

INSIGHT

ANÁLISIS TRIMESTRAL DEL MERCADO

TERCER TRIMESTRE DE 2021

DESTACADOS EN ESTA PUBLICACIÓN



ASIGNACIÓN GLOBAL
ESTRATÉGICA DE
ACTIVOS



SELECCIÓN GLOBAL
DE VALORES



ASIGNACIÓN REGIONAL
ESTRATÉGICA DE
ACTIVOS



CONSTRUCCIÓN DE
CARTERAS REGIONALES

Una mayor
reactivación



PERSPECTIVA GENERAL

Los mejores tiempos,
los peores tiempos

SUIZA

La complicada tarea
de reformar el sistema
de pensiones

AMÉRICA LATINA

Aumento del riesgo

ENFOQUE ESPECIAL

Disrupción financiera

PERSPECTIVA GENERAL

Después de uno de los peores años para el crecimiento económico mundial, 2020, todo indica que este año será uno de los mejores. De hecho, la reactivación de la actividad es mayor de lo que muchos esperaban hace apenas unos meses.

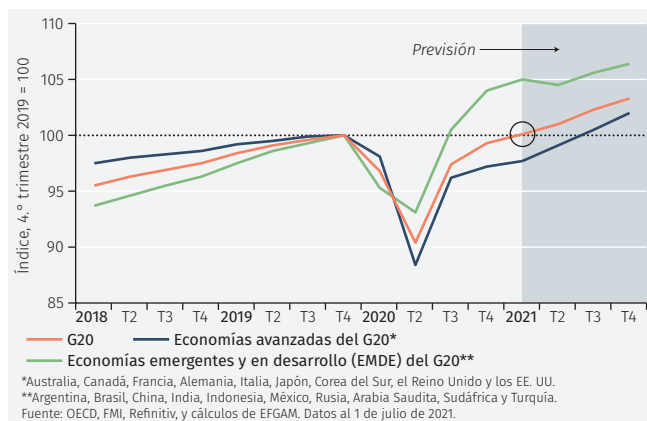
Recuperación global: una mayor reactivación

“Eran los mejores tiempos, eran los peores tiempos”¹ es un resumen apropiado de la evolución económica mundial de este año y del año pasado.

El Banco Mundial pronostica para este año la mayor recuperación posrecesión de la economía mundial en más de ochenta años.² La Reserva Federal ha revisado su pronóstico de crecimiento del PIB de los Estados Unidos hasta el 7 % (desde el 4,2% de hace solo siete meses).³

El año pasado, el PIB real estadounidense registró la mayor contracción del período de posguerra; para la eurozona, la caída fue la más marcada desde su nacimiento en 1999; y para el Reino Unido, el declive de 2020 fue el más pronunciado desde 1706, cuando el Reino Unido estaba en guerra con Francia.

1. PIB del G20: nuevamente por encima del nivel precrisis

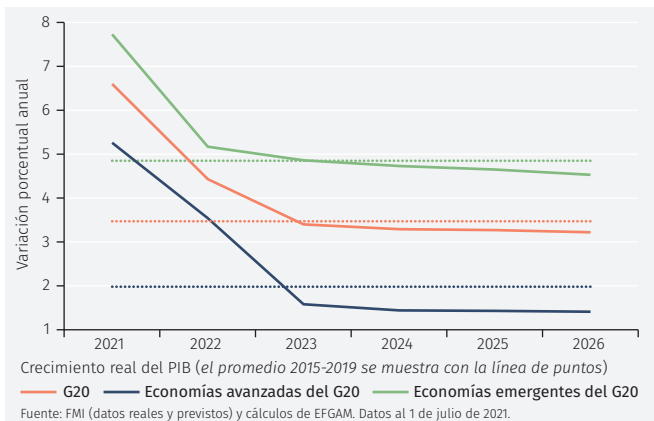


Para las economías del G20 en conjunto, el PIB real ya estaba por encima de su nivel anterior al COVID-19 en el primer trimestre de 2021 (véase la Figura 1). Esa recuperación fue encabezada por China; pero Corea del Sur y Australia también estaban por encima de sus niveles anteriores al COVID-19. Todo indica que Estados Unidos marcará un hito similar en el segundo trimestre; y la mayoría de las economías europeas se acercarán a sus niveles prepandémicos de PIB a finales de 2021 o principios de 2022. Mientras que la respuesta fiscal para apoyar la economía estadounidense fue rápida y considerable, la respuesta de la eurozona —aunque también importante— es más lenta: se centra en prioridades a más largo plazo, como la reducción de las emisiones de carbono y la adopción de tecnologías digitales.

No se mantendrá el ritmo acelerado de crecimiento

Una vez recuperados los niveles de actividad anteriores al COVID-19, ¿qué podemos esperar? Las tasas de crecimiento pueden permanecer elevadas durante un tiempo a medida que se recupere gradualmente la demanda acumulada, sobre todo de viajes, vacaciones y entretenimiento. Pero, de cara a 2023 y más allá, muchos temen (en particular el FMI, cuyas previsiones

2. Crecimiento del G20: ¿de vuelta a la “normalidad”?

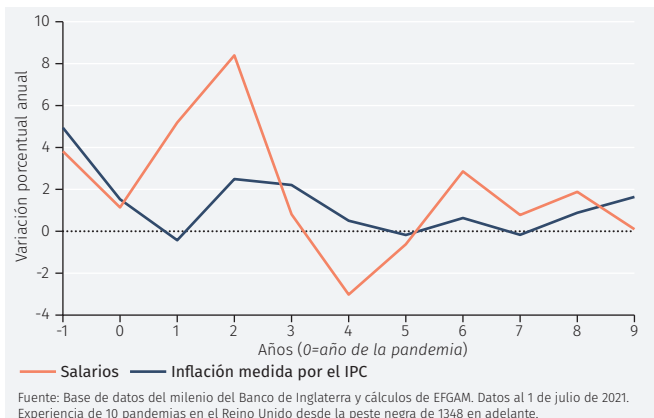


se muestran en la Figura 2) que haya una desaceleración a tasas inferiores a las del mundo pre-COVID-19. Las preocupaciones se manifiestan en varios frentes. La desaceleración del crecimiento de la población y la fuerza laboral es una característica de muchas economías avanzadas, y también de China. La tendencia a la baja productividad sigue siendo una preocupación, y, como bromeó Paul Krugman, “la productividad no lo es todo, pero, a la larga, lo es casi todo”. Es decir, la capacidad de un país para mejorar su nivel de vida a lo largo del tiempo depende casi por completo de su capacidad para aumentar su producción por trabajador. La calidad de la infraestructura necesaria para facilitar ese aumento, tanto la de la “vieja escuela” (transporte, energía, agua y saneamiento) como la del mundo digital, varía enormemente. Mejorarla es una prioridad en todas partes.

Disminución de las presiones inflacionistas

La otra gran incertidumbre económica para los próximos meses se relaciona con la inflación. Se ha observado un repunte de la inflación en muchas economías, sobre todo en los Estados Unidos. Se teme que eso pueda marcar el comienzo de un

3. Pandemia, inflación y salarios



¹ Frase inicial de *Historia de dos ciudades*, de Charles Dickens.

² *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, junio de 2021. <https://tinyurl.com/yz35efjr>

³ *Resumen de proyecciones económicas* de la Reserva Federal de los EE. UU. Medido como crecimiento entre el cuarto trimestre del año en curso y el cuarto trimestre del año anterior.

PERSPECTIVA GENERAL

nuevo período más inflacionario para la economía mundial; pero la mayoría de los bancos centrales, al igual que muchos analistas del sector privado, lo consideran una situación temporal. Por ahora, probablemente estemos en un momento de "algarabía máxima de la inflación"; discernir la tendencia subyacente es mucho más difícil de lo habitual.

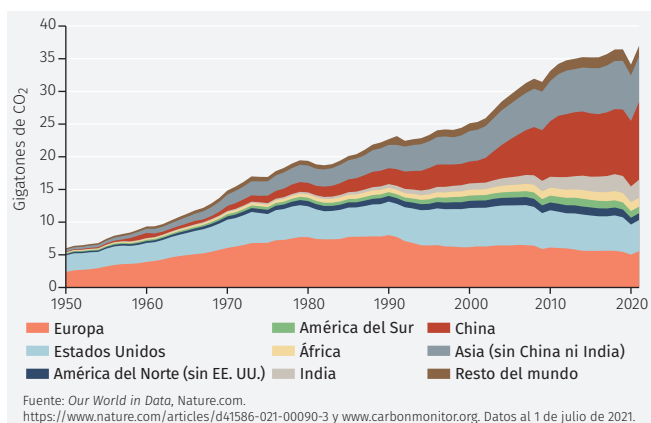
Hay dos inquietudes principales relacionadas con la tendencia de inflación de precios de bienes de consumo. La primera es que puede aumentar debido a la suba de los salarios. Desde trabajadores de bares en Gran Bretaña hasta estibadores en San Francisco, la escasez de mano de obra se observa en todo el mundo. Un barrido de la historia económica del Reino Unido muestra que los salarios, impulsados por la escasez de mano de obra, por lo general han aumentado drásticamente en los períodos posteriores a pandemias (véase la Figura 3). Sin embargo, el aumento de los salarios suele ser temporal; y la tendencia general durante varios años después de las pandemias es una inflación de los precios de bienes de consumo más baja, no más alta. El motivo, en términos generales, es que la contención de la demanda tiende a ser un factor más importante que la escasez de la oferta.

Esa situación sugiere que la segunda fuerza inflacionaria (la escasez de oferta de semiconductores, automóviles nuevos y materiales de construcción, etc.) también podría durar poco. De hecho, ya se perciben indicios de que esa escasez se está revirtiendo en los Estados Unidos, economía avanzada que se ha abierto con mayor rapidez. Por lo tanto, en suma, tendemos a ser optimistas respecto de las perspectivas de inflación, mensaje que también parece haber aceptado el mercado de bonos de EE. UU.

Las "tres C": cambio climático, coches y cobre

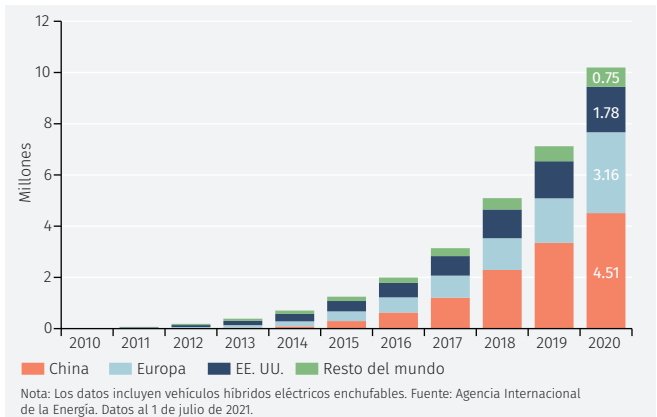
Una consecuencia positiva del descenso de la actividad en 2020 fue la reducción de las emisiones de dióxido de carbono. Pero eso duró poco. Los datos de los primeros cuatro meses de 2021 muestran un marcado repunte (véase la Figura 4). Se observó un patrón similar después de la crisis financiera mundial: la reducción de las emisiones de carbono en ese momento se ve hoy como un incidente temporal.

4. Emisiones mundiales de CO₂



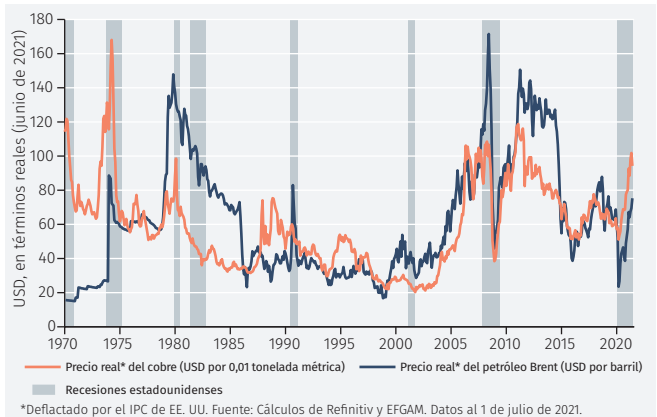
Lo que sí está claro, sin embargo, es que hay un enfoque más firme en las cuestiones ambientales y un mayor compromiso internacional coordinado para actuar. Ha habido un rápido crecimiento de las energías solar y eólica instaladas, y se planifican muchos más avances. Los coches eléctricos, que hace unos años eran una rareza, hoy son más comunes. Pero

5. Reserva global de coches eléctricos



es necesario hacer más en todos esos frentes. De los 1400 millones de coches en circulación en todo el mundo, por ejemplo, solo 10 millones son vehículos eléctricos (véase la Figura 5). La electrificación de la economía se extiende a muchas otras áreas. Pero esa tendencia, en sí misma, provocará un aumento considerable de la demanda de algunos productos básicos (en particular, cobre, aluminio, níquel y zinc). Si bien el precio del cobre ha aumentado de manera pronunciada en los últimos meses, en términos reales se encuentra aún por debajo de los picos anteriores (véase la Figura 6). En ese mercado, en contra de la tendencia general, una fuerte demanda puede dominar una mala respuesta de la oferta.

6. Precios del cobre y del petróleo en términos reales



Algunos temen que los mercados de capital puedan tener dificultades para financiar el cambio a una infraestructura nueva y más ecológica. Para detener el calentamiento global a 2 °C por encima de los niveles preindustriales, una estimación sugiere que se necesitarán USD 50 billones durante los próximos 30 años.⁴ Pero dado que muchos inversores pasaron a priorizar la inversión centrada en el clima, creemos que no será un problema atraer la financiación necesaria. Y la respuesta fiscal global a la pandemia de COVID-19 proporciona algo de contexto: USD 16 billones hasta la fecha.⁵ Una vez saldada esa cuenta, el costo de mitigar el cambio climático tal vez parezca mucho más aceptable.

⁴ Estimaciones de Morgan Stanley. Véase <https://tinyurl.com/4yr48et5>

⁵ Monitor Fiscal del FMI, abril de 2021.

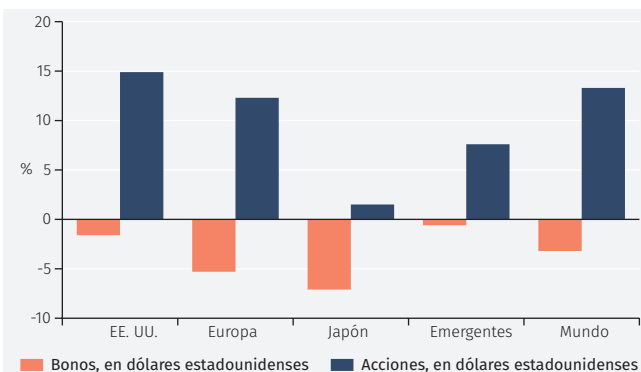
DESEMPEÑO DEL MERCADO FINANCIERO

En la primera mitad de 2021 se registró un amplio aumento de los mercados de renta variable mundiales, con Estados Unidos a la cabeza. Los mercados de bonos se vieron presionados por un aumento de los rendimientos, lo que refleja inquietudes respecto de la inflación, pero estas inquietudes disminuyeron hacia el final del período.

Desempeño del mercado financiero

Los mercados mundiales de renta variable registraron ganancias del 13,3 % en el primer semestre de 2021 (véase la Figura 7) 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, del -3,2 %, según el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.⁶ En muchos de los mercados más grandes (en particular, Japón, Suiza y la eurozona), los retornos en moneda local se vieron neutralizados en términos de dólares estadounidenses debido a la depreciación de la moneda.

7. Retornos del mercado de activos

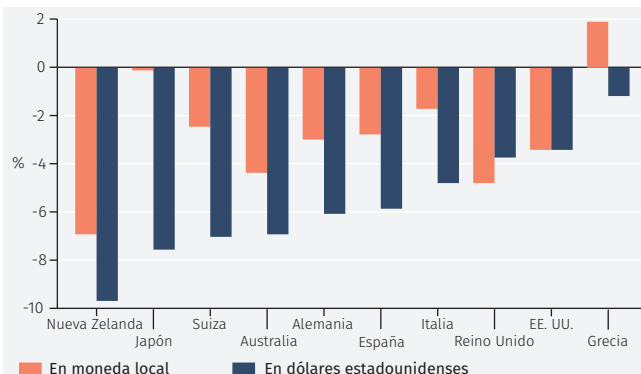


Fuente: Barclays Bloomberg (bonos), MSCI (acciones). Datos de seis meses hasta el 30 de junio de 2021. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

Mercados de bonos

En los mercados de bonos, hubo un aumento general de los rendimientos a más largo plazo (y una consiguiente disminución de los precios) en el primer trimestre del año, pero una gran parte de ese aumento se revirtió en el segundo trimestre, a medida que comenzaron a disminuir las inquietudes respecto de la inflación. En el mercado

8. Retornos del mercado de bonos



Fuente: Refinitiv. Retornos totales de bonos de referencia a 10 años. Datos de seis meses hasta el 30 de junio de 2021. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

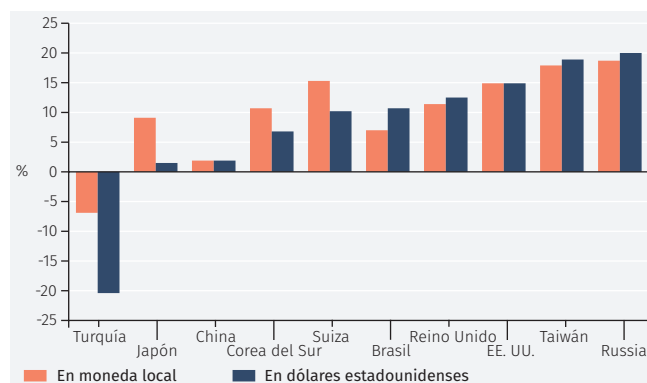
estadounidense, el retorno total de los bonos gubernamentales a 10 años en los primeros seis meses del año (véase la Figura 8) fue del -3,2 %. En Australia y Nueva Zelanda, los retornos en moneda local fueron aún más negativos que en los Estados Unidos. En ambas economías, el aumento de los rendimientos de los bonos reflejó una creciente confianza en la recuperación económica, pero a pesar de eso, ambas monedas se debilitaron frente al dólar estadounidense. Las inquietudes respecto de la economía y los Juegos Olímpicos debilitaron el yen japonés, lo que provocó retornos de bonos muy negativos en términos de dólares estadounidenses.

En la eurozona, los bonos griegos a 10 años produjeron los retornos más sólidos. Los rendimientos se mantuvieron estables en torno al 1 %, y la elevada tasa de cupón de los bonos griegos contribuyó a la rentabilidad. Sin embargo, en todos los mercados de bonos de la eurozona, y aún en mayor medida en Suiza, la rentabilidad en términos de dólares estadounidenses se vio neutralizada debido al debilitamiento de la moneda local. En el Reino Unido, los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años aumentaron moderadamente, lo que provocó pérdidas de capital y retornos negativos en moneda local, pero la libra esterlina fue una de las pocas monedas en apreciarse frente al dólar estadounidense durante el primer semestre del año.

Mercados de renta variable

El mercado de renta variable de los Estados Unidos produjo retornos de casi el 15 % en el primer semestre del año (véase la Figura 9). Se produjeron retornos más altos en dos mercados más reducidos: Taiwán, que se benefició del sólido desempeño continuo de las empresas de tecnología; y Rusia, que se benefició del aumento de los precios del petróleo. Las preocupaciones sobre la gestión de la economía afectaron la renta variable turca y la lira turca. Aunque los retornos de las acciones japonesas superaron el 9 % en términos de yenes, la debilidad del yen implicó que estos se redujeran a apenas un 1,5 % en términos de dólares estadounidenses.

9. Retornos del mercado de renta variable



Fuente: MSCI. Datos de seis meses hasta el 30 de junio de 2021. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

⁶ 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.

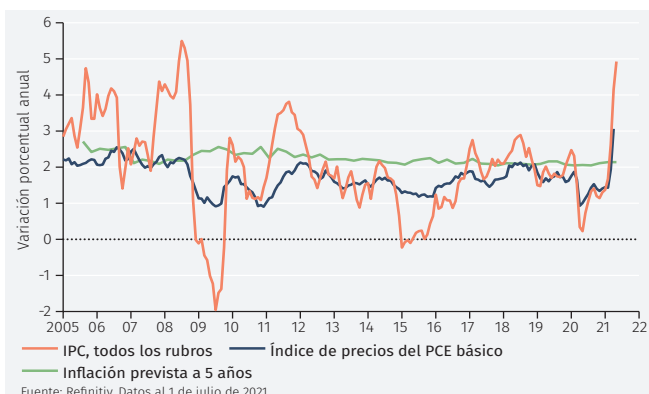
ESTADOS UNIDOS

La Reserva Federal enfrenta un dilema: el crecimiento es fuerte, lo que sugiere que la política monetaria debería endurecerse cuanto antes, pero la inflación se considera elevada sólo temporalmente, lo que sugiere que debe procederse con cautela. Las señales del mercado de bonos son, tal vez, tranquilizadoras.

El dilema de la Reserva Federal

La Reserva Federal, y muchos participantes del mercado financiero, están claramente complacidos de que la economía estadounidense esté creciendo con tanta fuerza este año. La Reserva Federal aumentó sus proyecciones de crecimiento del PIB real este año al 7 %, pero las previsiones para 2022 y 2023 se mantuvieron iguales. En vista de eso, el impulso a la economía se considera temporal y más efímero que lo previsto por muchos analistas externos.

10. Inflación de los Estados Unidos: IPC, PCE básico y previsiones a largo plazo



Asimismo, la Reserva Federal también considera que el aumento de la inflación es temporal. Parece probable que la tasa de inflación general medida por el IPC, que se elevó al 4,9 % en mayo (véase la Figura 10), baje más adelante en el año. La medida de inflación preferida por la Reserva Federal —el índice de precios del gasto en consumo personal (PCE) básico— ya es inferior a esa cifra (3,4 %), y las expectativas de inflación a 5 años apenas han cambiado, lo que sugiere que los

11. Bonos del Tesoro estadounidense a 30 años

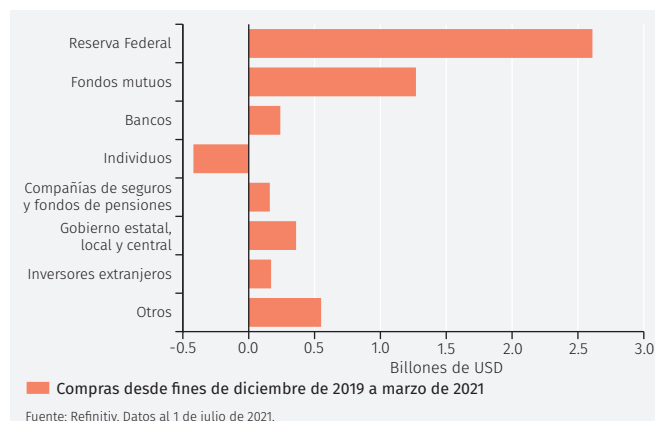


mercados no están demasiado preocupados por las perspectivas a más largo plazo. No obstante, hubo grandes oscilaciones en los precios de los bonos en lo que va de año, lo cual refleja en parte la dificultad que han tenido los mercados financieros para determinar las perspectivas de inflación.

Mensaje de los mercados de bonos

El precio del bono del Tesoro estadounidense de referencia a 30 años cayó un 17 % entre principios de año y mediados de marzo, y luego volvió a subir (véase la Figura 11). Así, el 1º de julio de 2021, los rendimientos a 30 años se situaban en el 2,1 %. Ese es quizás el aval más firme que los mercados financieros podrían dar a la credibilidad del objetivo de inflación del 2 % de la Reserva Federal a largo plazo.⁷

12. ¿Quién compra bonos del Tesoro estadounidense?



Claro está que muchos no confiarán en la llegada de una señal de este tipo, ya que proviene del mercado de bonos, claramente voluble e inconstante. Además, se puede argumentar que el mercado de bonos del Tesoro está distorsionado por las grandes compras de la Reserva Federal: el organismo ha sido el mayor comprador desde el inicio de la pandemia, ya que los inversionistas individuales han sido vendedores y los inversionistas extranjeros aparentemente han perdido interés (véase la Figura 12).

En la segunda mitad de 2021 se verá cómo se desarrollan estos grandes temas. A finales de año, debería surgir un panorama mucho más claro de la evolución económica posterior a la pandemia. Creemos que la visión de la Reserva Federal será, en general, correcta: luego de una explosión inflacionaria temporal y un crecimiento temporalmente más alto, se observará una situación cercana al crecimiento y la inflación bajos y estables que caracterizaron al mundo prepandémico.

⁷ Considerando tasas reales con un promedio cercano a cero durante ese período.

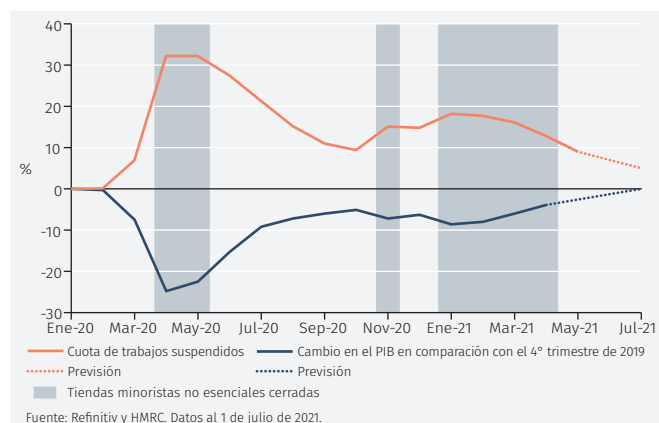
REINO UNIDO

El Reino Unido está en camino de recuperar los niveles de actividad anteriores al COVID-19, pero las expectativas de una rápida recuperación en el gasto de consumo parecen infundadas. Sigue preocupando la inflación y los rendimientos de los bonos gubernamentales.

El camino de regreso

La economía del Reino Unido está en camino a recuperar los niveles de PIB anteriores al COVID-19, tal vez en el tercer trimestre del año (véase la Figura 13). El principal factor que impulsa el crecimiento a corto plazo es una recuperación del gasto de consumo. Pero parece poco probable que vaya a producirse el repunte considerable y repentino que algunos prevén, basado en un rápido agotamiento del exceso de ahorro. De hecho, tras el aumento inicial de las ventas minoristas después de que se flexibilizaron las restricciones del aislamiento en abril, las tendencias han sido en cierto modo decepcionantes. Aunque los hogares ahorraron una quinta parte de sus ingresos disponibles en el primer trimestre de 2021, y los ahorros acumulados superan en más de 200 000 millones de libras esterlinas la cifra esperable en circunstancias normales, en nuestra opinión no debe considerarse probable que ese ahorro se agote rápidamente por dos motivos principales.⁸

13. RU: salarios parcialmente pagados por el Gobierno y PIB

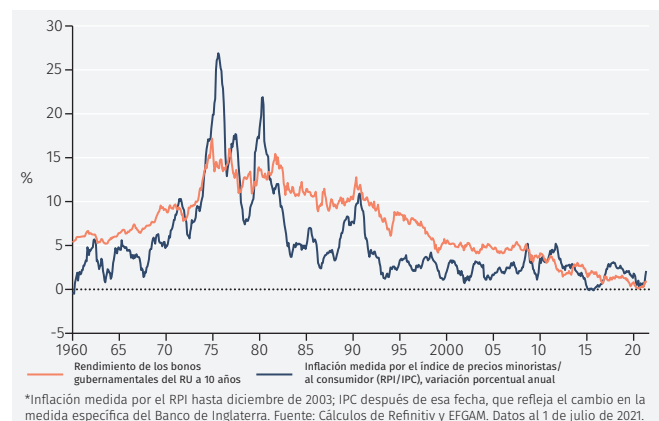


En primer lugar, el mercado laboral quedó rezagado respecto de la recuperación de la producción. Aunque la cantidad de puestos de trabajo suspendidos ha caído desde un pico de más del 30 % en abril/mayo de 2020, sigue siendo del 9 %. Para muchos trabajadores, la inseguridad laboral ha aumentado; otros han reconsiderado sus patrones de trabajo; algunos se han ido del país. En segundo lugar, hay cierta renuencia a gastar en algunas actividades, sobre todo en vista de la rápida propagación de la variante delta del virus causante del COVID-19. Aunque al 1º de julio, el 85 % de la población mayor de 18 años había recibido la primera dosis de una vacuna y el 62 % había recibido la segunda, aún se percibe cierta renuencia a participar en muchas actividades prepandémicas. Además, la capacidad de algunos sectores para responder al aumento del gasto de consumo sigue estando limitada por las restricciones de capacidad y la escasez de personal. Además, los precios de muchos servicios (hotelería y gastronomía, por ejemplo) han aumentado, a veces de forma considerable. Los consumidores tendrán más dinero para gastar, pero siguen dándoles importancia a los precios.

Aumento de la inflación y mercados financieros del Reino Unido

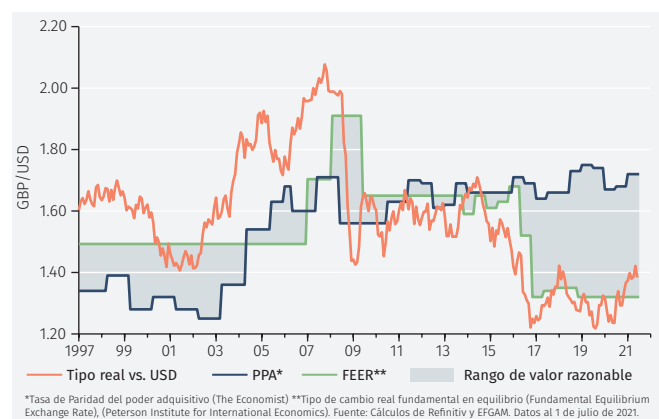
De hecho, el aumento de la inflación se está convirtiendo en una preocupación más generalizada. El Banco de Inglaterra prevé que la tasa de inflación general de los precios de bienes de consumo aumentará al 3 % más adelante en 2021. Aun así, parece poco probable que se produzca pronto un aumento en la principal tasa de interés oficial, y el Banco tiene la intención de continuar con su esquema de compra de activos. Eso ayudó a mantener los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años en apenas el 0,7 %, menos de la mitad de la tasa de los Estados Unidos. El Reino Unido ha experimentado una tendencia a la baja en la inflación y los rendimientos de los bonos gubernamentales durante muchos años (véase la Figura 14), pero es probable que los mercados muestren demasiado optimismo respecto de las perspectivas de que ambos se mantengan bajos.

14. RU: rendimientos de bonos gubernamentales e inflación



La libra esterlina se ha recuperado frente al dólar estadounidense hasta llegar a cotizar a USD 1,38/GBP el 1º de julio. Eso aún se encuentra más cerca del límite inferior del rango que consideraríamos "valor razonable" (véase la Figura 15). Sigue habiendo incertidumbre respecto del crecimiento, las políticas y los nuevos acuerdos comerciales del Reino Unido, lo que limita la tendencia al alza.

15. Libra esterlina: devaluada



⁸ Véase nuestra publicación de *Infocus* "Excess savings and the outlook for consumption" ("Exceso de ahorro y perspectivas en materia de consumo"), junio de 2021.

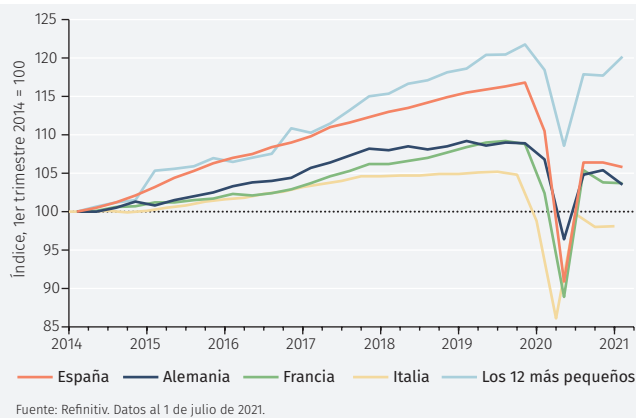
EUROZONA

La recuperación de la eurozona, que ha sido más lenta que en muchas otras economías, está empezando a aumentar el ritmo. Debería ampliarse a medida que transcurre el 2021. El apoyo de las políticas continuará, pero aún persisten algunos desafíos de crecimiento a más largo plazo.

Economías más grandes, recuperación más lenta

La recuperación económica en la eurozona ha sido más lenta que en los Estados Unidos y China, aunque la actividad de servicios, que había quedado rezagada con respecto del sector manufacturero, ahora presenta signos de recuperación más alentadores. Sin embargo, los niveles del PIB real en algunas de las economías más grandes (véase la Figura 16) todavía están muy por debajo de los niveles prepandémicos. En Italia, en particular, la recuperación es lenta. Alemania y las economías más pequeñas y más flexibles de la eurozona están experimentando una reactivación mayor.

16. Recuperación del PIB real en la eurozona: los países más pequeños llevan la delantera



En la segunda mitad de 2021 y en 2022, la economía de la eurozona se beneficiará indirectamente del estímulo fiscal de la administración Biden en los Estados Unidos y del crecimiento en China, que favorece la demanda de exportaciones de la eurozona. Los fondos del Plan de Recuperación y Resiliencia también comenzarán a liberarse en la segunda mitad del año.

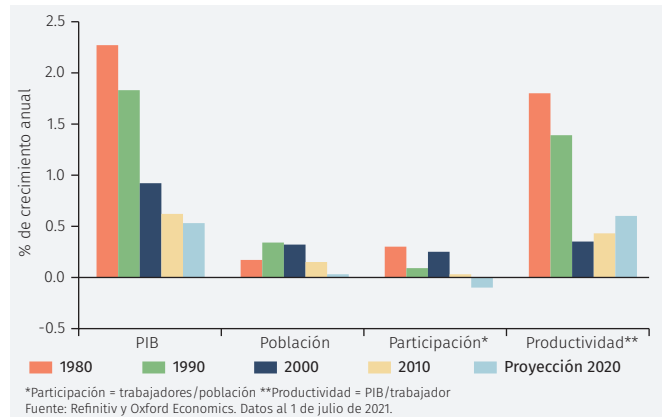
Aunque la tasa de inflación de la eurozona ha aumentado, el alcance ha sido mucho menos notable que en los Estados Unidos. Todo indicaría que cualquier movimiento por encima del objetivo de "inflación inferior, aunque próxima, al 2%" no será significativo ni sostenido. De hecho, la tasa cayó del 2% en mayo al 1,9% en junio.

En ese contexto, parece que el apoyo a las políticas continuará. En particular, las compras de activos del BCE se mantendrán durante el verano.⁹ Y las restricciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento al estímulo fiscal seguirán suspendidas un año más.

Restricciones futuras al crecimiento

De cara al futuro, las tendencias demográficas obstaculizarán el crecimiento. Se prevé que el crecimiento poblacional en las tres economías más grandes será cercano a cero en la década de 2020 y que las tasas de participación disminuirán (véase la Figura 17). Eso pone el énfasis en la productividad para sostener el crecimiento. Una señal alentadora es que la

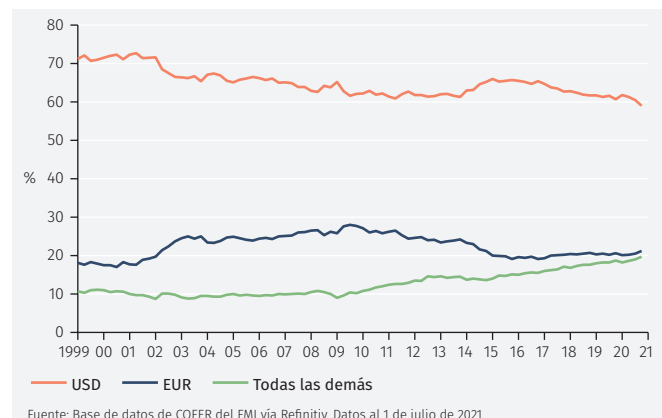
17. Francia, Alemania e Italia: tendencias de crecimiento



La eurozona está por delante de muchas economías en cuanto a la transición hacia tecnologías ecológicas y la reducción de emisiones de carbono. En vista del riesgo para el crecimiento que supone el cambio climático, eso podría colocar el crecimiento futuro de la eurozona en una base más firme, aunque el cambio climático no respeta fronteras geográficas.

En los mercados financieros, la eurozona también ha tomado la delantera en la emisión de bonos verdes. Eso podría aumentar la demanda internacional del euro. Sin embargo, la ambición del Consejo Europeo de aumentar el uso del euro como moneda de reserva todavía se ve dificultada por tasas de interés cero o negativas. La participación de la eurozona en las reservas mundiales de divisas es estable, pero a un nivel relativamente bajo (véase la Figura 18).

18. Participación en las reservas mundiales de divisas



La eurozona enfrenta muchos desafíos, pero también algunas grandes oportunidades.

⁹ El PEPP (programa de compras de emergencia frente a la pandemia) es el régimen de adquisición de activos lanzado por el BCE en marzo de 2020. Al importe inicial de EUR 750 000 millones se le agregaron EUR 600 000 millones el 4 de junio de 2020 y EUR 500 000 millones el 10 de diciembre, lo que da un total de EUR 1,85 billones.

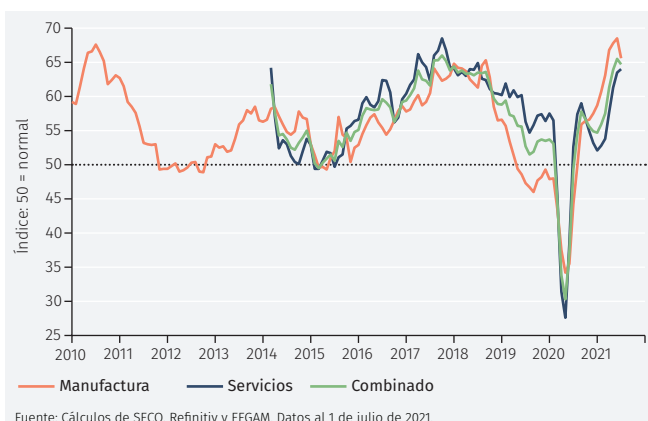
SUIZA

Ahora que la economía suiza está nuevamente en marcha y la política monetaria, en piloto automático, la atención se ha centrado en la política fiscal, en particular el generoso sistema público de pensiones. La reforma beneficiaría a la economía, pero será difícil de lograr.

Suiza: de nuevo en marcha

A medida que se flexibilizan las medidas adoptadas contra la pandemia, la economía suiza se recupera con fuerza después de la contracción del primer trimestre, según indican datos de encuestas (véase la Figura 19). El crecimiento de la demanda interna, impulsado por el sector de servicios, está alcanzando al del sector manufacturero, que se ve beneficiado de la normalización del comercio internacional. La inflación ha aumentado hasta situarse dentro del rango objetivo del 0-2 % del SNB (aunque eso se debió en gran medida a efectos de base y a la fortaleza del franco suizo, que sigue siendo una fuerza deflacionaria). El SNB ha confirmado que no tiene prisa por endurecer la política: cabe esperar que continúen las tasas de interés negativas y la intervención en los mercados de divisas para debilitar el franco.

19. Encuestas de PMI suizo

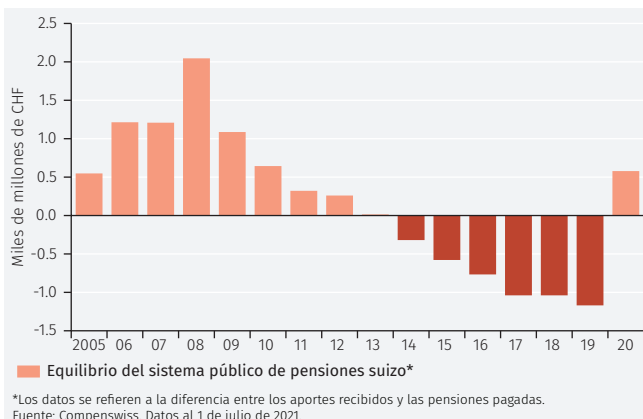


Reforma del sistema público de pensiones

Con la política monetaria en piloto automático, el debate público se ha centrado en la política fiscal y, en particular, al sistema público de pensiones. El Consejo Federal propuso la reforma del programa público de seguro de vejez y supervivientes (OASI), cuyas medidas principales son aumentar la edad de jubilación de las mujeres a 65 años (la misma que para los hombres) y aumentar la tasa del IVA suizo a fin de recaudar ingresos para el programa. La reforma recibió votos a favor de ambas cámaras parlamentarias. Pero es poco probable que entre en vigor: las encuestas de opinión pública sugieren que sería rechazada si se sometiera a referéndum. Tal vez no sea una mala noticia.

La reforma propuesta solo incluye los costos financieros durante algunos años; las tendencias demográficas adversas que afectan al OASI se pondrán de manifiesto a medida que transcurran las décadas. Según las proyecciones de la Cámara Alta de Suiza, en 2031 el déficit del OASI aumentará a CHF 4400 millones, es decir, se cuadruplicará respecto de su nivel reciente (véase la Figura 20). Posteriormente, el envejecimiento de la población aumentaría aún más el déficit;

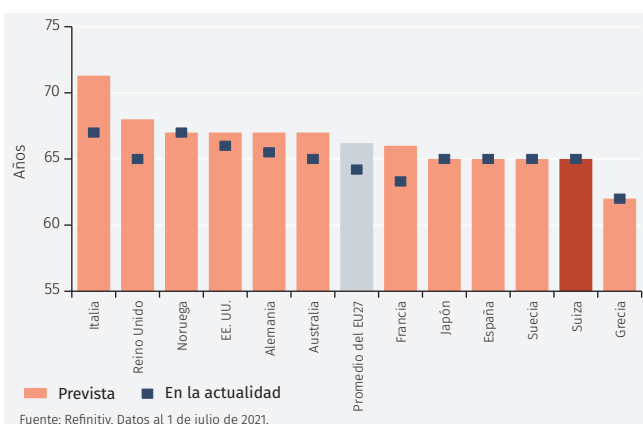
20. Equilibrio del sistema público de pensiones suizo



así, sería inevitable implementar nuevas medidas, como recortes de las prestaciones de pensiones o aumentos de impuestos. Una solución más justa sería un aumento universal de la edad de jubilación. Desde que se fundó el OASI en 1948, la edad de jubilación masculina en Suiza se mantuvo en los 65 años, aunque la esperanza de vida al nacer aumentó en más de 15 años.

A lo largo de los años, la edad de jubilación se elevó en la mayoría de los países de la OCDE, incluidos Alemania e Italia, donde ya es más alta que en Suiza (y se prevé que suba aún más, véase la Figura 21). El aumento de la edad de jubilación en Suiza mejoraría las prestaciones de pensiones proporcionadas, reduciría la necesidad de aumentar los impuestos y favorecería la competitividad de las empresas suizas. Queda por verse si se tomarán medidas tan intrínsecamente espinosas.

21. Edades jubilatorias normales: vigentes y previstas



ASIA

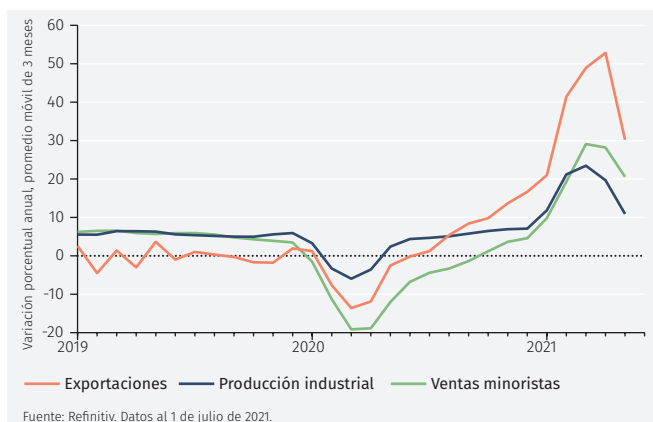
Los planes de China para liberalizar el mercado de capitales se basan en el progreso ya logrado con el desarrollo económico. Aún queda mucho por hacer, sin duda, y sería sorprendente que no se presentaran obstáculos en el camino hacia el progreso.

China: desaceleración tras una rápida recuperación

La ventaja de una economía de planificación centralizada es que un plan creíble y bien ejecutado puede producir grandes resultados. En la práctica, han sido pocas las economías así planificadas que lograron el éxito. Pero la gestión económica de China en los últimos años sin duda debe considerarse exitosa.

Más recientemente, China se recuperó con rapidez de la pandemia de COVID-19. La recuperación fue impulsada por las exportaciones y la producción industrial (véase la Figura 22), y en tercer lugar por el gasto de consumo. Esa recuperación se logró sin un gran estímulo fiscal ni una flexibilización del crédito, medidas que caracterizaron su respuesta después de la crisis financiera mundial. Esa respuesta política fue juiciosa en ese momento. Ahora que hay preocupación por el alto nivel de crédito y las autoridades parecen estar satisfechas con una tasa de crecimiento más lenta y sostenible, el enfoque ha sido diferente. Se han adoptado medidas para restringir el crédito. Las tasas de interés, en claro contraste con las economías avanzadas, no se redujeron. No ha habido un estímulo fiscal masivo.

22. China: exportaciones, producción y ventas minoristas

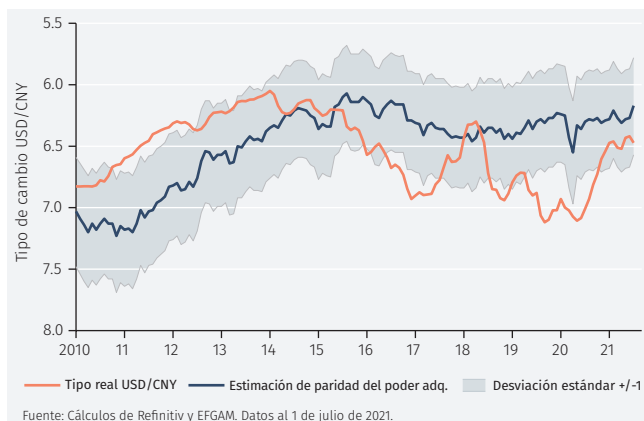


El hecho de que las tasas de interés sean más elevadas que en occidente explica en parte la apreciación del renminbi (véase la Figura 23). Eso contribuirá a contener los precios de importación, servirá de elemento amortiguador de depreciaciones futuras si las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China aumentaran y podría ayudar a reequilibrar la economía de modo que esté más impulsada por el consumo.¹⁰

Wealth Connect

Los próximos pasos en el desarrollo de China serán una flexibilización de los controles de capital y una mayor internacionalización del renminbi. China planea el programa Wealth Connect, que permitirá invertir hasta RMB 150 000 millones (USD 23 000 millones) en ambas

23. Tipo de cambio del renminbi chino y PPA

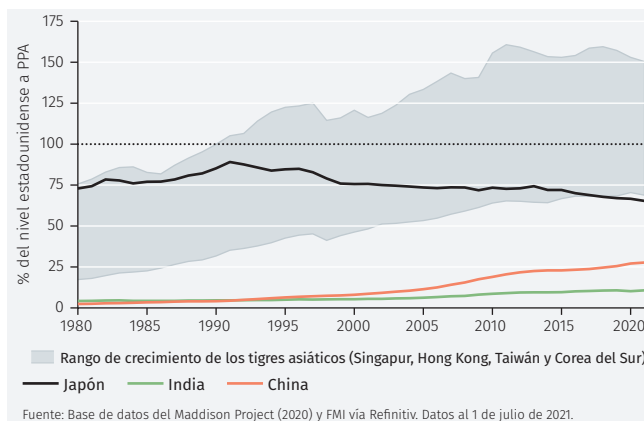


direcciones entre Hong Kong y China continental. El programa se sumará a los otros existentes que conectan mercados de acciones y bonos. Mientras tanto, continúa la internacionalización del renminbi. Su participación en las reservas mundiales de divisas, aunque aún pequeña (2,3 %), se duplicó en los últimos tres años.

Todavía se necesita recuperar mucho terreno

Construida sobre la base de una reforma económica exitosa, la reforma del mercado financiero debería contribuir a impulsar a China hacia niveles más altos de prosperidad. Incluso después del gran progreso de China, los ingresos per cápita siguen siendo de apenas una cuarta parte de los de Estados Unidos (véase la Figura 24). India está mucho más rezagada. Pero ambos países aún tienen mucho más por hacer si desean emular el éxito de los tigres asiáticos; y la experiencia de Japón demuestra que incluso las economías muy exitosas pueden tener dificultades para lograr un crecimiento continuo. Las pruebas más difíciles de la eficacia del enfoque de China para el desarrollo del mercado económico y financiero están por venir.

24. Prosperidad asiática: PIB per cápita como % del nivel estadounidense



¹⁰ Véase "The economic and social effects of real exchange rate – Evidence from the Chinese provinces" ("Efectos económicos y sociales del tipo de cambio real: evidencia de las provincias chinas"), Ping Hua, OECD 2011. <https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

AMÉRICA LATINA

La política latinoamericana ha experimentado cambios importantes en varias direcciones. En general, han aumentado los riesgos en la región. En algunos países, es discutible que se pueda mantener el progreso mediante la reforma económica y el desarrollo.

Panorama político cambiante

Sin duda ha habido un giro en la política de América Latina. Aunque las causas comunes del cambio han sido la pandemia de COVID-19 y los efectos perjudiciales sobre el crecimiento, las finanzas públicas y (en algunos casos) la inflación, la política ha tomado distintos rumbos en diferentes países.

En Ecuador, el nuevo presidente es más conservador que su predecesor.

En Perú, Pedro Castillo, el nuevo presidente que hizo campaña sobre una plataforma de nacionalización, aumentó la intervención gubernamental y aumentó los impuestos para los ricos. Aunque esa postura pareciera haberse moderado, la postura política anteriormente favorable al mercado está siendo objeto de claros cuestionamientos.

En México, el presidente López Obrador ha perdido su mayoría de dos tercios en el Congreso, lo que obstaculiza las reformas (en particular la reforma fiscal), que, según la opinión general, han sido demasiado lentas.

Podría suceder que, en algunos casos, lo peor haya quedado atrás. El aumento de los precios de los metales industriales (sobre todo el cobre) favorecerá a Perú y a Chile (principales productores del mundo); Colombia se beneficiará del aumento de los precios del petróleo. A la larga, se logrará controlar la pandemia de COVID-19. Y el estímulo estadounidense proporcionará un impulso general (aunque modesto) para toda la región.

Los riesgos aumentan

No obstante, en general, nuestras evaluaciones del riesgo país en los países de América Latina (véase la Figura 25) se han agravado y ahora son altas en todos los países excepto en Chile. Los principales motivos del aumento del riesgo son el empeoramiento de las situaciones fiscales y la ralentización del

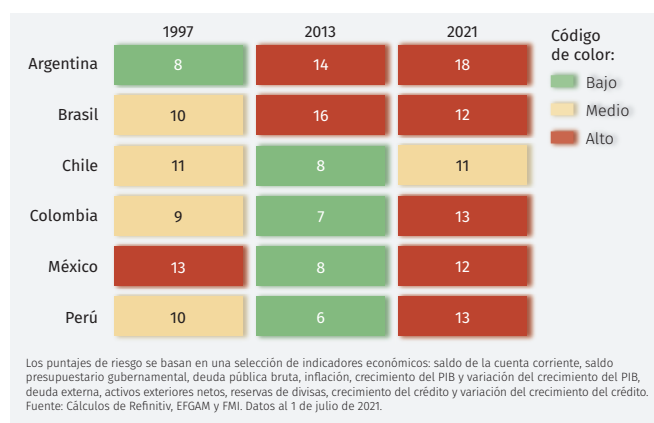
crecimiento real. Los mercados de bonos, naturalmente, son previsores, y cabe esperarse que contemplen dichos riesgos. Sin embargo, nos preocupa que no haya sido así y desconfiamos de la exposición a la renta fija en la región. Brasil, cuyo banco central ha adoptado medidas firmes para contener la inflación, es una excepción. Los rendimientos de los bonos en moneda local a 10 años son del 9,5 %, sin duda muy por encima de la tasa probable de inflación a largo plazo; y los rendimientos de bonos denominados en dólares estadounidenses con vencimiento similar son del 3,1 %, diferencial de rendimiento razonable respecto de los Estados Unidos.

Aunque el riesgo en Chile sea el menor de la región, incluso en ese país la incertidumbre acerca de la reforma constitucional continuará durante algún tiempo, y han aparecido fisuras en lo que se consideraba un sistema de pensiones bien formulado. Bajo presión política, se han permitido retiros de fondos de pensiones acumulados, lo que podría menoscabar la viabilidad futura del sistema.

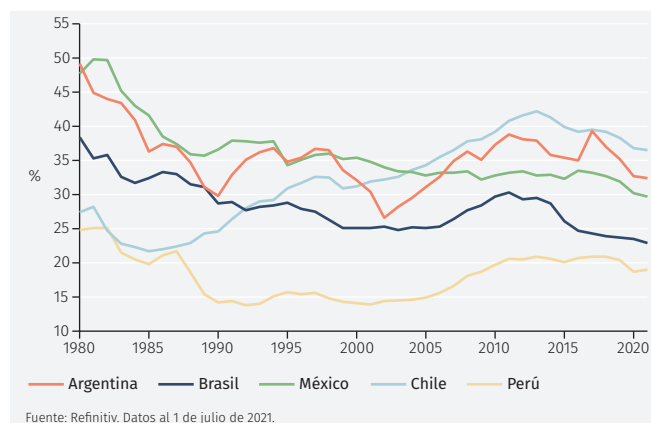
En camino descendente

Chile encabezó las reformas que se efectuaron en América Latina en la década de 1980. En ese momento, las reformas de los “Chicago Boys” reflejaron las del presidente Reagan en los Estados Unidos y las de Margaret Thatcher en el Reino Unido: desregulación y privatización, control monetario para bajar la inflación, recortes fiscales y promoción de la empresa privada. Esas medidas le permitieron a Chile crecer con fuerza desde mediados de la década de 1980 en adelante, pero en la actualidad el progreso se ha revertido. Otras economías latinoamericanas solo han avanzado de manera vacilante hacia los niveles de vida estadounidenses (véase la Figura 26). En algunas economías, es poco probable que la actual incertidumbre en materia normativa y de política impulse a la región en la dirección correcta. Es necesario adoptar un planteamiento sumamente selectivo para abordar la exposición.

25. América Latina: puntajes de riesgo



26. Prosperidad latinoamericana: PIB per cápita como % del nivel estadounidense



ENFOQUE ESPECIAL: DISRUPCIÓN FINANCIERA

Muchas industrias estaban siendo objeto de disrupción incluso antes del factor acelerante de la pandemia de COVID-19. El sector de servicios financieros es una industria que, en nuestra opinión, hoy está en condiciones de experimentar una disrupción considerable.

En muchas industrias se observó un cambio de modelos comerciales establecidos a nuevos (es decir, una “disrupción”). En muchos casos, la pandemia aceleró el proceso. Desde consultas al médico y diagnósticos sanitarios hasta educación y comercio minorista, los enfoques tradicionales fueron reemplazados por nuevas soluciones, por lo general digitales.

En el sector financiero la disrupción ya ha comenzado, pero creemos que ahí podría profundizarse mucho más en los próximos años.

¿Por qué la disrupción? Tres ingredientes

Tres ingredientes clave hacen que una industria sea propensa a la disrupción. Primero, cuando la industria no ha cambiado mucho durante largo tiempo, pero la experiencia del cliente es insatisfactoria. En segundo lugar, cuando las empresas ya establecidas obtienen altos retornos, lo que proporciona el potencial para que una empresa disruptiva sea exitosa. En tercer lugar, cuando existe un catalizador —como la tecnología, la normativa o los factores demográficos— para que se produzca la disrupción.

¿Por qué las finanzas? Tres fuerzas

Si se evalúa teniendo en cuenta esos ingredientes, la industria de servicios financieros parece reunir las condiciones para una disrupción. Sobre el primer punto, la estructura de la industria no cambió mucho durante largo tiempo: bancos centrales como prestamistas de última instancia; bancos y compañías de seguros como principales intermediarios; dinero en efectivo, bonos y acciones como activos principales han sido las características principales durante más de un siglo. La edad promedio de las diez empresas más grandes del índice financiero MSCI de EE. UU. es de 151 años.¹¹

Sobre el segundo punto, los márgenes se han mantenido altos. El valor agregado por las empresas financieras estadounidenses como porcentaje del PIB ha aumentado junto con los activos financieros intermediados (el saldo de la deuda

y la cantidad de acciones) durante mucho tiempo. La Figura 27 muestra la tendencia desde 1950, pero esta se ha observado, en líneas generales, desde finales del siglo XIX.¹² Eso significa que la intermediación financiera (valor agregado dividido por activos intermediados) ha tenido retornos generalmente constantes a escala del 1,5-2 % de los activos intermediarios durante más de 130 años (aunque existen algunas inquietudes acerca de la forma precisa en que se mide el valor agregado). Sobre el tercer punto, la nueva tecnología implica que los modelos comerciales establecidos están cada vez más amenazados.

Redes antiguas frente a nuevas tecnologías

Los bancos consolidados suelen tener una red de sucursales, un sistema centralizado de almacenamiento de datos y ofertas organizadas en silos: el depósito, el ahorro, la hipoteca y la gestión de patrimonios se proporcionan por separado. Las instituciones financieras retadoras suelen ofrecer soluciones en línea basadas en aplicaciones con almacenamiento en la nube. Algunas han crecido con rapidez: una empresa de pagos basada en aplicaciones captó 70 millones de clientes estadounidenses en 11 años; a un gigante bancario le llevó 222 años alcanzar los 60 millones de clientes.

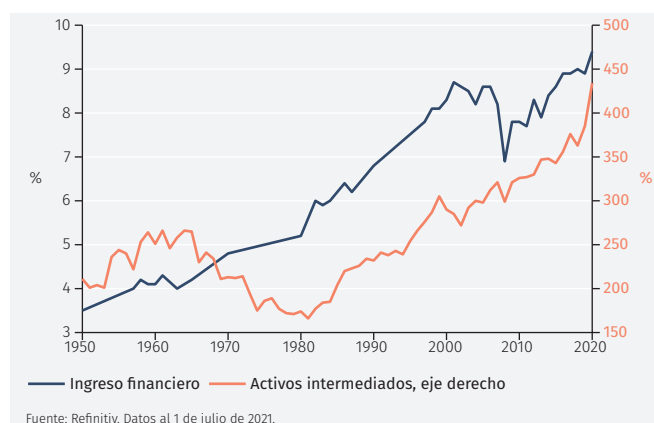
Otras ofrecen una variedad de soluciones, entre ellas la gestión de patrimonios. Eso cobra particular importancia en vista de que los millenials, muchos de los cuales tienen un alto grado de comodidad y familiaridad con la tecnología basada en aplicaciones, vieron su riqueza multiplicarse por diez en los últimos diez años, hasta alcanzar los USD 5,9 billones.¹³ Además, sus preferencias en materia de inversión (por ejemplo, con un mayor foco en la sostenibilidad) pueden ser diferentes a las de generaciones anteriores.

En la industria de seguros, una nueva empresa disruptiva utiliza chatbots e inteligencia artificial para procesar solicitudes y reclamos, al tiempo que otorga una proporción del beneficio de suscripción a organizaciones benéficas. Ese paquete sin duda resulta atractivo para muchos.

Por supuesto, existen riesgos en este nuevo enfoque disruptivo. De hecho, tanto para las empresas financieras tradicionales como para las nuevas, la ciberseguridad es una cuestión importante. Accenture estima que alrededor de USD 5 billones de activos están en riesgo de sufrir algún tipo de ataque cibernético, y el gasto anual en ciberseguridad asciende hoy a USD 150 000 millones.¹⁴

En la práctica, claro está, el desafío a la posición arraigada de las instituciones financieras consolidadas no será sencillo; y, sin duda, las organizaciones establecidas pueden adoptar nuevas tecnologías.

27. Ingreso financiero estadounidense y activos intermediados (% del PIB)



¹¹ Fuentes: MSCI; información de empresas.

¹² “Has the US Finance Industry Become Less efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation” (“¿Se ha vuelto menos eficiente la industria financiera estadounidense? Sobre la teoría y la medición de la intermediación financiera”), Thomas Philippon, *American Economic Review* 2015. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

¹³ Fuente: Reserva Federal. <https://tinyurl.com/3sthve8n>

¹⁴ Informe sobre ciberseguridad, Accenture, 2020.

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:

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 Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC).

Dubái: EFG (Middle East) Limited está regulado por la Dubai Financial Services Authority (Autoridad de Servicios Financieros de Dubái), con la siguiente dirección registrada: Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE.

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 para llevar a cabo actividades reguladas de Tipo 1 (comercialización de valores), Tipo 4 (asesoramiento sobre valores) y Tipo 9 (gestión 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 (Luxembourg) 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 (Luxembourg) S.A. deben comunicarse exclusivamente con EFG Bank (Luxembourg) 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 (Luxembourg) 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, 6o 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.