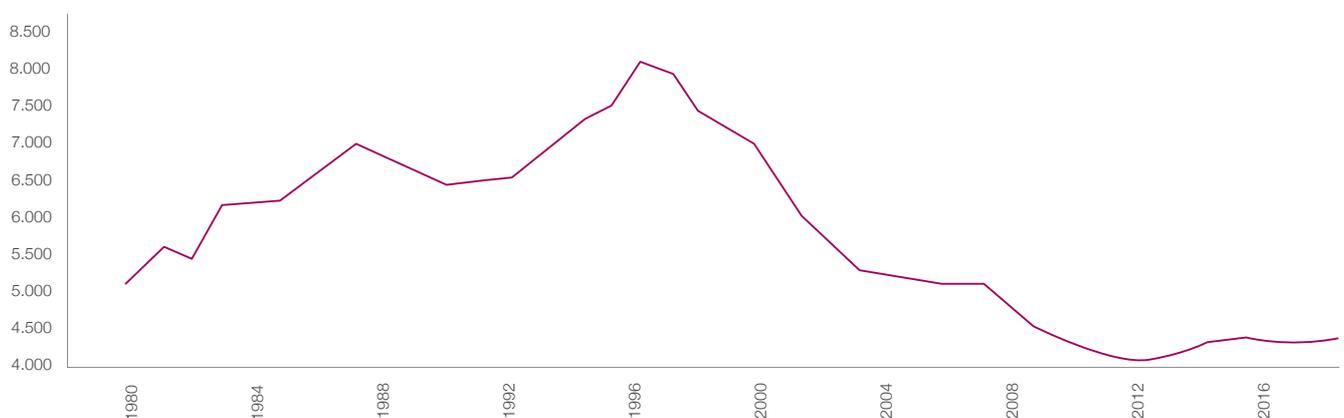
En realidad, el número de empresas estadounidenses cotizadas cayó de su máximo histórico de 7.300 en 1997 a menos de 3.700 en 2019. En el segmento de las pequeñas y medianas empresas se observa una evolución más marcada, ya que casi el 90% de estas empresas simplemente han dejado de cotizar en bolsa (Gráfico 19). En el mismo periodo, estimamos que el número de empresas estadounidenses respaldadas por el *private equity* o los fondos de venture capital aumentó de menos de 1.000 a más de 8.000. Desde 2009, se ha obtenido más financiación del *private equity* y de los fondos de venture capital que de los mercados de valores públicos tradicionales. En 2017, las empresas recaudaron cerca de 3 billones de dólares en los mercados privados en comparación con solo 1,5 billones en los mercados públicos<sup>20</sup>.

## EL VEHÍCULO PRINCIPAL PARA LEVANTAR CAPITAL

Esta transferencia masiva de fondos y activos entre los mercados públicos y privados también se expresa en las asignaciones de activos de los inversores más sofisticados, como los fondos de pensiones y de dotación estadounidenses, cuya asignación en *private equity* ha alcanzado ya el 17,2%<sup>21</sup> respecto a menos del 1% de finales del siglo pasado.

Los activos de *private equity* estadounidenses se han multiplicado por 9 en menos de 25 años<sup>22</sup> y ya han llegado casi a los 2 billones de dólares. Este crecimiento secular ha permitido el surgimiento de gigantes de la inversión con sede en EE. UU. y con presencia mundial, como KKR, Blackstone, Carlyle o Bain Capital, que controlan de hecho una parte de la economía del país y sus recursos empresariales. No es de extrañar que su estatus regulatorio, fiscal y social esté ahora sufriendo un creciente escrutinio público y sea objeto de debate en el Congreso estadounidense, así como durante la última campaña presidencial<sup>23</sup>.

GRÁFICO 19: EE. UU., NÚMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA



Fuentes: Globaleconomy.com, Indosuez Wealth Management.

20 - MorganStanley, 2020.

21 - Prequin, Alternatives Report 2020.

22 - Pitchbook, 2020.

23 - Cámara de Representantes, Sesión 11-19, "America for Sale: A examination of the practices of Private Equity" (EE. UU. en venta: análisis de las prácticas del private equity).



Chicago, Estados Unidos

Es evidente que el *private equity* simplemente se ha “adelantado” a una gran parte de las empresas medianas en crecimiento de Estados Unidos y, en particular, a su potencial de creación de valor subyacente. El nexo de unión entre Google, Facebook o Uber es el papel decisivo que ha jugado el *private equity* en su puesta en marcha y financiación. Más del 90% de las salidas a bolsa y la mitad de las retiradas de cotización afectan ya a empresas estadounidenses inicialmente respaldadas o controladas por el *private equity* y los fondos de venture capital.

## LAS VENTAJAS DEL PRIVATE EQUITY

Existen varios motivos que pueden explicar este profundo cambio. La presión de los resultados trimestrales, y la carga regulatoria y operacional de una cotización en bolsa han obligado a un gran número de empresarios a mantener la propiedad de su empresa más tiempo en manos privadas, y ello recurriendo a fuentes alternativas de financiación proporcionadas por fondos de *private equity*, en cada una de las etapas de su desarrollo. Este fenómeno es particularmente visible en las empresas tecnológicas estadounidenses, que tardan de media 12 años en salir a bolsa, frente a los 8 años anteriores<sup>24</sup>.

Mediante la aplicación de estrategias de transformación operacional, la optimización del capital empleado y la búsqueda de horizontes de inversión largos, los fondos de *private equity* estadounidenses han podido realizar inversiones que han proporcionado a los inversores rendimientos 1,2 veces superiores de media en comparación con el S&P 500 en los últimos 20 años<sup>25</sup>.

Por último, tanto la desintermediación bancaria observada desde la recesión de 2008 (con la aparición de fondos de deuda privada, cuyos saldos vivos se han triplicado) como el desarrollo del mercado secundario (que ya ha alcanzado los 80.000 millones de dólares estadounidenses en 2019 en comparación con los menos de 20.000 millones de dólares de hace 10 años<sup>26</sup>) han ofrecido a los fondos de *private equity* de EE. UU. fuentes alternativas de financiación, así como una mayor liquidez a sus inversores.

Este ecosistema, que combina fuentes de capital y financiación alternativa, una mayor liquidez y un tamaño crítico, permite al *private equity* ofrecer al capitalismo estadounidense una nueva faceta, al tiempo que se libera de los mercados de capital tradicionales y construye un círculo virtuoso de autonomía que cada vez atrae a más nuevos talentos.

El *private equity* estadounidense, por su tamaño y la difusión de su modelo, se ha asentado firmemente en la confluencia de la transformación digital, operativa y de financiación de las empresas estadounidenses. Una realidad que los inversores a largo plazo ya no pueden ignorar a la hora de construir su asignación de activos.



**OLIVIER CARCY**

Global Head of Asset Management  
Indosuez Wealth Management

24 - MorganStanley, 2020.

25 - Fuente: Preqin e Indosuez, PME Index (índice PYME).

26 - Alpinvest, 2020 Secondaries Report.



Utah, Estados Unidos

# ESCENARIO DE INVERSIÓN

La pregunta clave para los inversores en este caótico contexto sanitario y en los albores de una nueva presidencia estadounidense es si es probable que este nuevo marco cambie radicalmente las perspectivas de las principales clases de activos.

**La primera reacción podría ser plantear preguntas sobre el marco internacional:** ¿Será esta década menos polémica y más fácil de entender? ¿Se calmarán las tensiones geopolíticas y comerciales, y facilitarán a los inversores la labor de anticiparse? A este respecto, creemos que el marco que está perfilándose sigue siendo favorable, en general, a las inversiones emergentes. Es probable que una Reserva Federal acomodaticia, un dólar más débil y una presidencia menos agresiva en el frente de las tensiones comerciales faciliten que el flujo de capital vuelva a la región. Los países asiáticos también se beneficiarán de una importante recuperación del crecimiento de China que, en gran medida, determina el crecimiento en el resto de Asia. De hecho, la región de Asia-Pacífico representa casi el 50% del comercio exterior de China. Dentro de Asia, cada vez es más evidente que China está erigiéndose como la ganadora de esta terrible experiencia sanitaria y la principal beneficiaria de un cambio de tono en la Casa Blanca, aunque tampoco debemos exagerar la buena voluntad de Joe Biden respecto a este país; es probable que el cambio de estilo sea más significativo que el cambio de fondo.

**La segunda pregunta podría referirse a las implicaciones de las perspectivas de crecimiento para los inversores.** A escala mundial, el repunte del crecimiento previsto para 2021 refleja principalmente un importante efecto de base (en comparación con un año devastado por el confinamiento de la primavera de 2020), pero no debe ocultar las incertidumbres que pesan sobre esta recuperación y las debilidades agravadas por esta pandemia. Por lo tanto, la recuperación es más gradual en los países en que la pandemia sigue siendo muy activa, como Europa, y más rápida en Asia, más concretamente en China.

**La tercera pregunta podría referirse a la combinación de políticas en proceso de elaboración ante el contexto de grave recesión y recuperación incierta en todas las principales economías,** que describimos en nuestro anterior Global Outlook (segundo semestre de 2020). Dicha combinación representa una ruptura con el pasado, ya que ahora se añade una política fiscal expansiva a la política monetaria casi estructuralmente acomodaticia existente. La Fed ha revisado su política de inflación objetivo y ahora pronostica tres años sin subidas de tipos de interés, incluso si la inflación supera el 2%.

Las elecciones de EE. UU. no hacen sino reforzar esta tendencia: aunque es probable que el plan de estímulos fiscales propuesto por Biden no sea aprobado intacto por el Senado, se espera que las emergencias económicas y sociales derivadas de la pandemia den lugar a nuevas medidas fiscales.

Este entorno debería mantener los tipos de interés a corto plazo enraizados en niveles muy reducidos durante mucho tiempo y, por lo tanto, sería bastante positivo para los activos de riesgo, aunque tendrán rendimientos moderados:

- Las empresas seguirán disfrutando medidas que favorezcan su volumen de negocios y podrán seguir accediendo a la financiación de parte de su desempleo a tiempo parcial, lo que supone un apoyo para los resultados y limita el aumento de las quiebras;
- Este hecho se hace patente a partir de la temporada de presentación de resultados del tercer trimestre. Un porcentaje muy elevado de empresas publicó resultados superiores a las expectativas del mercado, aunque dichos resultados sigan siendo inferiores a los niveles previos a la COVID-19;
- Los bancos centrales seguirán proporcionando liquidez y comprimiendo las primas de riesgo de los bonos aumentando su balance y expandiendo sus programas para incluir los bonos corporativos, lo que permitirá a las empresas refinanciarse;
- Sin embargo, hay que tener en cuenta que las tasas de impago de las empresas seguirán aumentando en 2021 en varios sectores, aunque la distribución de una vacuna podría mejorar las perspectivas de riesgo; por lo tanto, este contexto es, al mismo tiempo, un motivo para que los inversores de alto rendimiento sean prudentes y una fuente de nuevas oportunidades para el segmento de la deuda con descuento;
- Los tipos de interés reducidos llevan automáticamente al alza los precios de los activos, al tiempo que incitan a los inversores del universo de la renta fija a buscar rendimiento en los activos de mayor riesgo;
- También es probable que este marco de inversión siga siendo positivo para los activos respaldados por la fácil disponibilidad de crédito barato y, en particular, en los bienes inmuebles de uso residencial.



Los Angeles, Estados Unidos

No obstante, cabe tener en cuenta un importante factor de riesgo: el riesgo de que se produzcan cambios en el sistema impositivo de las empresas y sus repercusiones en los mercados. En su plan económico, Biden ha propuesto aumentar la tasa del impuesto de sociedades en 7 puntos, con lo que elimina así parte de la reforma fiscal de Donald Trump. Estas medidas tienen pocas posibilidades de ver la luz del día, al menos en su integridad; parece más plausible que se lleve a cabo un aumento más general del salario mínimo. Este incremento podría hacer mella en la generación de beneficios de las empresas y limitar la valoración de las acciones estadounidenses, con un fuerte crecimiento de rentabilidad de los últimos años impulsado, en su mayor parte, por una política fiscal favorable y un marco monetario acomodaticio.

Otro riesgo sería que esta política económica provocara un aumento de la curva de tipos mayor de lo previsto. Un aumento moderado de los rendimientos a largo plazo como el de septiembre y octubre de 2020 no es suficiente para ocasionar un traspie del mercado, sino que podría llevar a una redistribución sectorial. Por el contrario, si la fuerza de la recuperación y la tendencia salarial (una vez que la tasa de desempleo haya vuelto a un nivel reducido) condujeran a un incremento de la inflación, aunque fuera moderado, es concebible que los inversores vendan masivamente los bonos a largo plazo. Sin embargo, existen dos motivos para adoptar una visión más matizada de este riesgo. En primer lugar, es probable que la tasa de desempleo tarde dos años en volver a su nivel de 2019, lo que podría eliminar el riesgo de inflación salarial; en segundo lugar, si un posible Senado republicano rebatiera el plan de estímulo de Biden, se reduciría la probabilidad de que el crecimiento inflacionario se acelere. No obstante, es posible que un plan de estímulo intermedio baste para reavivar la rotación del sector a principios del otoño de 2020 hacia los valores cíclicos. El asunto de la regulación de la relación crecimiento/inflación será probablemente más pertinente en 2 o 3 años, y podría volver a plantear la cuestión del control de la curva de rendimientos por parte de la Reserva Federal.

Los inversores también tienen motivos para cuestionar la sostenibilidad de la deuda soberana a largo plazo, especialmente en relación con el plan de Biden. De ser implementado, este plan continuaría ocasionando el incremento del ratio de endeudamiento de EE. UU. y obligaría a la Reserva Federal a seguir monetizando la deuda del Tesoro estadounidense, lo que ejercería una presión a la baja moderada, pero estructural, sobre el dólar. A más largo plazo, puede que otras monedas desafíen su papel como moneda de reserva primaria, como el euro o el renminbi.

Al final de un año que positivo para las acciones tecnológicas —las empresas relacionadas con el tema “quedarse en casa/trabajar desde casa”— ¿existen motivos para creer que esta tendencia continuará? ¿Logrará el nuevo presidente de EE. UU. cierto reequilibrio entre la economía física y la economía virtual? A este respecto, creemos que es probable que la amenaza antimonopolio que se cierne sobre las acciones tecnológicas haya sido exagerada y que el contexto sanitario no haga más que intensificar una tendencia estructural muy poderosa de destrucción creativa<sup>27</sup>.

Durante una fase de menor crecimiento, estas fases de destrucción creativa ayudan a acelerar la transformación del capitalismo y el *private equity* puede sacar provecho de la situación. Es probable que la necesidad de que muchos grupos cambien su modelo y enajenen sus activos, y de que otros adopten una perspectiva de inversión a más largo plazo con un diálogo productivo entre los accionistas y la dirección, favorezca esta clase de activos, popular entre los inversores institucionales y, cada vez más, entre las particulares con un elevado patrimonio.

27 - Joseph Schumpeter (1942) describe la destrucción creativa como el “proceso de mutación industrial que incesantemente revoluciona la estructura económica desde dentro, destruyendo incesantemente la antigua, creando incesantemente una nueva”.

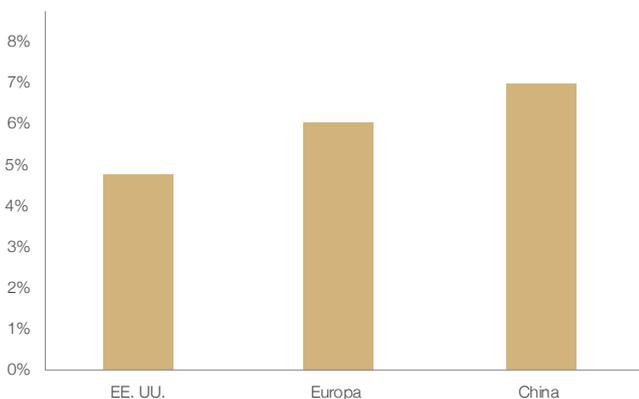


En conclusión, este entorno parece positivo para los inversores a largo plazo capaces de ver más allá de los altibajos del corto plazo y basar su asignación de activos tanto en una perspectiva realista de rendimientos más moderados a largo plazo como en la perspectiva de un crecimiento centrado en los temas seculares de transformación. Por consiguiente, la clase media emergente, la transición medioambiental, la evolución sanitaria y demográfica, y la revolución digital seguirán siendo temas clave en los que invertir a escala mundial, tal vez con un sesgo menos pronunciado hacia EE. UU. y una mayor exposición a los mercados emergentes (Gráficos 20 y 21).



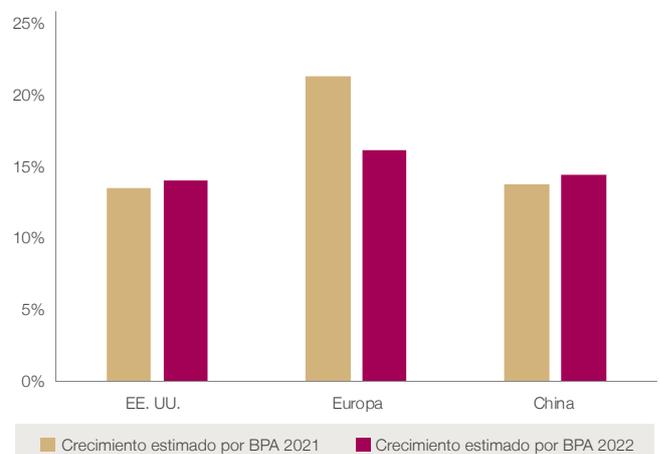
**VINCENT MANUEL**  
Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

**GRÁFICO 20: EARNING YIELDS, ESTIMACIONES PARA 2021, %**



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

**GRÁFICO 21: CRECIMIENTO ESTIMADO DEL BPA, %**



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



Nueva York, Estados Unidos

# TABLAS DE RENTABILIDADES

TABLA 3: RENTABILIDAD ANUAL DE LA RENTA FIJA, DIVISA LOCAL, %

DEUDA PÚBLICA	2016	2017	2018	2019	01.01 a 03.12.2020
Deuda pública emergente	6,29%	12,49%	-10,62%	1,88%	-0,48%
Deuda pública EE. UU.	1,11%	1,10%	1,41%	5,22%	5,75%
Deuda pública EUR	1,86%	0,39%	0,40%	3,16%	2,07%
Deuda corporativa EUR (HY)	8,14%	4,82%	-3,37%	9,55%	0,97%
Deuda corporativa USD (HY)	15,31%	6,32%	-1,48%	14,65%	2,93%
Deuda corporativa emergente	7,61%	2,84%	-6,89%	9,11%	1,95%

TABLA 4: EVOLUCIÓN ANUAL DEL TIPO DE CAMBIO, AL CONTADO, %

DIVISAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 a 03.12.2020
EUR/CHF	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,82%	-3,55%	-0,14%
GBP/USD	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,62%	3,94%	0,50%
USD/CHF	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	0,80%	-1,58%	-5,97%
EUR/USD	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-4,48%	-2,22%	6,37%
USD/JPY	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	-2,66%	-0,98%	-3,96%

TABLA 5: RENTABILIDAD ANUAL DE LAS MATERIAS PRIMAS, DIVISA LOCAL, %

MATERIAS PRIMAS	2016	2017	2018	2019	01.01 a 03.12.2020
Varilla de acero (USD/Tm)	60,46%	42,69%	-8,19%	-1,91%	10,48%
Oro (USD/Onza)	8,14%	13,53%	-1,56%	18,31%	17,11%
Crudo WTI (USD/Barril)	45,03%	12,47%	-24,84%	34,46%	-25,75%
Plata (USD/Onza)	15,84%	7,23%	-9,36%	15,32%	25,74%
Cobre (USD/Tm)	17,65%	30,92%	-17,69%	3,50%	22,77%
Gas natural (USD/MMBtu)	59,35%	-20,70%	-0,44%	-25,54%	31,66%

TABLA 6: RENTABILIDAD ANUAL DEL ÍNDICE DE RENTA VARIABLE, EXCLUYENDO DIVIDENDOS, DIVISA LOCAL, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 a 03.12.2020
20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	-6,24%	36,07%	21,08%
16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-9,27%	28,88%	14,87%
16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-10,44%	25,19%	12,10%
12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-12,48%	23,16%	9,53%
12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-13,24%	15,42%	8,11%
9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-16,31%	15,37%	1,95%
9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-16,57%	15,21%	-6,37%
8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-17,80%	13,71%	-15,19%
-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-18,71%	12,10%	-16,92%
-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-25,31%	11,20%	-24,71%

MÁS RENTABLE 

MENOS RENTABLE 

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

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



Mundo

# PRESENCIA INTERNACIONAL

## NUESTRA HISTORIA

Durante más de 140 años hemos asesorado a empresarios y familias de todo el mundo, ofreciéndoles nuestro apoyo con un asesoramiento financiero experto y un servicio personal excepcional.

A día de hoy, atendemos a todos y cada uno de nuestros clientes con un enfoque individualizado, ayudándoles a construir, proteger y transmitir su riqueza.

Nuestros clientes son el reflejo de un servicio verdaderamente personalizado que, al unirse a la solidez financiera y la experiencia adicional del Grupo Crédit Agricole, uno de los diez bancos más importantes a nivel global, se traduce en un enfoque único para crear valor para los empresarios y las familias de todo el mundo.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

En Indosuez Wealth Management unimos una tradición de un valor excepcional, basada en las relaciones a largo plazo, con la experiencia financiera y nuestra red internacional:

## AMÉRICA

### MIAMI

600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor  
Miami, FL 33131 - EE. UU.  
T. +1 305 375 7800

### MONTEVIDEO

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576  
Av. Luis A. de Herrera 1248,  
11300 Montevideo - Uruguay  
T. +598 2623 4270

### SÃO PAULO

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3º andar,  
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132 - Brasil  
T. +5511 3896 6300

## ASIA PACIFICO

### HONG KONG RAE

29<sup>th</sup> Two floor Pacific Place, 88 Queensway - Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

### NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata  
98800 Numea - Nueva Caledonia  
T. +687 27 88 38

### SINGAPUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
Singapur 068912  
T. +65 64 23 03 25

## EUROPA

### BRUSELAS

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg  
1000 Bruselas - Bélgica  
T. +32 2 566 92 00

### GINEBRA

Quai Général-Guisan 4  
1204 Ginebra - Suiza  
T. +41 58 321 90 90

### LUXEMBURGO

39, Allée Scheffer  
2520 Luxemburgo  
T. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - España  
T. +34 91 310 99 10

### MILÁN

Piazza Cavour 2  
20121 Milán - Italia  
T. +39 02 722 061

### MÓNACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Mónaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARÍS

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 París - Francia  
T. +33 1 40 75 62 62

## ORIENTE MEDIO

### ABU DABI

Zahed The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center  
Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor,  
PO Box 44836 Abu Dabi  
T. +971 2 631 24 00

### DUBÁI

The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road  
PO Box 9423 Dubái  
T. +971 4 350 60 00

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

# GLOSARIO

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

**AEVM:** Autoridad Europea de Valores y Mercados.

**ASG:** criterios ambientales, sociales y de gobernanza.

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

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

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

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

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

**BPA:** Beneficio Por Acción.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**FMI:** Fondo Monetario Internacional.

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

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

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

**GEI:** gases de efecto invernadero.

**High yield o alto rendimiento:** categoría de valores de renta fija, también denominada "bonos basura" cuya calificación es inferior a los bonos con alta calificación crediticia (por lo que abarca todas las calificaciones inferiores a BBB- en la escala de Standard & Poor's). Por lo general, a menor calificación, mayor rendimiento, ya que el riesgo de impago es mayor.

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

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

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

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

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

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

**ISR:** inversión sostenible y responsable.

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

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

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

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**OMC:** Organización Mundial del Comercio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Global Outlook" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

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

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

- En Bélgica: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- En Italia: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con domicilio sito en Piazza Cavour 2, Milán (Italia), inscrita en el registro de bancos gestionado por Banca di Italia con el número 5412, código fiscal, Registro Mercantil de Milán, identificación de IVA n.º 09535880158, Repertorio Económico Administrativo número MI-1301064.
- Dentro de la Unión Europea: la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- En Mónaco: la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341.
- En Suiza: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- En Hong Kong SAR: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (inversores profesionales) (Cap. 571D)).
- En Singapur: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-G07 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- En Dubái: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- En Abu Dabi: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed – The 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- En Miami: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). Es posible que la oferta de determinados valores que puedan estar mencionados en la Guía Informativa no se haya registrado de acuerdo con lo dispuesto en la Ley de valores estadounidense (Securities Act) de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América.
- En Brasil: esta Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>er</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrita en el CNPJ/MF con el número n.º 01.638.542/0001-57.
- En Uruguay: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo (Uruguay). La Guía Informativa no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. La Guía Informativa se distribuye con carácter privado. La Guía Informativa y los productos que puedan mencionarse en ella no han sido revisados ni aprobados por el Banco Central del Uruguay, ni están registrados en él ni en ninguna otra autoridad reguladora uruguayana.

La Guía Informativa 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 30.11.2020.