

GLOBAL OUTLOOK 2020

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – 2S 2020

DOCUMENTO DE PROMOCIÓN COMERCIAL

COMBINACIÓN DE POLÍTICAS TRAS LA COVID-19: ¿UN CAMBIO DE RÉGIMEN?



FOCUS

POLÍTICAS ECONÓMICAS AGRESIVAS

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

RECUPERACIÓN PROGRESIVA

ÍNDICE

4 RESUMEN EJECUTIVO

¿HACIA UN CAMBIO DE RÉGIMEN?

7 FOCUS

7 SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DESPUÉS DE LA COVID-19
10 COMBINACIÓN DE POLÍTICAS, GOBERNANZA Y COORDINACIÓN
12 COMBINACIÓN DE POLÍTICAS EN LA ZONA EURO
14 QUÉ HAY QUE ESPERAR DESPUÉS DE LA PANDEMIA

17 PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

17 LA ECONOMÍA MUNDIAL EN CRISIS
20 ESTADOS UNIDOS Y SUS ELECCIONES CRUCIALES
24 CHINA Y LA REGIÓN ASIA-PACIFICO
27 ZONA EURO
28 LATINOAMÉRICA
30 ORIENTE MEDIO

33 IMPLICACIONES PARA LAS CLASES DE ACTIVOS

33 MERCADOS DE RENTA FIJA
34 MERCADOS DE RENTA VARIABLE
35 MERCADO DE DIVISAS
36 SECTOR INMOBILIARIO
37 CAPITAL RIESGO, SEGURO DE VIDA

39 TABLAS DE RENTABILIDADES

40 ESPECIALISTAS GLOBALES

41 PRESENCIA INTERNACIONAL

42 GLOSARIO

RESUMEN EJECUTIVO



VINCENT MANUEL
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

¿HACIA UN CAMBIO DE RÉGIMEN?

"Aquellos que no recuerdan el pasado están condenados a repetirlo" - George Santayana

El año 2020 tal vez se recuerde como una fecha histórica en los libros de historia de este siglo, no solo por los devastadores efectos económicos de la actual pandemia, que ha puesto freno a una década de crecimiento, sino también por el nuevo régimen económico que ahora está gestándose.

Así, la respuesta sin precedentes de los Gobiernos y los bancos centrales ante la crisis de la COVID-19 representa una ruptura respecto a la combinación de políticas que hemos conocido en las últimas décadas. En esta terra incognita, las comparaciones abundan y podemos encontrar puntos de semejanza con los años treinta (el New Deal), el periodo de la posguerra (la extensión del Estado providencia) y los años setenta. Sin embargo, en los últimos años ya habían empezado a surgir algunos factores de cambio.

En la zona euro, la doctrina del rigor ya había dado lugar a una Comisión Europea más inclinada a aceptar la expansión fiscal ante el riesgo populista y las tensiones sociales, siempre que se combinara con reformas estructurales. En 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) admitió haber subestimado el efecto recesivo de la austeridad. Más recientemente, la estrategia económica de Emmanuel Macron en 2017 también marcó una ruptura con respecto a las dos presidencias anteriores, con una política económica más centrada en las reformas destinadas a impulsar el crecimiento que en las políticas tradicionales de recortes presupuestarios.

La combinación de políticas también había evolucionado en Estados Unidos, donde puede hablarse de una aceleración del intervencionismo monetario y fiscal más que de un cambio real; la Administración Trump nunca fue partidaria del rigor presupuestario y la Reserva Federal inició un cambio de régimen

a partir de su primera flexibilización cuantitativa de 2008, que marcó la entrada de la monetización de la deuda.

Además, el incremento de la desigualdad se había convertido en un motivo de preocupación reconocido en lugares tan lejanos como Davos y Estocolmo, tal como se refleja también en el número de premios Nobel concedidos a economistas de esta escuela de pensamiento tras décadas de dominio de la escuela neoclásica. "¿Qué demuestra la historia de las ideas sino que la producción intelectual se transforma con la producción material?", escribió Karl Marx.

El tema de la "globalización feliz" ha sido objeto de crecientes críticas desde la perspectiva del cambio climático y la desigualdad social que contribuye a acelerar, y la urgencia de la lucha para contener el calentamiento global ya estaba inspirando reflexiones sobre la necesidad de una "flexibilización cuantitativa verde" monetaria, o un "New Deal verde" fiscal.

Sin embargo, la crisis de la COVID-19, por la magnitud de la conmoción que está generando, el alcance de la respuesta que implica y las consecuencias duraderas sobre nuestra trayectoria de la deuda, es probablemente el catalizador de una aceleración dentro de un cambio de régimen, que ahora es más aceptado, está más claramente definido y al que se aspira. También en este caso, la comparación con las peores recesiones del siglo pasado ha inspirado a los Gobiernos a tomar medidas sin precedentes en cuanto a tamaño y, en algunos casos, a innovación. Sin embargo, existe una paradoja en esta novedad que nos lleva a un régimen de política económica y a una escuela de pensamiento más cercana a la de la segunda mitad del siglo XX, al menos en el aspecto fiscal.

INTERVENCIÓN COORDINADA

Este cambio es especialmente visible en el aumento de los déficits y el consiguiente aumento de la deuda, resultado del mayor intervencionismo de los Gobiernos, que les lleva a apartarse más de la regla de oro de la política fiscal y refleja un fuerte pragmatismo ante una situación muy adversa, así como un nuevo consenso ideológico. Inevitablemente, todo ello lleva al asunto de la sostenibilidad de la deuda. La ecuación financiera del Gobierno después del confinamiento vuelve a plantear la cuestión de la coordinación de la combinación de políticas, ya que la función de los bancos centrales es, cada vez más, monetizar la deuda y mantener los tipos de interés lo suficientemente bajos como para que sea sostenible. En resumen, lo implícito se ha vuelto explícito y la ampliación gradual del ámbito de intervención del Banco Central Europeo, lejos de la visión inicial de una institución monetaria común siguiendo el modelo del Bundesbank, sin duda es lo que molesta en parte al Tribunal Constitucional alemán. Declarar y repetir "cueste lo que cueste" se reduce a reconocer que no se tiene en cuenta el principio de proporcionalidad entre las decisiones y los objetivos.

LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN DUDA

Más allá del caso del BCE, la cuestión es la independencia de los bancos centrales cuando se eliminan las fronteras entre las políticas fiscales y monetarias. Es probable que no volvamos al régimen del banco central de los años sesenta y, además, su poder es ahora demasiado grande como para pensar que pueda ser controlado políticamente. Sin embargo, está formándose una nueva relación que tiene sus raíces en la primera flexibilización cuantitativa de 2008. La característica principal de esta nueva alianza entre la política fiscal y la política monetaria es una interdependencia muy firme y una estrecha coordinación, con medidas cruzadas reiteradas para lograr una mayor actuación. En última instancia, los responsables de los bancos centrales caminan por una especie de cuerda floja, buscando el equilibrio entre mantener la distancia adecuada con los Gobiernos, conservar su credibilidad —lo que requiere una política independiente guiada por normas— y mantener la confianza en la deuda pública, que implica la monetización duradera de los déficits.

COMPARTIENDO RESPONSABILIDADES

También se planteará la cuestión del desglose del esfuerzo fiscal. Tras este marcado incremento de los déficits vinculados a la pugna de los Gobiernos por contrarrestar el impacto de las medidas de confinamiento que ellos mismos decidieron adoptar, es posible que no apliquen el mismo tipo de ajuste del gasto que hace 10 años, debido al impacto que este tuvo sobre el crecimiento, además de su coste político y social. Es probable que la respuesta implique parcialmente aumentos de impuestos en las principales economías. El desglose del esfuerzo va más allá de la cuestión fiscal y se basa también en el aspecto de la distribución y del valor añadido. Sin volver a la regulación social, y la indexación de los salarios y los precios de la década de los sesenta, una distribución más equilibrada de las ganancias de

productividad podría allanar el camino para lograr un crecimiento más autosuficiente y una combinación más robusta de consumo e inversión, algo que los tipos de interés negativos no han podido reactivar en la última década. Esta situación podría dar lugar a un ritmo de inflación más cercano al de las dos décadas anteriores, en particular, si la convergencia del nivel de vida de los países de mercados emergentes reduce la presión sobre los salarios.

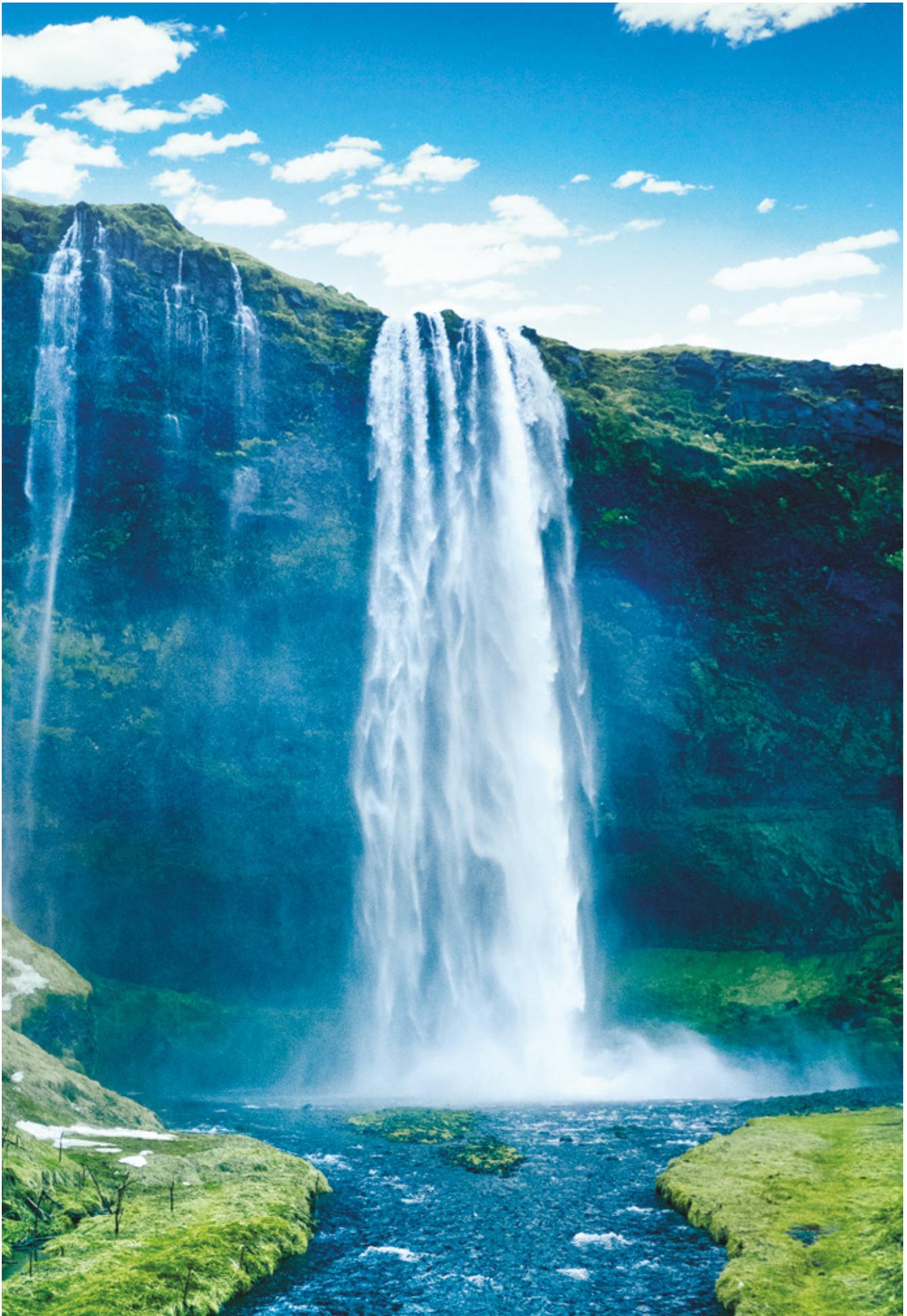
EL SISTEMA INTERNACIONAL

El mundo después de la COVID-19 no marcará el final de la globalización, pero podría estar caracterizado por cinco cambios: una relación más tensa entre China y Estados Unidos, la evolución de las cadenas de valor, un crecimiento más impulsado por el crecimiento interno que por el comercio internacional, fuertes presiones proteccionistas y el impacto del carbono, con una importancia cada vez mayor en los costes de transporte y en la optimización internacional de los emplazamientos de producción alejados de los mercados de distribución.

Por último, los cambios en el régimen económico han dado lugar históricamente a cambios en los sistemas cambiarios (el patrón oro desde 1879 hasta la Primera Guerra Mundial, las zonas monetarias de los años treinta, el sistema de Bretton Woods a partir de 1944 y el fin de la convertibilidad oro/dólar en 1971). Existe una gran incertidumbre asociada a los posibles panoramas de una reconfiguración de nuestro régimen de moneda flotante. Un factor clave del periodo en el que estamos entrando es probablemente el hecho de poner en duda el valor de las divisas frente al oro si todos los bancos centrales aumentan el tamaño de sus balances. La segunda característica de este nuevo paradigma será posiblemente la aceleración del ascenso del yuan a la condición de moneda de reserva e incluso de moneda de referencia para otras monedas de la región. En este contexto, el euro continuará siendo una moneda de reserva, pero seguirá estando a merced de la mejora de la coordinación fiscal y la perpetuación del papel asumido por el BCE en una zona monetaria aún incompleta.

Tanto el mundo después de la COVID-19 como la combinación de políticas resultante tienen un aspecto más complejo para los inversores. Las expectativas de rentabilidad a largo plazo se verán afectadas por un fenómeno de "represión financiera" en la renta fija (persistencia de los tipos de interés reducidos) y la renta variable (rentabilidades afectadas por haber puesto en entredicho los dividendos y el riesgo de un incremento de los impuestos a medio plazo). En este contexto, es probable que aumente la polarización de los mercados bursátiles y que el dominio los gigantes de la tecnología sea aún mayor.

En resumen, el régimen de combinación de políticas al que nos dirigimos no es el de los años treinta, el del periodo de posguerra ni el de los años setenta. Consistirá tanto en innovaciones monetarias como en elementos tomados de la filosofía fiscal de las décadas anteriores, pero dentro de un marco globalizado renovado y marcado por una aceleración del cambio tecnológico y climático. Este régimen solo será sostenible si logra gestionar la salida de la crisis y su consiguiente montaña de deuda; como escribió Alexis de Tocqueville, "cuando las grandes revoluciones tienen éxito, sus causas dejan de existir y el hecho mismo de su éxito las ha hecho incomprensibles" (*El Antiguo Régimen y la Revolución*).



Seljalandsfoss, Islandia

FOCUS

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DESPUÉS DE LA COVID-19

Los planes de apoyo fiscal sin precedentes anunciados desde el mes de marzo de 2020 darán lugar a un aumento significativo del ratio deuda/PIB en la mayoría de países, probablemente, dentro un rango de entre 5 y 25 puntos a fin de 2020 (Gráfico 1), debido al incremento de los déficits derivados de la caída de la actividad económica este año. Obviamente, esta cuestión plantea interrogantes en cuanto a la sostenibilidad de la deuda soberana a largo plazo en un entorno en el que los inversores temen que haya otra crisis como la de 2011 en la zona euro, aunque la combinación de políticas y la gama de instrumentos de política monetaria hayan evolucionado mucho desde entonces.

¿Existe un nivel de riesgo relativo al ratio deuda/PIB?

Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, en su libro titulado *This time it's different* (Esta vez es diferente) (2009) y su artículo *Growth in a time of debt* (Crecimiento en tiempos de deuda) (2010), sostienen que, para niveles de deuda superiores al 90% del PIB, los Gobiernos corren un riesgo mayor de ver una disminución duradera en el crecimiento del PIB y perder el control del ratio deuda/PIB y, en algunos casos, de la inflación. La norma básica de la sostenibilidad del ratio deuda/PIB se expresa por medio de la diferencia entre el tipo de interés real (es decir, corregido por la inflación) y la tasa de crecimiento económico.

En determinadas configuraciones, el incremento de la deuda provoca un aumento de la desconfianza de los mercados, lo que genera una subida del tipo de interés al que se financia el país en cuestión que se traduce automáticamente en un deterioro de los balances presupuestarios que requiere ajustes fiscales dolorosos para el crecimiento: este fue el caso de varios países del Sistema Monetario Europeo (SME) en los años noventa y de los países del sur de Europa a partir de 2011.

El caso específico de los países emergentes puede llevar a un dilema de política monetaria entre un ajuste fiscal recesivo y la pérdida simultánea del control de la inflación y de la moneda;

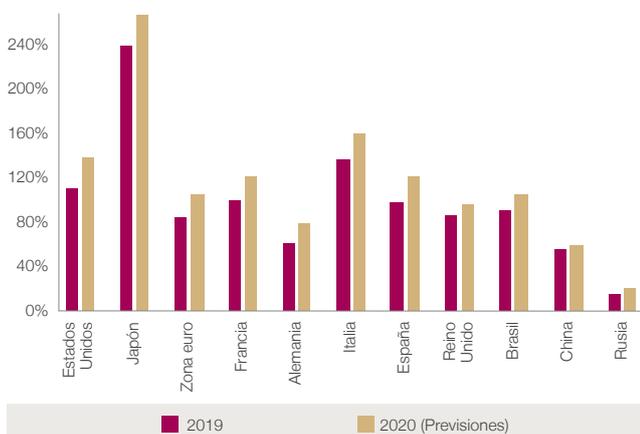
este riesgo aumenta cuando una parte importante de la deuda está denominada en dólares y se mantiene en el extranjero, como ocurrió durante la crisis asiática de 1997 o, más recientemente, en el caso de la Argentina.

No obstante, el reducido crecimiento de la zona euro en el decenio posterior a la crisis financiera de 2008 se explica tanto por las medidas de austeridad fiscal impuestas por las normas presupuestarias de la Unión Europea (UE) como por la necesidad de controlar el impacto del aumento de la deuda sobre la curva de tipos. En el caso de los países del sur de Europa, la situación ya es difícil de controlar, no solo por la combinación de los tipos de interés reales y el crecimiento, sino también con respecto a los efectos recesivos de los ajustes fiscales que deterioran aún más esta dinámica, con un efecto multiplicador subestimado; esto es lo que provocó que la actuación del BCE a partir de 2012 y, especialmente, a partir de 2015 fuera inevitable.

El papel de los bancos centrales y el impacto de las compras de deuda soberana sobre la curva de rendimientos cambian efectivamente la situación en lo relativo a la sostenibilidad. Por ejemplo, la experiencia de Japón, Estados Unidos y Europa en los últimos 10 años pone de relieve una ruptura en la relación entre los niveles de deuda y el tipo de interés: el diferencial del precio de la deuda de Francia con respecto al de Alemania sigue siendo bastante moderado, aunque Francia tenga una relación deuda/PIB del 100% y este año llegue a superar este nivel de manera muy significativa. La Administración de Trump implantó una reforma fiscal que condujo a un fuerte aumento de la deuda del país sin que sus efectos se notaran en la curva de tipos de EE. UU. más allá de lo que puede explicarse por las subidas de tipos realizadas por la Reserva Federal estadounidense (Fed) en 2018.

En cualquier caso, este marco tan transformado plantea la cuestión de la pertinencia del nivel de deuda/PIB y el crecimiento en el Pacto de Estabilidad definido en el Tratado de Maastricht cuando el mundo era muy diferente al actual en lo que respecta a los tipos de interés, la inflación y la política monetaria.

GRÁFICO 1: RATIO DEUDA/PIB, %



Fuentes: FMI, OCDE, Indosuez Wealth Management.

¿Qué factores afectan a la sostenibilidad de la deuda?

Los ejemplos de la zona euro, Japón y Estados Unidos demuestran que la sostenibilidad de la deuda depende, sobre todo, del nivel del tipo de interés que se paga por ella, por parte de los Bancos Centrales. En lugar de provocar una subida de los tipos de interés, el aumento de la deuda pública ha obligado a los bancos centrales a mantener un entorno de tipos de interés reducidos, precisamente para que la deuda sea sostenible muy por encima del umbral del 100% del ratio deuda/PIB.

Por lo tanto, la naturaleza de la política monetaria desempeña un papel importante en la sostenibilidad de la deuda. Mientras que, en Japón, la curva de tipos está totalmente controlada por el banco central, en Europa, la incertidumbre relativa a la capacidad o la voluntad del Banco Central Europeo (BCE) de respaldar la deuda de los Estados miembros por medio de su política de

compra de activos es precisamente lo que llevó al marcado incremento de la prima de riesgo de la deuda italiana en el primer trimestre de 2020. El brote de la COVID-19 que está asolando Europa desde febrero provocó un nuevo episodio de tensión en los diferenciales de Italia, lo que sin duda contribuyó a la decisión del BCE de anunciar un aumento masivo de sus compras de activos por un importe de 750.000 millones de euros. Por lo tanto, los principales países están haciendo todo lo posible para que el incremento de la deuda no provoque un aumento de los diferenciales de financiación de los Estados.

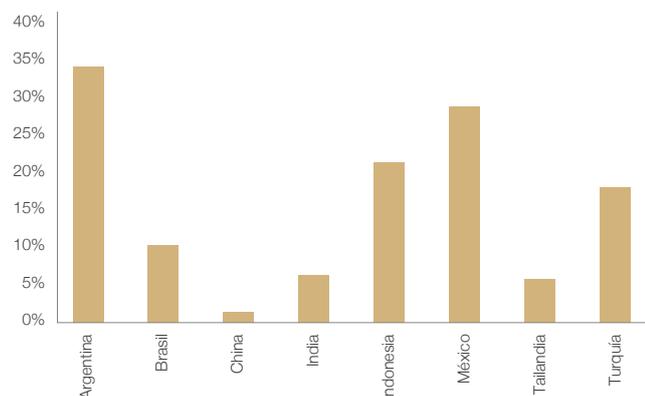
Todo esto es válido siempre y cuando el marco político y la trayectoria financiera sean discernibles. En Italia, durante los tres últimos años, el nivel de incertidumbre política y los desacuerdos entre el anterior Gobierno y la Comisión Europea fueron los responsables del aumento de los diferenciales y no los niveles de deuda en Europa. La facilidad para discernir la trayectoria fiscal también desempeña un papel importante en la confianza que deposita el mercado en un país por medio del nivel de la prima de riesgo; este es el objetivo de las normas presupuestarias y los programas de estabilidad a tres años que los Estados miembros han presentado a la Comisión Europea.

Por último, como se ha mencionado anteriormente con respecto a los países emergentes, la denominación de la moneda (Gráfico 2) y la estructura de tenencia de la deuda (Gráfico 3) tienen un impacto significativo en su sostenibilidad, lo que puede verse reflejado en el grado de tensión de la moneda, en particular, en los países cuya moneda no sea una moneda de reserva y aquellos en que una crisis de la deuda puede ir seguida de una crisis monetaria. El porcentaje de deuda de un país que se mantiene a nivel interno (Gráfico 4) y su nivel de reservas monetarias son, desde este punto de vista, dos factores fundamentales para garantizar la resistencia de la economía ante un nivel de deuda equivalente. Con ello se explica en parte, por ejemplo, por qué el mercado considera que la deuda pública de China es sostenible.

¿El aumento de la deuda soberana acumulada este año obstaculizará el crecimiento?

Como se ha mencionado anteriormente, en los últimos diez años, en la zona euro ya se ha planteado la cuestión de las posibles repercusiones del importante nivel de deuda sobre el crecimiento. Dentro de la zona euro, los países más endeudados

GRÁFICO 2: DEUDA EXTERIOR/RNB, %*



* Valor actual de la deuda exterior en USD expresado en % de la Renta Nacional Bruta. Fuentes: Banco Mundial, datos de 2018; Indosuez Wealth Management.

son también los que han registrado las peores tasas de crecimiento, lo que refleja la carga que supone el pago de la deuda y el desapalancamiento para el crecimiento futuro de un país que acumula deuda. El peso del pago de la deuda restringe el gasto, las transferencias y la inversión del Gobierno si el país quiere controlar su ratio déficit/PIB, lo que conllevará que se transfiera riqueza de una década a otra e incluso entre dos generaciones.

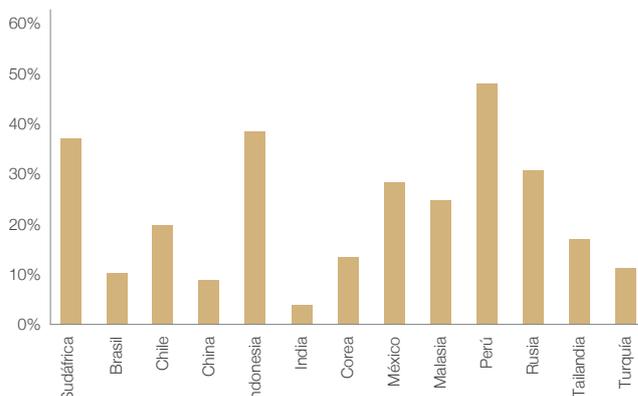
El pago de la deuda lastra el crecimiento potencial cuando obliga a los Gobiernos a tomar decisiones presupuestarias que pueden afectar no solo al ciclo, sino también al crecimiento a largo plazo, por ejemplo, reducir el gasto en educación, investigación, sanidad o infraestructuras, que es el que contribuye a impulsar la tasa de crecimiento y el nivel de vida de la generación siguiente. Todo ello depende también de si las partidas a las que se asignó la deuda adicional son gastos o si contribuyen a un tipo de inversiones que aumentarían el crecimiento potencial.

También podemos tener presente que los programas de apoyo masivo anunciados por los principales países en la primavera de 2020 tienen por objeto evitar la destrucción de capital productivo; desde este punto de vista, contribuyen a evitar que una perturbación temporal se convierta en estructural, con lo que mantiene así la senda de crecimiento, que se habría visto afectada de manera más duradera si no se hubieran adoptado medidas de apoyo.

¿El nivel de deuda pública en manos de los bancos centrales cambia la forma de medir la sostenibilidad?

El aumento de los ratios de deuda/PIB por encima del 100% en la mayoría de los países de la OCDE conduce inevitablemente a la cuestión de su reembolso futuro. Sin embargo, podemos preguntarnos sobre el tratamiento de la parte de la deuda pública que está en manos de los bancos centrales: ¿sigue siendo deuda o es dinero? Si los bancos centrales no reducen su balance y reinvierten los activos que vencen en la deuda de sus respectivos Gobiernos, cuyos cupones son ganancias para los bancos centrales (y, por lo tanto, los recibe el Gobierno), podríamos considerar de facto que esta deuda es creación de dinero.

GRÁFICO 3: TITULARIDAD EXTRANJERA DE LA DEUDA EN MONEDA LOCAL, %



Fuentes: Datastream, BIS, Banco Mundial, FMI, Indosuez Wealth Management.

En consecuencia, teóricamente podríamos recalcular los ratios de deuda/PIB de Japón, Estados Unidos y Europa restando la cantidad en poder de los bancos centrales si podemos estar seguros de que estos no darán marcha atrás en su flexibilización cuantitativa ni en la expansión de sus balances. Sin embargo, implicaría dos cosas: que los programas de compras de activos sean permanentes y que se haya asumido la monetización de la deuda pública.

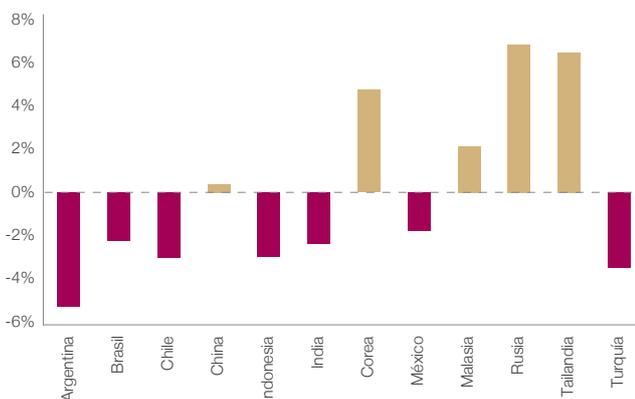
Este último punto es objeto de debate en la zona euro, ya que los estatutos del Banco Central Europeo (BCE) no permiten la financiación directa de los Estados miembros, y también fue objeto de procedimientos iniciados ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (CJEU) y el Tribunal Constitucional alemán en Karlsruhe. En este contexto, podemos considerar que la persistente doble incertidumbre sobre la durabilidad del apoyo monetario y la solidaridad presupuestaria justifica la tenacidad de las primas de riesgo en varios países de la zona del euro y refleja exactamente las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda.

¿El aumento de la deuda pública genera un riesgo inflacionario?

Históricamente, ha habido ocasiones en que las crisis de la deuda han provocado un aumento de la inflación; además de los casos mencionados anteriormente de las crisis monetarias de los países emergentes, que generan una inflación importada, la inflación ha sido la solución para reducir el peso de la deuda sin tener que incurrir en impago, mejorando la relación entre el tipo de interés real y el crecimiento.

La cuestión volvió a surgir durante la flexibilización cuantitativa de la Fed, aplicada a partir de 2008, basándose en la convicción monetarista de que un aumento de la oferta monetaria conduce inevitablemente a un aumento de la inflación. En este análisis, si la deuda pública se monetiza, el incremento de esta deuda debería llevar a una mayor inflación, algo que no se ha observado en los últimos diez años, más caracterizados por la inflación de los precios de los activos por el efecto automático de los tipos de interés reducidos. El origen de la débil inflación parece estar más anclado en factores estructurales y el BCE no ha logrado llevar la inflación a su objetivo, por lo que podemos descartar esta

GRÁFICO 4: BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, % PIB



Fuentes: Banco Mundial, datos de 2018; Indosuez Wealth Management.

perspectiva a corto y medio plazo. Es probable que un aumento de la inflación provenga más bien de un cambio más estructural de la globalización o de la distribución del valor añadido.

En cualquier caso, ya sea por medio la inflación o manteniendo los tipos de interés en un nivel reducido, la ecuación del aumento de la deuda pública parece conllevar una transferencia a expensas de los ahorradores, un tema de represión financiera que ha suscitado un fuerte debate en Alemania en relación con la política del BCE.

¿Subirán los impuestos después de la pandemia?

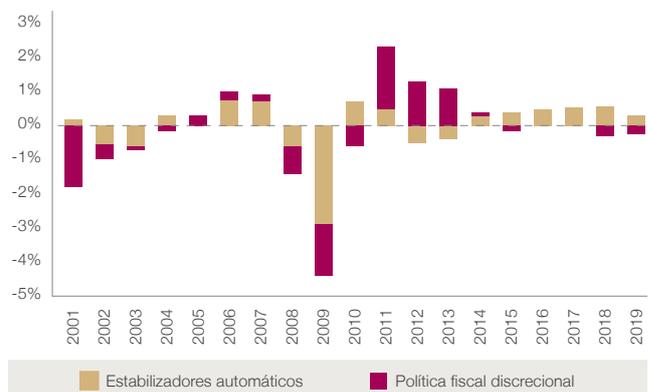
En esta fase, la prioridad de los Gobiernos es contener el impacto de la propagación del brote sobre la economía y crear las condiciones necesarias para que esta se reactive rápidamente, limitando al mismo tiempo los efectos a largo plazo de la transmisión de la perturbación. Por lo tanto, no es posible aumentar los impuestos a corto plazo, ni en el plano político ni en el económico, y los bancos centrales están para garantizar la financiación de esta deuda adicional a tipo de interés cero o negativo.

Los multiplicadores fiscales mencionados anteriormente (subestimados durante los últimos diez años) muestran que los Gobiernos han aprendido mucho de las dos crisis de 2008 y 2011, y de los efectos recesivos de los ajustes fiscales aplicados en el sur de Europa.

Sin embargo, es inevitable que vuelva a plantearse la cuestión de cómo encontrar los recursos que permitan reequilibrar las cuentas públicas en un contexto en el que los estabilizadores fiscales automáticos funcionan de manera asimétrica en Europa (Gráfico 5) (contienen los efectos de la crisis gracias a las redes de seguridad, pero los presupuestos no vuelven a tener superávit durante una fase de expansión, con la excepción de Alemania).

Por otra parte, el incremento de la desigualdad de los ingresos y la riqueza, y la aceleración del calentamiento global podrían llevar a algunos Gobiernos a considerar reformas fiscales en estas dos direcciones, ante a una opinión pública movilizada en torno a estos problemas. Es probable que estos sean temas clave en las próximas elecciones de Estados Unidos y Europa.

GRÁFICO 5: CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL EQUILIBRIO FISCAL DE LA ZONA EURO, % PIB



Fuentes: Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.



Viena, Austria

COMBINACIÓN DE POLÍTICAS, GOBERNANZA Y COORDINACIÓN

Según el punto de vista tradicional y académico, los componentes monetarios y fiscales de la política económica tienen funciones distintas e independientes, pero trabajan para cumplir unos objetivos parcialmente compartidos de dirigir el ciclo:

- La política monetaria debe centrarse, en primer lugar, en el equilibrio entre el crecimiento y la inflación del ciclo mediante su política de tipos de interés a corto plazo y su transmisión a la financiación de la economía y, en circunstancias excepcionales, debe desempeñar el papel de piedra angular del sistema financiero, con la función de proveedor de liquidez y prestamista de última instancia;
- La política fiscal abarca una gran variedad de objetivos que a menudo compiten entre sí y se dosifican de forma diferente de un país a otro. Sin embargo, podemos considerar que la política fiscal tiene por objeto garantizar el pilotaje de la macroeconomía (mediante estabilizadores automáticos y la opción de aumentar el déficit o añadir rigor), aplicar políticas estructurales que repercutan en el potencial de crecimiento (en particular, en sanidad, educación e infraestructuras) y cumplir una función redistributiva más o menos importante según la orientación política de los Gobiernos.

EL RÉGIMEN DE LAS ÚLTIMAS TRES DÉCADAS

La doble tendencia de la globalización de la economía y el desmantelamiento de los estados de bienestar, en un contexto de mayor competencia fiscal, así como el fracaso de las políticas de estímulo fiscal unilaterales, tendieron a consagrar la política monetaria como el instrumento favorito para dirigir el ciclo a finales de los años noventa, tanto más cuanto que los bancos centrales han visto cómo se reforzaba su credibilidad por su independencia y la ampliación de su ámbito de actuación.

Por último, la desaparición de las presiones inflacionistas en una situación de pleno empleo asigna mayor valor a la política monetaria, teniendo en cuenta que esta no se ve superada por un aumento de la inflación que después tendría que ser contrarrestado con un incremento de los tipos de interés.

Además, la creación de zonas monetarias con tipos de cambio fijos, como la zona euro, también aporta cierto margen de eficacia a la política fiscal, ya que esta no se ve neutralizada por una pérdida de confianza en la moneda o por un impacto en la inflación.

La combinación coordinada de políticas que se impuso al salir de la crisis de la zona euro en 2012 fue principalmente una combinación de rigor presupuestario y expansión monetaria (una permite la otra) que tuvo el mérito de preservar la zona euro, aunque con unos resultados discutibles que ponen en tela de juicio la eficacia de los tipos de interés negativos y los multiplicadores fiscales (un tema ya destacado en una sección anterior).

UN NUEVO RÉGIMEN CON MAYOR COORDINACIÓN

Hoy en día, la crisis de la COVID-19 vuelve a plantear la cuestión de qué herramienta debe priorizarse en este contexto en que la demanda está temporalmente restringida por las medidas de confinamiento (y que, por lo tanto, no puede reaccionar al estímulo de los tipos de interés). De forma más general, la cuestión es si la eficacia de la combinación de políticas implica una estrecha coordinación o si la credibilidad de la política económica requiere independencia y la separación de los dos componentes:



- La sostenibilidad de una deuda pública en clara expansión depende del triple seguro de unos tipos de interés reducidos y duraderos, la supervivencia de la zona euro y la solidaridad entre los países de la moneda única. En particular, observamos que la intervención del BCE, a finales de marzo, anunciando un importante aumento de sus compras de deuda soberana y la flexibilidad de su capital clave para comprar emisiones periféricas fue lo que permitió reducir el diferencial de la deuda italiana;
- La credibilidad de la moneda y del banco central requiere un buen equilibrio entre el hecho de que el riesgo periférico siga contenido por el banco central y que este banco central no esté sujeto a los caprichos de los Estados miembros para que la institución monetaria común monetice su deuda.

Así, existen indudablemente varios sistemas de combinación de políticas en función de las circunstancias; por lo tanto, en los periodos de crisis de 2008, 2011 y 2020 observamos una coordinación mucho más estrecha de las políticas, sin que ello provoque que los mercados se preocupen por la credibilidad del banco central o presionen la moneda. En realidad, el mercado parece haber tendido más bien a añadir una prima de riesgo cuando los inversores dudaban de la capacidad o la voluntad de intervención del banco central.

LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES

La importante ampliación del ámbito de actuación de los bancos centrales plantea la cuestión de su función de reacción y su independencia, lo que refuerza así la idea de dominio fiscal.

La credibilidad de los bancos centrales en un contexto de políticas muy coordinadas y de monetización de facto de la deuda soberana radica, en última instancia, en la preservación

de su independencia a nivel estatutario, presupuestario y de toma de decisiones, así como en una política basada en normas.

Según los estatutos, el presidente del Banco Central Europeo es nombrado por los jefes de Gobierno de la zona euro, aunque su mandato, largo (8 años) y no renovable, es una forma de garantizar su independencia. En EE. UU., el presidente de la Reserva Federal es designado por el presidente de EE. UU. e informa anualmente al Congreso. El asunto de la independencia de la Fed se planteó en EE. UU. a raíz de los numerosos comentarios de Donald Trump sobre la política monetaria aplicada. Sin embargo, a pesar de esta creciente presión y de la cuestión crucial de la preservación de las condiciones de financiación del Estado, los bancos centrales han conseguido gestionar bastante bien su independencia. Su papel es cada vez más importante, lo que ha tendido a reforzar su posición frente a unos Gobiernos más restrictivos sujetos a los caprichos de la opinión pública. En los últimos tiempos, los presidentes del BCE, por medio de su discurso, incluso han sido los que han empujado a los Gobiernos europeos hacia una acción más voluntarista y no al revés.

En conclusión, la epidemia de la COVID-19 nos lleva a una situación con una combinación de políticas muy coordinadas, expansionistas tanto en el aspecto fiscal como en el monetario, y basadas en gran medida en la probable monetización casi permanente de la deuda soberana por parte de los bancos centrales.

COMBINACIÓN DE POLÍTICAS EN LA ZONA EURO

La zona euro es un sistema sin equivalente real en el mundo en términos de combinación de políticas: un banco central compartido, pero básicamente con políticas fiscales nacionales, en el marco de un tratado comunitario con un alcance más allá de la zona euro (toda la UE) y un presupuesto común que representa alrededor del 1% del PIB de la zona euro.

En el momento de su creación, se esperaba que la moneda única aportara a Europa un nuevo margen económico, tras las crisis monetarias de principios de los años noventa, que habían llevado a algunos países a tener que elegir entre apoyar su moneda (como Francia, a costa de unos tipos de interés reales muy elevados e importantes efectos recesivos) y apoyar la actividad (Italia, España y Portugal), aunque ello supusiera tener que aceptar la depreciación de los tipos de cambio dentro del sistema monetario europeo.

¿UNA ZONA MONETARIA ÓPTIMA?

La finalidad de un área de moneda única es aumentar la eficiencia de la política fiscal de un país determinado; cuando un país decide aplicar estímulos fiscales, el aumento consiguiente de los tipos de interés es menor, ya que se comparte entre toda la zona; sin embargo, este beneficio presenta un riesgo de comportamiento de riesgo moral denominado "parasitismo", que justificó el establecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento desde el principio, a fin de proporcionar un marco que limite el riesgo de desequilibrios en lo relativo a las finanzas públicas.

Además, para que una zona de moneda única funcione, tiene que existir un cierto grado de convergencia entre los ciclos de los países, que permita una política monetaria adecuada para todos los miembros de la zona. Esta convergencia implica una "zona monetaria óptima" (noción identificada por Mundell en 1961 y desarrollada posteriormente por McKinnon en 1963) caracterizada, en particular, por una gran movilidad del capital y la mano de obra, un buen nivel de diversificación que permite

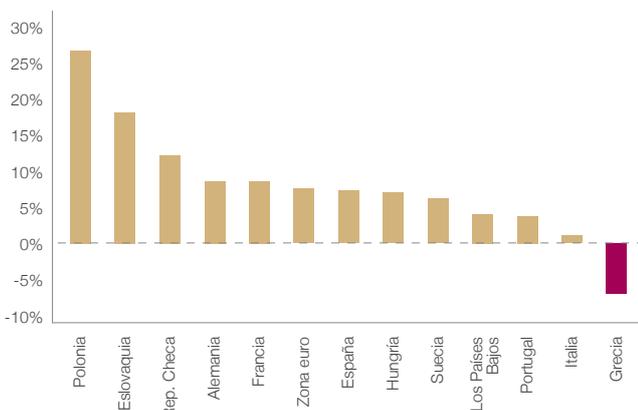
cierto grado de convergencia económica y la capacidad de limitar las perturbaciones asimétricas. Las condiciones de movilidad no se cumplían en el momento de la creación del euro; la arquitectura del mercado único se ha fortalecido en las últimas décadas y ha aumentado la capacidad para que las personas trabajen en otros Estados Miembros. Sin embargo, la realidad es que la zona sigue estando relativamente fragmentada, con mercados laborales básicamente nacionales, transferencias de capital limitadas (los balances de los bancos se invierten especialmente en los activos de su país) y una mayor especialización industrial (p. ej., la industria del automóvil).

¿CONVERGENCIA O DIVERGENCIA?

Se esperaba que la adopción de una moneda única y los criterios presupuestarios comunes creara una convergencia que permitiera una combinación de políticas coherente. Indudablemente, así ocurrió en los primeros diez años de existencia del euro.

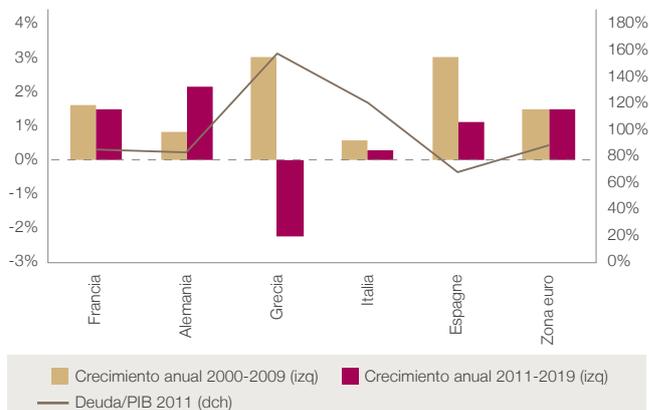
La realidad observada desde 2008 muestra más bien lo contrario, tal como refleja la brecha entre los ratios de productividad (Gráfico 6), las balanzas comerciales, la acumulación de perturbaciones asimétricas y las relaciones divergentes entre la deuda y el PIB (Gráfico 7), lo que ha dado lugar a la reaparición del riesgo soberano en la zona del euro entre los países del sur de Europa. También vimos que la ausencia de la posibilidad de fluctuaciones de los tipos de cambio entre los países de la zona podría dar lugar a una brecha de competitividad y a un superávit comercial permanente (que no se reduce con una apreciación de la moneda, como sería el caso en un sistema de tipos de cambios flexibles); este es el caso de Alemania, donde el superávit comercial ha aumentado sustancialmente, y qué país ha tenido una tasa de crecimiento mayor que la de Francia o Italia en la última década.

GRÁFICO 6: CAMBIO DE PRODUCTIVIDAD DESDE 2010, %



Fuentes: OCDE, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 7: CRECIMIENTO ANUAL DE LA ZONA EURO EN PIB Y DEUDA, Y RATIOS DE DEUDA/PIB, %



Fuentes: FMI, Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.

Por el contrario, también observamos que, ante un choque económico asimétrico que afecte a un país o a un grupo de países de la zona sin tipos de cambio flexibles, algunos países se ven obligados a adoptar una política de ajuste por medio de los precios y los salarios para recuperar competitividad, lo que explica en parte la presión deflacionaria observada en el sur de Europa durante la década de 2010. Esta situación dificultó la determinación de una política monetaria única para la zona, lo que se resolvió parcialmente mediante la ampliación de los medios de acción del BCE, así como con la capacidad de adoptar medidas macro prudenciales en algunos países, por ejemplo, para evitar el recalentamiento del mercado inmobiliario en Francia.

AMPLIANDOLAS HERRAMIENTAS DE POLITICA

Hoy en día, la crisis de la COVID-19 representa una prueba a gran escala de la capacidad de respuesta de la zona euro con una combinación de políticas adecuada ante una perturbación mundial que afecta a todos los países pero que tiene efectos parcialmente asimétricos, con un brote mucho más violento en España e Italia, y un mayor impacto económico en estos dos países derivado de un confinamiento más restrictivo y prolongado, precisamente en los países con un margen presupuestario menor que en el norte de Europa.

Esto es lo que explica el deseo expresado por el Gobierno italiano de activar los mecanismos de solidaridad introducidos en 2012 y emitir deuda a nivel de la zona euro.

En este contexto, la suspensión de los criterios del Pacto de Estabilidad es también una señal firme que demuestra tanto la voluntad de evitar penalizar la actividad con una austeridad fiscal devastadora como la de poder responder con mayor facilidad a las perturbaciones asimétricas vinculadas a esta pandemia. En términos más generales, todo ello refleja un cambio —temporal o más estructural— en el equilibrio de poder entre los partidarios de la ortodoxia presupuestaria, por un lado, preocupados por el riesgo moral y la sostenibilidad fiscal, y los partidarios de una política económica más integrada y voluntarista.

La decisión del Eurogrupo en abril de lanzar un paquete de apoyo de 540.000 millones de euros es también significativa; en primer lugar, porque demuestra que esta crisis es probablemente la primera en la que los medios desplegados a nivel de la UE son mayores que a escala nacional y, en segundo lugar, porque ahora estamos viendo los comienzos de una mutualización de la deuda, cuando un país se refinancia a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

INTEGRACIÓN Y SOLIDARIDAD EN CUESTIÓN

Sin embargo, estos dos elementos distan mucho de constituir una verdadera puesta en común de la deuda: por una parte, porque las cantidades extraídas están limitadas (al 2% del PIB para el MEDE en esta fase, es decir, unos 35.000 millones de euros para Italia, cifra muy alejada de la necesaria para luchar contra la recesión) y, por otra parte, porque la capacidad de utilizar los fondos fuera del marco estricto del ámbito sanitario de la crisis está sujeta a condiciones. Esta situación ha llevado a un debate político en Italia y es el origen del Fondo Europeo de Recuperación que se discute en la actualidad.

En cuanto al BCE, la intensificación de sus acciones refleja el cambio en la combinación de políticas de la zona euro, expansiva tanto en el aspecto fiscal como en el monetario. La importante intervención del banco central —cuyo balance se prevé que aumente en cerca de 1 billón de euros— apunta igualmente a objetivos explícitos que son comunes a toda la zona euro (garantizar la financiación y el funcionamiento de la economía y la liquidez de los mercados, mantener la confianza en la zona euro) y a objetivos implícitos (limitar la ampliación de los diferenciales de los países periféricos para su deuda sea sostenible y mantener la confianza en el euro). A tal efecto, se ha dotado de la capacidad (temporal y limitada a esta pandemia) de adquirir deuda soberana al margen de las claves de asignación de capital de la flexibilización cuantitativa.

Como conclusión, esta pandemia constituye un catalizador para acelerar ciertos cambios en la combinación de políticas europeas en comparación con la crisis de 2011, tanto en lo que respecta a las herramientas como a la ambición. Las decisiones adoptadas recientemente no tienen precedentes, pero no parece que se den las condiciones políticas necesarias para que la zona euro ponga en práctica la integración y la solidaridad presupuestaria. Por lo tanto, podemos esperar que los Estados miembros salgan de la crisis en diferentes niveles y concluir que la zona euro seguirá siendo una zona monetaria incompleta.

QUÉ HAY QUE ESPERAR DESPUÉS DE LA PANDEMIA

Es probable que la crisis de la COVID-19 cambie nuestro mundo de muchas maneras fundamentales y duraderas. Las tendencias ya existentes podrían acelerarse y amplificarse, y podrían surgir otras nuevas a medida que cambien las prioridades y las oportunidades.

MULTILATERALISMO

El periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial mejoró el nivel de vida en el mundo como ninguna otra época anterior. La pobreza mundial disminuyó por debajo del 10% de la población mundial, cifra aún demasiado elevada, eso es cierto, aunque es una hazaña verdaderamente excepcional. Esta impresionante evolución se basó en gran medida en el aumento de la colaboración y la apertura internacional, apoyada por un orden internacional basado en normas. Esta tendencia se ha desbaratado, sobre todo, desde el referéndum del Reino Unido de 2016 sobre la adhesión a la Unión Europea y la elección del presidente Donald Trump en Estados Unidos. La movilidad internacional tardará en recuperarse, al menos mientras no haya una vacuna contra el virus. El comercio internacional también podría verse perjudicado de manera duradera, ya que cabe esperar que los países creen nueva capacidad local en esferas clave con objeto de fortalecer la resistencia y la preparación para posibles crisis futuras. Parece casi inevitable que los próximos 30 años se parezcan poco a los últimos 30 años en cuanto a los resultados económicos mundiales y la reducción de la pobreza.

El marco institucional internacional, por su parte, puede que no se desmorone. La Administración estadounidense ha dejado de financiar y de participar en las principales organizaciones y agrupaciones internacionales, aunque otros países han seguido reforzando más discretamente su colaboración. El mayor acuerdo comercial jamás formalizado se celebró en África el año pasado y cuando Estados Unidos se retiró de la Alianza Comercial Transpacífica, el resto de países siguieron adelante sin inmutarse. Los índices de popularidad han castigado últimamente los comportamientos más populistas y han recompensado a los estadistas más tradicionales. Queda por ver cómo podría traducirse en las urnas, pero un posible presidente Joe Biden podría estar más inclinado a apoyar las organizaciones internacionales existentes. Probablemente, este sería el mejor resultado posible de esta crisis como única forma efectiva y aceptable de controlar el comportamiento de las superpotencias, aunque es probable que las tensiones entre EE. UU. y China persistan durante los próximos años bajo cualquier Administración estadounidense.

MENOR ESCASEZ

En la búsqueda de la eficiencia, tanto el sector privado como el público han tendido a operar con márgenes estrechos en sus procesos de fabricación. En ninguna parte se ha hecho tan evidente el lado negativo de tales estrategias como en el sector sanitario. Dado que habrá que acumular reservas de recursos esenciales, al igual que amortiguadores contra futuros "cisnes negros", es probable que los márgenes de explotación se reduzcan. Además, los riesgos, que ahora se han revelado, de depender de las importaciones en ciertos ámbitos de importancia estratégica clave provocarán, con mucha probabilidad, que los países desplacen parte de la producción a sus mercados

interiores y sigan modificando las cadenas de suministro en los próximos años. En este proceso, las empresas tendrán que afrontar una difícil decisión y elegir entre la optimización de los costes y la protección del suministro de recursos. Por otra parte, es probable que las empresas tengan que hacer frente a la creciente presión no solo para maximizar los beneficios en interés de los accionistas, sino también para incorporar los intereses de otras partes interesadas en sus futuros planes estratégicos empresariales.

Parece que el sector privado no será el único con menor escasez, sino que también se le unirá el sector público. El papel del Gobierno ha ido apuntalándose a lo largo del tiempo y son raros los casos en que se invierten esas tendencias. Cuando los sistemas de atención sanitaria y de asistencia social se amplíen permanentemente y existan posibilidades de que los Gobiernos rescaten una parte del sector privado y permanezcan bajo el control del sector público, la proporción del gasto público en la economía no hará más que aumentar. Cabe esperar que, en algún momento, los impuestos tengan que aumentar. Un debate concreto, en este contexto, se refiere a algún tipo de ingreso universal. Este concepto puede adoptar muchas formas y, en realidad, puede suponer una mayor eficacia si esas medidas racionalizan y sustituyen lo que suele ser una multitud de programas de ayuda económica. Hay quien podría argumentar que los donativos de dinero en efectivo proporcionados durante la actual pandemia son un paso en este sentido. Como mínimo, la necesidad de dicho apoyo hoy en día acerca el debate sobre la cuestión a la corriente mayoritaria. Sin embargo, el resultado sigue siendo que un mayor número de impuestos y más elevados por parte del Gobierno probablemente reducirán las tasas de crecimiento económico potencial a largo plazo.

CAMBIO CLIMÁTICO

Un aspecto positivo de una mayor participación del Gobierno podría ser una respuesta más persuasiva al cambio climático y a los desastres que ya está trayendo consigo. Esta también es una crisis mundial, que requiere soluciones globales, pero de la que es imposible aislarse. La respuesta al cambio climático entraña muchas de las medidas mencionadas anteriormente en lo que respecta al fomento de la capacidad de resistencia y la preparación. Requerirá grandes inversiones, una nueva planificación urbana y, potencialmente, la reubicación de comunidades enteras y plantea cuestiones urgentes sobre el suministro de alimentos y agua. Es posible que cientos de millones de personas se desplacen a medida que sus hogares actuales dejen de ser habitables y, en comparación, los estragos que la crisis migratoria de 2015 causó en Europa parecerán insignificantes.

La actual pandemia representa tanto una amenaza como una oportunidad en este contexto. Obviamente, la amenaza implica el desafío de cómo financiar las inversiones necesarias en infraestructuras limpias y resistentes, dado el gasto público excepcional necesario para mitigar el impacto económico del virus. La OCDE estima que son necesarios 95 billones de dólares de estadounidenses de inversiones en el periodo 2016-2030 para tender a limitar el aumento de la temperatura cerca de los 2°C, y más aún para alcanzar esta cifra o superarla. Este cálculo implicaría inversiones de entre los 6 y 7 billones de dólares anuales o, aproximadamente, el 7% del PIB anual mundial.

Las inversiones necesarias en el transporte consumirían el 43% del total estimado y el sector de la energía requeriría el 34%. Además, entre el 60% y el 70% del total recaería en los países emergentes.

La oportunidad radica en la posibilidad de desarrollar un modelo de precios que refleje mejor los verdaderos costes para la sociedad. En cuanto a las emisiones de gases de efecto invernadero, existen dos formas de establecer su precio. Una es el sistema de comercio de emisiones (ETS), que establece un precio de mercado para las emisiones, y la segunda es un impuesto sobre el carbono donde el Gobierno fija el precio. Existe un amplio margen para ampliarlas, ya que solo unos 40 países cuentan con ellas, lo que cubre en conjunto el 13% de las emisiones anuales mundiales, según el Banco Mundial.

Del mismo modo, en el sector del transporte, el coste del transporte no refleja el coste total para la sociedad en lo que respecta a accidentes, contaminación, emisiones de CO², etc. La mayoría de los países gravan todos los medios de transporte, pero los impuestos están poco indexados con estos costes externos y solo los cubren parcialmente. La fijación de unos precios justos, que cubran todos los costes directos e indirectos, probablemente lleve a una mejor asignación del capital. Además de este precio justo, los 197 países que han firmado el Acuerdo de París sobre el cambio climático podrían añadir un nuevo impuesto para expresar la política deseada. Indudablemente, es un tema complejo y controvertido en un mundo en que el 6,5% del PIB mundial se gasta en subvenciones energéticas, una cifra superior al 5,9% del PIB que se gasta a escala mundial en educación. La eliminación gradual de estas subvenciones y la promoción de precios justos requerirá un apoyo compensatorio directo a los hogares vulnerables.

PETRÓLEO

Tal vez la crisis de la COVID-19 acelere la transición hacia un distanciamiento de la energía fósil. Sin duda, el mercado del petróleo ha sufrido una perturbación de escala épica este año, cuando el precio del petróleo pasó a ser negativo por primera vez en la historia. Unos precios del petróleo reducidos se consideran a menudo una amenaza para la transición energética porque hace más difícil que las fuentes de energía alternativas puedan competir con ellos. Sin embargo, desde la perspectiva de un inversor, los beneficios que pueden esperarse de la perforación de petróleo son ahora tan bajos que la inversión en otras formas de producción de energía sale ganando en comparación. El sector de la energía fósil no desaparecerá de la noche a la mañana, pero, probablemente, pueda asumirse con certeza que disminuirá para siempre.

EL LUGAR DE TRABAJO

El cambio más notable es, por supuesto, la adopción del teletrabajo para aquellos cuya actividad lo permita. Las oficinas volverán a abrir, pero trabajar desde casa no acarreará el mismo estigma que tenía antes. Varias grandes empresas ya han indicado que esperan reducir su espacio de oficinas y sus propiedades inmobiliarias con vistas al futuro y se prevé un exceso de oferta estructural. En cuanto a la *gig economy* o la economía de los pequeños encargos, la inseguridad a la que se enfrentan los que no tienen un trabajo fijo, así como muchos que

sí lo tienen o lo han tenido, persistirá con toda probabilidad. La forma de proporcionar salud y seguridad a los trabajadores por cuenta propia y a los trabajadores de sectores no estructurados de los países será una cuestión clave que podría frenar el entusiasmo por este tipo de trabajos. Por otra parte, la necesidad alimenta la innovación y es probable que surjan nuevas tendencias en este ámbito que hasta el momento puedan ser difíciles de imaginar. Uno de los aspectos que probablemente se fortalezca es la educación por Internet, así que los futuros responsables de selección de personal tendrán que aprender a evaluar estas titulaciones.

PATRONES DE CONSUMO

Sin embargo, puede que la gente no compre lo mismo que compra ahora. El consumo de ostentación y el lujo tienden a disminuir en tiempos de crisis. La forma en que las empresas adapten su oferta podría determinar la tendencia, al igual que, con toda probabilidad, la creciente inclinación de los clientes a castigar ciertos comportamientos empresariales en las redes sociales, así como en sus pautas de consumo. Es muy posible que se generalice la tendencia al consumo que apoye los objetivos de sostenibilidad mundial. Indudablemente, la pandemia ha puesto de relieve la importancia de las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) que tienden a ser el centro de atención de las inversiones sostenibles, un área que sin duda crecerá. Muchos servicios, incluidos los sanitarios, han estado prestándose en línea (Tabla 1) durante la crisis y esperamos que esta tendencia continúe. Los precios de estos servicios podrían bajar o, al menos, subir con menos rapidez, lo que prolongaría la influencia desinflacionaria de la que hemos disfrutado en los productos manufacturados.

Es muy probable que muchos otros ámbitos de nuestra vida sientan las repercusiones de esta crisis en los años venideros. Sin embargo, las crisis anteriores también han llevado a muchos a creer en la llegada de un nuevo mundo, pero la realidad no ha estado a la altura de las expectativas. Por supuesto, puede que esta vez no sea la excepción, ya que el cambio suele ser caro, también políticamente. No obstante, es posible confiar en el ingenio humano en el campo de la innovación tecnológica y social para ayudar a nuestra economía mundial a hacer frente a los desafíos estructurales que se avecinan.

TABLA 1 : EL USO DE INTERNET DURANTE LA PANDEMIA, %

Tipo de uso	Variación respecto a un día normal antes de COVID-19
Videjuegos	115
VPN	49
Vídeo	36
Descargas	39
Web	27
Redes sociales	-12
Minutos de voz utilizados	25

Fuentes: Verizon, The New Stack, Indosuez Wealth Management.



Alpes, Suiza

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

LA ECONOMÍA MUNDIAL EN CRISIS

El vocabulario se queda corto para captar la extraordinaria experiencia de luchar contra una pandemia mundial con el confinamiento "voluntario" de grandes partes de nuestras economías. En los pronósticos macroeconómicos, la situación ha provocado que los datos anteriores sean irrelevantes y varias estimaciones incluyen rangos de 10 puntos porcentuales o más, a los que hay que añadir márgenes de error excepcionales. Por lo tanto, todo panorama posible debe ser valorado dentro de este contexto y no debe creerse a pies juntillas, ni de lejos.

Nuestra hipótesis es dramática y, al mismo tiempo, es el mejor de los casos. En ella se adoptan los siguientes supuestos clave:

- La mayoría de las medidas de confinamiento se irán eliminando progresivamente en el segundo trimestre;
- El repunte previsto en el segundo semestre es bastante moderado en relación con la magnitud de la contracción prevista en el primer semestre;
- El precio del petróleo a duras penas superará los 30 dólares por barril este año, de promedio, lo que favorece el ciclo económico mundial, a igualdad de otros factores;
- La deflación del precio del petróleo dominará la perspectiva inflacionista y, por lo tanto, esta será desinflacionaria;
- Se prevé que el tipo de cambio euro/dólar fluctúe entre 1,05 y 1,15 USD/EUR en 2020 y se considera neutro con respecto a nuestra hipótesis, en este caso.

Así, esperamos que la economía mundial se contraiga en un 3% sobre la base de un año completo este año, mientras que en 2021 debería producirse una expansión del 5,5% del PIB mundial (Tabla 2). En términos de evolución trimestral, la contracción de China del 9,8% intertrimestral en el primer trimestre es un indicador de lo que cabe esperar en la mayoría de las economías maduras en el segundo trimestre. Nuestra previsión sobre el repunte en los trimestres siguientes se acerca más a la forma de U que de V. De hecho, nuestra tasa de crecimiento del PIB mundial prevista del 5,5% en 2021 es comparable a la observada en 2010 (5,4%) que siguió a una contracción mucho más leve en 2009, del 0,4%, de la que podríamos ver en 2020, del -3% o peor, lo que subraya la debilidad relativa incluida en nuestras previsiones.

En caso de que nuestros supuestos resultaran ser erróneos, el resultado esperado empeoraría radicalmente. Si la crisis persiste y las medidas de contención no se levantan, o vuelven a imponerse a finales de este año, el PIB mundial podría contraerse un 6% este año. En caso de que el próximo invierno la pandemia sea mayor, la contracción podría llegar a ser del 9% o aún peor. Todos estos resultados son posibles, pero, basándonos en la experiencia de China y en los planes de reapertura que están publicándose mientras escribimos estas líneas, consideramos que nuestra hipótesis es el resultado más probable en este momento. Los riesgos parecen concentrarse de forma aplastante en el aspecto negativo y es difícil imaginar que haya una sorpresa al alza.

TABLA 2: PREVISIONES MACROECONÓMICAS POR PAÍS, % Y PUNTOS PORCENTUALES

	2019		2020		2021		Peso en PPA (2018)	2019	2020	2021
	PIB	IPC*	PIB	IPC*	PIB	IPC*		Contribución	Contribución	Contribución
Mundo	2,9	-	-3,0	-	5,5	-	100	Pct puntos	Pct puntos	Pct puntos
EE. UU.	2,3	1,8	-6,0	0,8	4,5	1,7	15,2	0,35	-0,91	0,68
Japón	0,7	0,5	-5,0	0,0	3,0	0,3	4,1	0,03	-0,21	0,12
Reino Unido	1,4	1,8	-6,5	0,9	3,8	1,5	2,2	0,03	-0,15	0,09
Zona euro	1,2	1,2	-7,5	0,4	4,6	1,0	11,4	0,14	-0,86	0,52
Alemania	0,6	1,4	-7,0	0,5	5,0	1,2	3,2	0,02	-0,22	0,16
Francia	1,3	1,3	-7,2	0,5	4,5	1,0	2,2	0,03	-0,16	0,10
Italia	0,3	0,7	-9,0	0,0	5,0	0,7	1,8	0,01	-0,16	0,09
España	2,0	0,8	-8,0	-0,1	4,0	1,0	1,4	0,03	-0,11	0,06
Suiza	0,9	0,4	-6,0	-0,5	3,8	0,3	0,4	0,00	-0,02	0,02
Brasil	1,1	3,7	-5,8	1,6	3,5	3,1	2,5	0,03	-0,15	0,09
México	-0,1	3,6	-6,3	2,5	3,2	3,0	2,8	0,00	-0,18	0,09
Argentina	-2,2	53,5	-7,4	50,0	3,7	40,0	0,7	-0,02	-0,05	0,03
Rusia	1,3	4,5	-6,8	3,1	4,0	4,0	3,1	0,04	-0,21	0,12
India	4,2	3,7	2,0	3,3	7,4	3,9	7,7	0,32	0,15	0,57
China	6,1	2,9	2,0	2,5	8,3	2,1	18,7	1,14	0,37	1,55
Asia sin China, India, Japón**	4,8	2,1	-1,0	1,8	8,0	2,7	7,9	0,38	-0,08	0,63

* Índice de precios al consumidor **Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Taiwán, Tailandia y Vietnam.

Nota Bene: PIB mundial en PPA (Paridad del poder adquisitivo) y sobre una base anual.

Cada contribución es la tasa de crecimiento multiplicada por el peso del país o región en el PIB mundial, expresada en puntos porcentuales.

Fuentes: Bloomberg, FMI, Indosuez Wealth Management.

No esperamos que la Fed o el BCE reduzcan más los tipos de interés este año (Tabla 3). Los recortes que ya ha realizado la Fed permitirán que otros bancos centrales reduzcan sus tipos de interés oficiales de acuerdo con la caída prevista de la inflación, siempre que el dólar estadounidense no se fortalezca demasiado.

El comercio mundial de mercancías podría reducirse entre un 10% y un 30% este año, y nosotros hemos escogido una cifra más cercana a la primera para nuestra hipótesis. Para contextualizar, el volumen del comercio cayó cerca de un 10% en la crisis financiera mundial y alrededor de un 60%, en la Gran Depresión. Es probable que la mayoría de países sufran un deterioro en su balanza por cuenta corriente. Los excedentes de los exportadores de petróleo se reducirán y es probable que no se note que las facturas energéticas de la mayoría de los importadores de petróleo se han aligerado dada la caída generalizada del volumen comercial. Tal situación podría causar una crisis de la balanza de pagos en los países con reservas insuficientes, un riesgo que se concentra principalmente en los países de bajos ingresos. Es importante señalar una buena noticia al margen de todo esto: hemos entrado en la pandemia de la COVID-19 con desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, en general, muy inferiores a los de 2008, cuando estos fueron parte de las causas subyacentes de la crisis.

El desempleo aumentará rápidamente a niveles rara vez observados en crisis anteriores, aunque variará en función del sistema de seguridad social de cada país. Las medidas de apoyo fiscal tienen por objeto reemplazar la pérdida de ingresos en todos los países, independientemente del canal que se haya adoptado para su desembolso. Así, si los fondos no logran llegar a las personas afectadas, la recuperación será menor y más lenta. Indudablemente, la recontractación será todo un desafío y

dependerá fundamentalmente de hasta qué punto el apoyo fiscal dirigido a las empresas de todos los tamaños consigue evitar quiebras. Es más, podría resultar que la respuesta europea basada en ayudar financieramente a las empresas para que mantengan su personal en nómina resulte más eficaz en este contexto que la estrategia estadounidense de enviar cheques al creciente número de desempleados. Los posibles errores en la aplicación del vasto apoyo fiscal y monetario proporcionado en esta crisis representan un riesgo enorme para nuestra hipótesis.

En el aspecto fiscal, cabe esperar que aproximadamente la mitad de los paquetes de apoyo ofrecidos por diversos países se devuelvan tal cual en forma de préstamos. A pesar de ello, es probable que los déficits públicos se dupliquen, o algo peor, en porcentaje del PIB, y también que los ratios de deuda/PIB establezcan nuevos máximos. El déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de EE. UU. podría aumentar de casi el 5% del PIB de 2019 a más del 15% este año. Es probable que, este año, la zona euro pase del 0,7% del PIB del año pasado a alrededor del 7%. El déficit de China también aumentará, del 6,5% de 2019 a más del 11% en 2020. También existe una gran incertidumbre con respecto a estas cifras porque siguen desplegándose nuevos paquetes de apoyo. En cuanto a los niveles de deuda, es probable que el ratio de la deuda bruta de las Administraciones Públicas de EE. UU. respecto al PIB aumente del 109% de 2019 a más del 130% a fin de este año. La deuda de Italia, con toda probabilidad, superará el 155% del PIB y la de Japón podría superar el 250%. En la zona euro, podría aumentar de casi el 85% de 2019 a cerca del 97% este año. El ratio de deuda/PIB de China podría subir del 55% al 65%. Lamentablemente, la economía mundial entró en la crisis actual en peor forma que en ocasiones anteriores, ya que en 2019 la deuda mundial ya estaba situada en un máximo histórico.

TABLA 3: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BANCO CENTRAL, PREVISIONES PARA 2020-2021, %

	Dic. 2018	Dic. 2019	Dic. 2020	Dic. 2021
Argentina	59,00	55,00	35,00	45,00
Arabia Saudita	3,00	2,25	1,00	1,00
Australia	1,50	0,75	0,25	0,25
Brasil	6,50	4,50	2,25	3,25
Chile	2,75	1,75	0,40	0,60
China	4,35	4,35	3,50	3,50
Corea del Sur	1,75	1,25	0,50	0,60
Emiratos Árabes Unidos	2,75	2,00	0,75	0,75
Estados Unidos	2,50	1,75	0,25	0,25
Filipinas	4,75	4,00	2,45	2,65
India	6,50	5,15	3,50	3,70
Indonesia	6,00	5,00	4,00	4,10
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Malasia	3,25	3,00	1,75	1,95
México	8,25	7,25	4,00	4,30
Reino Unido	0,75	0,75	0,10	0,10
Rusia	7,75	6,25	4,70	4,70
Sudáfrica	6,75	6,50	3,40	3,50
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Tailandia	1,75	1,25	0,40	0,40
Turquía	24,00	12,00	8,00	9,00
Zona euro	0,00	0,00	0,00	0,00

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Rayong, Tailandia

Esta será la característica que definirá nuestro mundo después de la COVID-19 y es muy probable que sea abordada mediante un prolongado periodo (probablemente décadas) de tipos de interés reales negativos (Gráfico 8).

Los bancos centrales que participan en la flexibilización cuantitativa verán crecer sus balances hasta máximos históricos. La carga de la deuda limitará la forma de articular la política monetaria y, otra circunstancia afortunada, las fuerzas estructurales que ayudan a mantener controlado el aumento de los precios, en particular, la revolución tecnológica, con toda probabilidad seguirán dominando las fuerzas cíclicas durante los próximos años. Además, con toda probabilidad, la tolerancia a un exceso de los objetivos de inflación será elevada y, por lo tanto, también limitará la respuesta esperada en los tipos de interés oficiales. Es probable que la situación exija una colaboración entre los bancos centrales, las arcas públicas y las oficinas de gestión de la deuda pública más explícita de la habitual en la era de la independencia de los bancos centrales y podría ser problemática en los países con un menor nivel de confianza en las instituciones públicas.

En definitiva, si se logra reducir la destrucción de la capacidad productiva, esta respuesta política histórica a la pandemia mundial debería permitir recuperar el descenso de la producción hacia finales de 2021. Si se produjeran quiebras de empresas de forma más generalizada, esta crisis podría transformarse en una recesión más clásica y duradera.

En resumen, en los años venideros, podemos esperar que la economía mundial después de la COVID-19 se caracterice por:

- Crecimiento lento;
- Endeudamiento elevado;
- Inflación reducida;
- Tipos de interés nominales reducidos;
- Tipos de interés reales negativos.

GRÁFICO 8: TIPOS DE INTERÉS FED Y BCE, %



Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

ESTADOS UNIDOS Y SUS ELECCIONES CRUCIALES

En medio de una pandemia mundial, el resto de problemas fundamentales de la economía pasan a un segundo plano y con razón. No obstante, siguen estando ahí y es necesario abordarlos cuando sea posible. Un problema estructural de la economía estadounidense es la cuestión de los déficit gemelos, es decir, un déficit presupuestario público unido a una balanza por cuenta corriente también negativa. El déficit presupuestario está presente desde 1970, con la excepción de los años 1998-2002. El mayor déficit desde 1970 se registró en 2009, con un 10% del PIB. Se moderó en los años siguientes, pero empezó a subir de nuevo en 2016. Este año podría acercarse al 20% del PIB, dependiendo de los posibles paquetes de apoyo adicionales que se presenten en el futuro. La Oficina Presupuestaria del Congreso publicó sus nuevas proyecciones a 24 de abril de 2020, que sitúan el ratio déficit/PIB en el 17,9% en 2020 y en el 9,8% en 2021. Se prevé que la deuda federal en manos del público alcance el 101% del PIB en 2020 y el 108% en 2021.

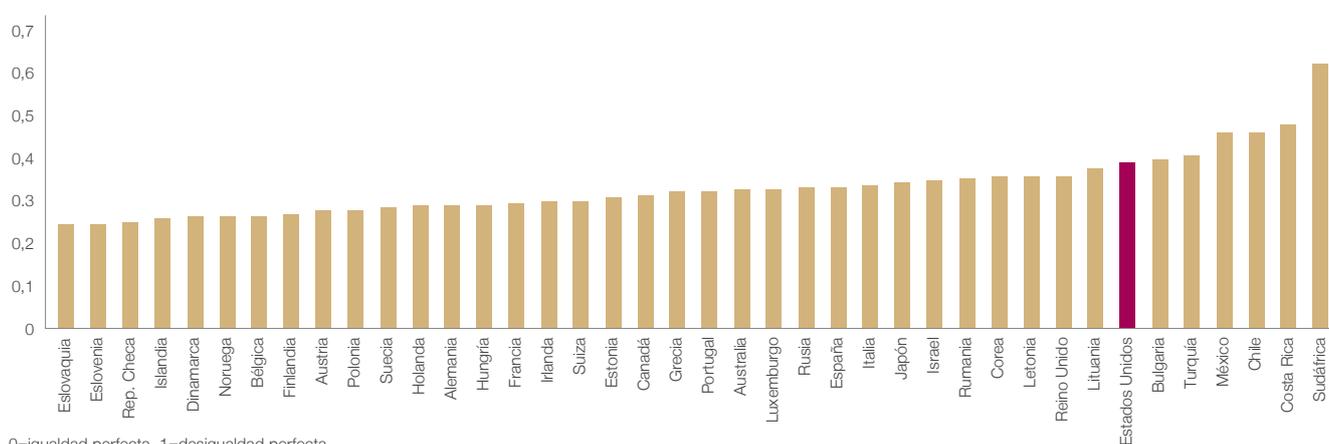
Por supuesto, este lamentable aumento está vinculado, en su mayor parte, a la respuesta a la pandemia. Sin embargo, el desequilibrio fundamental de las finanzas públicas de EE. UU. es un problema persistente. El resto de la economía también tiende a prestarse al consumo excesivo, tal como demuestra el hecho de que Estados Unidos tenga el mayor déficit de la balanza por cuenta corriente del mundo, en dólares estadounidenses (el Reino Unido ocupa el segundo lugar). Gracias al gran volumen del PIB de EE. UU., esta tendencia se tradujo en un déficit por cuenta corriente del 2,3%, bastante moderado, a finales de 2019. El ratio medio desde 1960 es de -1,6%, con un mínimo establecido en 2006 de casi -6% y el mayor superávit del periodo fue en 1975, del 1% del PIB. Por lo tanto, podemos concluir que EE. UU. es una economía que tiende a gastar por encima de sus posibilidades, tanto en la economía en general como en el Gobierno. Para ello es necesario importar capital del extranjero que ayude a financiar estos déficits. Para la mayoría de los demás países esta situación puede ser insostenible, ya que da lugar a una crisis de balanza de pagos y a grandes depreciaciones de la moneda con el consiguiente impacto inflacionario. EE. UU.,

por otra parte, suele librarse de las consecuencias de su despilfarro, en gran medida, gracias a que se benefician del "exorbitante privilegio" de ser el emisor de la moneda de reserva del mundo, por citar a Barry Eichengreen. No obstante, la propiedad extranjera de la deuda del Tesoro ha disminuido del 47% en 2009 al 41% en 2019. Japón y China poseen en la actualidad un 7% cada uno, por debajo del nivel de 2009, del 10% y del 12%, respectivamente. Por lo tanto, ni siquiera EE. UU. es completamente inmune a la disminución de la demanda extranjera de sus activos y los déficits gemelos son un problema estructural importante y creciente en la economía del país.

COMERCIO

Podría decirse que la Administración Trump ha intentado abordar el déficit de la balanza por cuenta corriente, o de la balanza comercial, librando una guerra comercial, principalmente contra China. Si el déficit de la balanza comercial es el resultado de consumir más allá de sus posibilidades, es fácil entender las limitaciones existentes al intentar resolver esta cuestión por medio de políticas comerciales bilaterales. El medio más eficaz para hacer frente al déficit comercial sería aumentar los impuestos en EE. UU., pero el país tomó la decisión opuesta en 2017. Sin duda, el éxito en la eliminación del déficit comercial mediante el aumento de los impuestos depende de la necesidad de dichas importaciones y de si se consideran esenciales incluso ante una reducción del poder adquisitivo. No obstante, las subidas de impuestos tienden a reducir la demanda y las importaciones, mientras que los recortes de impuestos provocan lo contrario. Cabe mencionar también que los recortes fiscales de 2017 empeoraron la distribución de renta en EE. UU., que ya había vuelto a los niveles de desigualdad observados por última vez a finales de los años veinte. Como puede observarse en el Gráfico 9, se trata de un problema este país no comparte con otras grandes economías desarrolladas y que tiene profundas consecuencias sociales, entre ellas, el aumento del deseo de proteccionismo.

GRÁFICO 9: COEFICIENTE DE GINI, 2019 ÚLTIMO DATO



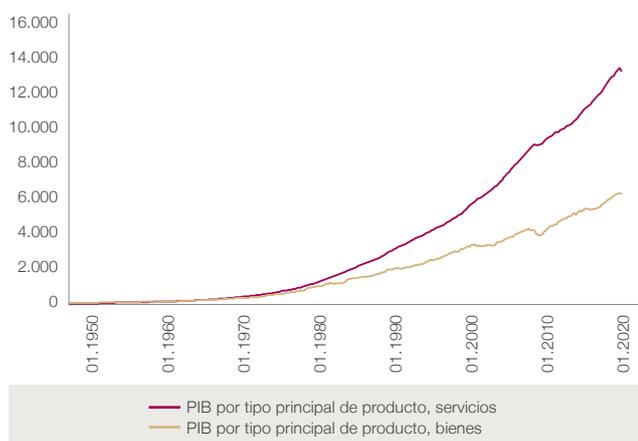
0=igualdad perfecta, 1=desigualdad perfecta
Fuentes: OCDE, Indosuez Wealth Management.

Los aranceles plantean un dilema similar al del aumento de impuestos, en el sentido de que si las importaciones afectadas por ellos se benefician de una demanda insensible a los precios (como los medicamentos), el déficit de la balanza comercial puede, de hecho, crecer a medida que aumenta el proteccionismo. Al parecer, este era el caso, al menos hasta diciembre de 2018, cuando el déficit comercial alcanzó un mínimo local de 61.000 millones de dólares y poco ha mejorado desde entonces. Han aparecido nuevas amenazas en el ámbito comercial y es probable que siga siendo una característica de la actual Administración estadounidense durante su mandato. En este momento, el comercio se ha visto diezclado por la pandemia, pero a más largo plazo persiste la amenaza proteccionista para EE. UU. y la economía mundial.

SECTOR SERVICIOS VERSUS MANUFACTURERO

El eslogan "*Make America Great Again*" (Devolver a Estados Unidos su grandeza) aprovecha la inquietud generada por otra evolución estructural: la aparente decadencia del sector manufacturero. Decimos "aparente" porque la producción manufacturera ha crecido, con pocas interrupciones, desde que el sector fue superado por los servicios a finales de los años cincuenta (Gráfico 10). Sin lugar a dudas, la proporción de la actividad manufacturera en la economía ha caído por debajo del 11% en EE. UU. y por debajo del 20% en la mayoría de las economías maduras, pero el motivo es el crecimiento más rápido del sector de servicios, no un declive del sector manufacturero. Por la misma razón, en la actualidad, alrededor del 65% de la economía mundial está formada por servicios e, incluso en China, el sector servicios es mayor que el manufacturero. Es interesante observar que EE. UU. posee un superávit en su balanza comercial de servicios, aunque está dominado por el déficit en el comercio de bienes, y lo más probable es que lo que devuelva a EE. UU. su grandeza sea hacer hincapié en esta particular fortaleza.

GRÁFICO 10: PIB EE. UU. POR SECTOR, MILES DE MILLONES USD



Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

Es indudable que, si analizamos los sectores desde la perspectiva del empleo, el panorama es bastante más deprimente para el sector manufacturero. Los puestos de trabajo de este sector aumentaron de los 9 millones de 1939 a un máximo de casi 20 millones en 1979 y, desde entonces, la tendencia ha sido a la baja, sobre todo, debido a la mejora de la eficiencia tecnológica. Es cierto que el empleo del sector se vio muy afectado por la crisis de 2008 y cayó a 11,5 millones en 2009, y mejoró a partir de entonces hasta llegar a 12,4 millones en 2016. El reciente máximo alcanzado fue de 12,9 millones en noviembre de 2019, por lo que se añadieron 500.000 puestos de trabajo durante la Administración de Trump. La pandemia volvió a reducir la cifra a 11,5 millones en abril de 2020 y se esperan más caídas. Mientras tanto, los puestos de trabajo del sector de la prestación de servicios privados aumentaron de los 14,9 millones de 1939 a 108 millones en febrero de 2020, antes de caer en picado hasta 90,6 millones en abril de 2020. La tasa de desempleo subió al 14,7% en abril y es probable que siga aumentando antes de volver a una cifra de un solo dígito a finales de año. Sin embargo, volver a la tasa del 3,5% observada en febrero de 2020 será un proceso mucho más largo.

INVERSIÓN

La inversión de las empresas representó casi el 11% del PIB de EE. UU. en el periodo 1948-1975. En los años siguientes hasta 2019, se elevó al 13% del PIB, pero superó el 15% en la década de ochenta. En cuanto al crecimiento de la inversión, esta se vio afectada en 2009, con una caída del 21,2% a una tasa anual desestacionalizada y repuntó un 14,1% en 2010, un indicador de lo que nos espera en 2020-2021. Sin embargo, desde 2010, ha ido disminuyendo gradualmente hasta llegar a un 1,8% todavía positivo en 2019, aunque en el mismo año registró tres trimestres negativos. El dinero, en general, no es un problema. Muchas grandes empresas están cargadas de efectivo o lo estaban antes de la pandemia, y los tipos de interés son muy reducidos. Además, la tasa de ahorro de los hogares en porcentaje de la renta disponible es razonablemente elevada. En 2010 se registró el último mínimo del 5,7% y desde entonces la media ha sido del 7,4%. Con la llegada de la COVID-19, se disparó hasta el 13% en marzo de 2020. Por lo tanto, antes de la pandemia, muchas empresas preferían recomprar sus propias acciones o comprar otras empresas en lugar de dedicarse a ampliar las inversiones. Ambas preferencias tienden a ser positivas para la cotización de las acciones, pero no son necesariamente útiles para la economía en su conjunto.



Washington DC, Estados Unidos

DISMINUCIÓN DE LA COMPETENCIA Y LA MOVILIDAD LABORAL

Las fusiones pueden llevar a una escasez de competencia, un problema en EE. UU. y también en otros lugares, donde el número de empresas que cotizan en las bolsas estadounidenses ha disminuido de 8.090 en 1996 a 4.397 en 2018. Así, el número de empresas que domina cada sector ha disminuido y podría decirse que se benefician de un grado de poder de monopolio en materia de precios que agrada a los accionistas, pero que tiende a mermar los resultados económicos. Las recompras de acciones también provocan un aumento de los precios de las acciones por el factor de escasez relativa, pero no gracias a ningún logro en particular por parte de la empresa en cuestión. Todo ello se traduce en una tendencia a la baja de la competitividad de EE. UU. en términos absolutos.

La movilidad de la mano de obra en EE. UU. ha ido en descenso desde mediados de la década de los sesenta y ahora es comparable a la de Europa, aunque por el factor del idioma. Su caída se debe a un aumento significativo de los requisitos para la obtención de licencias profesionales a nivel estatal, lo que dificulta la movilidad entre estados. La atención sanitaria también es un factor a tener en cuenta y cuando la proporciona el empleador es algo a lo que muchos prefieren aferrarse. Los precios de las viviendas también repercuten en la movilidad, ya que desalientan el traslado a zonas donde son elevados, aunque también lo fomenten a zonas con viviendas más asequibles. La vivienda ya es el primer motivo de mudanza en EE. UU.

POLITICA EN TENSION

La disfunción política se ha incrementado en parte como consecuencia del impactante fallo del Tribunal Supremo en 2010 (Ciudadanos Unidos contra la Comisión Electoral Federal) que, básicamente, levantó todas las restricciones a las donaciones políticas realizadas por empresas, sindicatos y particulares. Los distritos electorales se han convertido en distritos virtuales de un solo partido y el registro de votantes se complica a menudo hasta niveles imposibles. La participación de los votantes estadounidenses es de alrededor del 60% en las elecciones presidenciales, en porcentaje de la población con derecho a voto, inferior al 70% de media de los países de la OCDE. Parte de esta disfunción se ha puesto de manifiesto en la respuesta del país a la pandemia.

Una pandemia mundial requiere una respuesta coordinada a escala mundial. Como mínimo, requiere una actuación centralizada en cada país. Hasta en una federación es totalmente factible, tal como hemos visto en Alemania, por ejemplo. Con la Administración actual, EE. UU. no tiene intención de asumir el papel de coordinador mundial que ya desempeñó durante otras crisis sanitarias pasadas, como el SIDA o el Ébola. Ninguna otra superpotencia ha dado un paso al frente, aunque China podría verse cada vez más en ese papel, en particular, si sus científicos son los primeros en desarrollar una vacuna. Ante la amenaza, EE. UU. decidió retirar su financiación de la Organización Mundial de la Salud en medio de la crisis, citando el sesgo favorable a China por cuenta del principal coordinador de facto de la respuesta sanitaria mundial. Si este va a ser el modelo de comportamiento futuro de las superpotencias, solo podemos recordar los años veinte y siguientes, cuando los acontecimientos estuvieron impulsados, en gran medida, por la percepción del interés nacional.

Puede existir otra hipótesis alternativa. Quizás la población extraiga de esta pandemia la conclusión de que dirigir los países y responder a las crisis mundiales es una tarea seria que requiere líderes con experiencia. Parece que el Reino Unido ha dado pasos en este sentido con la elección del nuevo líder del Partido Laborista, además del perceptible cambio en el comportamiento del primer ministro Johnson. La pregunta clave es, por supuesto, qué puede suceder en las elecciones de EE. UU. previstas el 3 de noviembre de 2020.

Existe una gran incertidumbre en torno a esta cita, incluida la cuestión de cómo podría ocurrir. Aunque el supuesto candidato demócrata a la presidencia es ahora Joe Biden, el congreso del partido se ha aplazado hasta agosto, pero ni siquiera puede confirmarse todavía esa fecha. Logística aparte, la reelección de Donald Trump no es una certeza. Una diferencia significativa con respecto a 2016 es que el partido demócrata está cerrando filas en torno a Joe Biden de una manera que nunca llegó a ocurrir con Hillary Clinton. La mayoría de los partidarios de Bernie Sanders no llegaron a aceptar a Hillary Clinton en aquellas elecciones, pero esta vez los líderes del ala izquierda del Partido Demócrata sí apoyan a Joe Biden. Un Partido Demócrata unido representa una amenaza significativa para la reelección de Donald Trump.

Los sondeos nacionales de abril muestran a un Joe Biden vencedor ante Donald Trump con un margen que oscila entre el 4% y el 11%. Hillary Clinton ganó el voto popular en 2016 por un margen del 2%. Es difícil traducir las preferencias de voto nacionales en votos electorales, pero es probable que Joe Biden deba ganar el voto popular en un 5% o más para conseguir la mayoría de los electores. La participación de los votantes será la clave del resultado, un aspecto difícil de predecir en estos tiempos de COVID-19. La participación de las personas de entre 18 y 29 años aumentó en 2016, pero siguió siendo reducida en relación con las personas de 65 años o más: la tasa de participación de las primeras fue del 46% frente al 71% de las segundas.

En términos generales, el índice de popularidad del presidente Donald Trump se situó, en promedio, en el 43,6% en abril, por debajo del 46% de un mes antes. Este índice es superior a la media de su mandato, del 40%, aunque es inferior a la media de todos los presidentes de EE. UU. desde 1938, del 53%. En medio de una polarización política, los estadounidenses están bastante unidos en su postura sobre la respuesta a la pandemia. Pew Research Center concluyó que el 66% de los encuestados piensa que Donald Trump está reabriendo la economía demasiado pronto, el 65%, que reaccionó tarde a la crisis en un primer momento y el 61%, que la información de Donald Trump sobre la crisis es inexacta.

CAMBIO DE POSICIONES

Las posiciones también han evolucionado en otras cuestiones políticas clave. El apoyo de los estadounidenses al libre comercio ha aumentado al 56%, hasta un 67% apoya la inmigración y el 54% está a favor de que el Gobierno federal proporcione un plan de atención sanitaria nacional universal. La polarización sigue siendo elevada: un 63% afirma que la nación está dividida, aunque el porcentaje es menor al 76% de septiembre de 2019. Se desconoce cómo influirá esta variación en el resultado de las urnas, pero no debe darse por hecho que Donald Trump será el ganador.

¿Qué aspecto tendría la postura política de EE. UU. con un potencial presidente Joe Biden? A continuación, enumeramos una selección de medidas de las que está a favor:

- Aumentar el salario mínimo a 15 dólares por hora;
- Permiso por motivos familiares o baja por enfermedad;
- Alivio de la carga de la deuda a los estudiantes;
- Incrementar el salario de los profesores;
- Impuestos sobre las emisiones de carbono;
- Poner fin a los nuevos contratos de petróleo y gas en tierras federales;
- Ampliar la Ley del Cuidado de Salud Asequible;
- Financiar las inversiones en infraestructuras aumentando los impuestos de sociedades (aunque por debajo de la tasa anterior a 2017) y los impuestos sobre los grandes patrimonios;
- Incrementar el impuesto sobre las ganancias de capital;
- Aumentar el presupuesto de defensa;
- Investigar si es necesario tomar medidas antimonopolio en el sector tecnológico;
- No utilizar los aranceles contra los países;
- Unirse al CPTPP (acuerdo de comercio transpacífico del que se retiró EE. UU.);
- Eliminar el derecho a gastar fondos ilimitados en las campañas políticas.

Independientemente de lo uno pueda pensar de esas políticas, en general, son menos favorables a la actividad empresarial que las de la actual Administración. También es probable que incrementen el volumen del Gobierno en la economía y es de suponer que se añadan otras políticas que aborden la resistencia y la preparación para futuras crisis (como el aumento de la remuneración de los trabajadores sanitarios). Muchas de esas políticas beneficiarían a la economía a largo plazo, por ejemplo, mejorando la distribución de la renta, pero lo que es bueno para la economía fundamentalmente no siempre es favorable para la evolución del mercado de valores a corto plazo y viceversa. Las perspectivas de la economía de EE. UU. y sus mercados financieros dependen de manera crítica del resultado de las elecciones de 2020, no solo en lo que respecta a la presidencia, sino también, por supuesto, a las mayorías en el Congreso. Si Joe Biden obtuviera la presidencia pero los demócratas no logran la mayoría en el Senado, resultaría difícil aprobar legislación sobre cualquiera de los puntos mencionados anteriormente. Cambiar la mayoría del Senado es posible pero difícil. Los demócratas necesitan ganar 4 nuevos escaños y 4 estados están actualmente clasificados como "toss-ups" (inciertos), lo que significa que el partido tendría que ganarlos todos. Sin tal resultado, solo una profunda renovación dentro del Partido Republicano permitirá un gran avance en la lista de tareas pendientes de Joe Biden.

CHINA Y LA REGIÓN ASIA-PACIFICO

China ha contribuido aproximadamente con un tercio del crecimiento de la economía mundial en los últimos años. El año pasado fue responsable de 1,14 puntos porcentuales dentro del 2,9% de crecimiento del PIB mundial. Este año, su contribución probablemente caerá a 0,37 puntos porcentuales. En términos absolutos es un rendimiento mucho mejor que las contribuciones negativas que esperamos de EE. UU. y la zona euro, pero la magnitud de la disminución será mayor en China que en el resto de potencias económicas del mundo, respecto a esta medida.

Cuando China disfrutó (brevemente) de una tasa de crecimiento del PIB 15%, el tamaño de la economía era mucho menor. En el tiempo que ha tardado China en disminuir su tasa de crecimiento al 6% de 2019, el tamaño de la economía se ha duplicado con creces. En consecuencia, China contribuyó más al crecimiento del PIB mundial, cuando tenía una tasa de crecimiento menor que durante su periodo de rápido crecimiento. La crisis de la COVID-19 le puso freno, pero es importante señalar que China y la India son los dos únicos países con probabilidades de contribuir de forma positiva al PIB mundial este año, según nuestras previsiones. Cuando vuelva a existir cierta normalidad en la economía mundial, podemos esperar que China regrese a su trayectoria de aumento del peso económico, junto con una tendencia a la baja de la tasa de crecimiento del PIB. Podemos imaginar que su tasa de crecimiento alcanzará, potencialmente, el 2% hacia la mitad del siglo, momento en el cual el país será probablemente la mayor economía del mundo. Su peso podría aumentar del 18% actual al 20% en 2050 (basado en la paridad del poder adquisitivo según un estudio de PWC de 2017). Durante el mismo periodo, el peso de la India podría duplicarse con creces y pasar del 7% actual al 15% en 2050, lo que la

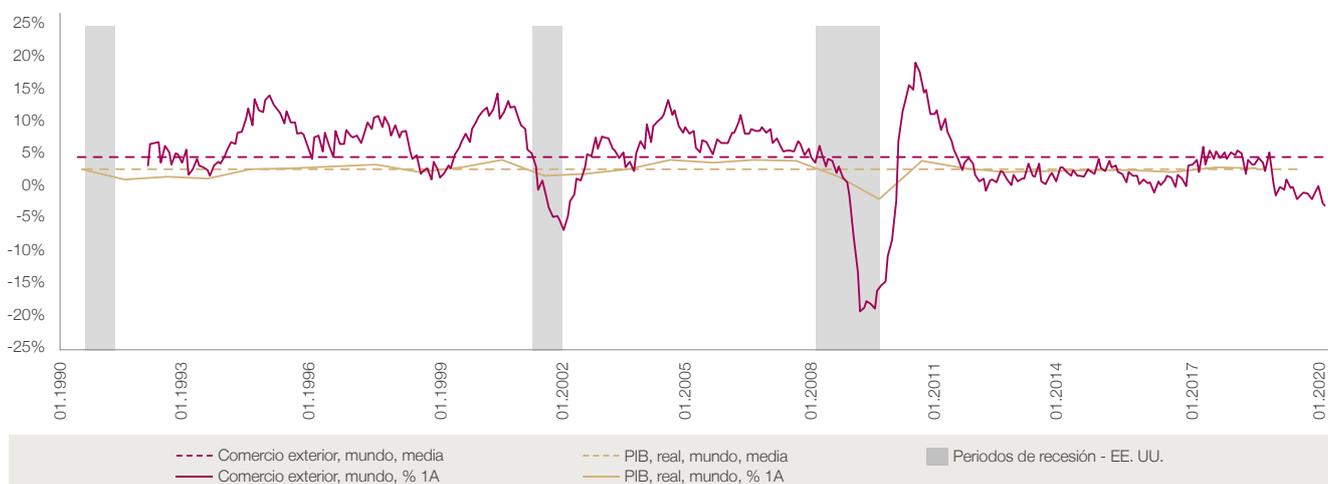
convertiría en la segunda mayor economía del mundo. EE. UU. podría verse en el tercer lugar con una disminución de su participación en la economía mundial del 16% al 12%, y la UE podría sufrir una caída del 15% actual al 9% en los próximos 30 años. Es indudable que la mayor parte del crecimiento futuro vendrá de Asia.

El descenso de las participaciones no significa de ninguna manera una disminución del crecimiento o de la riqueza, sino que otros países están creciendo más rápido. No obstante, el ascenso de China provoca mucha ansiedad entre los países que ven cuestionada su importancia relativa, no solo en términos económicos sino también de la influencia política que tiende a acompañar al mayor poderío económico. Estas tendencias ya eran muy visibles antes de la crisis de la COVID-19, como ya ha ilustrado la Administración estadounidense, en particular, con su guerra comercial autoimpuesta (Gráfico 11). Hoy en día es más difícil que nunca predecir el equilibrio de poder mundial porque el veredicto sobre el comportamiento de las superpotencias durante la crisis tardará en hacerse patente, al igual que la evaluación final de las consecuencias económicas.

En 2017, el presidente Xi proclamó que China estaba ahora "al volante" en lo que respecta a los asuntos internacionales y que "se acercará al primer plano y realizará mayores contribuciones a la humanidad". Aunque su significado real es discutible, el país ha dudado a la hora de cumplir estas palabras en la crisis actual.

Otro motivo de preocupación en relación con China es la estabilidad de su sistema financiero, ya que el nivel total de la deuda de los países ha alcanzado el 300% de su PIB (incluida la deuda de los hogares, la deuda corporativa y la deuda pública;

GRÁFICO 11: VOLUMENES COMERCIALES MUNDIALES Y PBI GLOBAL, %, Y PROMEDIOS, CON PERÍODOS DE RECESIÓN DE EE. UU.



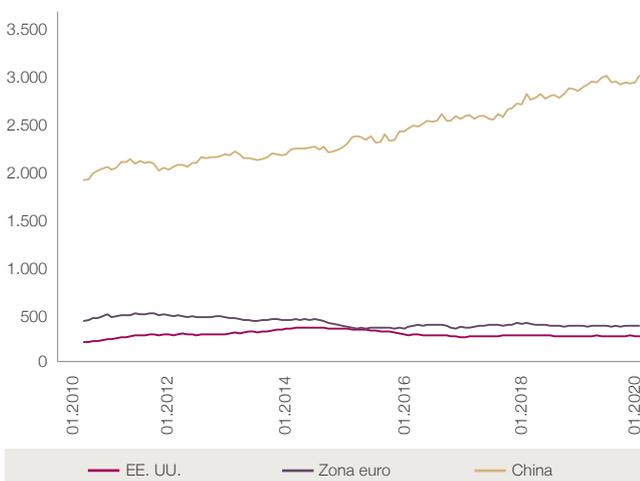
Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.



Beijing, China

1T de 2019, Institute of International Finance), una cifra que también ayuda a explicar la respuesta fiscal a la crisis de la COVID-19, bastante más moderada en China en comparación con los países occidentales. Si bien puede suponerse que muchos bancos chinos tienen problemas con los préstamos morosos, los bancos más grandes son propiedad del Estado y prestan principalmente a empresas de propiedad estatal. Con sus 3,06 billones de dólares estadounidenses en reservas de divisas, ningún otro país del universo se acerca a los fondos de China para combatir una crisis financiera (Gráfico 12).

GRÁFICO 12: RESERVAS DE DEVISAS: CHINA, EE.UU. Y ZONA EURO, BILLONES DE DÓLARES



Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

Por otra parte, aunque se han liberalizado los tipos de interés que se ofrecen por los depósitos y se cobran por los préstamos, siguen ofreciendo amplios márgenes y refuerzan la rentabilidad de los bancos. Asimismo, la mayor parte de la deuda de China se emite en moneda local y está en manos de inversores nacionales, lo que reduce aún más el riesgo de una crisis financiera a pesar del elevado nivel de deuda.

Corea del Sur celebró elecciones el 15 de abril y el partido del presidente Moon Jae-in, Minjoo (demócrata), obtuvo una victoria sin precedentes que le permitió obtener 180 de los 300 escaños de la Asamblea Nacional, frente a los 123 escaños anteriores. Sin embargo, la cifra no alcanza la mayoría de 2/3 necesaria para aprobar la reforma constitucional, pero pondrá fin al estancamiento parlamentario.

Por otro lado, en Japón, Shinzo Abe terminará su mandato en septiembre de 2021. En noviembre de 2019 se convirtió en el primer ministro más longevo de Japón y la mayoría de su partido ha hecho posible que Japón destaque últimamente como un refugio de paz relativo, mientras muchas otras economías maduras sufren importantes cambios políticos. Sería necesaria una modificación de las normas del partido para que pudiera permanecer al timón más allá de septiembre. A juzgar por las recientes encuestas, no existe un apoyo abrumador para tal perspectiva y un cambio de liderazgo podría significar un periodo de menor estabilidad en el Gobierno después de las elecciones de septiembre de 2021. Mientras tanto, la combinación de políticas de Japón ha sido muy activa en el contexto de la crisis, ya que cuenta con una de las respuestas fiscales más importantes en relación con el PIB, una mejor capacidad para controlar la pandemia y un banco central que ha anunciado compras ilimitadas de deuda pública.

AUMENTO DE LA POBREZA

Australia ha tenido un crecimiento positivo espectacular del PIB durante 28 años que está llegando a su fin de manera brutal debido a la pandemia mundial. Con una economía dependiente de China y de las materias primas, la evolución del país estará obviamente vinculada a la de estas dos áreas.

India está lidiando con el cierre de su economía de 1.300 millones de personas, en la que el Banco Mundial estima que más del 75% del empleo estaba incluido en la economía sumergida en 2018. Estos trabajadores no reciben ningún salario, compensación ni bajas por enfermedad, en su mayor parte. El Gobierno ha aprobado un paquete de ayuda de 22.000 millones de dólares y el banco central de India ha proporcionado 63.000 millones de dólares en liquidez, además de recortar los tipos de interés. Se han introducido muchas medidas específicas, como la ayuda alimentaria, el apoyo a la agricultura, 1.000 rupias para los hogares vulnerables, préstamos sin garantía, cobertura de seguros para los trabajadores sanitarios y normas menos estrictas sobre las quiebras. El reto de proteger a los millones de personas que viven en barrios marginales abarrotados es enorme. Podría ser una bendición que el 80% de la población sea menor de 44 años y, por lo tanto, cabe esperar que sufran los síntomas más leves del virus, pero el aumento de las pruebas ha mostrado un incremento del número de contagios y se ha ampliado el periodo de confinamiento. El hecho de que la población sea tan joven es también un desafío especial. Hasta un millón de jóvenes entran en el mercado laboral cada mes y, normalmente, sería necesario que la economía creciera a un ritmo del 8% anual para absorberlos a todos. Como ya ocurre en muchas economías, la presión para adoptar más medidas fiscales es fuerte, pero estas podrían requerir una actuación monetaria adicional para controlar el coste del servicio de la deuda e incrementar el riesgo de que las agencias de calificación rebajen la calificación crediticia del país.

Los países en desarrollo de Asia han introducido paquetes de apoyo para el COVID-19 que ascienden al 3,7% del PIB, frente a una media mundial del 11% (ESCAP). Los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, que en 2019 eran del -6% del PIB en Asia, parece que se deteriorarán hasta el 10% del PIB en 2020. El riesgo de tipo de cambio es un problema en la región como consecuencia de la política acomodaticia y la aversión general al riesgo. Muchas divisas de Asia se han depreciado alrededor del 5% en lo que va de año frente al dólar estadounidense, aunque no es nada comparado con las depreciaciones de alrededor del 25% en lo que va de año de algunas economías basadas en las materias primas. Fundamentalmente, es probable que los países con déficit de balanza por cuenta corriente tiendan a la depreciación de la moneda. Sin duda, un precio del petróleo reducido supondrá cierto alivio en este sentido, ya que la mayoría de las economías asiáticas son importadoras netas de combustibles fósiles.

El FMI, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo han prometido ayudas por valor de miles de millones de dólares, el G-20 ha concedido periodos de carencia en el reembolso de la deuda de los países de bajos ingresos y es probable que se preste más apoyo. No obstante, a medida que el mundo desarrollado pasa a suavizar las medidas de confinamiento, en los países en desarrollo lo peor está por venir.

El Banco Mundial predice que el África subsahariana será la región más afectada, no necesariamente en cuanto al número de casos de la COVID-19, sino en el aumento de la pobreza. Se prevé que la pobreza mundial aumente este año por primera vez desde 1998 y que otros 50 millones de personas caigan en la pobreza extrema este año.



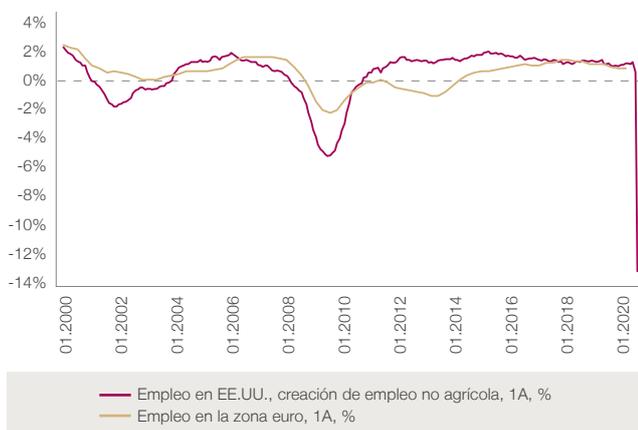
Melbourne, Australia

ZONA EURO

La zona euro se enfrenta, prácticamente desde su creación, a la percepción generalizada de que la unión monetaria está condenada a fracasar en algún momento. Su base se encuentra en el importante trabajo realizado en los años sesenta por Robert Mundell, por citar alguno, sobre el tema de las zonas monetarias óptimas. Las ideas que aún persisten son que las uniones monetarias requieren transferencias fiscales dentro de la unión y estas consideraciones revisten una especial importancia si la movilidad laboral es reducida dentro de la unión. Obviamente, el mundo ha evolucionado en los cerca de 60 años que han pasado desde entonces. La movilidad laboral dentro de la UE se ha duplicado desde el año 2000, mientras que, en EE. UU., la Oficina del Censo informa de que los cambios de empleo disminuyeron en un 25% entre 1997 y 2013. Los factores que contribuyen a que más estadounidenses permanezcan en el mismo trabajo son: el aumento de los requisitos para la obtención de licencias profesionales, que tienden a expedirse a nivel estatal y, por lo tanto, desincentivan la movilidad interestatal; el coste del seguro médico, que propicia la permanencia en la empresa que lo proporciona; y los precios de las viviendas, que pueden favorecer y evitar un traslado. La diferencia actual entre EE. UU. y Europa a este sentido se reduce básicamente a las barreras lingüísticas. Además, el récord de la zona euro en materia de empleo es comparable al estadounidense, dado que Europa pasó por una segunda crisis en 2011-2012 que EE. UU. no sufrió (Gráfico 13).

No obstante, una unión fiscal fortalecería, sin duda alguna, la unión monetaria de Europa. Sin embargo, la unión monetaria de EE. UU. sobrevivió unos 70 años antes de lograr su unión fiscal, desde el final de la Guerra Civil en 1865 hasta el Segundo New Deal en 1935-1936. La unión monetaria europea se creó en 1992 con el Tratado de Maastricht y en 1999 se introdujo el euro. A sus 21 años, el euro es muy joven comparado con el poderoso dólar y, aunque la unión fiscal tiene poco apoyo en Europa en este momento, las cosas podrían ser muy diferentes dentro de unos 50 años, tal como ocurrió con el dólar.

GRÁFICO 13: CRECIMIENTO DEL EMPLEO EN EE. UU. Y LA ZONA EURO, % INTERANUAL



Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

Aunque la pandemia del COVID-19 podría acelerar el cambio. Sin adoptar ninguna mutualización directa de la deuda de la zona euro, en esta crisis se han relajado las normas escritas. La difícil situación de Italia está impulsando el tema, al igual que la de Grecia. A pesar de que la respuesta de Europa ante la grave situación de la COVID-19 en Italia fue tardía y torpe, cabe mencionar que ha reaccionado con una rapidez vertiginosa en comparación con lo que sucedió después de la crisis de 2008. Después, necesitó 4 años y otra crisis en 2011-2012 para tomar las riendas. Ahora ha puesto en marcha nuevos programas en cuestión de semanas y es probable que lleguen más en los próximos meses. El BCE ha asumido compromisos de duración indefinida para ampliar sus programas de apoyo cuando sea necesario, el Consejo y la Comisión de la UE siguen preparando medidas adicionales y, con estos mecanismos de protección, los países miembros de la UE podrán, de hecho, gastar "lo que haga falta" en medidas que mitiguen los efectos de la pandemia. Si bien es probable que la respuesta de ningún país o región a la crisis actual pase a la historia como algo perfecto, es evidente que Europa ha aprendido mucho de la crisis financiera mundial.

Aun así, las repercusiones fiscales serán graves. El presupuesto de las Administraciones Públicas de la zona euro, que registró un déficit del 0,7% del PIB en 2019, probablemente se hundirá más, hasta cerca del -8% del PIB este año. El superávit presupuestario de Alemania, del 1,4% del PIB el año pasado, será sustituido por un déficit que probablemente supere el 5% del PIB. Italia, Francia y España podrían registrar déficits de entre el 8% y el 10%, y, aunque el primero podría tener el menor déficit de los tres, todavía posee el mayor ratio de deuda/PIB, hecho que sigue inquietando a la Unión.

La decisión del Reino Unido de abandonar la UE se ha sumado a sus problemas, aunque el país nunca adoptó el euro. Muchos temen que Italia pueda algún día optar por una decisión similar. Las próximas elecciones programadas en Italia están previstas en mayo de 2023 y las elecciones presidenciales se celebrarán en 2022. El cambio podría llegar antes, después de todo el país ha tenido 68 gobiernos diferentes en 73 años, aunque es probable que ningún partido intente agitar las aguas de tal manera en medio de la pandemia mundial.

Una encuesta realizada en marzo de 2020 por la agencia de noticias con el nombre de Dire, reveló que el 67% de los italianos considera que la pertenencia a la UE es una desventaja, frente al 47% en noviembre de 2018. Por supuesto, también pueden encontrarse pruebas de lo contrario. Una encuesta de Censis de finales de 2019 concluyó que solo el 25% de los italianos estaba a favor de abandonar la Unión. El resto de la UE mantiene su gran compromiso y prueba de ello es la evolución de la postura de Alemania hacia soluciones de financiación a nivel regional.

Estamos profundamente convencidos de que el euro sobrevivirá sin variar sus miembros actuales, como ya hizo en 2011-2012.

LATINOAMÉRICA

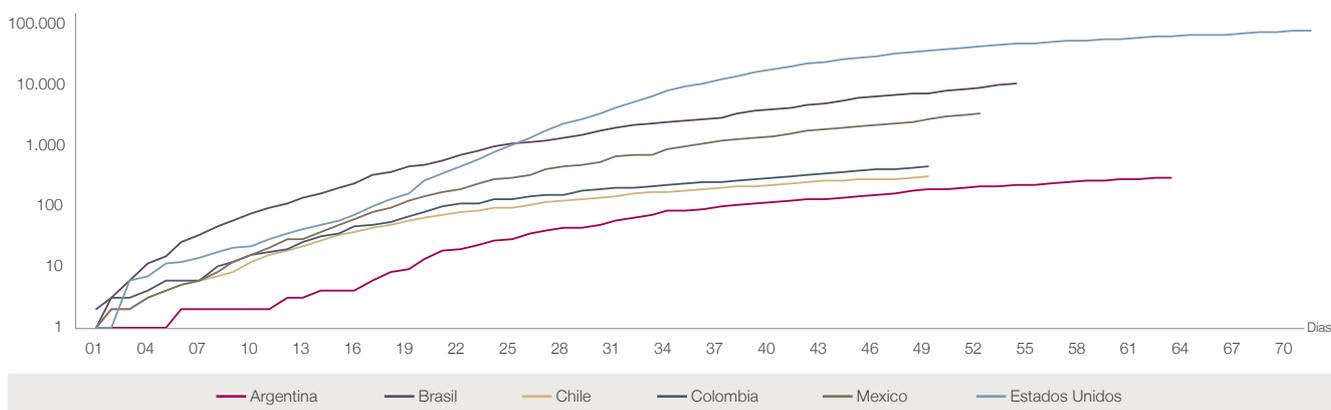
La pandemia del COVID-19 llegó a la región más tarde (Gráfico 14) que en el resto del mundo. Hasta ahora, parece que los esfuerzos por contener el virus han podido frenar la epidemia, pero la mayoría de los países todavía no ha alcanzado el pico de nuevos casos. En Latinoamérica, muchos países adoptaron antes medidas de distanciamiento social, en comparación con Europa y EE. UU. y, en toda la región, hay indicios de que la epidemia se ha ralentizado. Sin embargo, la falta de recursos, entre ellos, pruebas y estructuras sanitarias, ha provocado que la situación sea bastante difícil en toda la región.

En Brasil, el panorama es particularmente complejo. El país no solo está convirtiéndose rápidamente en uno de los focos de la pandemia, sino que también se enfrenta a una crisis política causada por la oposición del presidente Bolsonaro a las medidas de control de la epidemia introducidas por las autoridades locales. La crisis política se agravó con la dimisión de su ministro de justicia, Sergio Moro, que abandonó el Gobierno denunciando que el presidente estaba tratando de interferir en la Policía Federal. La creciente crisis política llevó al presidente a iniciar negociaciones para formar una coalición más amplia en el Congreso, a lo que llevaba negándose desde el comienzo de su mandato. Parcialmente por este motivo, hasta ahora el Congreso ha ignorado los rumores políticos y ha aprobado legislación de emergencia para luchar contra la crisis, que incluye el apoyo a las administraciones locales, el levantamiento temporal de las normas fiscales y la provisión de herramientas adicionales para que el banco central amplíe la liquidez en los mercados de deuda pública y privada mediante la compra de activos. En total, las medidas fiscales anunciadas hasta el momento ascienden a casi el 4,6% del PIB. La política monetaria también está en marcha, ya que el banco central ya ha reducido su tipo de interés oficial del 4,5% al 3,25% desde principios de año y ha indicado que es probable que realice otro recorte de hasta 75 puntos básicos en la próxima reunión. La inflación y las expectativas de la misma han ido disminuyendo a medida que se desplomaba la demanda y se ampliaba la brecha de producción.

Esperamos que esta tendencia continúe a corto y medio plazo, y justifique así la postura conciliadora del banco central. Aunque los riesgos para la inflación son limitados a corto plazo y no constituyen un factor restrictivo, la marcada depreciación de la divisa producida en lo que va de año podría plantear algunos riesgos para la estabilidad financiera. Si fuera así, la flexibilización de la política monetaria podría resultar contraproducente. Por ahora, creemos que estos riesgos están limitados por el reducido nivel de apalancamiento empresarial y la exposición a los riesgos de tipo de cambio, así como por la buena capitalización del sistema bancario. Sin embargo, el estímulo fiscal y monetario no va a ser suficiente para evitar una recesión aguda. Esperamos que el PIB caiga un 4,7% en 2020 y que se recupere un 4,3% el próximo año, y los riesgos de esta hipótesis se decanten claramente a la baja.

México también se enfrenta a problemas para contener la epidemia y es probable que su economía se vea gravemente afectada por la crisis de la pandemia. Las condiciones de partida no eran buenas porque la economía ya se dirigía a una recesión antes del choque epidémico. Es probable que sus vínculos con la economía de EE. UU., el tamaño de su sector turístico y la caída de los precios del petróleo causen una profunda recesión este año. La reacción de la política económica ha sido menos intensa que en la mayoría de los países de la región. La respuesta de la política fiscal se ha centrado principalmente en la ampliación del sistema sanitario y el aumento de los programas sociales. Las perspectivas fiscales se ven empañadas por la creciente expectativa de que el Gobierno tendrá que aumentar su apoyo a Pemex. El banco central, por su parte, ha intensificado su respuesta a la crisis desde marzo recortando su tipo de interés oficial del 7% al 6%, y anunciando una serie de medidas para estimular la liquidez en los mercados de deuda corporativa y de divisas. Creemos que la economía de México se contraerá por lo menos un 5% este año y tendrá una lenta recuperación, con un crecimiento del 3,8% en 2021.

GRÁFICO 14: FALLECIMIENTOS CONFIRMADOS POR COVID-19



Fuentes: JHU CSSE, Indosuez Wealth Management.



Buenos Aires, Argentina

En cuanto a Argentina, el país ha tenido bastante éxito en "aplanar la curva" gracias a la adopción de medidas muy estrictas desde el principio. Sin embargo, la situación macroeconómica, que ya era extrema, ha empeorado. El país está en suspensión de pagos y las negociaciones con los acreedores están en curso. Con la fuerte caída del crecimiento y el debilitamiento de la divisa, es probable que la tasa de recuperación de la deuda sea bastante reducida. Además, a diferencia de nuestras previsiones para el resto de la región, la inflación seguirá siendo un problema, ya que el Gobierno depende cada vez más de la monetización para cubrir su gasto. Aunque seguimos esperando que una vez finalizado el proceso de renegociación de la deuda sea posible disminuirla gradualmente, la inflación descontrolada a medio plazo es un riesgo creciente. Creemos que Argentina será el país más afectado en términos de crecimiento del PIB, con una contracción de al menos el 6,1% en 2020 y un repunte del 3,4% en 2021.

Las perspectivas de Chile y Colombia parecen mejores. Ambos países están controlando relativamente bien el brote, lo que debería acelerar y facilitar el proceso de reapertura de las economías. En Chile, la posición presupuestaria es mucho mejor a la del resto de la región, hecho que otorga al Gobierno un

mayor margen para aumentar el gasto a corto plazo sin enfrentarse a los mismos riesgos que el resto de países principales de la zona. Paradójicamente, la crisis sanitaria y económica otorgó cierto alivio al Gobierno respecto a la crisis política actual. El plebiscito sobre una nueva constitución se ha pospuesto de abril a octubre y los índices de popularidad del presidente Piñera han mejorado. Aunque el país no logrará evitar entrar en una recesión aguda, creemos que esta será más suave y menos duradera que en el resto de países, con una contracción del -3,5% este año.

Aunque por motivos diferentes, es probable que la evolución de Colombia sea también superior a la media. El país es menos dependiente del sector de servicios, lo que contribuirá a contener los daños sobre el crecimiento a corto y medio plazo. También posee un mayor potencial de crecimiento y disfrutaba de más ímpetu antes de la crisis. Tiene algunas vulnerabilidades, como una posición presupuestaria relativamente débil y cierta exposición a los precios del petróleo, pero, en general, debería lograr una buena evolución en términos relativos. Creemos que la economía podría contraerse en un -3% este año y es probable que esté mejor posicionada para repuntar en 2021.

ORIENTE MEDIO

Al igual que el resto del mundo, Oriente Medio se ha visto afectado tanto por la pandemia del COVID-19 como por el movimiento (a la baja) del precio del petróleo. La tendencia es difícil de predecir en ambos factores.

Sin embargo, la densidad de la población y el porcentaje de habitantes que viven en las ciudades pueden ayudarnos a calibrar la gravedad de la pandemia a escala regional. Cuanto mayor sea la concentración de la población, mayor será la probabilidad de que se produzca una epidemia grave. Emiratos Árabes Unidos (EAU) tiene una densidad de población de tan solo 136 personas por kilómetro cuadrado (km²) de superficie. No obstante, la mayor parte de la población, el 87%, vive en las ciudades. Así pues, la elevada proporción de ciudadanos que vive en zonas urbanas implica que el virus puede propagarse con mayor facilidad y rapidez, lo que debería compensar con creces la baja densidad de población. En Arabia Saudí pueden aplicarse conclusiones similares.

La mayoría de los países de la región han impuesto medidas de cuarentena, así como confinamientos parciales o más estrictos. Por ejemplo, Kuwait ha suspendido el trabajo en el sector público hasta el 31 de mayo y ha impuesto un toque de queda entre las 16:00 y las 8:00 horas. Arabia Saudí ha impuesto un confinamiento parcial en las principales ciudades y provincias. Los residentes solo pueden salir de casa para las necesidades básicas entre las 6:00 y las 15:00, y deben permanecer en su área de residencia. El país también ha firmado un acuerdo con China, que pondrá a su disposición 9 millones de kits de pruebas, 500 técnicos y 6 laboratorios.

La juventud de la población podría ser una ventaja para resistir la crisis. Por el contrario, antes de la pandemia este grupo de población ya luchaba por acceder al mercado laboral (la tasa de desempleo entre los jóvenes es aproximadamente el doble que la de la población general). En términos generales, el problema del desempleo endémico se verá agravado por la propagación de la enfermedad.

¿Aguantará el sistema sanitario? Con 2,4 médicos por cada mil habitantes, Emiratos Árabes Unidos se sitúa al mismo nivel que países como Polonia o Corea del Sur. Esta proporción es de 1,3 para los países de Oriente Medio y África del Norte (MENA, por sus siglas en inglés), 1,1 para el mundo árabe y 1,5 para el mundo entero. En cuanto a las camas de hospital disponibles, la proporción de EAU es de 1,2 por cada mil habitantes, por debajo de la media de 1,6 de MENA y la media mundial de 2,7. Estos dos indicadores nos muestran que la capacidad de la región para hacer frente a una crisis epidémica es limitada, especialmente, en términos de espacio hospitalario.

Es difícil encontrar datos relativos al desarrollo de la pandemia en la región. Es probable que tengamos que esperar un tiempo antes de que podamos obtener números fiables que puedan confirmar nuestro análisis. Entretanto, en la Tabla 4 se indica el número de personas afectadas a finales de abril, en cifras absolutas y en porcentaje de la población.

Obviamente, es pronto para evaluar el coste económico de la pandemia en la medida en que no tenemos ningún punto de comparación. La recesión activa en las economías maduras nos recuerda la crisis financiera de 2008-2009, mientras que la caída del precio del petróleo es similar a la crisis del petróleo de 2015. Es probable que el abrupto retroceso experimentado por los países de la región sea mayor que el sufrido en estas dos ocasiones. Si supone una caída del PIB real del 3,1% en 2020 (previsión del FMI), la región se situará dentro de la media de la desaceleración mundial, que prevemos sea del 3%. Es probable que la perturbación ya se note en las cifras del IT, en particular, en Arabia Saudí, donde el crecimiento del PIB nominal podría disminuir en un -12% inter-trimestral. Una consecuencia especialmente negativa de la pandemia es que se penalizarán los esfuerzos de diversificación económica de los últimos años. El sector servicios (en particular, el turismo, los hoteles y los viajes aéreos), que ha servido de fuente de crecimiento alternativa a la industria, se ha visto muy afectado.

TABLA 4: ESTADÍSTICAS DE LA COVID-19, MENA, ABRIL DE 2020

Región	Nº casos	% de pobl.	Altas
Mundo	3.245.901	0,04	988.540
Irán	94.640	0,11	75.103
Arabia Saudí	21.402	0,06	2.953
Qatar	12.564	0,44	-
EAU	12.481	0,13	2.429
Egipto	5.268	0,01	1.335
Marruecos	4.359	0,01	969

Región	Nº casos	% de pobl.	Altas
Kuwait	4.024	0,09	1.539
Argelia	3.848	0,01	1.702
Baréin	2.921	0,17	1.455
Omán	2.348	0,05	-
Irak	2.003	0,00	1.346
Túnez	980	0,01	-
Líbano	725	0,01	-

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Dubai, Emiratos Arabes Unidos

La caída del precio del petróleo no pone en duda la viabilidad económica de la producción de Arabia Saudí, Irán o Irak. El coste de producción por barril es de alrededor de 8, 9 y 10,5 dólares, respectivamente, en estos tres países. Sin embargo, la combinación de la caída de los precios y de los volúmenes erosiona sus finanzas públicas en un momento en que estas son muy necesarias para financiar las medidas de apoyo aplicadas para luchar contra los efectos de la pandemia.

La magnitud del paquete fiscal representa mucho menos de lo que está previsto en las economías maduras. Sin embargo, el ratio de deuda/PIB aumentará, sobre todo, porque es poco probable que se produzca una aceleración de la inflación, al menos a corto plazo. En particular, algunos países se enfrentan a la deflación, con una variación interanual de los precios al consumidor del -1,3% en los UAE, del -1,8% en Dubái y del -1,4% en Qatar.

Más concretamente, en Arabia Saudí se anunció un conjunto de medidas destinadas a apoyar al sector privado, por un total de 18.700 millones de dólares. Además, el uso del fondo de seguro de desempleo aumentará el gasto en un 0,4% del PIB. Todo ello se compensará con una reducción de ciertas partidas presupuestarias de las Administraciones Públicas. No obstante, el saldo neto corresponde a un estímulo fiscal, probablemente, inferior al 3% del PIB. En los EAU, las autoridades decidieron adoptar medidas fiscales por un total de 7.200 millones de dólares, es decir, el 2% del PIB.

En este contexto, los bancos centrales han seguido el mismo camino que sus homólogos del mundo desarrollado proporcionando grandes cantidades de liquidez a la economía. Dado que muchas de las monedas de la región están vinculadas al dólar estadounidense (el rial saudí, el rial catari, el dinar bareiní, el rial omaní y el dirham emiratí), el recorte de los tipos de interés llevado a cabo por la Reserva Federal de EE. UU. permitió que las autoridades emisoras de la región redujeran a su vez sus tipos: del 4% al 2,25% en Baréin, del 2,1% al 0,5% en Omán, del 2% al 1% en Qatar, del 2,25% al 1% en Arabia Saudí y del 2% al 0,75% en los EAU.

Al igual que los demás bancos centrales, la autoridad emisora saudí ha establecido un servicio de financiación, equivalente al 2% del PIB, para que los bancos comerciales puedan apoyar al sector privado, en particular, a las PYME. El banco central de los EAU ha adoptado diversas medidas, por un total del 20% del PIB, para fomentar los préstamos al sector privado.

Para concluir, cabe señalar que desvincularse del dólar no figura en el programa de la región ni forma parte de la combinación de políticas prevista. En particular, el banco central saudí ha destacado que las reservas de divisas cubren 43 meses de importaciones y el 88% de la oferta monetaria en su definición más amplia (M3).



Nueva York, Estados Unidos

IMPLICACIONES PARA LAS CLASES DE ACTIVOS

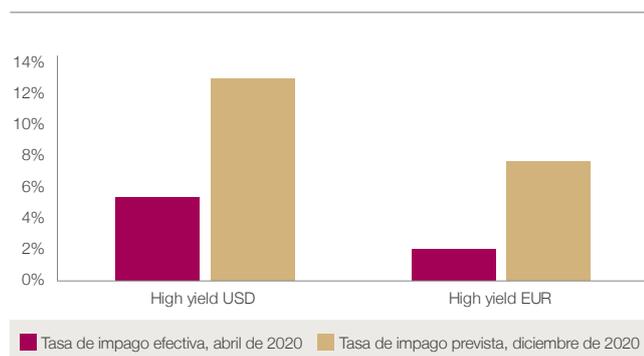
Antes de abordar la cuestión del impacto actual de la combinación de políticas en los mercados, debemos determinar qué incluimos en nuestra definición de "combinación de políticas". La intensidad de la recesión prevista para este año es el resultado de la decisión de la mayoría de los Gobiernos de confinar a su población, con lo que la actividad económica ha quedado prácticamente paralizada. Consideramos que las medidas de confinamiento son medidas de salud pública y no entran en el componente presupuestario/gubernamental de la combinación de políticas, y nos interesan principalmente las medidas fiscales y monetarias adoptadas para combatir la recesión causada por este confinamiento.

MERCADOS DE RENTA FIJA

La renta fija (Gráfico 15) es la clase de activos más directamente afectados por la actual combinación de políticas que resumiremos con sus pilares y principales consecuencias: una política presupuestaria expansionista que plantea la cuestión de su sostenibilidad e implica una política monetaria estructuralmente acomodaticia destinada a garantizar tanto la financiación de la economía como la deuda pública.

En lo que respecta a la deuda soberana, la cuestión fundamental reside en la confianza de los inversores en el mensaje que envían los bancos centrales y el carácter duradero de este apoyo: si los mercados están convencidos de que los bancos centrales nunca saldrán de su proceso de expansión cuantitativa y continuarán llevando a cabo la tarea de refinanciar a los Gobiernos y de calmar el riesgo periférico, podemos excluir la situación de una repetición de la crisis soberana de 2011-2012 y adoptar la hipótesis de base de que el BCE contendrá la pendiente de la curva de los rendimientos de los países de la OCDE y los diferenciales periféricos de la zona euro, incluso en caso de una rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana por parte de las agencias de calificación.

GRÁFICO 15. TASA DE IMPAGO, DEUDA HIGH YIELD, %



Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

Si la discordia se hace evidente y despierta dudas con relación a esta perspectiva, podríamos temer una renacionalización del riesgo soberano en la zona euro, y un incremento de la pendiente de la curva de rendimiento que refleje un deterioro de los ratios de deuda/PIB. Es probable que sea necesaria matizar en el caso de la deuda soberana emergente, en particular, en América Latina, que está expuesta tanto al choque macroeconómico mundial como a la caída del precio del petróleo, y sigue dependiendo de la corriente de capitales internacionales.

En el mercado de deuda corporativa, la corrección de marzo reflejó un fuerte deterioro de los fundamentales, así como una escasez de liquidez. Esta recesión, al igual que las anteriores, vendrá indudablemente de la mano de las rebajas de las agencias de calificación y del aumento de las tasas de impago en el segmento de alto rendimiento (*high yield*), que será más acusado en los sectores industriales más afectados, como la energía, el automóvil, el transporte aéreo, la venta al por menor especializada y los bienes inmuebles de uso comercial. Sin embargo, la actual combinación de políticas —formada, en el ámbito fiscal, por planes para reducir o diferir los impuestos y subvencionar el desempleo a tiempo parcial y, en el ámbito monetario, por el aumento y la ampliación del alcance de las compras de activos para abarcar la deuda corporativa— es un factor de apoyo muy eficaz. Además, los numerosos mecanismos de ayuda a la refinanciación de las empresas establecidos conjuntamente por los Gobiernos y los bancos centrales tienen por objeto limitar el aumento de las quiebras de empresas. Todo dependerá en última instancia de la duración del confinamiento y de la fuerza de la recuperación para contener el incremento de las tasas de impago.

La reducción de las primas de crédito comenzó a finales de marzo y reaccionó después con gran rapidez a los anuncios de la Reserva Federal a principios de abril. Los mercados crediticios suelen tocar fondo antes del mínimo macroeconómico y, gracias a la suma del mensaje de los bancos centrales y de la mejora de la liquidez, los bonos corporativos pudieron empezar a repuntar.

Por último, cabe señalar que la postura de los Gobiernos y los reguladores europeos en relación con los dividendos de las empresas del sector financiero son un catalizador positivo para los titulares de bonos subordinados, ya que proporcionan mayor seguridad a sus cupones, a condición, sin embargo, de que el sector no se convierta en deficitario debido a las políticas de constitución de provisiones.



Stellenbosch, Sudáfrica

MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Por lo general, los analistas bursátiles esperan que una caída de un punto en el crecimiento económico (Gráfico 16) lleve teóricamente a una disminución de los beneficios de alrededor del 10%; matemáticamente, esto implicaría una reducción del 50% de los beneficios, pero es probable que no tenga en cuenta todos los efectos del poderoso apoyo de la combinación de políticas que se está aplicando actualmente.

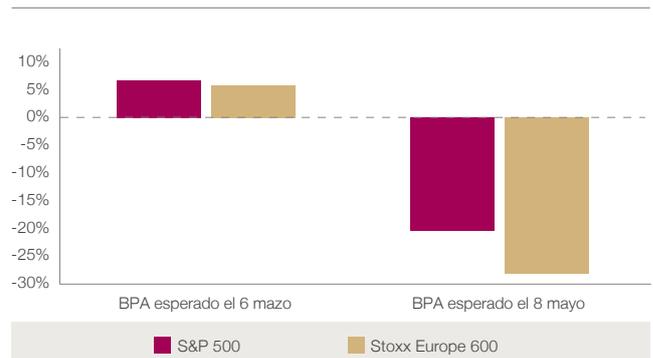
En lo que respecta a los mercados bursátiles, la cuestión que se plantea en la política fiscal tiene dos vertientes:

- A corto plazo, las medidas excepcionales de apoyo aplicadas por los Gobiernos podrían atenuar el impacto de la recesión, tanto en lo relativo a los ingresos (ayuda al trabajo a tiempo parcial, por ejemplo) como respecto al riesgo de impago (los planes de refinanciación y de garantía), pero no pueden compensarlo totalmente, como ya se ha visto en los resultados del 1T, con una caída prevista de entre un 20% y un 25% en promedio, a pesar de que el confinamiento no entró en vigor hasta marzo;
- A medio plazo, si la política económica logra orquestar una rápida recuperación de la actividad una vez que se levanten las órdenes de confinamiento, los inversores esperarán un rápido repunte de los beneficios en 2021 y no les preocupará tanto la magnitud de la caída de los beneficios en 2020.

Además, hay que tener en cuenta el impacto de las políticas monetarias en los mercados bursátiles. En primer lugar, los planes de refinanciación para empresas y bancos representan un apoyo importante, como ya se ha mencionado en el caso de la renta fija. En segundo lugar, a igualdad de otros factores, los tipos de interés negativos y a cero tienen el efecto automático de aumentar los múltiplos de valoración de las acciones, lo que

reduce la tasa de descuento de los beneficios futuros. Por lo tanto, esto es favorable para la mayoría del mercado y, en particular, para las empresas con visibilidad sobre el crecimiento. Por el contrario, estas políticas de tipos de interés suelen penalizar al sector financiero; sin embargo, el BCE ha establecido un mecanismo de "niveles" para reducir el coste de las reservas de los bancos y ha reducido considerablemente el coste de la refinanciación mediante el programa de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico o TLTRO (que es favorable para los márgenes financieros de la banca),

GRÁFICO 16: EXPECTATIVAS DE CONSENSO SOBRE EL CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS, %



Fuentes: FactSet, Indosuez Wealth Management.



mientras que los bancos centrales han decidido aliviar temporalmente los requisitos de capital de los bancos a fin de evitar que la normativa sea procíclica. Sin embargo, una vez más, estas medidas solo suavizarán los efectos parcialmente y las acciones de los bancos se encuentran entre las más afectadas en lo que a beneficios se refiere, debido al aumento del coste del riesgo en la actividad de financiación.

La tercera cuestión se refiere a las medidas de suspensión de los dividendos. Las decisiones adoptadas por algunos Gobiernos en relación con los dividendos de las empresas del sector financiero o de las empresas que se beneficien de ayudas estatales para el desempleo parcial han tenido un impacto negativo en los mercados bursátiles europeos en comparación con los mercados bursátiles de EE. UU. En teoría, el hecho de que no se paguen dividendos no cambia el valor del activo para el accionista y es más bien una cuestión de flujo de caja y de la utilización que haga la empresa de los importes no distribuidos. Sin embargo, la importancia del asunto de los dividendos en la lógica de inversión de muchos valores del mercado europeo y en la estrategia de muchos gestores de renta variable explica la reacción particularmente negativa del mercado en los sectores en cuestión, que además suelen ser valores cíclicos. En términos más generales, es probable que el fin del confinamiento no marque el retorno a la normalidad, y la presión política y mediática sobre el pago de dividendos y las políticas de recompra de acciones, como es lógico, corren el riesgo de seguir con fuerza.

A la larga, es probable que esta crisis y la combinación de políticas resultante contribuyan a aumentar la polarización estructural de los mercados bursátiles entre las acciones de calidad y las acciones cíclicas, entre las acciones de innovación y las que son intensivas en capital humano e inversión productiva, y entre los bienes de consumo y los bienes de capital.

MERCADO DE DIVISAS

Este cambio en la combinación de políticas no está exento de repercusiones en el valor de las monedas con respecto a las demás. Antes del inicio del brote de la COVID-19, la mayoría de los economistas esperaban que el dólar cayera frente al euro, sobre todo, debido a la reducción de los tipos de interés en 2019 y a la desaceleración del crecimiento de EE. UU., lo que les hacía prever un cambio de valoración del euro frente al dólar. La espectacular decisión de la Reserva Federal de reducir a cero los tipos de interés a corto plazo (el límite inferior del tipo de interés de los fondos federales) y de aumentar significativamente el tamaño de su balance inicialmente marcó un catalizador que permitiría que esta expectativa se materializara, como ya ocurrió en el segundo semestre de 2008. El diferencial entre los tipos de interés de EE. UU. y los de la zona euro no era tan reducido desde 2005.

Sin embargo, en este contexto de fuerte aversión al riesgo y de búsqueda de liquidez, el dólar se ha mantenido fuerte. A esto se le suma el hecho de que la incertidumbre que se cierne sobre la solidaridad presupuestaria en la zona euro y la capacidad del Banco Central Europeo para ser más activo seguirán pesando sobre el euro. Además, la respuesta monetaria acomodaticia de los países emergentes y el doble riesgo que está surgiendo (riesgo político y riesgo de calificación) debilita las monedas emergentes, algunas de las cuales también se han visto afectadas por el colapso del precio del petróleo en 2020. El dólar desempeña el papel de moneda refugio en esta situación sin precedentes y se beneficia de su condición de divisa de referencia mundial, mientras que la correlación inversa entre el precio del petróleo y el dólar favorece a la divisa estadounidense.

A largo plazo, cabe esperar que varios factores fundamentales (diferencial de los tipos de interés, balanza por cuenta corriente y paridad del poder adquisitivo) fortalezcan el euro, a condición de que se reduzca la incertidumbre política. También podemos esperar, a largo plazo, que China logre gradualmente que su moneda pase a ser una divisa de reserva de referencia que pueda servir potencialmente para vincular otras divisas asiáticas. Sin embargo, a corto plazo, en un contexto en el que todos los bancos centrales han recortado sus tipos de interés y han aumentado el tamaño de su balance, se prevé que el precio del oro se mantenga a un nivel elevado respecto a todas esas monedas, especialmente, con la disminución del coste de oportunidad de mantenerlo en un entorno de tipos de interés a cero o negativos en EE. UU., Europa y Japón.

SECTOR INMOBILIARIO

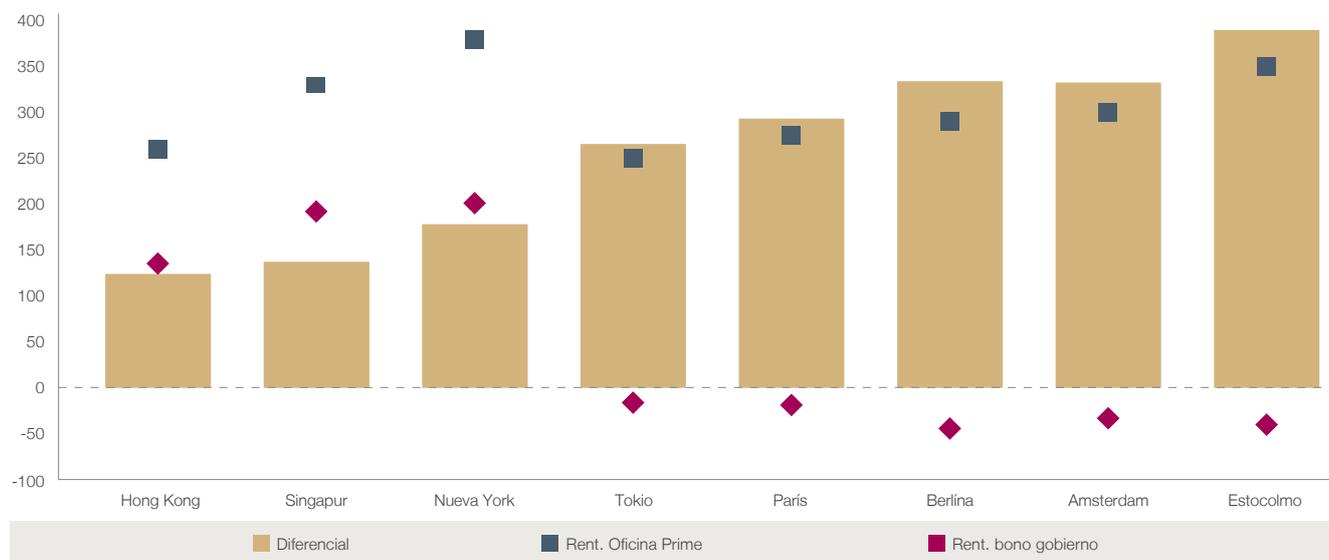
Los bienes inmuebles siguen siendo la principal clase de activos para muchos inversores privados y, como suelen constituir un marcador de recesión y son objeto de numerosas medidas de apoyo fiscal, es fundamental abordar los intereses creados por la actual combinación de políticas en este inverso de inversión. La crisis actual tiene repercusiones concretas en el sector inmobiliario: a corto plazo, el confinamiento obstaculiza la actividad y, por lo tanto, afecta al valor de los inmuebles comerciales, cuyos alquileres están indexados a las ventas (Gráfico 17). A más largo plazo, podemos prever que esta crisis tendrá como efecto la aceleración del cambio hacia el comercio electrónico, al tiempo que animará a las empresas a adoptar prácticas de teletrabajo, lo que podría reducir la demanda de espacio de oficinas y, por lo tanto, también disminuir la presión al alza de los precios tras una década de firme crecimiento. Sin embargo, la política monetaria de tipos de interés estructu-

ralmente reducidos llevará a un gran número de inversores institucionales y privados a transferir a los bienes inmuebles el papel que se atribuyó a los bonos del Estado, es decir, generar rendimientos con un riesgo limitado, aunque con mucha menos liquidez que estos bonos.

En lo que respecta a los hogares, la persistencia del nivel reducido de los tipos de interés sigue garantizando una demanda. Se prevé que las políticas monetarias sigan representando un firme apoyo para el mercado inmobiliario residencial y empresarial de Europa. Los bienes inmuebles de uso residencial también permanecen protegidos por su condición de activo refugio y activo patrimonial. Por último, con el levantamiento de las medidas de confinamiento podría observarse la reanudación de las transacciones que se pospusieron entre marzo y mayo.

No obstante, el principal riesgo en Europa radica en el aumento del desempleo después de una década en que los precios han aumentado de forma pronunciada y en que la deuda hipotecaria de los hogares sigue creciendo. Los bancos deberían seguir prestando a los hogares en Europa. Sin embargo, en EE. UU. podría temerse que el reciente aumento repentino del desempleo (30 millones de solicitudes de desempleo acumuladas en seis semanas) pueda provocar un aumento de la tasa de impago en el segmento de los bienes inmuebles residenciales, con la consecuencia de que se produzca un ajuste de valor en los títulos garantizados por hipotecas, aunque, en este caso también, se benefician de la capacidad de la Fed para adquirir esta clase de activos en su balance. También observamos que el endeudamiento de los hogares estadounidenses es menor que en 2008. En cualquier caso, más allá de las posibles medidas dirigidas al sector, los factores de tiempo (confinamiento y recuperación) y la confianza influirán en la trayectoria del mercado.

GRÁFICO 17: RENTABILIDAD DE OFICINAS PRIME SOBRE EL BONO GOBIERNO A 10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS



Fuentes: JLL Q2 2019, PMA, Bloomberg Oct 2019, Indosuez Wealth Management.

CAPITAL RIESGO

En general, es probable que el *private equity* o capital riesgo esté sujeto a los mismos efectos fundamentales identificados en los mercados de renta variable. Más concretamente, podemos imaginar que la demanda institucional de la clase de activos seguirá siendo fuerte en el entorno de tipos de interés reducidos y que los inversores privados seguirán mostrando interés en una clase de activos en la que la falta de cotización en el mercado puede percibirse, de manera algo errónea, como un menor riesgo de cartera, que con demasiada frecuencia se reduce a medir la volatilidad, mientras que sabemos que la estructura accionarial de una empresa (ya esté en manos de un fondo o cotice en el mercado) no tiene repercusiones en su riesgo intrínseco (Gráfico 18).

En términos más fundamentales, los retos derivados de la crisis actual y sus posibles efectos estructurales en secciones enteras de la actividad podrían llevar a los inversores a preferir invertir en una cartera más concentrada de empresas que son seguidas activamente por un accionista de referencia activo.

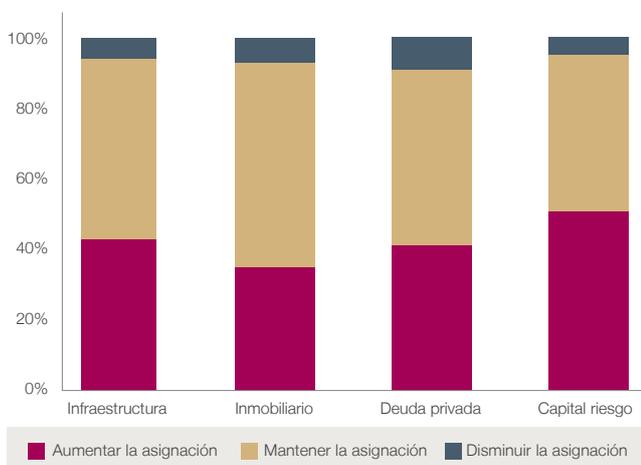
Por último, no prevemos que la crisis y su consiguiente combinación de políticas debiliten estructuralmente la capacidad de refinanciar las operaciones, a pesar del aumento previsto del número de impagos en el segmento de los préstamos apalancados, en particular, en EE. UU.

SEGURO DE VIDA

Dado que el seguro de vida es una clase de activo clave en varios países europeos (Gráfico 19) y, en particular, en Francia, es difícil no abordar esta cuestión. No obstante, nos abstendremos de especular sobre los posibles cambios en el componente reglamentario de la combinación de políticas y nos centraremos más específicamente en los efectos directos que se esperan de los aspectos fiscales y monetarios.

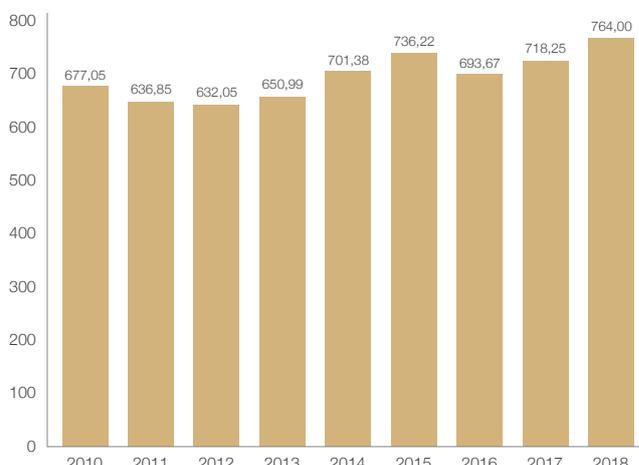
La política de tipos de interés negativos en la zona del euro seguirá restringiendo la política de inversión de los inversores al inducirlos a buscar rendimientos en la deuda corporativa o en los bienes inmuebles, que resulta sostenible gracias a los vencimientos a muy largo plazo de los pasivos de los aseguradores; a este respecto, el aumento de la prima de riesgo de los bonos corporativos observado en marzo probablemente supuso una oportunidad de inversión para los aseguradores. También observamos importantes diferencias en la política de inversión de los balances de las aseguradoras, entre ellas, una proporción menor de activos ilíquidos y renta variable en las aseguradoras de la Europa continental en comparación con sus homólogas del Reino Unido. Sin embargo, basándonos en la tendencia, creemos que hay una mayor probabilidad de que haya una erosión de los rendimientos de los fondos en euros que de lo contrario. En cambio, en la medida en que no prevemos un rápido incremento de la pendiente de la curva de tipos debido a las medidas adoptadas por los bancos centrales, tampoco prevemos un riesgo importante para el sector. A corto plazo, el contexto de incertidumbre y volatilidad seguirá impulsando las entradas de capital este año.

GRÁFICO 18: EVOLUCIÓN ESPERADA POR LOS INVERSORES DE SU DISTRIBUCIÓN POR CLASE DE ACTIVO A LARGO PLAZO, % TOTAL



Fuentes: Prequin, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 19: PRIMAS DE SEGURO DE VIDA ANUALES, EUR MILES DE MILLONES



Fuentes: Statista, Indosuez Wealth Management.



Chicago, Estados Unidos

TABLAS DE RENTABILIDADES

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

MATERIAS PRIMAS	2016	2017	2018	2019	01.01 a 11.06.2020
Varilla de acero (USD/Tm)	60,46%	42,69%	-8,19%	-1,91%	-5,16%
Oro (USD/Onza)	8,14%	13,53%	-1,56%	18,31%	13,87%
Crudo WTI (USD/Barril)	45,03%	12,47%	-24,84%	34,46%	-40,48%
Plata (USD/Onza)	15,84%	7,23%	-9,36%	15,32%	-0,18%
Cobre (USD/Tm)	17,65%	30,92%	-17,69%	3,50%	-6,63%
Gas natural (USD/MMBtu)	59,35%	-20,70%	-0,44%	-25,54%	-17,18%

TABLA 6: RENTABILIDAD ANUAL DE LA RENTA FIJA, DIVISA LOCAL, %

DEUDA PÚBLICA	2016	2017	2018	2019	01.01 a 11.06.2020
Deuda pública emergente	6,29%	12,49%	-10,62%	1,88%	-7,29%
Deuda pública EE. UU.	1,11%	1,10%	1,41%	5,22%	5,72%
Deuda pública EUR	1,86%	0,39%	0,40%	3,16%	0,21%
Deuda corporativa EUR (HY)	8,14%	4,82%	-3,37%	9,55%	-5,69%
Deuda corporativa USD (HY)	15,31%	6,32%	-1,48%	14,65%	-4,40%
Deuda corporativa emergente	7,61%	2,84%	-6,89%	9,11%	-3,11%

TABLA 7: EVOLUCIÓN ANUAL DEL TIPO DE CAMBIO, AL CONTADO, %

DIVISAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 a 11.06.2020
EUR/CHF	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,82%	-3,55%	-1,73%
GBP/USD	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,62%	3,94%	-4,94%
USD/CHF	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	0,80%	-1,58%	-2,32%
EUR/USD	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-4,48%	-2,22%	0,77%
USD/JPY	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	-2,66%	-0,98%	-1,60%

TABLA 8: RENTABILIDAD ANUAL DEL ÍNDICE DE RENTA VARIABLE, EXCLUYENDO DIVIDENDOS, DIVISA LOCAL, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 a 11.06.2020
20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	-6,24%	36,07%	-2,46%
16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-9,27%	28,88%	-6,63%
16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-10,44%	25,19%	-7,08%
12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-12,48%	23,16%	-7,69%
12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-13,24%	15,42%	-8,65%
9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-16,31%	15,37%	-10,86%
9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-16,57%	15,21%	-15,09%
8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-17,80%	13,71%	-19,43%
-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-18,71%	12,10%	-21,27%
-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-25,31%	11,20%	-31,63%

MÁS RENTABLE 

MENOS RENTABLE 

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

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



ESPECIALISTAS GLOBALES

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Vincent Manuel
Chief Investment Officer

Dr Marie Owens Thomsen
Global Chief Economist

Dr Paul Wetterwald
Chief Economist

Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA
Chief Economist

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 período 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.

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 de Europa, 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, 37th 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

29th 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^{er}
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 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 4th Floor,
PO Box 44836 Abu Dabi
T. +971 2 631 24 00

BEIRUT

Al Borj An Nahar bldg.
2nd floor, Martyrs' Square
1107-2070 Beirut - Líbano
T. +961 1 96 63 00

DUBÁI

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

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

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

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales 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 supeidación 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^{er}, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341.
- En Suiza: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- En Hong Kong SAR: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se pueda 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, Singapur Branch.
- En Líbano: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut (Líbano). La Guía Informativa no constituye una oferta ni representa un material comercial en el sentido de las disposiciones reglamentarias libanesas aplicables.
- En Dubái: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeidada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- En Abu Dabi: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - 1st Street-Al Muhairi Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeidada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- En Miami: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131 (Estados Unidos). La Guía Informativa se proporciona de manera confidencial a un número limitado de personas con fines meramente informativos. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). Es posible que la oferta de determinados valores que puedan estar mencionados en la Guía Informativa no se haya registrado de acuerdo con lo dispuesto en la Ley de valores estadounidenses (Securities Act) de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América.
- En Brasil: esta Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTMV, Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrita en el CNPJ/MF con el número n.º 01.638.542/0001-57.
- En Uruguay: la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo (Uruguay). La Guía Informativa no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. La Guía Informativa se distribuye con carácter privado. La Guía Informativa y los productos que puedan mencionarse en ella no han sido revisados ni aprobados por el Banco Central del Uruguay, ni están registrados en él ni en ninguna otra autoridad reguladora uruguayana.

La Guía Informativa no puede fotocoparse, 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 01.06.2020.