

# INSIGHT

ANÁLISIS TRIMESTRAL DEL MERCADO

SEGUNDO TRIMESTRE DE 2023

DESTACADOS EN ESTA PUBLICACIÓN



ASIGNACIÓN GLOBAL  
ESTRATÉGICA DE  
ACTIVOS



SELECCIÓN GLOBAL  
DE VALORES



ASIGNACIÓN REGIONAL  
ESTRATÉGICA DE  
ACTIVOS



CONSTRUCCIÓN  
DE CARTERAS  
REGIONALES

## Un cuarteto de preocupaciones



### PERSPECTIVA GENERAL

Cuatro problemas  
globales

### EE. UU.

Tres vías para tasas  
más bajas

### REINO UNIDO

Dos debilidades  
a largo plazo

### ENFOQUE ESPECIAL

Global Discord

## PERSPECTIVA GENERAL

El enfoque de los mercados financieros puede cambiar rápidamente de un problema a otro. Con un cuarteto de problemas que dominan la perspectiva para el resto del año, esperamos que la reacción del mercado sea volátil y altamente cambiante.

El primer trimestre del 2023 terminó con la quiebra de dos bancos estadounidenses (SVB y Signature Bank) y la adquisición repentina de Credit Suisse por parte de UBS. Lo más probable es que fueran eventos idiosincrásicos y que las autoridades pertinentes lograron, por el momento, evitar que el contagio se extendiera al resto del sistema financiero. Sin embargo, las preocupaciones no se han disipado completamente y es probable que se mantengan por lo que resta del 2023. Mientras tanto, aún se mantienen las preocupaciones anteriores de los mercados financieros sobre la inflación, la resistencia del crecimiento global (con la posibilidad de recesión) y las tensiones geopolíticas. Sin duda, la atención volverá a estas. En el mundo posterior a la pandemia, el centro de atención del mercado global ha cambiado, a menudo rápidamente, de una preocupación a otra. Esperamos que ese patrón continúe.

### Un cuarteto de preocupaciones

Este cuarteto de preocupaciones (estabilidad financiera, inflación, crecimiento y geopolítica) es, por supuesto, nada nuevo. Apenas pasa un año sin que uno de ellos aparezca en los titulares. La pandemia del COVID abarcó los cuatro. La política, la regulación y la cooperación pueden mitigar los riesgos de cada una de estas fuentes, pero claramente hay límites en la medida en que se pueden gestionar.

### Estabilidad financiera

Existen normas y regulaciones nacionales y globales para respaldar la estabilidad financiera. Para los bancos, estas se ajustaron después de la crisis financiera global, lo que requirió niveles más altos de capital y liquidez. A menudo, las personas que son reguladas critican una regulación demasiado agobiante. Sin embargo, la estructura implementada fue insuficiente para prevenir el fracaso de SVB en marzo del 2023. La Reserva Federal de EE. UU. investiga las causas y lo informará en el plazo<sup>1</sup>. Sin embargo, parece claro que la exposición a bonos de larga duración fue una razón principal. Este también fue el caso con los problemas que enfrentan los fondos de pensiones en el Reino Unido en septiembre del 2022.

Cuando los bonos a largo plazo aumentan, como lo han hecho recientemente, la disminución de su precio puede ser considerable. Por ejemplo, el precio del bono gubernamental de referencia de 30 años en EE. UU. fue aproximadamente un 30 % menor en marzo del 2023 cuando quebró SVB de lo que fue a inicio del 2022. (consulte la Figura 1).

### Inflación

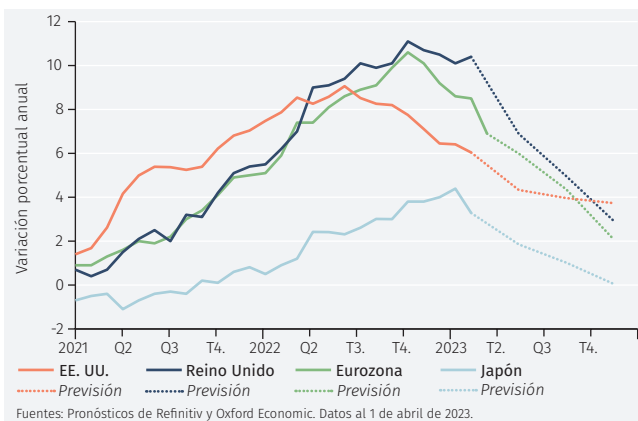
El precio y el rendimiento de un bono de treinta años depende de las expectativas de las tasas de interés (y, por lo tanto, la inflación) a lo largo de treinta años. Ese es un período largo y dichas expectativas no pueden mantenerse con un alto grado de confianza. Sin embargo, estas expectativas eran fijas, hasta hace poco, ya que los bancos centrales se enfocaron y

### 1. Bonos del Tesoro estadounidense a 30 años



lograron con éxito una baja inflación. Su compromiso con la baja inflación se mantiene<sup>2</sup>. En EE. UU., algunos han sugerido un objetivo de inflación más alto<sup>3</sup>. Ahora, con tasas de inflación que caen en las principales economías avanzadas y que, por lo general, se espera que sean mucho más bajas a fines del año (consulte la Figura 2), no parece un momento adecuado para cambiar las reglas.

### 2. Retroceso de la inflación



### Preocupaciones de recesión

En las principales economías avanzadas, el crecimiento económico se ha mantenido relativamente estable y positivo, sin mostrar signos, hasta el momento, de recesión. Esa es la imagen del nuevo registro semanal de actividades en las economías de la OCDE (consulte la Figura 3). China e India, que no son miembros de la OCDE, crecerán más rápido: en un 5 % y un 6 %, respectivamente<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> La revisión de la Junta de Reserva Federal se publicará el 1 de mayo. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230313a.htm>

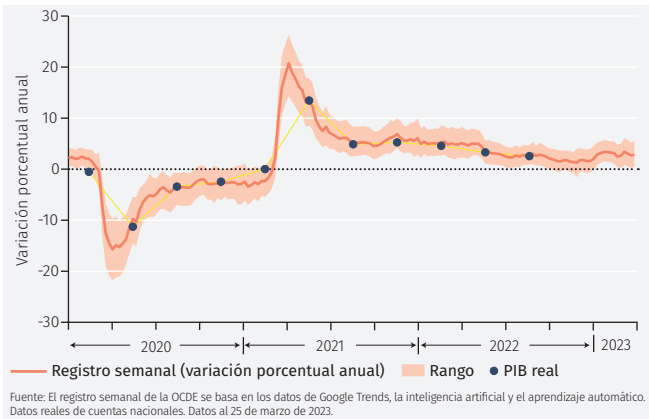
<sup>2</sup> El BCE expresó el compromiso y tuiteó, en el Día de San Valentín, el 14 de febrero del 2023: "Las rosas son rojas, las violetas son azules, seguiremos el curso y devolveremos la inflación a 2".

<sup>3</sup> Olivier Blanchard, por ejemplo, sugirió recientemente un objetivo del 3 %, que es más bajo que su objetivo anterior del 4 %. A una tasa del 3 %, los precios se duplican cada 24 años; a una tasa del 2 %, cada 36 años. Visite <https://tinyurl.com/yxu6emh2>

<sup>4</sup> FMI, pronósticos de las *perspectivas de la economía mundial*, enero del 2023.

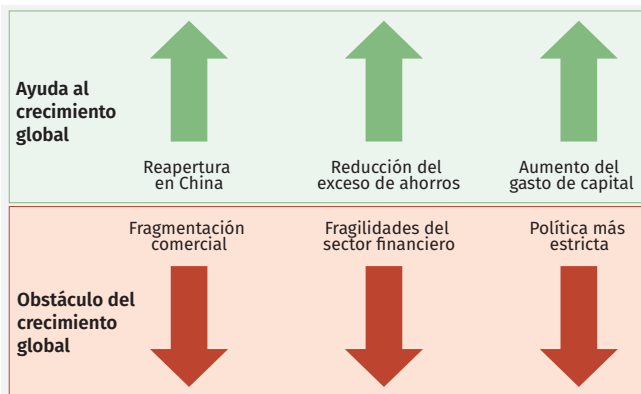
# PERSPECTIVA GENERAL

## 3. Crecimiento del PIB en las economías de la OCDE



La reapertura de China es uno de los tres factores principales que respaldan el crecimiento global este año (consulte la Figura 4). Allí, como en otros lugares, los ahorros en exceso que se acumularon en la pandemia pueden reducirse para asistir en el gasto del consumidor, el segundo apoyo para el crecimiento. El monto global de los ahorros en exceso es de casi USD 5 billones, según nuestras estimaciones<sup>5</sup>. En tercer lugar, el gasto de capital aumentó en tres áreas principales: en infraestructura ecológica, gastos de defensa y desarrollo de nuevas capacidades a medida que se reubica la producción.

## 4. Impulsores de crecimiento global



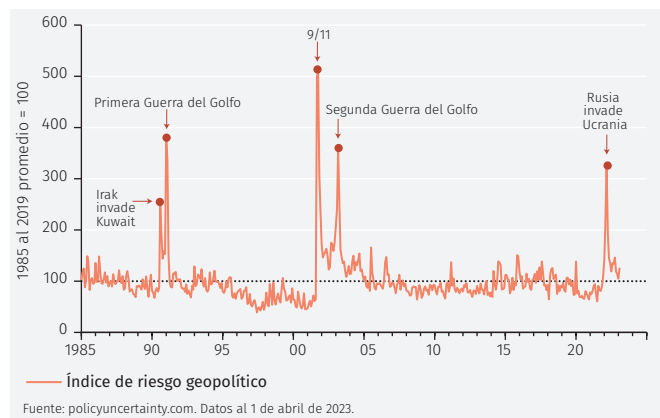
Por supuesto, el reshoring refleja la mayor fragmentación del comercio global. La producción nacional de semiconductores estadounidenses y europeos puede estar bien justificada por la seguridad nacional, pero es casi definitivamente menos eficiente que el uso de cadenas de suministro globales bien integradas. Lo más probable es que sea un arrastre sobre el crecimiento global. Con las fragilidades del sector financiero que siguen siendo una preocupación y los efectos marcados de una política más estricta que ahora comienzan a ser aparentes (en el mercado inmobiliario, en particular), el crecimiento global claramente enfrenta dificultades. El equilibrio entre

estos tres factores de apoyo y tres factores de arrastre determinará el camino de la economía global durante el resto del año.

## Tensiones geopolíticas

Según una medida (consulte la Figura 5), las tensiones geopolíticas se han aliviado, aunque siguen estando por encima de su nivel promedio a largo plazo. Por supuesto, las perspectivas futuras son difíciles de medir, pero las tensiones que se alivian son uno de nuestros temas clave para el 2023.

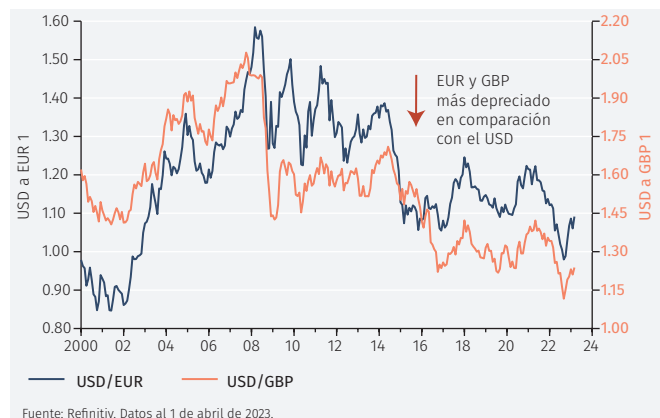
## 5. Índice de riesgo geopolítico



## Depreciación del dólar estadounidense

Este trimestre de preocupaciones se desempeñará en los prospectos para las divisas globales. La disminución del valor de la libra esterlina y el euro en comparación con el dólar desde la crisis financiera mundial del 2008 (consulte la Figura 6) ha sido un reflejo de la apreciación general del dólar, aumentada por las preocupaciones regionales específicas (la crisis del euro de 2009-2015 y el Brexit en el 2016). Sin embargo, en el primer trimestre del 2023, ambas divisas se recuperaron en comparación con el dólar. Hay que ver si esto marca un cambio de tendencia.

## 6. Euros y libras esterlinas en comparación con el dólar estadounidense



<sup>5</sup> Fuente: Estimaciones de Refinitiv y EFGAM al 1 de abril del 2023. El exceso de ahorro global se considera superior a la tasa promedio de ahorros del 2018-2019 en el período del primer trimestre del 2020 en adelante.



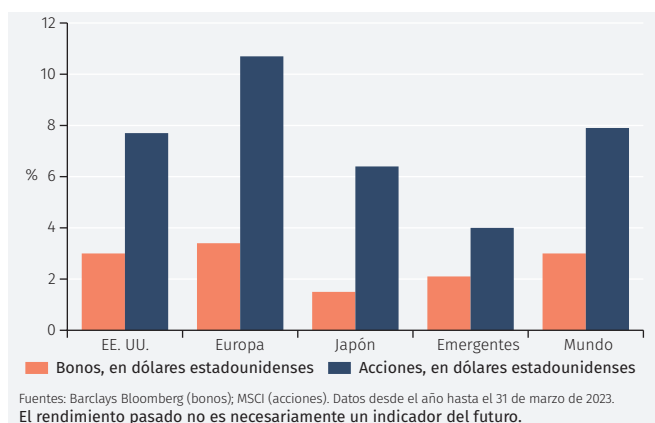
## DESEMPEÑO DEL MERCADO FINANCIERO

La volatilidad fue un tema clave en todos los mercados financieros a principios del 2023 pero, al final del primer trimestre, los mercados de acciones y bonos arrojaron retornos positivos. El dólar estadounidense se mantuvo relativamente estable.

### Desempeño del mercado financiero

Los retornos globales del mercado de bonos y acciones fueron positivos en el primer trimestre del 2023. Los retornos de bonos fueron de un 3,0 % y de acciones de un 7,9 % en dólares estadounidenses (consulte la Figura 7)<sup>6</sup>. El aumento de la inflación y los aumentos reales y previstos en las tasas de interés de las políticas impulsaron los rendimientos de los bonos en todo el mundo en febrero, con una consecuente caída en los precios de estos. Sin embargo, esas presiones se atenuaron más adelante durante el trimestre, a medida que se suavizaban las expectativas del mercado sobre las tasas de interés, en parte debido a los problemas del sector bancario en EE. UU. y Suiza. El dólar se mantuvo relativamente estable en general: se debilitó frente al euro y la libra esterlina, pero se fortaleció frente al yen.

### 7. Desempeño del mercado financiero

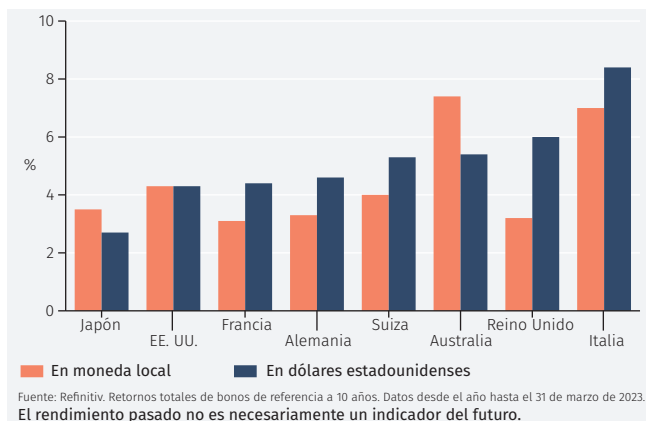


### Mercados de bonos

Después de un volátil primer trimestre, los retornos totales de los bonos gubernamentales a 10 años en los principales mercados del mundo eran positivos en términos locales y en dólares estadounidenses al final del período (consulte la Figura 8). El rendimiento del bono estadounidense de referencia a 10 años alcanzó un máximo de más del 4 % a principios de marzo, pero volvió a caer a sus mínimos de enero a finales de ese mes. La disminución en los rendimientos a 10 años fue aún mayor en Australia (73 puntos base), ya que los mercados esperaban que el banco central del país pusiera fin a la serie de subidas consecutivas de las tasas de interés; así como en Italia, donde disminuyó la preocupación por la política fiscal del nuevo Gobierno.

Los retornos en dólares estadounidenses de los mercados europeos generalmente aumentaron por el fortalecimiento de las divisas (el euro, la libra esterlina y el franco suizo) en comparación con el dólar estadounidense. Lo opuesto fue el caso de Japón y Australia, donde la debilidad de las divisas socavó los retornos en dólares estadounidenses.

### 8. Retornos del mercado de bonos



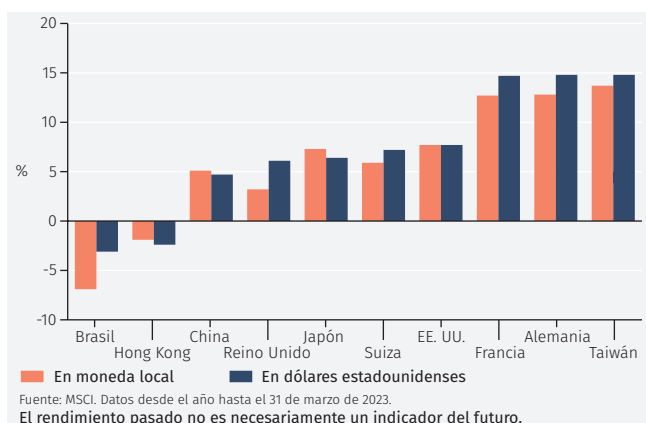
### Mercados de renta variable

Francia y Alemania superaron los retornos generales del 7,7 % del mercado de acciones de EE. UU., tanto en euros como en dólares estadounidenses (consulte la Figura 9). Una reevaluación de los méritos de las acciones europeas fue un factor importante. El mercado taiwanés también fue sólido y se benefició en particular de la revalorización mundial del sector tecnológico.

En Brasil, la divisa se mantuvo sólida frente al dólar estadounidense, lo que refleja en parte el fortalecimiento de los precios de las materias primas, pero la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica inquietó al mercado acciones después de un buen rendimiento en el 2022.

El mercado chino obtuvo ganancias debido a la reapertura de la economía y a los indicios de un enfoque más favorable al mercado por parte de las autoridades.

### 9. Retornos del mercado de renta variable



<sup>6</sup> Los retornos de bonos globales se miden con el índice Global Aggregate Bond Index de Bloomberg Barclays, que consta de la deuda corporativa de grado gubernamental y de inversión de emisores de mercados desarrollados y emergentes en 24 países. El índice mundial de MSCI mide los retornos de acciones globales, lo que representa las acciones de gran y mediana capitalización en 23 mercados desarrollados.

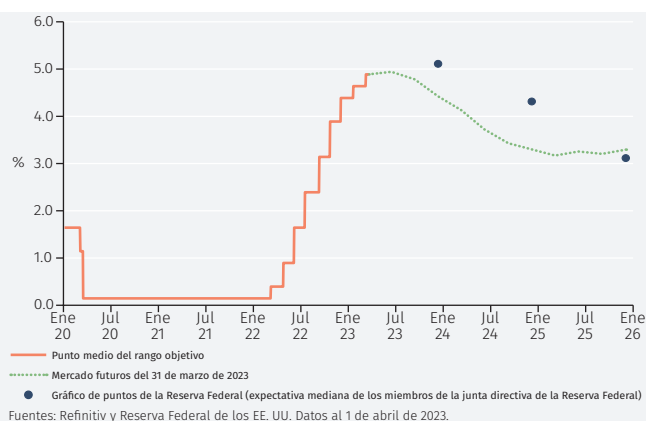
## ESTADOS UNIDOS

En los próximos meses, el problema principal será si la Reserva Federal o los mercados financieros acertarán en la dirección de las tasas de interés. La respuesta radica en la probabilidad de recesión, la estabilidad financiera y la eficacia de las tasas de interés para reducir la inflación.

### ¿Cuál acertará? ¿El mercado o la Reserva Federal?

El pronóstico promedio de los encargados de la formulación de políticas de la Reserva Federal es que la tasa de fondos federales será ligeramente mayor a fin de año. En contraste, se piensa que en los mercados de futuros financieros habrá dos cortes de 25 puntos base para entonces (consulte la Figura 10). Sin embargo, las expectativas de la tasa de interés del mercado a menudo son volátiles y pueden cambiar rápidamente, como lo han hecho hasta ahora en el 2023 (consulte la Figura 11). ¿Cómo es posible que la opinión del mercado sobre las tasas sea acertada y las expectativas de la Reserva Federal sean erróneas? Hay tres vías: dos no deseadas, una más benigna.

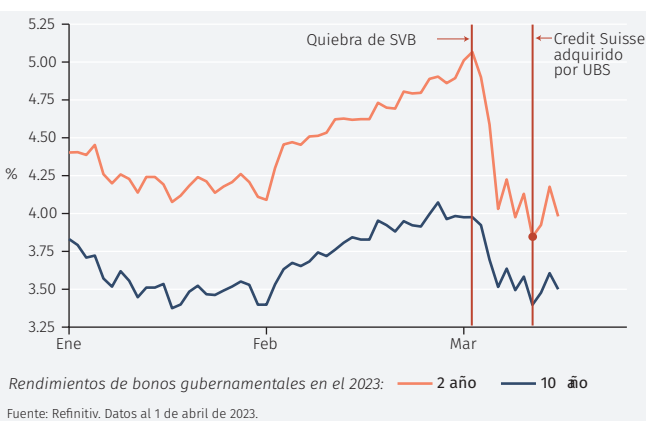
#### 10. Tasa de fondos federales: trayectorias reales y esperadas



### Las dos vías no deseadas: problemas de recesión y del sector bancario

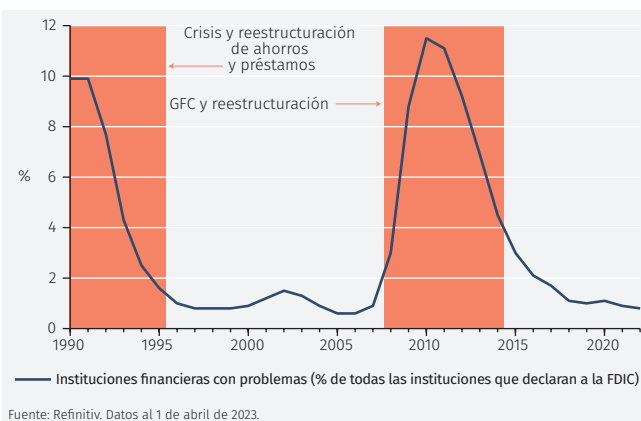
La primera vía no deseada es que la economía entre en recesión. Desde el año 1960, cada recesión ha sido precedida por una inversión de la curva de rendimientos (tasas a corto plazo superiores a los rendimientos a 10 años). Eso sucedió a fines de diciembre del 2022. Con un retraso promedio de inversión a recesión de alrededor de un año, el riesgo es claro.

#### 11. Mercado de bonos de EE. UU.: un paseo salvaje



La segunda vía conlleva problemas adicionales en el sector bancario: una estimación es que el deterioro de los activos y una retirada masiva de depósitos no asegurados podrían poner a más bancos en riesgo de insolvencia<sup>7</sup>. Este riesgo parece bajo, pero en el pasado los problemas del sector bancario parecían inicialmente contenidos antes de extenderse de manera más amplia. Además, llevó mucho tiempo resolver el problema (consulte la Figura 12). La crisis de ahorros y préstamos comenzó a mediados de la década de 1980, pero no se resolvió por completo hasta el año 1995. La crisis financiera que comenzó en el 2007-2008 no se resolvió por completo hasta el 2014.

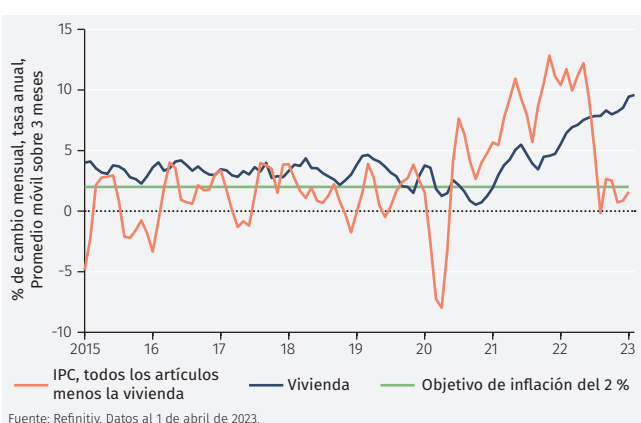
#### 12. Bancos con problemas



### Una vía benigna: efectos irregulares del ajuste

Una vía más benigna, y creemos que más probable, sería una fuerte caída de la inflación medida por el IPC. Si se excluye la vivienda, se sitúa en torno al 2 % (anualizado) desde el verano pasado; pero la inflación de la vivienda (que representa alrededor de 1/3 del IPC) es mucho mayor (consulte la Figura 13). En un trabajo realizado por la Reserva Federal de San Francisco<sup>8</sup>, se muestra que un aumento de 100 puntos base en la tasa de fondos federales puede reducir la inflación de la vivienda en más de 3 puntos porcentuales en 2 años y medio, lo que indica que el ajuste de la Reserva Federal hasta ahora es suficiente para reducir la inflación de la vivienda a cero a mediados del 2024.

#### 13. Inflación de los precios de bienes de consumo en EE. UU.



<sup>7</sup> Visite este artículo, por ejemplo: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/monetary-tightening-us-bank-fragility-2023-mark-market-losses>

<sup>8</sup> FRBSF *Economic Letter*, 13 de febrero del 2023, "Can Monetary Policy Tame Rent Inflation?"

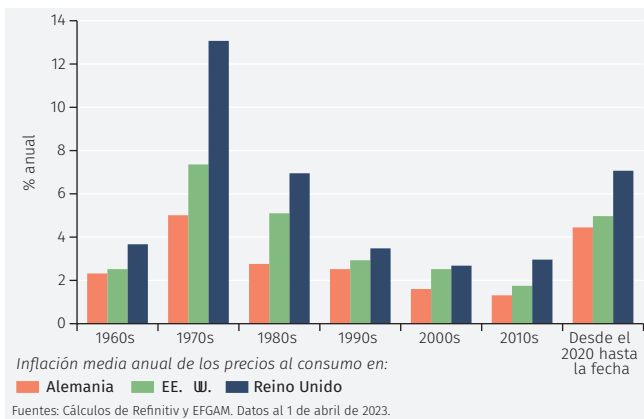
# REINO UNIDO

Con una inflación alta y un sector financiero frágil como dos de las principales preocupaciones mundiales, el Reino Unido se encuentra en una posición incómoda. Históricamente, el Reino Unido ha sido propenso a la inflación y su sector financiero es grande.

## Una economía propensa a la inflación...

Históricamente, el Reino Unido ha sido una economía propensa a la inflación. Durante varias décadas, su inflación ha sido superior a la de EE. UU. y Alemania, por ejemplo (consulte la Figura 14). Esa percepción se corrigió en parte gracias, hasta hace poco, al exitoso período de objetivos de inflación. Pero las dudas persisten.

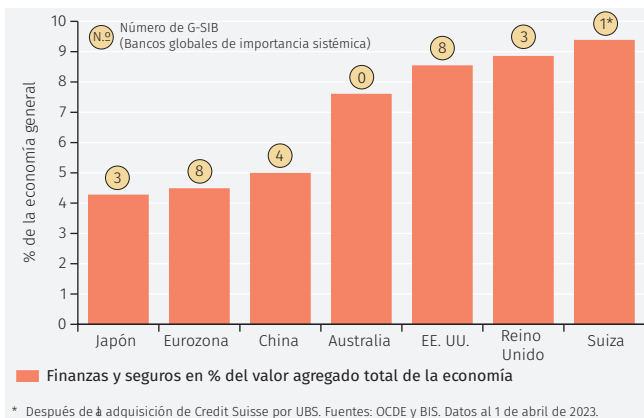
### 14. Reino Unido propenso a la inflación



## ... con un sector financiero grande

El Reino Unido también tiene un sector financiero grande, que representa casi el 10 % del valor agregado de toda la economía (consulte la Figura 15). Esto significa que los períodos de inestabilidad en el sector financiero, ya sea generados a nivel nacional (por ejemplo, la crisis bancaria secundaria de los años 1974 y 1975) o mundial, tienden a golpear duramente a la economía británica. En la crisis financiera global, el PIB del Reino Unido disminuyó aún más y se recuperó de manera más lenta que los EE. UU. y la eurozona. El Reino Unido alberga tres de los 29 G-SIB (Bancos globales de importancia sistémica) del mundo, cuyos activos ascienden al 166 % del PIB, proporción superior a la de Estados Unidos y la eurozona<sup>9</sup>.

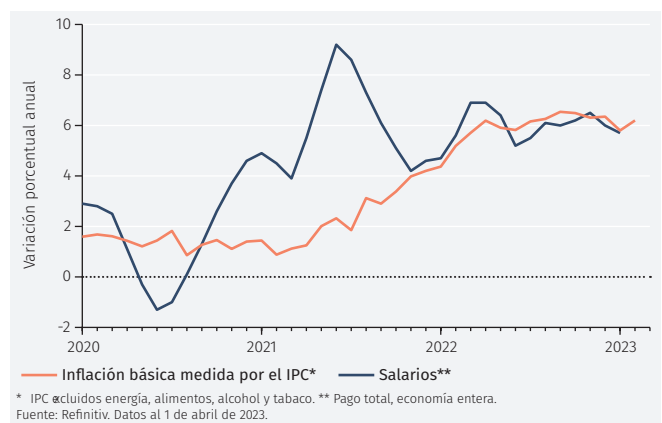
### 15. Importancia del sector financiero



## Una inflación persistente, por ahora...

La reciente persistencia de la inflación es motivo de preocupación. La inflación subyacente y los aumentos salariales se sitúan actualmente en torno al 6 % (consulte la Figura 16), lo que evoca la imagen de la espiral de precios y salarios de los años 70. Las exhortaciones del gobernador del Banco de Inglaterra a los trabajadores para que no pidan aumentos salariales excesivos y a las empresas a que no repercutan los mayores costos parecen desentonar con el estado de ánimo actual. Además, ahora se ha reconsiderado el pronóstico del Banco de una recesión de dos años de duración, realizado en noviembre del 2022. Ni el Banco ni la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria prevén una recesión.

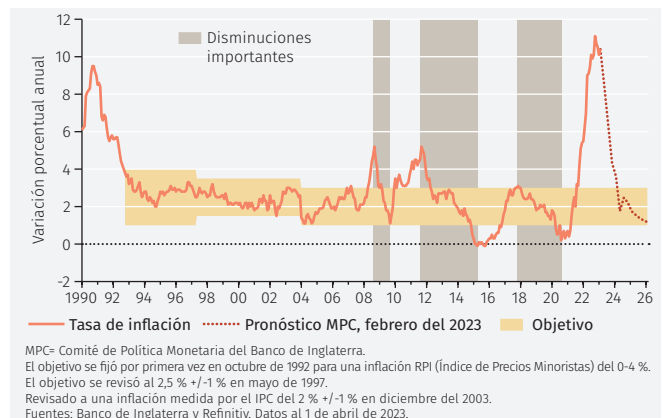
### 16. Inflación en el Reino Unido: persiste



## ... pero se pronostica un rápido descenso

Por supuesto, el pronóstico de credibilidad del Banco podría restaurarse rápidamente. Las proyecciones de inflación (consulte la Figura 17) reflejan una disminución rápida a partir de principios del verano, con la tasa de inflación en el objetivo en el segundo trimestre del 2024. Sería un desarrollo muy bien recibido.

### 17. Objetivo de inflación en el Reino Unido



<sup>9</sup> Los Estados Unidos y la eurozona tienen 8 G-SIB, con activos de alrededor de USD 14 billones, lo que representa el 56 % y el 104 % del PIB, respectivamente.

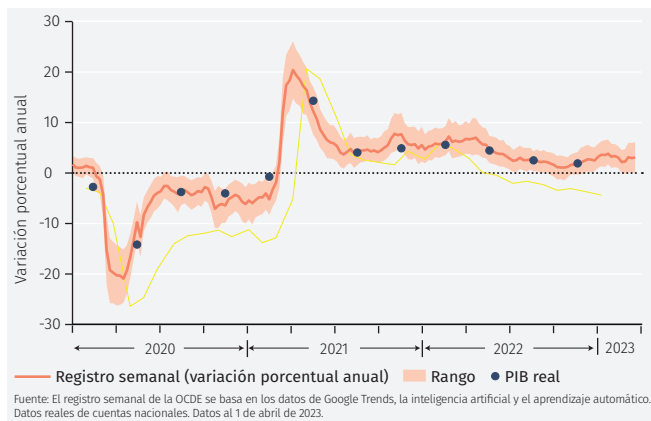
## EUROZONA

La eurozona se ha librado de la recesión hasta ahora, pero la preocupación por el sector bancario ensombrece las perspectivas para el resto del año. Las tasas de interés del BCE ahora están alineadas con las expectativas de inflación.

### Crecimiento a principios del 2023

El crecimiento del PIB en la eurozona repuntó en cierta medida en los primeros meses del 2023 y se mantiene positivo. Ese es el mensaje que se desprende del seguimiento semanal de la OCDE (consulte la Figura 18). Hasta ahora, al menos, se evitó la tan esperada recesión en la región. El crecimiento fue más fuerte en Irlanda, normalmente un país que supera al resto del bloque. Los Países Bajos y los países bálticos también obtuvieron buenos resultados (consulte la Figura 19). Sin embargo, Francia se quedó atrás. Allí, la actividad se verá afectada por las protestas de finales de marzo en torno a la reforma de las pensiones.

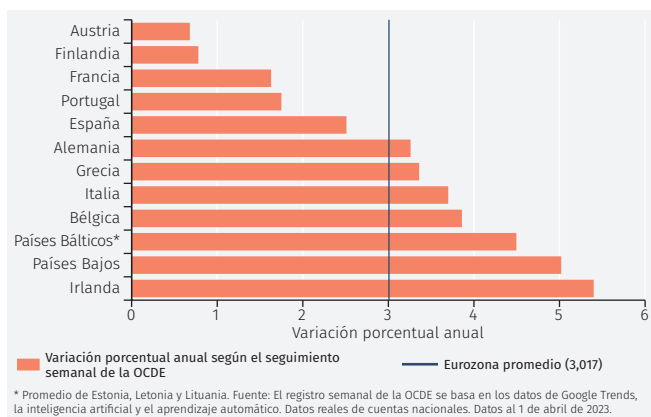
#### 18. PIB semanal en la eurozona



### Reformas francesas y el sector bancario

Como el comentario de Jean-Claude Juncker sobre las reformas económicas: “Sabemos lo que hay que hacer, pero no sabemos cómo ser reelegidos después de hacerlo”, viene al caso en este contexto. La reforma de pensiones en Francia, que actualmente aumenta la edad mínima de jubilación de 62 a 64 años, se ha intentado antes. Tras las protestas generalizadas, se abandonó el intento de 1995. Las protestas de los *chalecos amarillos* en el 2018 frenaron una subida del impuesto sobre el combustible. Sin embargo, la reforma estructural sigue siendo claramente necesaria a juzgar por

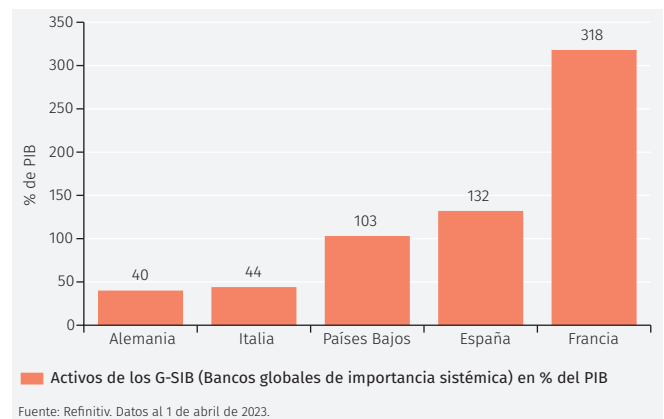
#### 19. Crecimiento del PIB en los países de la eurozona



el nivel de gasto público: un 58 % del PIB en el 2022, 9 puntos porcentuales más que la media de la eurozona.

Otra preocupación se relaciona con el sistema bancario. Francia cuenta con cuatro G-SIB, cuyos activos ascienden a más del 300 % del PIB francés (consulte la Figura 20). Eso es mucho más alto que en otras economías de la eurozona y está muy por encima de la tasa del Reino Unido.

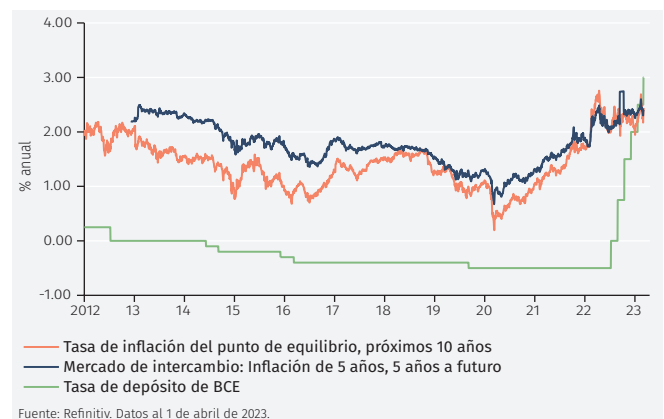
#### 20. Eurozona: Activos de los G-SIB



### Alineación de las tasas de BCE y las expectativas de inflación

Después de que el BCE aumentara las tasas de interés en un 0,5 % en marzo, la presidenta Lagarde declaró que se espera que la inflación “se mantenga demasiado alta durante demasiado tiempo” y que el Consejo de Gobierno sabe que tiene “más terreno que cubrir” cuando se suban las tasas. Las expectativas de los mercados financieros son de otras dos subidas de 25 puntos base, con un máximo de tasas en el tercer trimestre del 2023. Lo más probable es que esto tome tasas por encima de las expectativas de inflación a medio plazo (consulte la Figura 21) y en ese sentido parecería adecuado.

#### 21. La tasa de interés oficial del BCE y las expectativas de inflación del euro



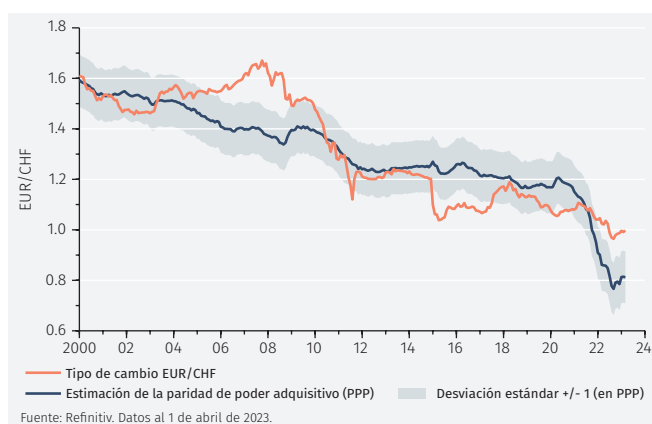
## SUIZA

El Banco Nacional Suizo (SNB, del inglés Swiss National Bank) elevó su tasa de interés oficial al 1,5 % y no se descarta una nueva subida. El motivo principal es la preocupación por las tendencias subyacentes de inflación.

### Inflación y tasa de interés oficial

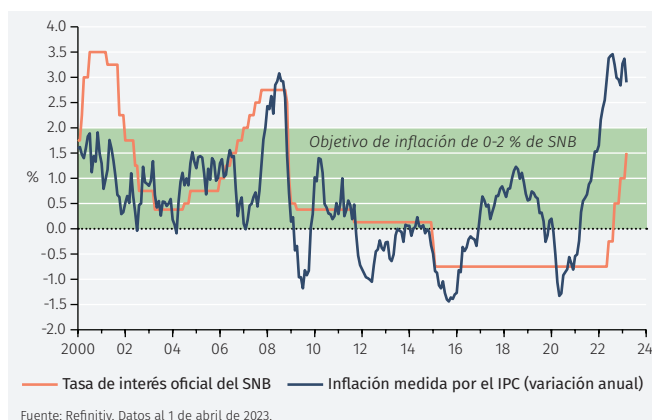
El SNB aumentó las tasas de interés de un 0,50 % a un 1,50 % en marzo e indicó que los aumentos adicionales de las tasas “no se pueden descartar”. El banco central vendió CHF 27 000 millones de sus reservas de divisa extranjera en el último trimestre del 2022 para respaldar el franco suizo (que sigue siendo más débil que su tasa de PPP, consulte la Figura 22), lo que limita la inflación importada. Aun así, es probable que haya otro aumento en la tasa de interés (probablemente del 0,25 %) en junio.

#### 22. El tipo de cambio del euro/franco suizo y la tasa del PPP



Según los contratos de futuros, la tasa de interés oficial del SNB alcanzará un máximo en torno al 2 % (lo que implica una nueva subida en la tasa del 0,25 % en septiembre). La firme postura del SNB refleja la revisión ascendente de sus pronósticos de inflación condicional, según los cuales la inflación se mantendrá por encima del rango objetivo del 0-2 % (consulte la Figura 23) hasta finales del 2025 (era del 2,9 % en marzo del 2023). El banco central indicó que el aumento de los precios es ahora “generalizado”, lo que apunta al riesgo de que la inflación que actualmente es alta se arraigue en las expectativas del sector privado.

#### 23. La inflación suiza y la tasa de interés oficial del SNB



Teniendo en cuenta las perspectivas, el SNB reconoce que los recientes acontecimientos en el sector financiero aumentan la incertidumbre. La confianza de los bancos centrales en relación con los pronósticos condicionales de inflación es hoy probablemente menor de lo habitual y no puede excluirse una situación desfavorable en la que la economía se ralentice bruscamente y la inflación vuelva rápidamente al objetivo.

### Separación de la estabilidad financiera y monetaria

Por el momento, el SNB separó la lucha contra la inflación de los problemas relacionados con la estabilidad financiera. En cuanto a esto último, el banco central está proporcionando abundante liquidez al sistema financiero. Sin embargo, se ajustaron las condiciones de financiamiento del sector no financiero, lo que refleja el aumento del costo de financiamiento de los bancos a raíz de las turbulencias del sector financiero.

El margen entre la tasa de swap interbancario a medio plazo y el rendimiento de los bonos del Gobierno suizo aumentaron a niveles nunca antes vistos durante la crisis financiera mundial (consulte la Figura 24), lo que refleja cambios en la preocupación por el riesgo de contraparte.

#### 24. Mayor preocupación en el sector bancario



### ¿Peligra la seguridad de Suiza?

Algunos comentaristas creen que los problemas de Credit Suisse y su adquisición por UBS implican que Suiza ha perdido su atractivo como refugio seguro. Cabe destacar que, durante la crisis financiera mundial, hubo preocupaciones similares, pero resultaron ser demasiado pesimistas. En aquel momento, a igual que ahora, la rápida respuesta de las autoridades suizas fue eficaz para preservar la estabilidad financiera sin imponer ninguna pérdida a depositantes y clientes.

En nuestra opinión, el estatus de refugio seguro de Suiza resistirá la última tormenta.



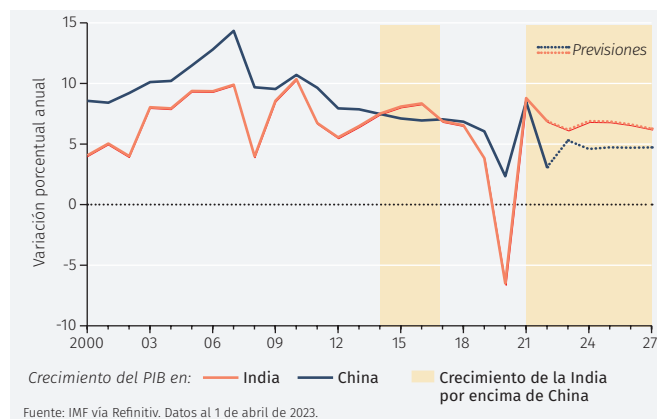
## ASIA

La actividad económica asiática está estrechamente vinculada a la expansión del crédito, a menudo en un ciclo de auge y caída. La resolución de los problemas de China puede llevar algún tiempo, pero la India parece estar mejor posicionada.

### India frente a China

China y la India son dos naciones muy pobladas que han crecido rápidamente desde hace algún tiempo. El crecimiento de la India se ha quedado atrás con respecto al de China desde el 2000 y solo lo ha superado brevemente entre los años 2014 y 2016. Sin embargo, esto va a cambiar según los últimos pronósticos del FMI, ya que la India mantendrá el liderazgo del crecimiento durante los próximos cinco años (consulte la Figura 25). Esto nos parece razonable: la demografía favorece a la India, con una población creciente y más joven que la de China; el gasto de capital del sector público es fuerte, y los sectores bancario e inmobiliario indios son ahora mucho más fuertes que antes.

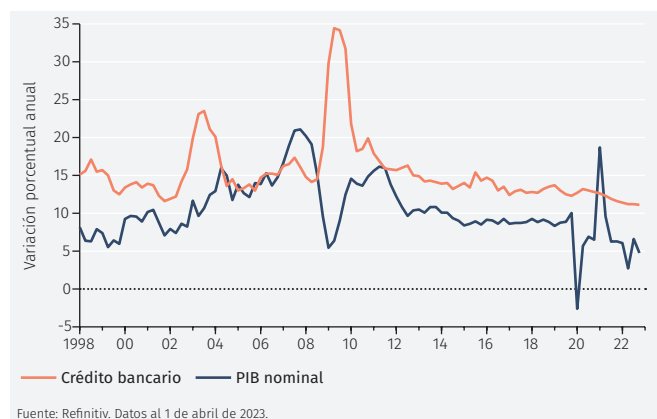
#### 25. India frente a China



### Expansión del crédito y el sector inmobiliario

Desde hace algún tiempo (consulte la Figura 26), el crecimiento nominal de la economía china está estrechamente vinculado a la expansión del crédito. Este es un patrón observado en los mercados asiáticos. Pero, a veces, esa expansión de crédito ha sido excesiva. Esto es una causa importante del desarrollo excesivo en el sector inmobiliario residencial y de los consiguientes problemas. Creemos que aún tardaremos algún tiempo en resolverlos. Como siempre

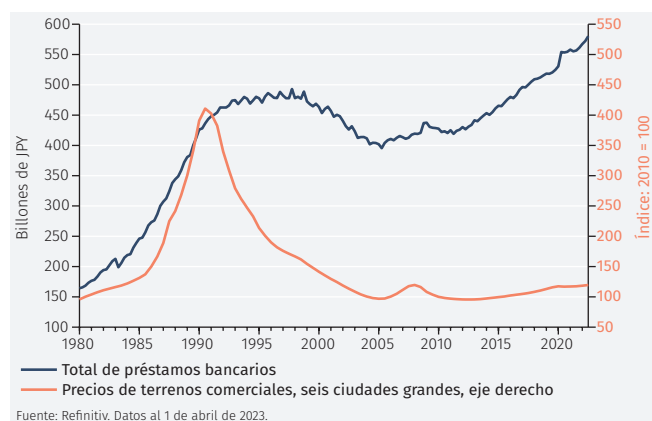
#### 26. China: crédito bancario y PIB



ocurre con los indicadores chinos, la situación es algo oscura: por ejemplo, la venta de propiedades ha caído, pero los precios se han mantenido, y la venta de terrenos por parte de las autoridades locales desempeña un papel importante. Por el contrario, el sector inmobiliario indio se caracteriza actualmente por ventas fuertes y precios ascendentes, con un sector bancario capaz de conceder créditos.

Es de esperar que la corrección de China tras su expansión inmobiliaria impulsada por el crédito no dure tanto como la de Japón. Las consecuencias del auge de los préstamos bancarios y del precio de los terrenos en la década de 1980 tardaron varias décadas en desaparecer (consulte la Figura 27).

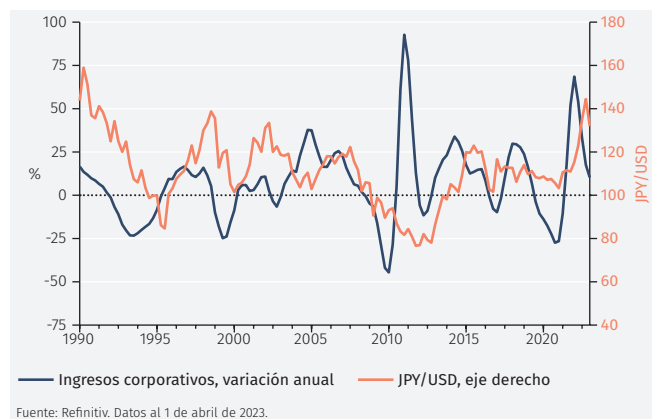
#### 27. Japón: préstamos bancarios y precios de los terrenos



### Japón: el yen y las ganancias corporativas

Ahora, se ha recuperado el sector corporativo japonés. La fortaleza de los beneficios corporativos sigue siendo un tema importante en el 2023 y creemos que los efectos tardíos de la debilidad del yen durante el 2022 constituirán un apoyo adicional para las ganancias corporativas (consulte la Figura 28).

#### 28. Japón: ganancias corporativas y el yen



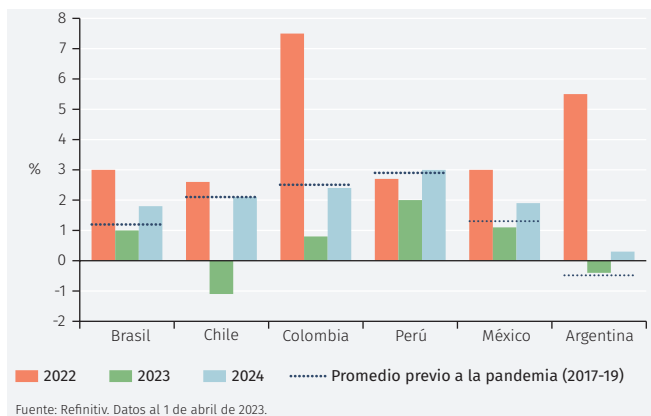
## AMÉRICA LATINA

Los problemas a corto plazo, como un crecimiento más débil y una inflación alta, están presionando a las economías latinoamericanas. La pregunta clave es si su administración pone en peligro las reformas a largo plazo.

### Problemas a corto plazo

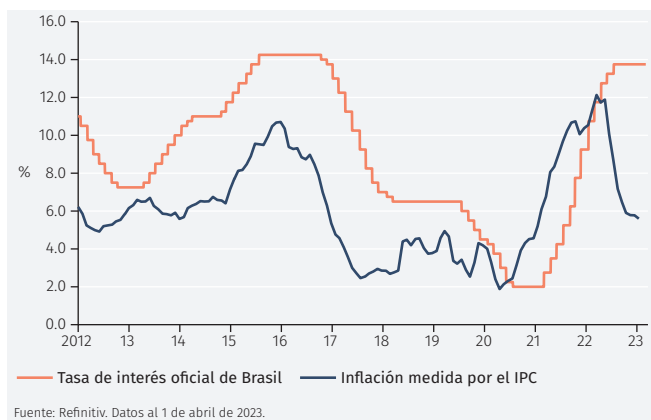
La mayoría de las economías latinoamericanas registrarán un crecimiento más débil en el 2023 en comparación con el 2022 y el período previo al covid (consulte la Figura 29).

#### 29. Patrón de crecimiento del PIB en Latinoamérica



Los dos obstáculos principales son la subida de las tasas de interés y el posible debilitamiento de los precios de las materias primas. En Brasil, la tasa de interés oficial aumentó a un 13,75 % en agosto del 2022 y se ha mantenido en ese nivel (consulte la Figura 30). La inflación está por encima del objetivo del banco central, aunque no por un margen tan amplio como el observado en la mayoría de las economías avanzadas: fue del 5,6 % interanual en febrero, frente a un objetivo del 3,25 %. Hay cierta presión en el banco central para aumentar el objetivo de inflación. Eso reduciría la urgencia de mantener las tasas de interés tan altas. El presidente Lula calificó las altas tasas de interés reales como injustificables.

#### 30. Brasil: inflación y tasa de interés oficial



No obstante, las tasas reales altas reflejan la prima de riesgo de los activos brasileños. La preocupación por la dirección de la política fiscal ha provocado este aumento. Incluso antes de que comenzara la presidencia de Lula el 1 de enero,

el Congreso aprobó una exención de un año del límite máximo de gasto fiscal (que limita el aumento del gasto a la inflación). El límite también ha estado en alza durante el covid. Por lo tanto, preocupa que el gasto gubernamental no se controle tan estrictamente. Es cierto que, con los vientos favorables de la subida de los precios de las materias primas, los niveles de deuda pública disminuyeron sustancialmente en los dos primeros mandatos de Lula (consulte la Figura 31). Según los pronósticos del FMI, parece improbable que esto se repita, pero la ayuda para reducir la relación vendrá de un mayor crecimiento económico nominal.

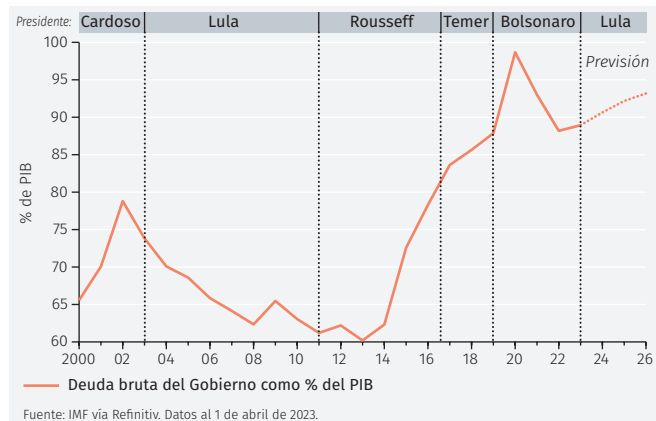
### Dólares soja y malbec y pesos

En Argentina, los estrictos controles de capital y las presiones sobre el sector agrícola, agravadas recientemente por la sequía, llevaron a la introducción de tipos de cambio paralelos. El “dólar soja” y el “dólar malbec” ofrecen tipos de cambio más favorables para los exportadores de estos productos. Sin embargo, los tipos de cambio duales de esta naturaleza producen distorsiones mediante la manipulación de los precios relacionados en una economía y el favorecimiento de sectores determinados. La eliminación de los tipos de cambio duales conduce generalmente a una asignación más eficiente de los recursos<sup>10</sup>. No obstante, con las elecciones generales del 2023, cualquier cambio no será inminente.

### Oportunidades a largo plazo

Latinoamérica, con su rica dotación de recursos, tiene, por supuesto, un potencial enorme. Además, ese potencial puede aprovecharse para satisfacer las necesidades de la economía mundial moderna. El presidente Lula, dos semanas después de ser electo, asistió a la cumbre del clima COP27, y los temas de protección medioambiental ocupan un lugar destacado en la agenda de su Gobierno. Argentina tiene un enorme margen para expandir el turismo (sobre todo el ecoturismo) en el mundo después del covid. El debate sobre una posible unión monetaria entre Brasil y Argentina, aunque ambicioso, refleja un nuevo espíritu de cooperación entre ambas economías. Sin embargo, las oportunidades a largo plazo suelen tropezar con la necesidad de adoptar medidas oportunas a corto plazo.

#### 31. Brasil: ¿Estabilización de la carga de la deuda?



<sup>10</sup> Visite <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-countries-need-consider-when-dual-exchange-rates-are-problem>

---

## ENFOQUE ESPECIAL: GLOBAL DISCORD

---

*Global Discord*, título del nuevo libro de Paul Tucker, fue el tema de su presentación para el EFG en Zúrich el 8 de marzo. El tema está sin duda en sintonía con los desarrollos mundiales actuales.

### Instituciones de cooperación

Los esquemas globales de cooperación dependen de las culturas políticas subyacentes y las normas compartidas de los Estados clave involucrados. Durante el período de la posguerra, la política internacional y sus instituciones se han basado en la coexistencia pacífica. Las instituciones de colaboración, como el FMI, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Comercio (antiguamente GATT), se formaron en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial.

A finales del siglo XX, estas instituciones tenían una orientación liberal estadounidense subyacente. Por lo tanto, en el siglo XXI, a medida que Estados con normas diferentes, en particular China, adquirirían importancia, esto se ha puesto en tela de juicio. En la opinión de Paul, el enfrentamiento entre China y Occidente es ideológico. No es realista pensar que la filosofía del Partido Comunista Chino (PCCh) vaya a cambiar radicalmente como consecuencia del éxito económico de China y de su mayor integración en el resto del mundo.

### Cuatro situaciones

Paul plantea cuatro situaciones hipotéticas para el futuro del orden internacional:

1. un statu quo persistente;
2. una lucha entre superpotencias;
3. una nueva guerra fría;
4. un orden mundial reformado.

Inicialmente, a la hora de escribir el libro (entre el 2018 y el 2021), Paul consideraba que nos encontrábamos entre las situaciones 1 y 2: un statu quo persistente y una lucha entre las superpotencias (predominantemente entre EE. UU. y China). Después de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, Paul nos considera entre las situaciones 2 y 3.

Paul considera que las tensiones entre China y Occidente durarán mucho tiempo. Si buscamos un paralelismo histórico que más se aproxime a esta situación, se decide por el “largo siglo XVIII”, que abarca desde 1689 hasta 1815. Fue una época marcada por continuas tensiones y guerras entre Gran Bretaña y Francia, las dos potencias mundiales dominantes. Posteriormente, el concierto europeo proporcionó un nuevo modelo de cooperación internacional.

Otro paralelismo que se hace a menudo cuando se intenta comprender las tensiones actuales es la trampa de Tucídides: lo inevitable de la guerra cuando una potencia en ascenso desafía a otra en el poder. En la guerra del Peloponeso que describe Tucídides, el poder emergente de Atenas desafió al poder establecido de Esparta. En un trabajo realizado por Graham Allison<sup>11</sup>, se observa que, en los últimos 500 años, estas condiciones se han dado dieciséis veces y en doce de ellas estalló una guerra.

El covid destacó la interdependencia mundial, así como la dependencia de las economías occidentales de los suministros de países a menudo lejanos (en particular China para los EPP y la India para los productos farmacéuticos). La guerra entre Rusia y Ucrania hace evidente la dependencia de Europa Occidental del gas ruso.

Estos son indicios de que ya tenemos elementos clave de la segunda y tercera de las situaciones hipotéticas de Paul (una lucha de superpotencias y una nueva guerra fría).

### Tres teorías de relaciones internacionales

Paul examina las tres principales teorías de las relaciones internacionales. Se basan en la obra de Hobbes, que hace énfasis en el poder; Kant, que subraya la importancia de las normas y los valores, y Grocio, que hace énfasis en las instituciones y la interdependencia.

Individualmente, cada uno de ellos proporciona un marco inadecuado para comprender la situación actual. Paul, en cambio, considera que los trabajos de David Hume y Bernard Williams, que abarcan problemas de poder, valor e interdependencia, ofrecen una mejor perspectiva.

Paul analizó si la lucha de superpotencias, entre China y Estados Unidos, pero más ampliamente entre los países occidentales<sup>12</sup>, podría ser exagerada. ¿Podría ser que la integración económica de China en la economía mundial y su indudable éxito a la hora de generar prosperidad económica la llevaran a volverse más “occidental”? Paul es escéptico. Y señala los siete “no” de la RPC (en el documento 9 del 2013). Entre ellas se incluye el “no” a la promoción de: la democracia constitucional; la sociedad civil y los derechos individuales; el neoliberalismo (mercantilización total); las ideas occidentales sobre la libertad de prensa, y cualquier cuestionamiento de la naturaleza del “socialismo con características chinas” de China.

Las organizaciones internacionales de cooperación son inadecuadas para hacer frente al creciente poder de China. En el 2013, la OMC se pronunció sobre un caso que Estados Unidos presentó contra China, en el que se alegaba que sus subvenciones estatales a los exportadores no estaban permitidas según las normas de la OMC. Las fabricaban las empresas estatales chinas, que según la OMC no eran organismos públicos, una decisión que Paul califica de ridícula. Como todos los miembros de la OMC tienen derecho de veto, es difícil encontrar una solución en estas circunstancias. Lo más probable es que se desarrollen diferentes círculos concéntricos de relaciones internacionales, basados en valores, geografía e historia. El hecho de que el Reino Unido se adhiera al CPTPP, formado por 11 países del Pacífico (Australia, Brunéi, Canadá, Chile, Japón, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Singapur y Vietnam) es una demostración de que los nuevos acuerdos pueden resultar sorprendentes.

<sup>11</sup> Graham Allison, *Destined for War: can America and China escape Thucydides' Trap?* (2017).

<sup>12</sup> “Occidente” incluye cualquier Estado que se rija por el Estado de derecho y por alguna forma de Gobierno representativo. Japón, Corea del Sur e India están incluidos, en la opinión de Paul.

## Avisos importantes

### 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 n.º de registro 7389746. Dirección registrada: EFG Asset Management (UK) Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom. Teléfono +44 (0)20 7491 9111.

Gestores de activos independientes: En caso de que este documento se proporcione a los gestores de activos independientes ("IAM", por sus siglas en inglés), está estrictamente prohibido que dichos gestores lo reproduzcan, divulguen o distribuyan (en su totalidad o en parte) y lo pongan a disposición de sus clientes o de terceros. Al recibir este documento, los IAM confirman que necesitarán tomar sus propias decisiones y usar su propio criterio sobre cómo proceder, y es responsabilidad de ellos asegurarse de que la información proporcionada esté alineada con las circunstancias de sus propios clientes respecto de cualquier consecuencia de inversión, legal, normativa, fiscal o de otro tipo. EFG no asume ninguna responsabilidad por daños, pérdidas o costos (ya sean directos, indirectos o consecuentes) que puedan derivarse del uso de este documento por parte de los IAM, sus clientes o terceros.

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:

**Australia:** EFG Asset Management (UK) Limited, una empresa privada limitada cuyo número de registro es 7389746 y cuyo domicilio social es 116 Park Street, London W1K 6AP (número de teléfono +44 (0)20 7491 9111), elaboró y emitió este documento. 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 del 2011 y las Regulaciones del Mercado de Valores del 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 la comercialización de valores, la gestión de valores y el asesoramiento sobre valores. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. también cuenta con la licencia del Banco Central de las Bahamas de conformidad con la Ley Reguladora de Bancos y Sociedades Fiduciarias del 2000, como empresa bancaria y fiduciaria. Dirección registrada: Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street y Sea View Drive, Nasáu, las Bahamas.

**Baréin:** EFG AG Bahrain es una sucursal de EFG Bank AG, con licencia del Central Bank of Bahrain (CBB, Banco Central de Baréin, por sus siglas en inglés) como empresa comercial de inversiones de categoría 2 y está autorizada a realizar las siguientes actividades: a) tratar con instrumentos financieros como agentes; b) organizar acuerdos en instrumentos financieros; c) gestionar instrumentos financieros; d) asesorar sobre instrumentos financieros; e) operar un organismo de inversión colectiva. Dirección registrada: EFG AG Bahrain Branch, Manama / Front Sea / Bloque 346 / Calle 4626 / Edificio 1459 / Oficina 1401 / P.O. Box 11321 Manama, Baréin.

**Islas Caimán:** EFG Wealth Management (Cayman) Ltd, cuenta con la licencia y la regulación de la Cayman Islands Monetary Authority ("CIMA", Autoridad Monetaria de las Islas Caimán, por sus siglas en inglés) para proporcionar negocios de inversión de valores dentro de las Islas Caimán o desde estas, de conformidad con la Ley Comercial de Inversiones en Valores (revisada) de las Islas Caimán. Dirección registrada: Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Islas Caimán. EFG Bank AG, Cayman Branch, cuenta con la licencia de banco de clase B y lo regula la CIMA. Dirección registrada: EFG Wealth Management (Cayman) Ltd., Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Islas Caimán.

**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, Chipre. EFG Cyprus Limited está autorizada y regulada por la Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC).

**Dubái:** EFG (Middle East) Limited está regulada por la DFSA. Este material está destinado "solo para clientes profesionales". Dirección registrada: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245; Dubái, Emiratos Árabes Unidos.

**Grecia:** EFG Bank (Luxembourg) S.A., Athens Branch es un establecimiento sin reserva de EFG Bank (Luxembourg) S.A. que está autorizado a promover los productos y servicios de EFG Bank (Luxembourg) S.A. según la libertad de establecimiento de la UE en virtud de una licencia otorgada por la autoridad de supervisión financiera de Luxemburgo "CSSF". Dirección registrada: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. - 154 51 N. Psychiko, Registro comercial general n.º 143057760001.

**Hong Kong:** La sucursal de Hong Kong de EFG Bank AG está autorizada 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. Dirección registrada: EFG Bank AG, sucursal de Hong Kong, 18th floor, International Commerce Center 1 Austin Road West, Kowloon, Hong Kong.

**Liechtenstein:** EFG Bank von Ernst AG está regulado por la Financial Market Authority Liechtenstein (Autoridad del Mercado Financiero de Liechtenstein). Dirección registrada: EFG Bank von Ernst AG Egertastrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**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.

**Luxemburgo:** A EFG Bank (Luxembourg) S.A. lo autoriza el Ministerio de Finanzas de Luxemburgo y lo supervisa la Comisión de Supervisión del Sector Financiero (CSSF). EFG Bank (Luxembourg) S.A. es miembro del fondo de garantía de depósitos Luxemburgo (F.G.D.L. - Fonds de Garantie des Dépôts Luxemburgo) y miembro del Esquema de compensación del inversionista de Luxemburgo (S.I.I.L. - Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxemburgo). R.C.S. Luxemburgo n.º B113375. Dirección registrada: EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56, Grand-Rue, L-1660 Luxemburgo.

**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 Mónaco (Principauté de Monaco). Teléfono: +379 13 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: Habitación 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, n.º 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. El alcance comercial de la Oficina de Representación de EFG Bank AG en Shanghai se limita a realizar actividades sin fines de lucro, limitadas a enlace, investigación de mercado y consultoría.

**Portugal:** EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal es una sucursal de EFG Bank (Luxembourg) S.A., autorizada y regulada por el Banco de Portugal para la prestación de servicios de inversiones (asesoría de inversiones, y recepción y transmisión de pedidos) a clientes reservados en Luxemburgo. La sucursal de Lisboa, que no es un centro de reservas, está actuando según un pasaporte de la Unión Europea entregado por la CSSF. Empresa registrada n.º 98649439. Dirección registrada: Avenida da Liberdade N.º 131 - 6.º Dto. - 1250 - 140, Lisboa.

**Singapur:** Singapur (UEN n.º T03FC6371) cuenta con la licencia de la Autoridad Monetaria de Singapur como banco mayorista para realizar negocios bancarios y, además, realiza las actividades reguladas de comercio en productos de mercados de capital (valores, esquemas de inversión colectiva, contratos de derivados negociables en la bolsa, contratos de divisas al contado para los fines del intercambio aprovechado de divisas y contratos de derivados de venta libre), gestión de fondos, financiamiento de productos y prestación de servicios de custodia como Entidad exenta de Servicios de Mercados de Capital en virtud de la Ley de Valores y Futuros del 2001, y de proporcionar servicios de asesoría financiera como asesor financiero exento en virtud de la Ley de Asesores Financieros del 2001 mediante la asesoría a otros, ya sea directamente o a través de publicaciones o escritos, y ya sea en formato electrónico, impreso u otro, y asesorar a otros mediante la emisión o la promulgación de análisis de investigación o informes de investigación, ya sea en formato electrónico, impreso u otro, en relación con los siguientes productos de inversión: valores, esquemas de inversión colectiva, contratos de derivados negociados en el comercio de divisas, contratos de derivados de venta libre, contratos de cambio de divisas al contado que no sean para fines del intercambio aprovechado de divisas, contratos de cambio de divisas al contado para fines de comercio de divisas aprovechadas y depósitos estructurados. Se debe solicitar asesoría a un asesor financiero sobre la idoneidad del producto de inversión teniendo en cuenta los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares del destinatario, antes de que el destinatario se comprometa a comprar el producto de inversión. Comuníquese con EFG Bank AG (sucursal de Singapur) con respecto a cualquier asunto o consulta que surja o que tenga relación con esta publicación. Tenga en cuenta que EFG Bank AG (sucursal de Singapur), sin embargo, no asume la responsabilidad legal por el contenido de esta publicación. EFG Bank AG (sucursal de Singapur) y EFG Asset Management (UK) Limited han implementado mecanismos adecuados y políticas de segregación con el fin de garantizar la independencia de las actividades de investigación de EFG Asset Management (UK) Limited y de los procedimientos para gestionar la influencia indebida de los emisores, inversionistas institucionales u otras partes externas en EFG Asset Management (UK) Limited. Pueden establecerse otros acuerdos cuando sea necesario para evitar que surjan conflictos de interés. Para Singapur, este documento y los productos mencionados en el presente documento solo están destinados a "inversionistas acreditados" e "inversionistas institucionales" dentro del significado de la Ley de Valores y Futuros del 2001 y cualquier norma que se realice posteriormente. Este anuncio no fue revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur. Dirección registrada: EFG Bank AG, Singapore Branch 79 Robinson Road #18-01 Singapur 068897.

**Suiza:** EFG Bank AG, Zurich, incluidas sus sucursales en Ginebra y Lugano, está autorizado y regulado por FINMA. Dirección registrada: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suiza. Sucursales suizas registradas: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 y EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Lugano.

**Reino Unido:** EFG Private Bank Limited. Si recibe este documento de parte de EFG Private Bank Limited, esto se debe a que tiene un contrato de asesoramiento con EFG Private Bank Limited; y ellos evaluaron que los productos a los que se hace referencia en este documento son adecuados para usted. Este documento fue aprobado por EFG Private Bank Limited y es emitido por EFG Private Bank Limited. EFG Private Bank Limited está autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y regulada por la y la autoridad financiera Financial Conduct Authority y la Autoridad de Regulación Prudencial EFG Private Bank Limited es miembro de la Bolsa de Londres. Empresa registrada n.º 2321802. Dirección registrada: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, Reino Unido. Teléfono +44 (0)20 7491 9111.

**EE. UU.:** EFG Capital International Corp ("EFG Capital") es una sociedad de valores registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos ("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 y su filial con sede en los EE. UU., EFG Asset Management (Americas) Corp. ("EFGAM Americas"), un asesor de inversión registrado en la SEC. 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 según EFG International AG y mantienen personal asociado mutuamente. Dirección registrada: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor - FL 33131 Miami.

© EFG. Todos los derechos reservados.