

INSIGHT

ANÁLISIS TRIMESTRAL DEL MERCADO

PRIMER TRIMESTRE DE 2022

DESTACADOS EN ESTA PUBLICACIÓN



ASIGNACIÓN GLOBAL
ESTRATÉGICA DE ACTIVOS



SELECCIÓN GLOBAL
DE VALORES



ASIGNACIÓN REGIONAL
ESTRATÉGICA DE ACTIVOS



CONSTRUCCIÓN DE
CARTERAS REGIONALES



Una perspectiva más
prometedora después
de la cuarta ola

PERSPECTIVA GENERAL

La incertidumbre del COVID-19 da paso a mejores perspectivas

REINO UNIDO

Riesgo de estanflación

AMÉRICA LATINA

Política y la pandemia

ENFOQUE ESPECIAL

¿Se están acabando los trabajadores?

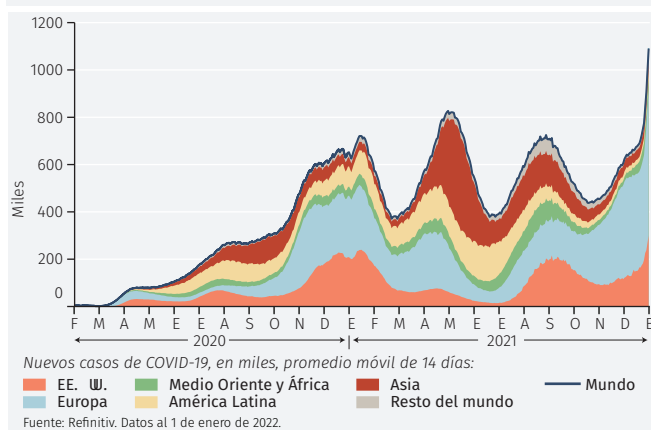
PERSPECTIVA GENERAL

Aunque las preocupaciones por el COVID-19 se presentarán en la primera parte del año, en general somos optimistas con respecto a la perspectiva del crecimiento económico mundial en el 2022. Con el pronóstico de caída de las tasas de inflación, la coyuntura económica sigue siendo mayormente benigna.

Cuarta ola mundial

A principios del 2022, es probable que la preocupación mundial predominante sea, una vez más, un aumento en los casos de COVID-19: la cuarta ola de este tipo (ver Figura 1). El crecimiento económico mundial ya se vio afectado a fines del 2021, ya que la variante ómicron se extendió, se impusieron algunas restricciones de desplazamiento y la sensación del consumidor se vio afectada de manera adversa. Sin embargo, el efecto varió considerablemente de un país a otro. Europa fue una de las economías avanzadas más afectadas. El crecimiento económico de EE. UU., en contraste, parece haber permanecido relativamente firme.¹

1. Cuarta ola del COVID-19

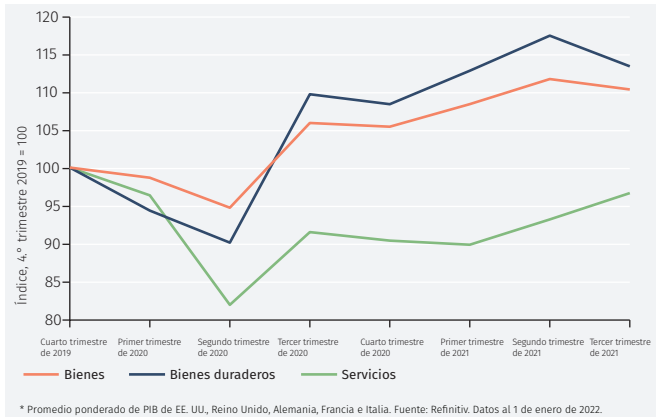


Hasta cierto punto, la economía mundial se ha acostumbrado a lidiar con el COVID-19. El crecimiento económico mundial disminuyó muy drásticamente en la primera ola desde marzo del 2020 en adelante, pero ha sido más resistente en brotes posteriores. El potencial de recuperación en la segunda mitad del 2022 sigue presente y se puede observar un crecimiento general del PIB de alrededor del 4,5 % para las economías avanzadas; un poco más rápido que el de las economías emergentes.

Ahorros y gastos

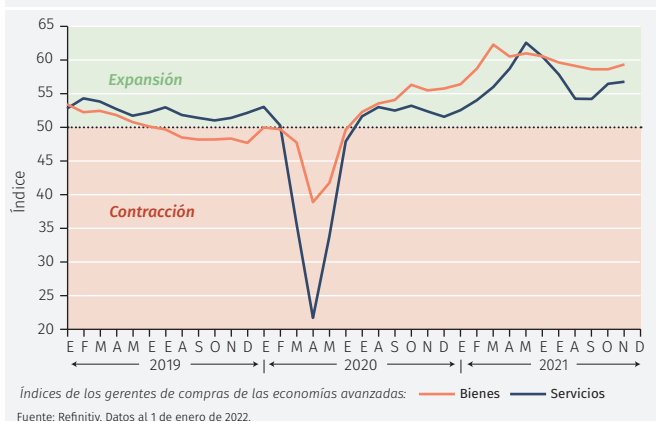
Esa evaluación se basa en tres desarrollos esperados. En primer lugar, vemos una recuperación en los gastos de consumidores en servicios como entretenimiento, viajes y eventos in vivo. En las principales economías avanzadas, los datos más recientes (hasta el tercer trimestre del 2021) muestran que dichos gastos aún están por debajo de su nivel previo a la pandemia (ver Figura 2). Los consumidores tienen la capacidad de gastar, debido a la existencia de ahorros domésticos que se han acumulado durante la pandemia y al aumento de la riqueza debido al aumento en el precio de los activos. En los EE. UU., por ejemplo, el patrimonio neto de los hogares era de USD 144,7 billones al final del tercer trimestre del 2021, casi un 25 % mayor que inmediatamente antes de la pandemia. La medida en que esto se traduce en un mayor gasto depende, por supuesto, de la confianza del consumidor y de la disposición a gastar. Los datos de encuestas

2. Gastos de consumo en economías avanzadas*



de gerentes de compras mostraron cierta mejora en el sector de servicios antes de la propagación de la variante ómicron (ver Figura 3), lo que sugiere que ese gasto ya estaba comenzando a recuperarse. Queda por ver qué tan resistente es esto, pero somos optimistas. Los consumidores y muchas empresas han aprendido, en gran medida, a vivir con el COVID-19; esperamos un aumento en las tasas de vacunación en países que no han avanzado tanto en este aspecto. También es probable que la implementación de nuevos tratamientos, en particular una píldora del COVID-19, sea en 2022.

3. PMI (del inglés Purchasing Managers' Index, índice de gestores de compras) de las economías avanzadas: bienes y servicios



En segundo lugar, esperamos que las presiones de la cadena de suministro sean cada vez menores, lo que permitiría que la creciente demanda de algunos bienes se vea satisfecha y que se recuperen los inventarios. Las industrias de automóviles y productos electrónicos de consumo son dos áreas en las que dichas presiones han sido más intensas.

En tercer lugar, la necesidad de gasto en infraestructura ecológica es considerable. Para cumplir con el objetivo de emisiones de carbono cero neto para el año 2050, se estima que dicho gasto es de USD 4 billones al año para el próximo trimestre de siglo y de USD 100 billones

¹ El pronóstico GDPNow del 4 de enero del 2022 de la Reserva Federal de Atlanta es de un crecimiento anualizado del 7,4 % en el cuarto trimestre del 2021. <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

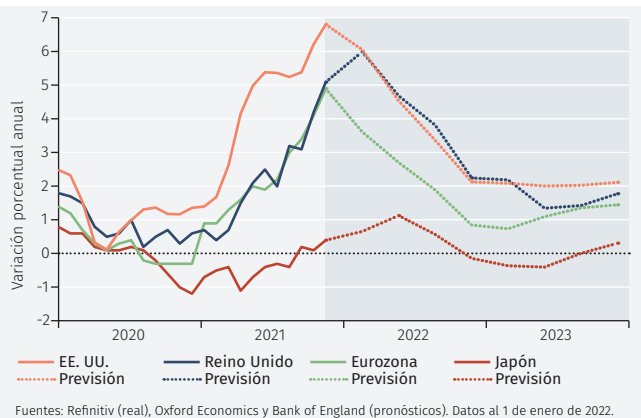
PERSPECTIVA GENERAL

en total. El hecho de que la rentabilidad de los bonos del Estado, tanto en términos nominales como reales, sigue siendo tan baja implica que aún existe un exceso de ahorro mundial que se puede desplegar para satisfacer estas necesidades de gasto en infraestructura.

Baja rentabilidad de los bonos del Estado y estancamiento secular

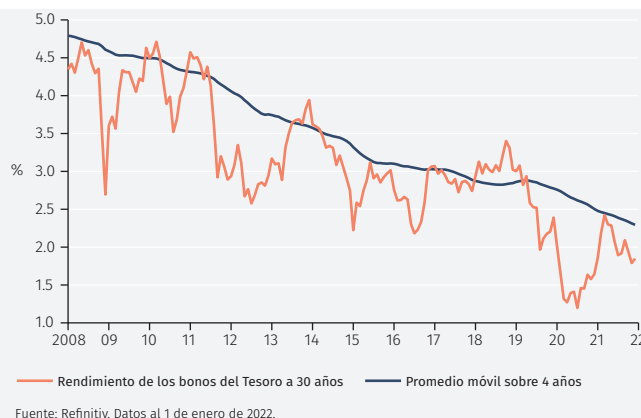
La rentabilidad de los bonos también indica que no se espera que las tasas de inflación sigan siendo altas. Se espera que las tasas de inflación máximas sean informadas durante el primer trimestre, con tasas que vuelven a bajar a un nivel cercano al 2 % (ver Figura 4).

4. Tasas de inflación de las economías avanzadas



La rentabilidad de los bonos del Estado a muy largo plazo, como el rendimiento de 30 años del Departamento del Tesoro de los EE. UU., que no se puede explicar por las tendencias de inflación en un solo año ni dos, han tenido una tendencia más baja en varios años (ver Figura 5). Esto no solo se puede interpretar como una indicación de un exceso de ahorros mundiales, sino también de fuerzas desinflacionarias seculares. Si esa es la interpretación correcta, después de la recuperación en 2021 y 2022, se puede esperar que el crecimiento global vuelva a la tasa relativamente lenta que tenía de manera previa a la pandemia (2 % o menos para las principales economías avanzadas).

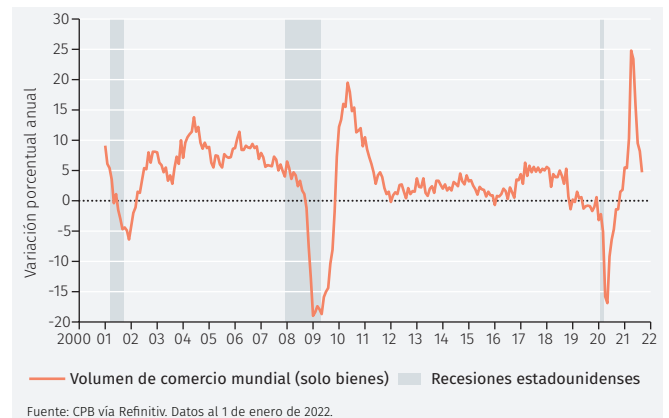
5. Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 30 años



Globalización y las economías emergentes

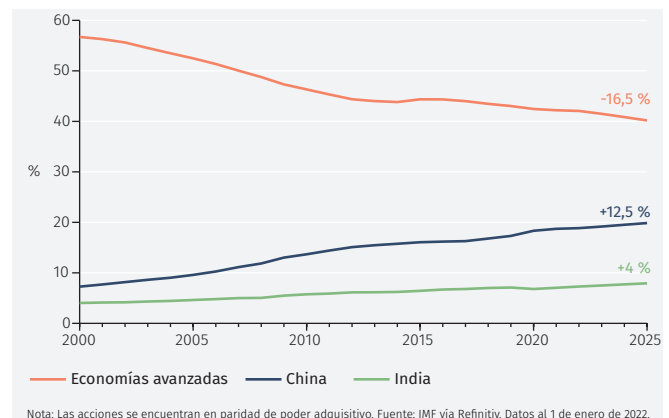
Otras dos grandes preguntas a largo plazo sobre la economía mundial también son pertinentes. En primer lugar, si es que la globalización está bajo amenaza, en particular como resultado de la tendencia a traer la producción de vuelta a territorio nacional. En nuestro punto de vista, existen límites en la medida en que esto puede llevarse a cabo, particularmente debido a la falta de mano de obra calificada en los países que buscan renacionalizar su producción (ver *Enfoque especial*, página 11) y a la naturaleza compleja de las cadenas de suministro mundial. Es probable que el comercio mundial de bienes continúe, en nuestra opinión, creciendo a una tasa similar a la observada en el período 2012-2019 (ver Figura 6), con un potencial de crecimiento más rápido en el sector de servicios.

6. Crecimiento del comercio mundial



En segundo lugar, si es que la importancia de las economías emergentes en impulsar el crecimiento mundial continuará siendo la misma. En la práctica, solo dos economías emergentes (India y China) han representado toda la disminución en la participación del PIB mundial de las economías avanzadas desde el 2000 (ver Figura 7). Somos optimistas de que otras economías emergentes, propulsadas por la adopción de tecnologías digitales, ahora puedan ponerse al día.

7. Porcentaje del PIB mundial



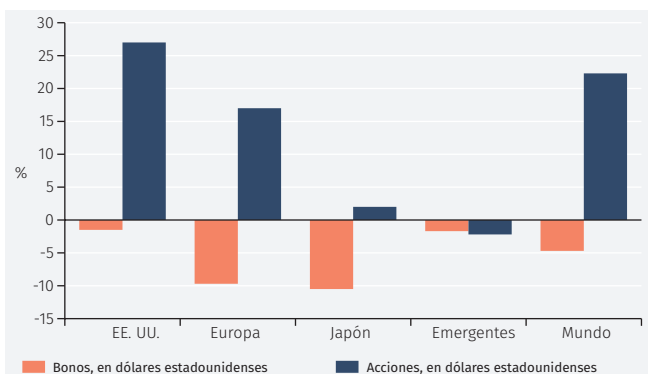
DESEMPEÑO DEL MERCADO FINANCIERO

El 2021 vio un fuerte retorno de los mercados de capital mundial, liderados por EE. UU. El dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas. Los mercados de bonos se vieron presionados por un aumento de los rendimientos, lo que refleja inquietudes respecto de la inflación.

Desempeño del mercado financiero

Los mercados mundiales de capital registraron ganancias del 22,3 % en el primer semestre del 2021 (ver Figura 8) sobre la base del retorno total del índice MSCI World en términos de dólares estadounidenses. Por el contrario, los retornos del mercado de bonos mundial fueron negativos: -4,7 % según el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.² En la mayoría de los mercados, los retornos en moneda local se vieron neutralizados en términos de dólares estadounidenses debido a la depreciación de la moneda.

8. Desempeño del mercado financiero

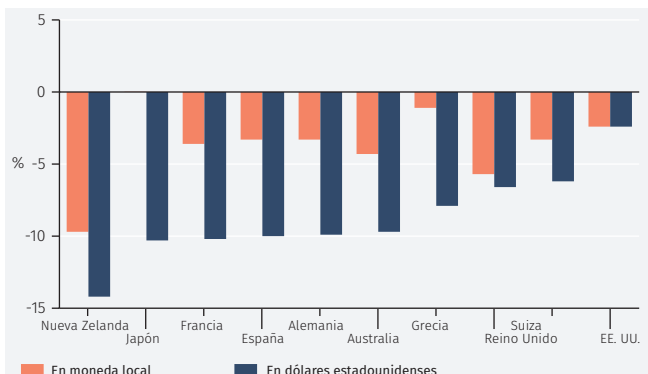


Fuentes: Barclays Bloomberg (bonos), MSCI (acciones). Datos de doce meses al 31 de diciembre de 2021. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

Mercados de bonos

Hubo un aumento general de la rentabilidad de bonos a más largo plazo (y una consiguiente disminución de los precios) durante el 2021. La rentabilidad a 10 años aumentó en 59 puntos base a un 1,50 % en los EE. UU. y en 40 puntos base a una tasa aún negativa de -0,18 % en Alemania (ver Figura 9). Nueva Zelanda registró por mucho el mayor aumento en rentabilidad, con un aumento de 131 puntos base a un 2,4 %. Estos aumentos fueron impulsados principalmente

9. Retornos del mercado de bonos



Fuente: Refinitiv. Retornos totales de bonos de referencia a 10 años. Datos de doce meses al 31 de diciembre de 2021. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

por preocupaciones respecto a la persistencia de una mayor inflación y futuros incrementos en las tasas de interés de las políticas de los bancos centrales.

En el Reino Unido, la rentabilidad a 10 años aumentó más que en los EE. UU. y la libra esterlina también mostró una debilidad moderada frente al dólar estadounidense. La debilidad del yen japonés significó que la rentabilidad cero en moneda local se tradujo en retornos drásticamente negativos en dólares estadounidenses.

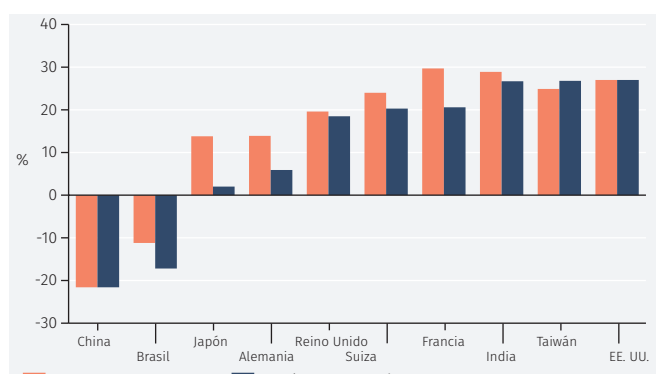
Sin embargo, en todos los mercados de bonos de la eurozona, y aún en mayor medida en Suiza, la rentabilidad en dólares estadounidenses se vio neutralizada debido al debilitamiento de las moneda locales.

Mercados de renta variable

En los mercados desarrollados más importantes, las acciones de EE. UU. produjeron rentabilidades mayores, lo que equivale al 27 % en el 2021 (ver Figura 10). Las empresas tecnológicas fueron un importante impulsor de los retornos de EE. UU., ya que se encontraban en el sólido desempeño de Taiwán. En Europa, una divergencia notable fue el rendimiento más sólido de Francia y Suiza en comparación con Alemania, en gran medida debido a la diferente composición de sus índices de capital (los índices francés y suizo tienen una alta composición de bienes de lujo y empresas farmacéuticas, respectivamente).

Aunque los retornos de las acciones japonesas superaron el 13,8 % en yenes, la debilidad del yen implicó que estos se redujeran a apenas un 2,0 % en dólares estadounidenses. En los principales mercados emergentes, India produjo el rendimiento más fuerte, pero los retornos en China fueron débiles. Las inquietudes respecto de los marcos regulatorios y las perspectivas para el sector inmobiliario han afectado al mercado chino, especialmente a partir de la mitad del segundo semestre.

10. Retornos del mercado de renta variable



Fuente: MSCI. Datos de doce meses al 31 de diciembre de 2021. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

² El índice Global Aggregate Bond Index de Bloomberg Barclays es un punto de referencia de deuda corporativa de grado gubernamental y de inversión de emisores de mercados desarrollados y emergentes en 24 países.

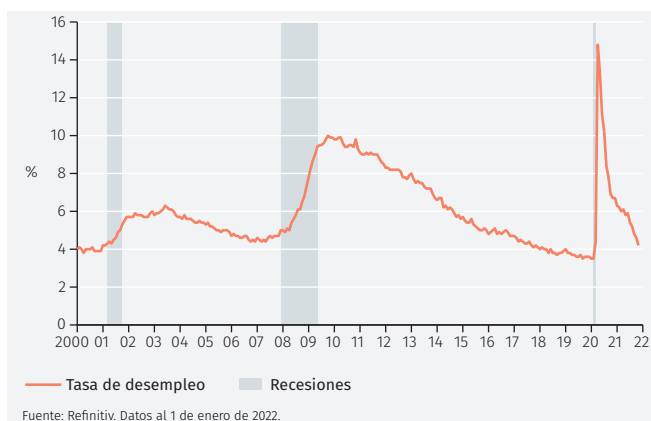
ESTADOS UNIDOS

La economía de los EE. UU. ha logrado una fuerte recuperación posterior al COVID-19, más claramente en el mercado laboral. Después de ciertas dificultades durante el primer trimestre, se debería registrar una expansión continua durante el resto del 2022.

Rigidez de mercado laboral

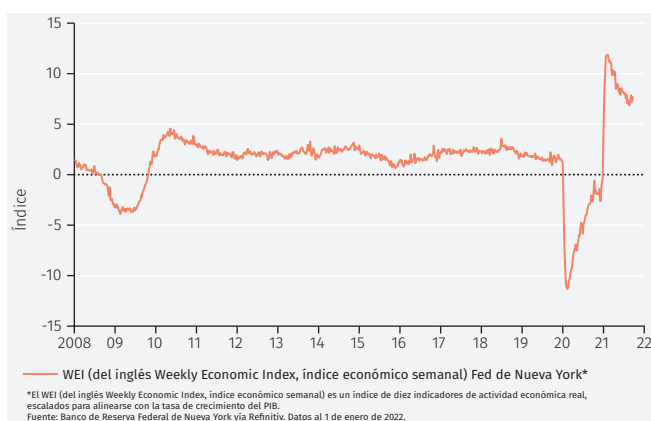
Quizás la señal más clara de la recuperación posterior al COVID-19 en la actividad de los EE. UU. es la fuerte disminución en la tasa de desempleo (ver Figura 11). Con solo un 4,2 % en noviembre de 2021, la tasa está apenas por encima de su nivel previo a la pandemia. Después de la crisis financiera mundial, la tasa de desempleo tardó diez años en volver a su nivel previo a la crisis. El ajuste mucho más rápido puede verse como un testimonio de la flexibilidad del mercado laboral de los EE. UU. Por ejemplo, debido a que las ventas minoristas se han trasladado al mercado virtual, el empleo en tiendas minoristas físicas ha disminuido a medida que la cantidad de trabajos en bodegas y la fabricación ha aumentado. Sin embargo, esto también refleja una disminución en la tasa de participación, ya que hay menos trabajadores; un tema que abordamos en el *Enfoque especial* de la página 11.

11. Tasa de desempleo de EE. UU.



Independientemente, la rápida reacción de las políticas a la pandemia ha tenido un papel importante; lo que incluye, entre otros, el cambio a tasas de interés cercanas a cero, compras masivas de activos por parte de la Reserva Federal y apoyo directo. Ese apoyo se reducirá en el 2022 y representa un riesgo para el crecimiento de los EE. UU.

12. Índice semanal de actividad económica de EE. UU.

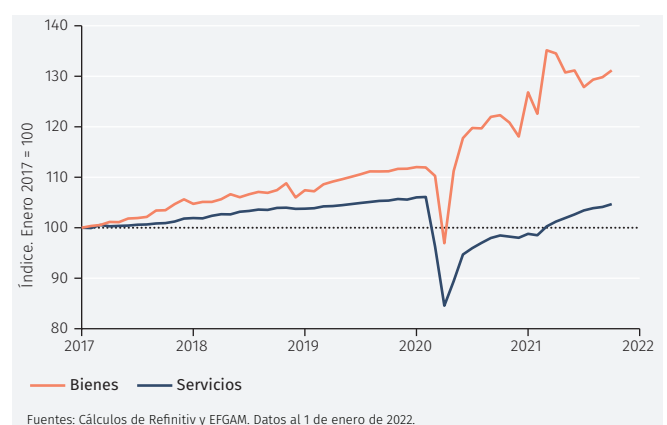


Crecimiento que se mantiene y desafíos para el 2022

Existen otros tres riesgos para el crecimiento de los EE. UU., que varían en su desarrollo en el tiempo. En el futuro cercano, el efecto de la propagación de la variante ómicron del COVID-19 puede afectar tanto al gasto de los consumidores como a la producción. Hasta ahora, los datos económicos de alta frecuencia indican solamente una disminución modesta de la tasa de crecimiento real de EE. UU. hacia finales del 2021 (ver Figura 12). En general, es probable que el último trimestre del año registre una fuerte expansión económica. Pero lo único seguro del COVID-19 es su imprevisibilidad.

Si se prevé el resto del año 2022, vemos una recuperación en los gastos de los consumidores en servicios, como viajes, turismo, asistencia a eventos en vivo y cuidado personal. Dichos gastos aún se encuentran por debajo de su nivel previo al COVID-19 (ver Figura 13), mientras que el gasto en bienes, y especialmente en bienes duraderos, es mucho mayor; pero existe el riesgo de que esta recuperación en los gastos de servicios se retrase hasta finales del 2022.

13. Tendencia de gastos del consumidor en EE. UU.



La tercera preocupación es que después de una recuperación en la actividad en el 2022, Estados Unidos puede revertir a una tasa de crecimiento más baja. Entre 2012 y 2019, la tasa de crecimiento anual promedio fue de alrededor del 2,0 %, una tasa que se espera ampliamente debido a la productividad a largo plazo y a las tendencias demográficas.

El "riesgo de cola" menos probable es que la inflación permanezca elevada durante más tiempo del esperado y se requiera un ajuste más riguroso por parte de la Reserva Federal de EE. UU. para controlarla. Es mucho más probable, en nuestra opinión, que la inflación no disminuya hacia finales del 2022 y que la necesidad de un ajuste por parte de la Reserva Federal sea baja, tal vez menos que los tres aumentos de 25 puntos base en la tasa de fondos de la Reserva Federal que el mercado preveía que se iban a descontar a partir del 2022.

REINO UNIDO

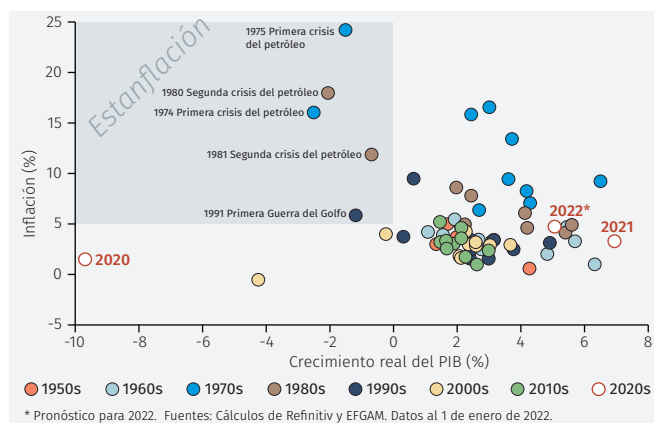
En el pasado, se ha observado estanflación en el Reino Unido: la falta de crecimiento y contracción en el PIB real y una alta inflación. Es un riesgo actual, aunque probablemente temporal.

Estanflación en el pasado

“Estanflación no es una palabra que usamos”, dice Andrew Bailey, gobernador del Banco de Inglaterra.³ Sin embargo, el término es de uso generalizado fuera de esa institución. Se refiere a la combinación de estancamiento en la economía, sin crecimiento ni contracción en el PIB real, y a alta inflación.

El Reino Unido ha registrado estanflación (ver Figura 14) en tres períodos: entre 1974 y 1975; entre 1980 y 1981; y en 1991. Los primeros dos períodos estaban relacionados con los impactos del mercado petrolífero, cuando los precios aumentaron en aproximadamente un 300 % y un 200 %, respectivamente; el tercer período, en el momento de la primera Guerra del Golfo, se registró un aumento menor del precio del petróleo (34 %).

14. Estanflación en el Reino Unido

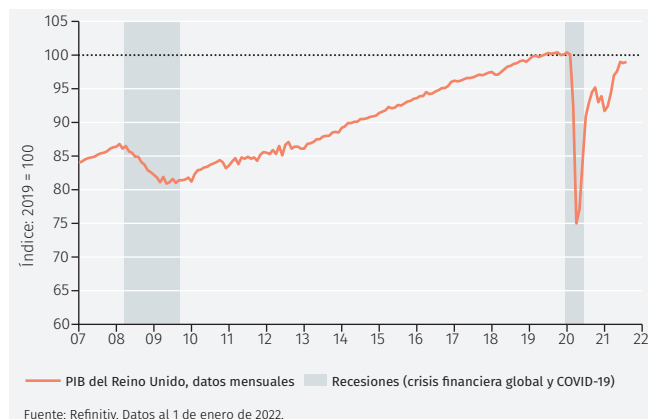


Debido al aumento del 270 % en los precios del petróleo entre el nivel más bajo en 2020 y el máximo en 2021, existe nuevamente, sobre dicha base, un riesgo de estanflación. Por supuesto, una correlación no significa causa. Los monetaristas dirían que esos períodos de alta inflación en el pasado fueron precedidos por un rápido crecimiento monetario. Sin embargo, los antecedentes también incluyen una política fiscal laxa y una tasa de cambio débil de la libra esterlina.

La amenaza actual

La amenaza actual de la estanflación es evidente a partir de los pronósticos a corto plazo. Es muy probable que el golpe sobre el crecimiento del PIB causado por la variante ómicron del COVID-19 conlleve una caída del PIB entre noviembre y diciembre del 2021 y, probablemente, también se registre una caída entre el último trimestre del 2021 y el primer trimestre del 2022. Esto significaría que el Reino Unido seguiría por debajo de su nivel de PIB previo a la pandemia (ver Figura 15) a principios de año.

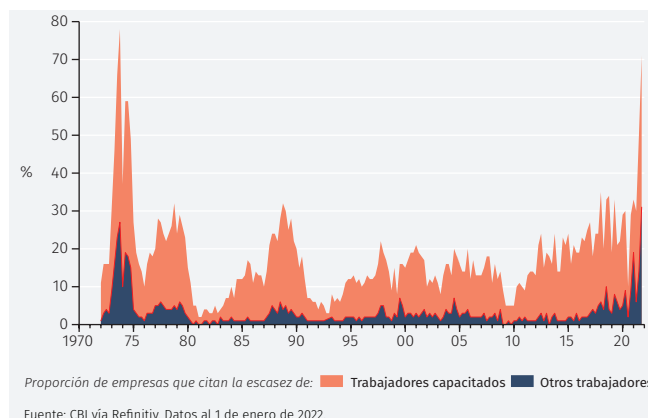
15. PIB mensual del Reino Unido



La inflación, según los pronósticos del Banco de Inglaterra, alcanzará un máximo del 6 % en el primer trimestre. Existen presiones alistas claras, no solo a raíz de los precios más altos del petróleo, sino también a raíz de la escasez en el mercado laboral (ver Figura 16) y las interrupciones a las cadenas de suministro. Al igual que en el pasado, los antecedentes incluyen un rápido crecimiento monetario, un aumento en el déficit fiscal del Estado y la debilidad de la libra esterlina. Por lo tanto, es probable que a principios del 2022 la alineación de las lecturas de crecimiento e inflación lleven a calificar al Reino Unido en estanflación.

Sin embargo, para el 2022 en general, el crecimiento rápido del PIB y algunas caídas de la inflación (las proyecciones generales apuntan a un cambio promedio del 5 % año a año en ambas medidas) probablemente signifique que no es necesario implementar la palabra que el Banco de Inglaterra no utiliza.

16. La escasez de mano de obra limita la producción



³ Conferencia de prensa sobre el Informe de política monetaria, 4 de noviembre del 2021. <https://tinyurl.com/2bket9ps>. Ben Broadbent, subgobernador de Política Monetaria, prefirió la descripción “un intercambio clásico que induce el shock” para explicar el aumento de la inflación y el descenso del PIB a raíz de los precios más altos del petróleo.

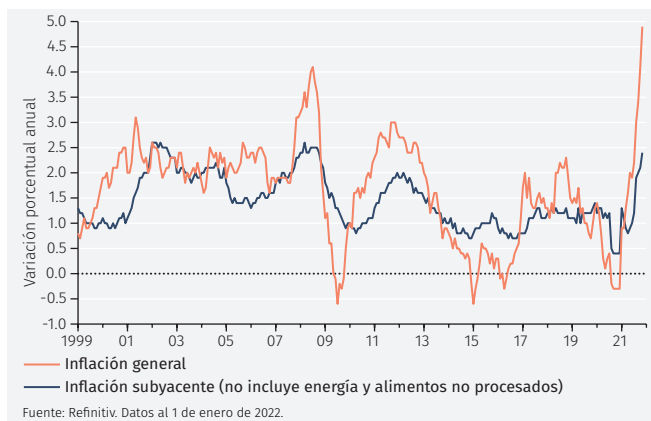
EUROZONA

Los desafíos omnipresentes en la gestión de la política monetaria para el diverso grupo de Estados miembros de la eurozona se ven agravados por tasas de inflación altas y divergentes y una gran brecha en la producción.

Inflación en niveles máximos históricos en la eurozona

La tasa principal de inflación del precio al consumidor de la eurozona aumentó a un 4,9 % en noviembre del 2021, la más alta desde la introducción del euro en el año 1999. Sin embargo, sin incluir los precios de la energía y los alimentos (no procesados), la tasa fue menor que la mitad, con un 2,4 % (ver Figura 17). Los bancos centrales utilizan tales medidas en función de la opinión de que la exclusión de los componentes volátiles, como los alimentos y la energía, proporciona una mejor evaluación de las tendencias subyacentes.

17. Titular de la eurozona e inflación subyacente



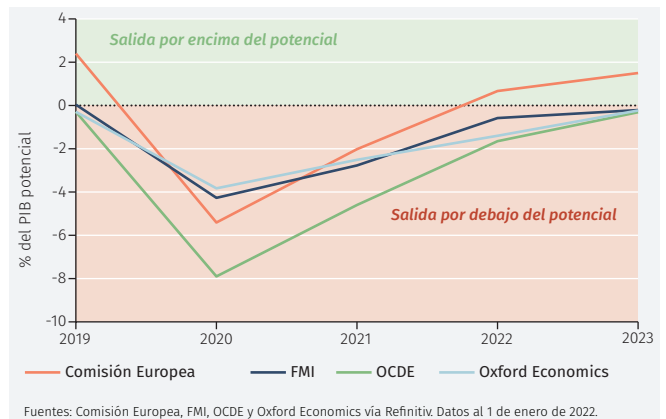
Si la tasa del 2,4 % realmente representa la inflación subyacente, esta está alineada en gran medida con el objetivo simétrico del 2 % del Banco Central Europeo (presentado en julio del 2021). Aunque dicho cambio de objetivo, de la formulación anterior de “menor, pero cercano al 2 %” puede considerarse trivial, creemos que es importante. En particular, significa que una inflación temporalmente superior al 2 % es aceptable.⁴

Dos preocupaciones

Aun así, existen dos preocupaciones respecto a los prospectos de inflación.

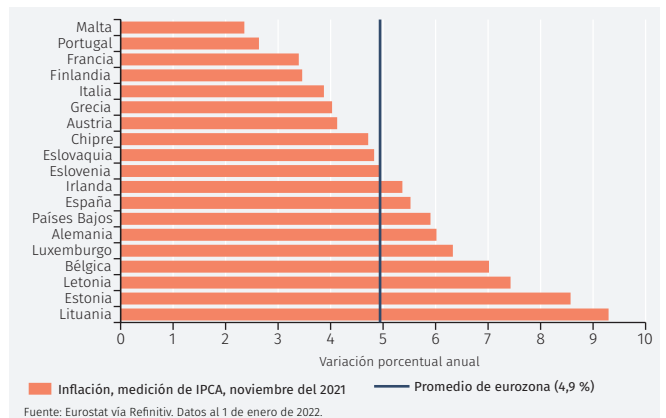
En primer lugar, el PIB de la eurozona aún está por debajo del potencial. Las estimaciones varían, con las cuatro mediciones que se muestran en la Figura 18, lo que se estima un resultado entre un 2 % y el 4,5 % por debajo del potencial en el 2021. Todos menos uno de los cuatro cálculos muestran que la brecha persiste tanto en 2022 como en 2023. Normalmente, se esperaría que una brecha en resultados de dicha magnitud produzca una presión bajista sobre la inflación. Por lo tanto, la tasa subyacente actual superior al 2 % es más preocupante de lo que podría parecer en un principio. Además, las estimaciones de la brecha en resultados varían ampliamente entre los 19 Estados miembros de la eurozona, con algunos ya por encima del potencial (los estados bálticos y Eslovenia) y varios Estados miembros grandes (Italia y Francia, en particular) que se espera que estén por encima del potencial en 2023.

18. Estimaciones de brechas de salida de la eurozona



En segundo lugar, lo que refleja parcialmente dicha divergencia de las brechas en resultados, la divergencia en las tasas de inflación es la más amplia que se ha registrado desde la introducción del euro (ver Figura 19). En los estados bálticos, las tasas de inflación más recientes se encuentran entre el 7 % y el 9 %, mientras que esta es apenas superior al 2 % en Malta y Portugal.

19. Dispersión de inflación en la eurozona



Quizás porque se está consciente de los errores en políticas que se cometieron en el pasado, en particular, el aumento de las tasas de interés en julio del 2008 a medida que los precios del petróleo alcanzaron un precio máximo histórico y poco antes del comienzo de la crisis financiera mundial, es muy probable que el BCE conserve su política monetaria acomodaticia durante el 2022.

Específicamente, es probable que las compras de activos continúen durante el 2022, lo que absorbe casi toda la emisión neta de bonos del Estado nuevos.

⁴ El nuevo Marco del BCE: *The Bright Spots Are in the Grey Areas*, Stefan Gerlach, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

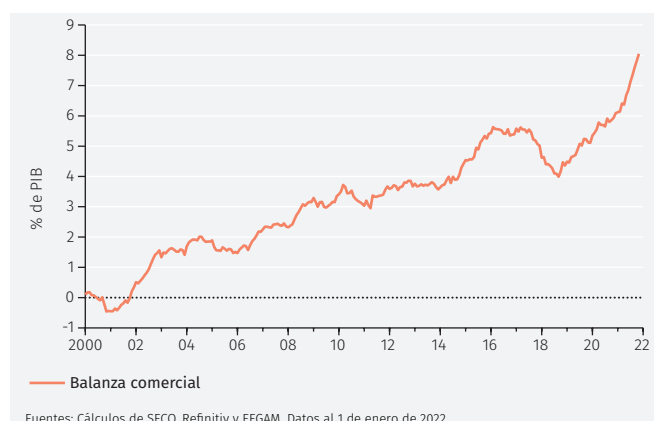
SUIZA

La recuperación económica Suiza continúa. Se espera que el PIB crezca en más de un 3,5 % en el 2021 y alrededor del 3 % en el 2022. La perspectiva favorable está respaldada por el fortalecimiento del comercio internacional y una política monetaria acomodaticia.

Ampliación de superávit comercial

Suiza, una pequeña economía abierta, es muy sensible al comercio internacional. Además, su especialización en la producción de productos farmacéuticos y químicos hace que sus exportaciones sean muy competitivas. Como era de esperarse, el superávit de comercio suizo aumentó a un récord de CHF 58 200 millones, equivalente al 8,1 % del PIB, en los doce meses hasta noviembre del 2021 (ver Figura 20). El rápido aumento de las exportaciones respalda al sector de la fabricación, que hasta ahora ha lidiado con los cuellos de botella de la cadena de suministro global mejor que la mayoría de los socios de comercio de Suiza.

20. Balanza comercial de Suiza



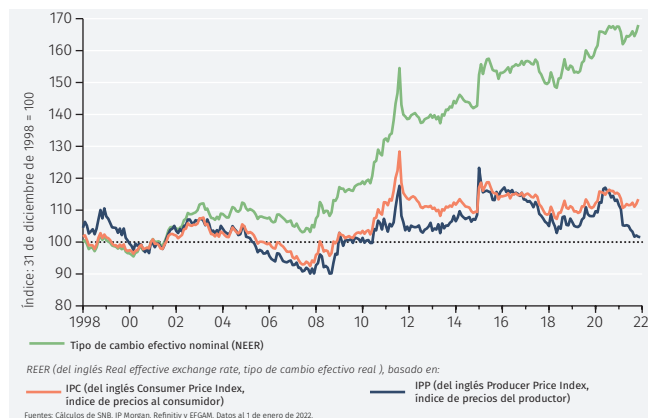
Política expansionaria del SNB

A pesar de la favorable perspectiva de crecimiento, el SNB (del inglés *Swiss National Bank*, Banco Nacional Suizo) ha reconfirmado su postura de política monetaria expansionista, con base en las tasas de interés negativas y la disposición para intervenir en los mercados de cambios de divisas para contrarrestar cualquier apreciación excesiva del franco suizo.

El SNB ha revisado su pronóstico de inflación para el 2022, pero dejó las proyecciones para 2024 y 2023 sin cambios con 1 % año tras año. Por lo tanto, se espera que el horizonte temporal relevante para la política se mantenga en el extremo inferior del rango de 0 % a 2 % que el SNB usa para definir la estabilidad de precios. Esto refleja la expectativa de que los precios de la energía y los cuellos de botella de la cadena de suministro se moderarán con el tiempo. Por lo tanto, el SNB ha indicado que no siente mucha presión por cambiar la política monetaria en el futuro previsible.

Además, el presidente Jordan explicó que el impacto del aumento del franco se ha mitigado debido a la alta inflación en otros países,

21. Índices del tipo de cambio del franco suizo

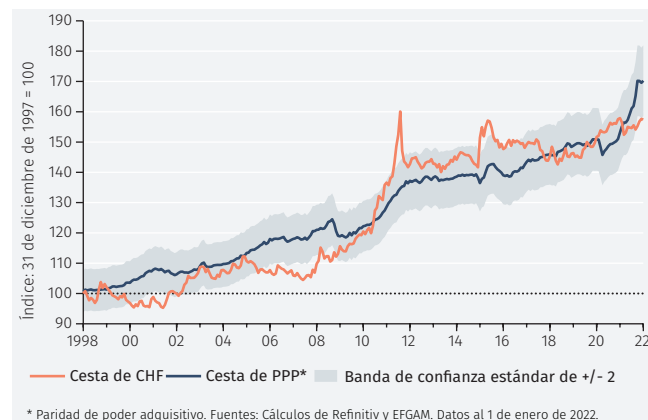


de modo que la tasa de cambio real, ajustada para la inflación del precio del consumidor, se ha mantenido casi sin cambios desde el inicio de la pandemia (ver Figura 21).

Índices de tasa de cambio del franco suizo

Sin embargo, la imagen es diferente cuando se observan los diferenciales de precios del productor.⁵ En esta medición, el franco se ha depreciado en un 7,5 % desde el inicio de la pandemia, y regresó a los niveles observados a finales de la década de 1990. Además, la reciente ampliación del diferencial de inflación de precios de producción entre Suiza (3,3 % en noviembre) y la eurozona (21,9 % en octubre) y EE. UU. (13,6 % en noviembre) implica que la tasa de cambio de franco suizo de equilibrio estimada⁶ ha aumentado sustancialmente en comparación con una cesta compuesta por el dólar estadounidense y el euro (ver Figura 22). Esto sugiere que el franco suizo puede fortalecerse aún más y que alcanzar la paridad en la tasa de cambio de EUR/CHF es solo cuestión de tiempo.

22. Cesta de tasa de intercambio de franco suizo y PPP*



⁵ Se considera PPI porque es un sustituto oportuno de los precios de las exportaciones y está disponible en frecuencia mensual para la mayoría de las economías.

⁶ Basado en la PPP (del inglés *Purchasing Power Parity*, paridad de poder de compra).

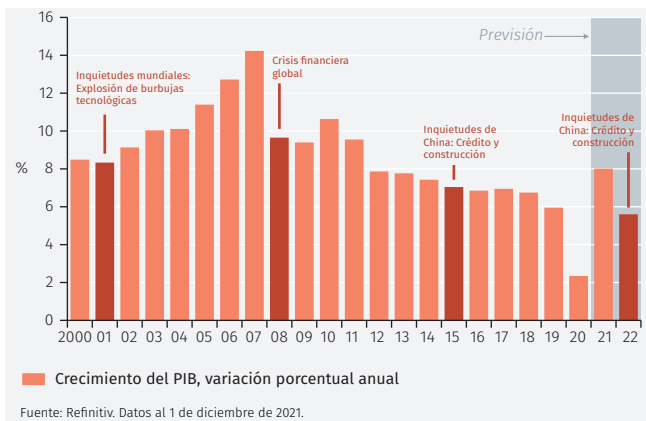
ASIA

Durante las últimas dos décadas, ha habido inquietudes recurrentes sobre los prospectos de crecimiento económico de China. Las preocupaciones actuales a corto plazo son el COVID-19, el crédito y las tendencias de construcción. Los problemas a largo plazo se relacionan con las tendencias demográficas y la gobernanza.

China: inquietudes recurrentes

Ha habido inquietudes recurrentes sobre las perspectivas de crecimiento de China durante las últimas dos décadas (ver Figura 23). Algunas amenazas han sido externas (como la crisis financiera mundial), mientras que otras han sido de naturaleza más nacional. En cada oportunidad, las preocupaciones eran exageradas. China, especialmente debido a la manipulación habilidosa de la configuración de políticas, pudo evitar una desaceleración brusca.

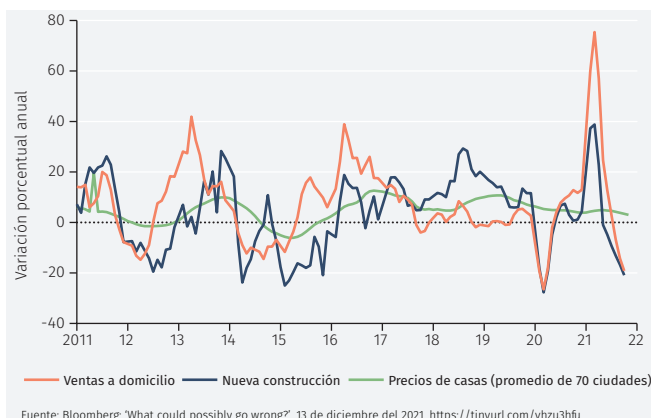
23. Crecimiento de China: inquietudes recurrentes



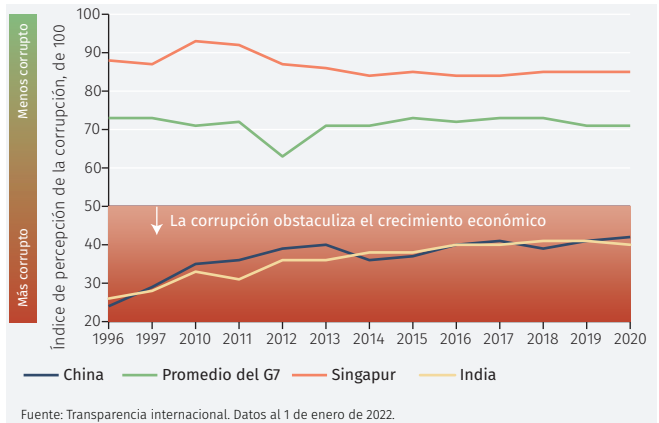
Esta vez, hay problemas a corto plazo y a largo plazo más profundos. La estrategia “COVID cero” de China conlleva una vacunación masiva, acción inmediata y estricta para contener cualquier brote y restricciones severas respecto a viajes hacia y fuera del país. Si los confinamientos repetidos y las restricciones de viaje fueran necesarios, quizá debido a que las vacunas no son tan efectivas contra las nuevas variantes del COVID-19, entonces el comercio y el crecimiento se verán afectados.

Esto se suma a las preocupaciones respecto al sector de la vivienda, en el que las ventas y las nuevas construcciones están tomando personal significativamente (ver Figura 24).

24. China: ventas, construcción y precios de viviendas



25. Percepciones de corrupción en Asia



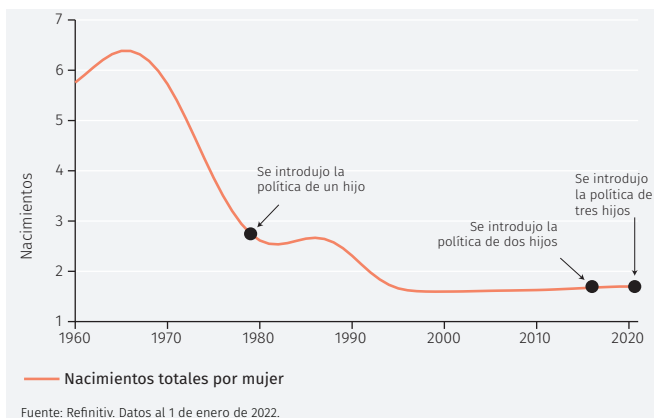
En vistas de que la vivienda representa entre un trimestre y un semestre del crecimiento de China, y gran parte de esto ha sido financiado por la deuda, los riesgos son evidentes. Una renegociación de varios años, en lugar de una situación como la de Lehman Brothers, sigue siendo la solución más probable. El principal motivo es que los bancos chinos, predominantemente controlados por el Estado, podrían facilitar una reestructuración de la deuda inmobiliaria mediante algún tipo de asistencia gubernamental.

Gobierno y datos demográficos

Dos preguntas más relevantes a largo plazo se relacionan con la gobernanza y la demografía de China. China aún se percibe como una economía donde la corrupción es alta, a un nivel que impide el crecimiento económico (ver Figura 25). India se encuentra en una posición similar. Los datos demográficos chinos también son una restricción del crecimiento. Las tasas de fertilidad han disminuido considerablemente (ver Figura 26) a pesar de las iniciativas para permitir que las familias tengan más hijos. La población en edad laboral ha alcanzado casi con certeza su punto máximo (ver *Enfoque especial*, página 11).

Superar los desafíos actuales de China será más difícil que en el pasado.

26. China: tasa de fertilidad



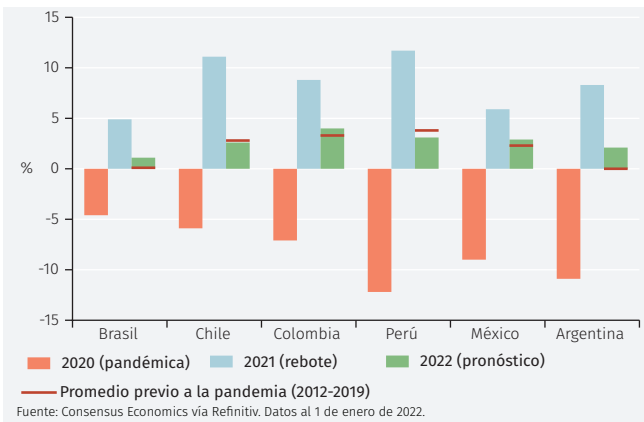
AMÉRICA LATINA

Después del fuerte repunte en 2021, se prevé que el crecimiento de Latinoamérica vuelva a un ritmo más normal en 2022. Los riesgos de crecimiento, especialmente en Brasil, parecen haber sido exagerados.

Un retorno a “la normalidad”

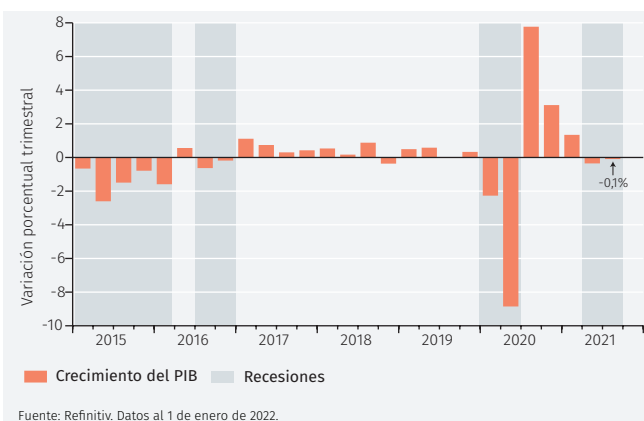
América Latina fue una de las regiones más afectadas por la pandemia del COVID-19 en el 2020. Sin embargo, logró un fuerte repunte en el año 2021. Ese rápido crecimiento parece poder dar paso, en 2022, a una tasa de crecimiento similar a la observada antes de la pandemia (ver Figura 27).

27. Crecimiento del PIB en LATAM: volver a las tasas previas a la pandemia



En Brasil, ha habido bastante pesimismo respecto a las perspectivas de crecimiento. La economía ya ha ingresado a su cuarta recesión desde el 2015 (ver Figura 28) y los pronósticos para 2022 se han visto fuertemente afectados. Las inquietudes se relacionan con una política más estricta, en particular tasas de interés más altas, y con la incertidumbre política previa a las elecciones presidenciales de noviembre. Esto podría disuadir la inversión interna y el progreso adicional en relación con reformas estructurales.

28. Brasil: cuarta recesión desde 2015

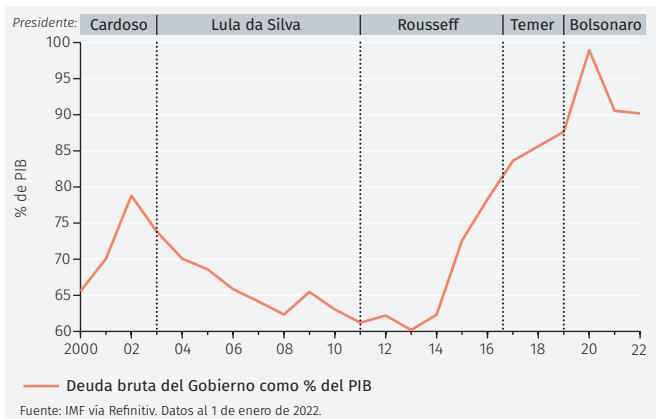


Brasil: Un punto más optimista

El pesimismo sobre las perspectivas de Brasil es, en nuestra opinión, excesiva. Es cierto que las tasas de interés han aumentado drásticamente, pero esta es una indicación de la independencia del

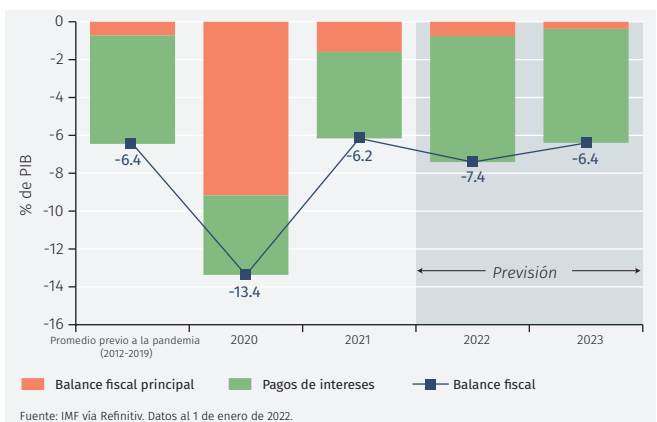
banco central que, creemos, se manifestará con el fin de disminuir la inflación, las tasas de interés y la rentabilidad de los bonos. Mientras tanto, la política fiscal se ha administrado de manera responsable. Aunque el nivel de la deuda del Estado en relación con el PIB aumentó drásticamente en el 2020 (como el PIB nominal contratado), la recuperación en la economía conllevó en que remontara: solo es ligeramente más alta que la previa a la pandemia (ver Figura 29).

29. Brasil: aumento de la carga de la deuda



Constitucionalmente, el gasto del Estado no puede aumentar en términos reales (ajustados por inflación). Dicha ley se suspendió en 2020 y hubo un fuerte aumento en el déficit primario del Estado (ver Figura 30). Esto era adecuado en ese momento. Ahora se encuentra regresando al balance, aunque los pagos de intereses más altos tendrán un efecto sobre el déficit fiscal general.

30. Brasil: balance fiscal



Brasil también ha progresado, después de un inicio muy lento, en cuanto al control de la pandemia, mayormente debido a la producción local de vacunas.

ENFOQUE ESPECIAL: ¿SE ESTÁN ACABANDO LOS TRABAJADORES?

Una de las consecuencias inesperadas del COVID-19 ha sido una disminución en la tasa de participación: la proporción de la población que trabaja o busca trabajo. Sumado a las preocupaciones demográficas preexistentes, ¿podrían acabarse los trabajadores del mundo?

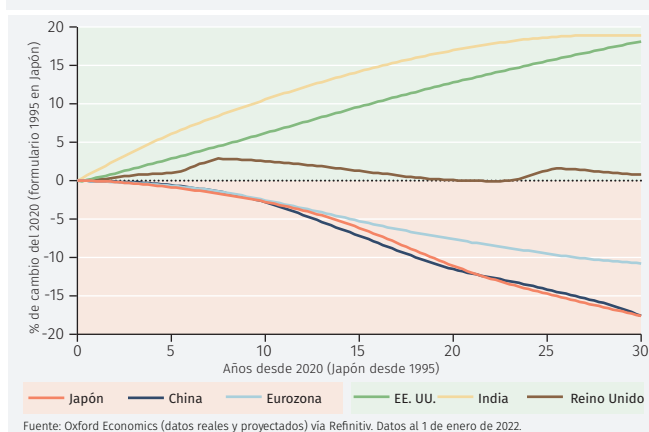
Trampa maltusiana

Hace dos siglos, Thomas Malthus planteó preocupaciones respecto de la explosión de la población mundial. Argumentó que el crecimiento de la población excedería mucho la capacidad del mundo de producir alimentos: la “trampa maltusiana”.⁷ Por un medio u otro (guerra, hambruna, peste o controles de natalidad), el crecimiento de la población sería restringido. La política de un solo hijo de China, presentada en 1979, reflejó esas inquietudes. Pero Malthus se había equivocado. La población mundial, alrededor de mil millones cuando escribió esto, probablemente superará los 8000 millones próximamente (la cifra era de 7920 millones el 1 de enero del 2022); y ahora hay más niños obesos que niños por debajo del peso apropiado en el mundo.⁸

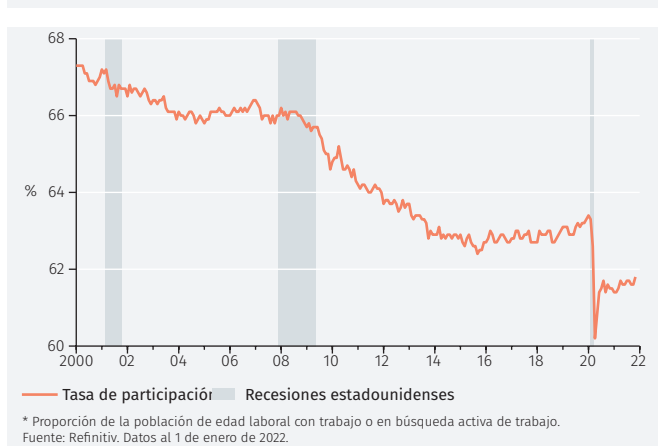
Disminución en la población en edad laboral

Elon Musk recientemente tomó una visión muy diferente a la de Malthus: no hay suficientes trabajadores y esto podría amenazar la civilización humana, a menos que la IA y la robótica se desarrollen lo suficientemente rápido.⁹ A pesar de que se espera que la población en edad laboral en los EE. UU. aumente durante los próximos 30 años o más (ver Figura 31) y se espera una tendencia similar en India, se espera que la disminución en China siga la tendencia observada en Japón, la que comenzó en 1995. La disminución en la eurozona no es tan marcada (pero refleja una fuerte disminución en los países periféricos y el crecimiento en los países principales). Se prevé que la población en edad laboral del Reino Unido sea ampliamente plana.

31. Población en edad laboral



32. Tasa de participación de EE. UU.



La gran renuncia

Además de la preocupación por dicha disminución en la población en edad laboral, la tasa de participación ha disminuido en muchas economías (la tendencia de EE. UU. se muestra en la Figura 32). El fenómeno ha llegado a describirse como “la gran renuncia”. La enfermedad relacionada con el COVID-19 a largo plazo, las dificultades para trabajar desde el hogar durante el confinamiento, especialmente en relación con las necesidades de cuidado infantil y las preocupaciones respecto a la exposición al virus, han sido factores contribuyentes.

Sin embargo, algo más importante que estos factores ha sido el apoyo brindado a los hogares. Los pagos en efectivo a los hogares realizados durante la pandemia, que en los EE. UU. sumaron USD 2 billones, aproximadamente USD 16 000 por hogar, han proporcionado un desincentivo para buscar trabajo, lo que redujo la tasa de participación en 0,6 % (alrededor de la mitad de la disminución) según una estimación.¹⁰ En Europa, donde los programas de retención de trabajo (como el esquema de licencia sin goce de sueldo del Reino Unido) se utilizaron de manera más común, la disminución en la tasa de participación ha sido menor. Aun así, la investigación de Morgan Stanley determinó que el 36 % de los europeos obtienen ingresos adicionales a través de plataformas de creación de contenido, comercio electrónico y comercio (por ejemplo, bitcoin y las NFT), y más del 40 % de estos aspira a dejar sus trabajos en un plazo de dos años.¹¹

La gran renuncia puede demostrar ser una consecuencia duradera, pero no intencional, del COVID-19 y la reacción política a dicha enfermedad.

⁷ *An Essay on the Principle of Population*, Thomas Malthus (1798)

⁸ *The Economist World Ahead 2022*, ‘Growing up—and out’

⁹ <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

¹⁰ <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

¹¹ *What If...The “Great Resignation” Doesn’t End?*, Morgan Stanley, 24 de noviembre del 2021.

Aviso Importante

El valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden disminuir o aumentar, y el rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro. Los productos de inversión pueden estar sujetos a riesgos de inversión, por ejemplo, la posible pérdida total o parcial del capital invertido.

Este documento no constituye (ni debe interpretarse como) un folleto, un anuncio publicitario, una oferta pública ni una colocación de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios, ni una recomendación para comprar, vender, retener o solicitar dichos instrumentos. No tiene el propósito de ser una representación final de los términos y condiciones de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios. Este documento solo tiene fines de información general, y no tiene el propósito de brindar asesoramiento sobre inversión ni ninguna otra recomendación específica sobre ninguna acción u omisión. La información contenida en este documento no contempla los objetivos de inversión específicos, la situación financiera ni las necesidades particulares del destinatario. Usted debe buscar su propio asesoramiento profesional en función de sus circunstancias particulares antes de realizar cualquier inversión o si tiene dudas sobre la información aquí contenida.

Aunque la información contenida en el presente se obtuvo de fuentes que se consideran confiables, ningún miembro del grupo EFG representa ni garantiza su precisión, y podría estar incompleta o resumida. Cualquier opinión incluida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso. Este documento puede contener opiniones personales que no reflejan necesariamente la postura de ningún miembro del grupo EFG. Hasta el máximo grado permitido por la ley, ningún miembro del grupo EFG será responsable de las consecuencias de cualquier error u omisión incurridos en este documento, ni de la confianza que se deposite en cualquier opinión o declaración contenidas en este documento, y cada miembro del grupo EFG renuncia expresamente a cualquier responsabilidad, lo que incluye (sin limitación) la responsabilidad por daños fortuitos o consecuentes que surjan de ellas o que resulten de cualquier acción u omisión por parte del destinatario en virtud del presente.

La disponibilidad de este documento en cualquier jurisdicción o país puede ser contraria a la ley o regulación local, y las personas que tomen posesión de este documento deben informarse sobre las restricciones y respetarlas. Este documento no puede reproducirse, divulgarse ni distribuirse (en su totalidad o en parte) a ninguna otra persona sin el permiso previo por escrito de un miembro autorizado del grupo EFG. Este documento fue producido por EFG Asset Management (UK) Limited para su uso por el grupo EFG y las entidades subsidiarias y afiliadas en todo el mundo dentro del grupo EFG. EFG Asset Management (UK) Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) del Reino Unido, con el registrada N° 7389746. Dirección registrada: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom. Teléfono +44 (0)20 7491 9111.

Si usted recibió este documento de alguna sucursal o entidad afiliada de las que figuran más abajo, tenga en cuenta información proporcionada para cada una:

Información para inversionistas en Australia:

Este documento fue preparado y emitido por EFG Asset Management (UK) Limited, una empresa privada limitada con el número de registro 7389746 y con su dirección registrada en Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB (número de teléfono +44 (0)20 7491 9111). La Autoridad de Conducta Financiera n.º 536771 regula y autoriza a EFG Asset Management (UK) Limited. EFG Asset Management (UK) Limited está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros con respecto a los servicios financieros que proporciona a los clientes mayoristas en Australia, y está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (Registro de FCA n.º 536771) según las leyes del Reino Unido que difieren de las leyes australianas. Este documento es confidencial y está previsto únicamente para el uso de la persona a quien se entrega o envía, y no se puede reproducir, en su totalidad o en parte, a ninguna otra persona.

Orden Clase CO de ASIC 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited le notifica que se basa en la exención de la Orden de Clase CO 03/1099 (Orden de Clase) de la Comisión Australiana de Valores e Inversiones (ASIC), ampliada en su funcionamiento por ASIC Corporations (Instrumento de Derogación y Transición 2016/396) para las empresas reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido, que la exime del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros (AFSL) en virtud de la Ley de Sociedades del 2001 (Commonwealth) (Ley de Sociedades) con respecto a los servicios financieros que le proporcionamos.

Requisitos regulatorios del Reino Unido

Los servicios financieros que le proporcionamos están regulados por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) según las leyes y los requisitos regulatorios del Reino Unido, que son diferentes de los de Australia. Por lo tanto, cualquier oferta u otra documentación que reciba de nosotros en el transcurso de la prestación de servicios financieros se prepararán de acuerdo con esas leyes y requisitos regulatorios. Los requisitos regulatorios del Reino Unido se refieren a la legislación, las normas promulgadas conforme a la legislación y cualquier otra política o documento pertinente emitidos por la FCA.

Su estado como cliente mayorista

Con el objetivo de ofrecerle servicios financieros y para cumplir con la Orden de Clase, debe ser un "cliente mayorista" dentro del significado establecido en la sección 761G de la Ley de Sociedades. En consecuencia, mediante la aceptación de cualquier documentación por nuestra parte antes del inicio de la prestación de servicios financieros a usted o en el transcurso de esta, usted:

- nos garantiza que es un "cliente mayorista";
- acepta proporcionar dicha información o evidencia que podamos solicitar ocasionalmente para confirmar su estado como cliente mayorista;
- acepta que podemos dejar de prestarle servicios financieros si ya no es cliente mayorista o no nos proporciona información o evidencia satisfactoria para confirmar su estado como cliente mayorista; y
- acepta notificarnos por escrito dentro de 5 días hábiles si deja de ser un "cliente mayorista" para los fines de los servicios financieros que le proporcionamos.

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. cuenta con la licencia de la Securities Commission of The Bahamas (Comisión de Valores de las Bahamas) de conformidad con la Ley del Mercado de Valores de 2011 y las Regulaciones del Mercado de Valores de 2012, y está autorizada para llevar a cabo negocios de valores en las Bahamas y desde ese país, entre ellos la comercialización de valores, la organización de operaciones en valores, la gestión de valores y el asesoramiento sobre valores. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. también cuenta con la licencia del The Central Bank of The Bahamas (Banco Central de las Bahamas) de conformidad con la Ley reguladora de bancos y sociedades fiduciarias de 2000, como empresa bancaria y fiduciaria.

Bahréin: EFG AG Bahrain Branch está regulada por el Central Bank of Bahrain (Banco Central de Bahréin), con domicilio legal en Bahrain Financial Harbour, West Tower, 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

Bermudas: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. es una sociedad exenta constituida en Bermudas con responsabilidad limitada. Dirección registrada: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

Islas Caimán: EFG Bank cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para llevar a cabo operaciones bancarias de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán, y para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley Comercial de Inversiones en Valores de las Islas Caimán.

Chile: EFG Corredores de Bolsa SpA cuenta con la licencia de la Comisión para el Mercado Financiero ("Ex SVS") como corredor de bolsa autorizado para realizar transacciones de corretaje de valores en Chile y actividades reguladas complementarias, entre ellas la gestión discrecional de la cartera de valores, la organización de operaciones en valores y el asesoramiento en inversión. Número de registro: 215. Dirección registrada: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Chipre: EFG Cyprus Limited es una empresa de inversión establecida en Chipre con el N.º de empresa HE408062, con dirección registrada en Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited está autorizada y regulada por la Comisión de Bolsa y Valores de Chipre (CySEC)

Dubái: EFG (Middle East) Limited está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái con dirección registrada en Gate Precinct Building 05, nivel 07, casillero postal 507245, Dubái, Emiratos Árabes Unidos.

Guernsey: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited cuenta con la licencia de la Guernsey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Guernsey).

Hong Kong: EFG Bank AG está autorizado como banco con licencia por la Hong Kong Monetary Authority (Autoridad Monetaria de Hong Kong) de conformidad con la Ordenanza bancaria (Cap. 155, Leyes de Hong Kong) y está autorizado a llevar a cabo actividades reguladas de Tipo 1 (comercio de valores), Tipo 4 (asesoría sobre valores) y Tipo 9 (administración de activos) en Hong Kong.

Jersey: EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited está regulada por la Jersey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Jersey) para dedicarse al negocio de inversión en virtud de la Ley de Servicios Financieros (Jersey) de 1998.

Liechtenstein: EFG Bank von Ernst AG está regulado por la Financial Market Authority Liechtenstein (Autoridad del Mercado Financiero de Liechtenstein), con la siguiente dirección: Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxemburgo: EFG Bank (Luxemburgo) SA figura en la lista oficial de bancos establecidos en Luxemburgo de conformidad con la Ley de Luxemburgo del 5 de abril de 1993 relativa al sector financiero (en su versión modificada) (la "Ley de 1993"), en poder de la autoridad supervisora de Luxemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), como sociedad anónima de conformidad con la Ley de Luxemburgo (société anonyme) autorizada para llevar a cabo sus actividades de conformidad con el Artículo 2 de la Ley de 1993. Los residentes de Luxemburgo que deseen obtener cualquier información relacionada con los servicios de EFG Bank (Luxemburgo) S.A. deben comunicarse exclusivamente con EFG Bank (Luxemburgo) S.A. a la siguiente dirección: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, o al siguiente teléfono: +352 264541.

Mónaco: EFG Bank (Monaco) SAM es una sociedad anónima monegasca registrada como empresa con el N.º 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM es un banco que lleva a cabo actividades financieras autorizadas y reguladas por la Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Autoridad de Supervisión Prudencial y de Resolución) de Francia y por la Commission de Contrôle des Activités Financières (Comisión para el Control de Actividades Financieras) de Mónaco. Dirección registrada: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco). Teléfono: +377 93 15 11 11. El destinatario de este documento habla perfectamente inglés y renuncia a la posibilidad de obtener una versión en francés del presente.

República Popular China: EFG Bank AG Shanghai Representative Office está aprobada por la China Banking Regulatory Commission (Comisión Reguladora Bancaria de China) y registrada en la Administración de Industria y Comercio de Shanghai de conformidad con el Reglamento de la República Popular China para la Administración de Bancos con Inversión Extranjera y las normas de implementación relacionadas. Número de registro: 310000500424509. Dirección registrada: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. El alcance comercial de la Oficina de Representación de EFG Bank AG Shanghai se limita a realizar actividades sin fines de lucro, limitadas a enlace, investigación de mercado y consultoría.

Portugal: La sucursal en Portugal de EFG Bank (Luxemburgo) S.A. está registrada en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios) con el número de registro 393 y en el Banco de Portugal con el número de registro 280. Número de registro comercial y de contribuyente: 980649439. Dirección registrada: Av. da Liberdade, No 131, 6to Dto - 1250-140 Lisboa, Portugal.

Singapur: La sucursal de EFG Bank AG en Singapur (UEN N.º T03FC6371) cuenta con la licencia de la Monetary Authority of Singapore (Autoridad Monetaria de Singapur) como banco mayorista para dedicarse al negocio bancario y es Asesor Financiero Exento según se define en la Ley de Asesores Financieros y Licenciatario Exento de Servicios de Mercados de Capital Exento según se define en la Ley de Valores y Futuros.

Suiza: EFG Bank AG Zurich, incluidas sus sucursales en Ginebra y Lugano, está autorizado y regulado por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero, FINMA) de Suiza. Dirección registrada: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suiza. Sucursales suizas: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Reino Unido: EFG Private Bank Limited está autorizado por la Prudential Regulation Authority (Autoridad de Regulación Prudencial) y regulado por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) y la Prudential Regulation Authority, con número de registro 144036. EFG Private Bank Limited es miembro de la Bolsa de Londres. Empresa registrada N.º 2321802. Dirección registrada: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom. Teléfono: +44 (0)20 7491 9111. En relación con EFG Asset Management (UK) Limited, tenga en cuenta la información de estado que aparece más arriba.

Estados Unidos: EFG Asset Management (UK) Limited Corp. ("EFGAM") es una entidad afiliada a EFG Capital, un agente-intermediario registrado en la SEC y miembro de la Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") y de la Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Ningún miembro de SEC, FINRA o SIPC avala este documento ni los servicios y productos proporcionados por EFG Capital o su filial con sede en los EE. UU., EFGAM Americas. EFGAM Americas está registrado en la SEC como asesor de inversión. EFG Capital proporciona productos de valores y servicios de corretaje, y EFGAM Americas proporciona servicios de gestión de activos. EFG Capital y EFGAM Americas son afiliadas por medio de propiedad común y pueden mantener personal asociado mutuamente. Este documento no está destinado para su distribución entre personas estadounidenses ni para la consideración de personas estadounidenses que sean "compradores calificados" (según se define en la Ley de Sociedades de Inversión de los Estados Unidos de 1940, en su versión modificada (la "Ley de Sociedades de Inversión")) e "inversionistas acreditados" (según se define en la Norma 501(a) de la Ley de Valores). Los valores a los que se hace referencia en este documento no se registrarán en virtud de la Ley de Valores ni se calificarán según los estatutos estatales de valores aplicables. Los fondos a los que se hace referencia en este documento no se registrarán como sociedades de inversión en virtud de la Ley de Sociedades de Inversión. Los analistas ubicados fuera de los Estados Unidos son empleados de filiales no estadounidenses que no están sujetas a las normas de la FINRA.