

INSIGHT

ANÁLISIS TRIMESTRAL DEL MERCADO

TERCER TRIMESTRE DE 2020

DESTACADOS EN ESTA PUBLICACIÓN

ASIGNACIÓN GLOBAL ESTRATÉGICA DE ACTIVOS

SELECCIÓN GLOBAL DE VALORES

ASIGNACIÓN REGIONAL DE ACTIVOS

CONSTRUCCIÓN REGIONAL DE CARTERAS

Próximos pasos



PERSPECTIVA GENERAL

La atención se centra en la política estadounidense y las elecciones presidenciales de noviembre

EE. UU.

Flexibilización de políticas de magnitud sin precedentes

ASIA

Reducción de la pobreza y aumento de la desigualdad en China

ENFOQUE ESPECIAL

ESG después de la pandemia

PERSPECTIVA GENERAL

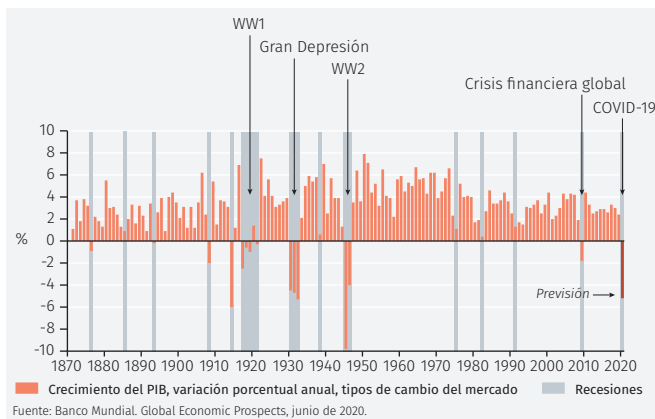
La recesión mundial de 2020 será profunda, pero la respuesta política ha sido veloz y sustancial. ¿Qué podemos esperar para el futuro próximo en cuanto a economía, políticas y estrategias políticas?

Una recesión global sin precedentes

Se prevé que el PIB mundial se contraerá en alrededor del 5% en 2020; creando así, la mayor recesión desde el final de la Segunda Guerra Mundial.¹ Además, no tiene precedentes en el sentido de que ninguna otra recesión global en los últimos 150 años fue provocada por una pandemia. No hay duda de que estamos atravesando un período sin precedentes.

Las recesiones suelen desencadenarse por crisis financieras (la más reciente fue la crisis financiera global de 2009), por lo general después de una expansión excesiva de dinero y crédito, y de un gran incremento del precio de los activos. Pero hubo otros factores desencadenantes: las dos crisis petroleras de la década de los setenta y el fuerte endurecimiento de la política monetaria estadounidense a principios de los ochenta para frenar la inflación. Si nos remontamos más en la historia, las breves recesiones de finales del siglo XIX se originaron en el sector agrícola. Por ejemplo, en 1876, una plaga de insectos devastó los cultivos en el recientemente expandido Medio Oeste de los Estados Unidos.

1 PIB mundial desde 1870



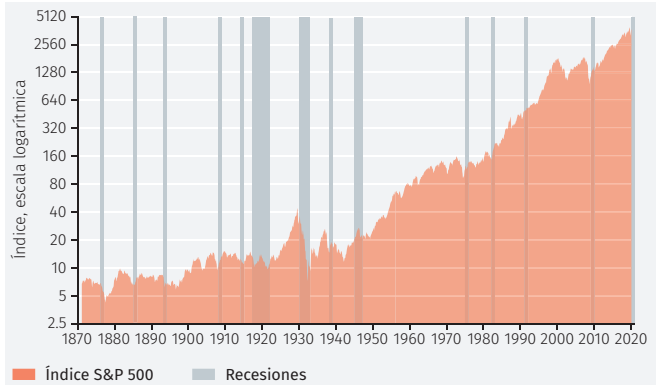
Fuente: Banco Mundial. Global Economic Prospects, junio de 2020.

En la recesión actual, muchos han expresado su sorpresa por la enorme brecha que se ha generado entre el comportamiento del mercado de valores y la economía real.² El índice MSCI de acciones mundiales, luego de caer casi un tercio entre el comienzo del año y el 23 de marzo, recuperó la mayoría de las pérdidas para el 1 de julio. El Nasdaq de Estados Unidos, con una nutrida representación de empresas de tecnología, ha alcanzado nuevos niveles máximos. Las recientes oscilaciones de precios se ven como pequeñas irregularidades en la trayectoria ascendente a largo plazo del índice S&P 500 de Estados Unidos (véase la Figura 2).

Mercado de valores: ¿demasiada autocomplacencia?

¿Lo expresado anteriormente significa que el mercado de renta variable es demasiado complaciente de cara al daño económico causado por la

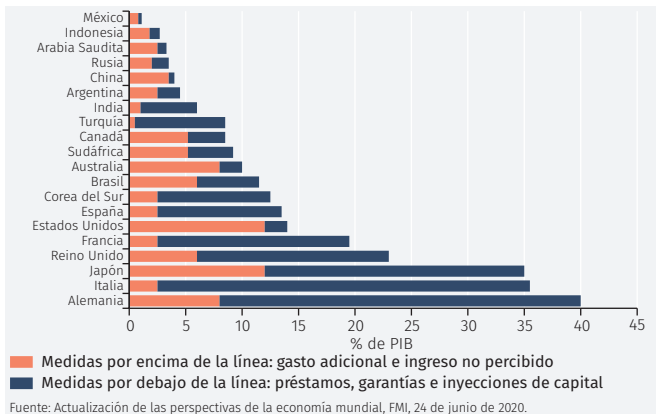
2. Índice S&P 500 desde 1870



Fuente: Base de datos de Robert Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>, Refinitiv. Datos al 1 de julio de 2020.

pandemia de COVID-19? Hay tres motivos para pensar que el comportamiento del mercado es razonable. El primero es la enorme magnitud de la respuesta política a la crisis (véase la Figura 3). A nivel mundial, la reacción de la política fiscal se estima hoy en alrededor de USD 11 billones.³ La mitad de esas medidas (USD 5,5 billones) constituyen gastos adicionales e ingresos no percibidos, lo que afecta de forma directa los presupuestos gubernamentales. La otra mitad (USD 5,5 billones) consta de varios préstamos, garantías e inyecciones de capital que podrían incrementar la deuda y el déficit de los gobiernos en el futuro si incurren en pérdidas. La respuesta ha sido mayor en las economías avanzadas que en las emergentes. La respuesta fiscal actual es de alrededor del doble que la de la crisis financiera global de 2008/9. La respuesta monetaria trajo consigo una reducción inicial rápida de las tasas de interés oficiales en las economías avanzadas, seguida de compras sustanciales de activos (véase la Figura 4). Las compras de los cuatro principales bancos centrales ya duplicaron las compras realizadas durante la crisis financiera global, y es probable que

3. Respuesta fiscal a la crisis



Fuente: Actualización de las perspectivas de la economía mundial, FMI, 24 de junio de 2020.

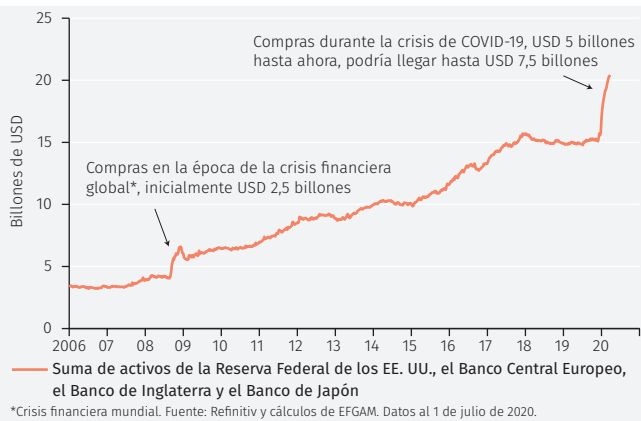
¹ La definición de recesión global del Banco Mundial se basa en una contracción anual del PIB per cápita global, medida con las ponderaciones del PIB a precios de 2010 y tipos de cambio del mercado, pero también es en parte subjetiva. Por lo tanto, algunos años que registran un crecimiento positivo en la Figura 1 se registran como recesiones.

² "Una brecha peligrosa", portada de *The Economist* del 9 de mayo de 2020, resume esta visión.

³ Actualización de las perspectivas de la economía mundial, FMI, junio de 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>

PERSPECTIVA GENERAL

4. Respuesta de los bancos centrales a la crisis



como mínimo lleguen a triplicarlas. Se prevé que continuarán a lo largo de 2020 y que alcanzarán los USD 7,5 billones o más para fin de año.

En segundo lugar, el bajísimo nivel de las tasas de interés y del rendimiento de los bonos aumenta el atractivo de las acciones, desde una perspectiva tanto de generación de ingresos como de crecimiento potencial.

En tercer y último lugar, el cambio potencialmente acelerado en las prácticas laborales y comerciales como resultado de la crisis del COVID-19 puede ser capturado por la exposición a determinadas áreas del mercado de renta variable. El comentario de Lenin "Hay décadas donde no pasa nada, y hay semanas donde pasan décadas" se aplica a este respecto. Las medidas de emergencia establecidas para hacer frente a la crisis podrían ser temporales. Pero creemos que desencadenarán cambios más fundamentales a largo plazo en diversos aspectos: el funcionamiento de las empresas, los patrones de compra de los consumidores, la naturaleza de los viajes de negocios y de esparcimiento, y los medios de comunicación.

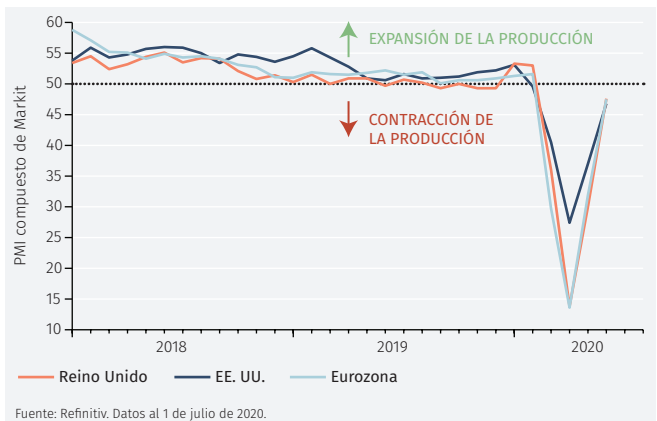
En este sentido, es muy poco probable que volvamos a los hábitos previos a la pandemia de COVID-19. Eso significa que, a pesar de cierto entusiasmo sobre la posibilidad de una recuperación en forma de V (según muestran algunos indicadores, véase la Figura 5), parece poco probable que dicha recuperación caracterice a todos los sectores de la economía. Las distintas áreas se verán afectadas de maneras muy diferentes. En resumen, nos parece más probable que la recuperación sea en forma de U o en forma de pipa, es decir, que la reactivación tardará más en comenzar o se desacelerará a medida que avanza, respectivamente.

Un aspecto negativo es que algunas empresas, sin duda, se verán perjudicadas fatalmente. Otras resurgirán de la crisis en un formato muy distinto. Habrá claros ganadores y perdedores, una tendencia que ya se refleja en el rendimiento sectorial de los mercados de renta variable del mundo. En el sentido más amplio, pareciera que los sectores de tecnología, comunicación virtual y comercio electrónico se beneficiarán y los sectores de venta personal, física y minorista serán golpeados; pero el panorama no será tan simple.

Próximos pasos: La atención se centra en la política de los Estados Unidos

El modo en que estos cambios afectan la política a nivel nacional y global será un tema clave en la segunda mitad del año. En los Estados

5. Aspecto de "V"

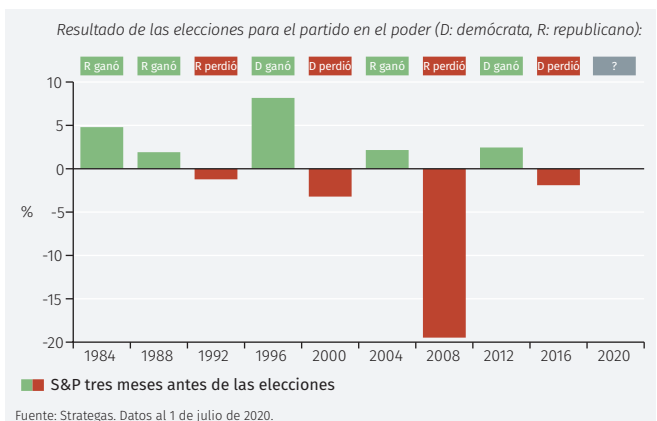


Unidos, la atención estará centrada en las elecciones presidenciales del 3 de noviembre. A menudo, el resultado de ese tipo de elecciones se puede vislumbrar observando el comportamiento de los principales indicadores económicos (aumento del empleo y de los ingresos, existencia de recesiones, etc.). Pero un análisis estándar como ese puede ser menos provechoso en el mundo pospandémico.

Sin duda habrá muchas encuestas, pero como indicadores a veces son poco fiables. Por ejemplo, en junio de 1988, las encuestas presidenciales indicaban que George W. Bush iba a la zaga del candidato demócrata por 12 puntos porcentuales, pero luego le ganó por ocho. En 2016, incluso las encuestas realizadas el mismo día de las elecciones sugirieron que ganaría Hilary Clinton. El voto en los principales estados indecisos será crucial para el resultado, y las tendencias en esos estados sugieren que estará muy igualado.

Hay quienes encuentran agotadoras las complejidades de un análisis político como el mencionado; para ellos, el comportamiento del mercado de valores (véase la Figura 6) ha sido un indicador perfecto de resultados electorales desde 1984: un aumento dentro de los tres meses anteriores a las elecciones significa la victoria del partido en el poder, un descenso, su derrota. En ese sentido, el presidente Trump esperará que el alza del mercado de valores continúe hasta el 3 de noviembre.

6. Mercado de valores y reelección presidencial en Estados Unidos



DESEMPEÑO DEL MERCADO FINANCIERO

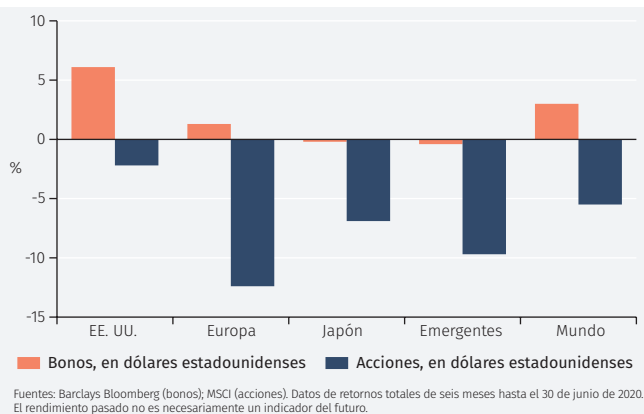
En el segundo trimestre de 2020, los mercados de renta variable se recuperaron de las pérdidas registradas en el primer trimestre. El retorno de los bonos estadounidenses a 10 años fue del 14 %. La debilidad del dólar australiano, el canadiense y el neozelandés, así como de la libra esterlina, fue una característica clave.

Desempeño del mercado financiero

Los mercados mundiales de renta variable registraron pérdidas del 5,5 % en el primer semestre de 2020 (véase la Figura 7) sobre la base del índice MSCI World en términos de dólares estadounidenses. Sin embargo, ese primer semestre tuvo dos trimestres diferenciados: un primero de pérdidas y un segundo de fuerte recuperación. De hecho, el alza para los mercados de renta variable mundiales fue la más fuerte desde el segundo trimestre de 2009. En ambos períodos hubo un fuerte apoyo político para las economías en un momento de gran incertidumbre.

Los retornos del mercado de bonos mundial fueron del 3,0 % en el primer semestre del año según el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.⁴ Los retornos de los bonos estadounidenses (medidos por el índice Bloomberg Barclays US Aggregate Index) fueron del 6,1 %, y los bonos de mercados emergentes, tras recuperarse de un primer trimestre débil, produjeron retornos totales ligeramente negativos en el primer semestre del año.

7. Retornos del mercado de activos

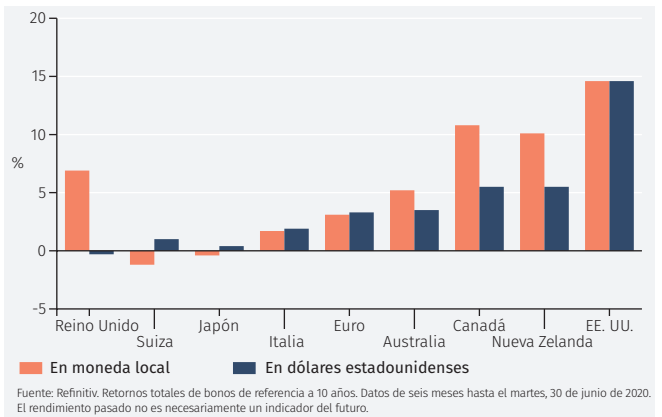


Mercados de bonos

Con la disminución de los rendimientos de bonos para todos los vencimientos, los bonos con vencimientos a plazos más largos por lo general produjeron retornos totales más altos. El retorno total de los bonos gubernamentales estadounidenses a 10 años fue del 14,6 % en el primer semestre del año (véase la Figura 8), por ejemplo. Los retornos en moneda local de los bonos gubernamentales a 10 años de la eurozona fueron más bajos, pero recibieron un moderado impulso en términos de dólares estadounidenses por la apreciación del euro. Dentro de la eurozona, los retornos totales fueron más altos para los bonos gubernamentales de Alemania y Francia, aunque el Banco Central Europeo se inclinó hacia la compra de más bonos italianos y españoles al final del período.

Los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años de Australia, Canadá y Nueva Zelanda cayeron por debajo del 1%; y los rendimientos de

8. Retornos del mercado de bonos

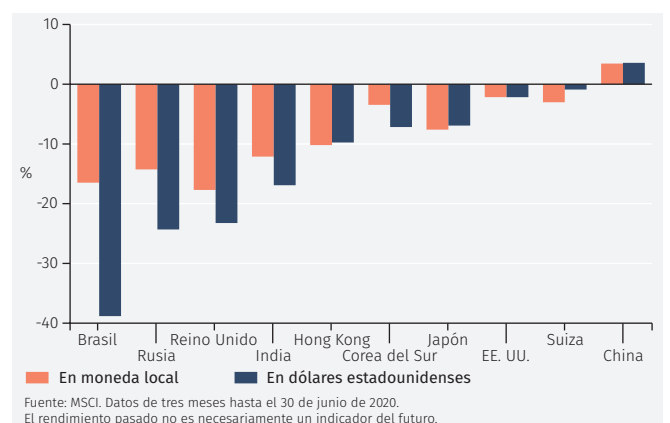


los bonos del Reino Unido a 10 años cayeron a apenas 0,2 % al final del período. En consecuencia, hubo fuertes retornos en moneda local de esos mercados. No obstante, en todos los casos, dicho retorno se vio neutralizado en términos de dólares estadounidenses por la depreciación de la moneda.

Mercados de renta variable

El mercado de renta variable de los Estados Unidos (véase la Figura 9) perdió alrededor del 2 % en términos de retorno total durante el primer semestre del año; se observó una fuerte recuperación en el segundo trimestre, lo que compensó las pérdidas registradas en el primer trimestre. En China, la recuperación del segundo trimestre fue aún mayor, lo que produjo retornos totales marginalmente positivos en el primer semestre del año. La recuperación en el mercado del Reino Unido fue más leve y se vio neutralizada aún más por la debilidad de la libra esterlina, lo que se tradujo en pérdidas del 23 % en términos de dólares estadounidenses durante el primer semestre del año. En Brasil se registraron pérdidas del 39 % en términos de dólares estadounidenses, reflejo de los efectos nefastos de la crisis de COVID-19 en ese país.

9. Retornos del mercado de renta variable



⁴ El índice Global Aggregate Bond Index de Bloomberg Barclays es el índice de referencia de deuda corporativa de grado gubernamental y de inversión de emisores de mercados desarrollados y emergentes en 24 países.

ESTADOS UNIDOS

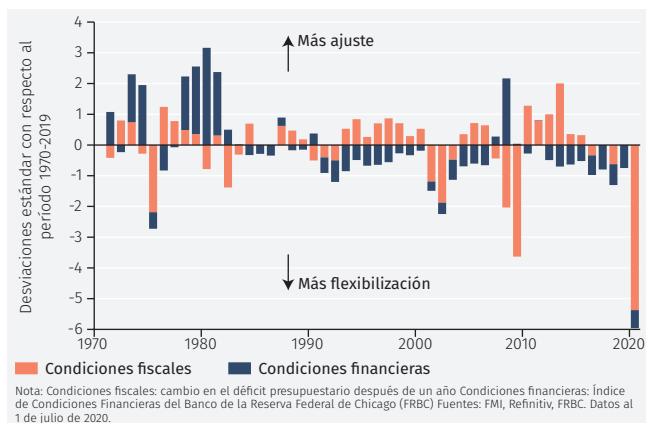
La flexibilización de las condiciones fiscales y financieras superará con creces la de las crisis anteriores: la crisis petrolera de los años setenta, la quiebra de las empresas “punto com” y la crisis subprime/financiera global. La pregunta es: ¿funcionará?

Flexibilización fiscal y financiera

La respuesta de los Estados Unidos a la crisis del COVID-19 trajo consigo una flexibilización fiscal y financiera de una magnitud sin precedentes (véase la Figura 10).

Sobre la base de las últimas previsiones del FMI, el déficit público alcanzará el 24 % del PIB en 2020, es decir, se cuadruplicará respecto del de 2019. Este aumento es comparable al observado en la Segunda Guerra Mundial (el déficit alcanzó el 27 % del PIB en 1943, luego de haber estado próximo al equilibrio antes de la guerra).⁵ Para decirlo de un modo levemente distinto, es un aumento de casi seis desviaciones estándar del déficit presupuestario. Expresar la flexibilización fiscal de esa manera nos permite compararla con el Índice de Condiciones Financieras del Banco de la Reserva Federal de Chicago (que también indica la cantidad de desviaciones estándar con respecto al promedio). Esta medida, producida con frecuencia semanal desde 1971, evalúa las condiciones de los mercados monetarios, los mercados de deuda y de renta variable, y los sistemas bancarios tradicionales y “en la sombra”. Ha disminuido de forma considerable desde finales de marzo de 2020, en especial porque las medidas de la Reserva Federal han llevado a una flexibilización (de las condiciones alarmantes) en diversos mercados financieros.

10. Flexibilización de políticas sin precedentes

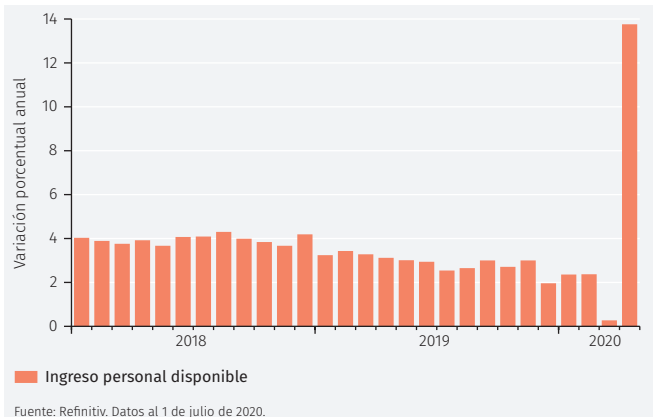


La flexibilización de las condiciones fiscales y financieras en 2020 superará por un margen considerable las observadas durante la crisis petrolera de principios de la década de 1970, el estallido de la burbuja de las “punto com” en 2001/2 y la crisis subprime/financiera mundial.

La pregunta es: ¿funcionará?

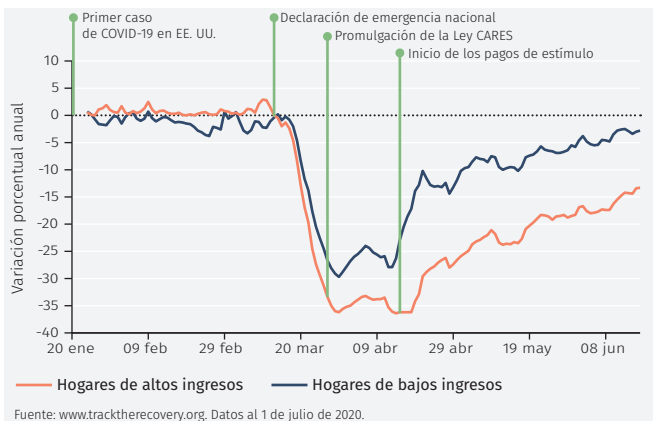
La rápida implementación de medidas de apoyo fiscal ha tenido un impacto directo en los ingresos disponibles. En conjunto, estos aumentaron de forma evidente en mayo (véase la Figura 11). Pero los consumidores han respondido a ese cambio de diferentes maneras (véase la Figura 12).

11. Ingreso disponible de los hogares



El cuartil más alto de asalariados redujo el gasto hasta en un 13 %. Esa reducción se ha concentrado en los servicios presenciales, por ejemplo, restaurantes, actividades de esparcimiento y espectáculos. Los empleados de esas industrias, a menudo mal remunerados, se han visto afectados, pero sus gastos se han mantenido, en particular después del inicio de los pagos de estímulo el 15 de abril.

12. Gasto de los hogares



Una tendencia más sostenible en el gasto dependerá de una reactivación económica más amplia, tarea que se complejiza por la naturaleza cambiante de la economía. El índice Nasdaq, con una nutrida representación de las empresas de tecnología que se beneficiarían del cambio a un nuevo patrón de actividad económica, arroja datos optimistas sobre dicha transición. Su capitalización de mercado hoy supera la de todos los mercados de renta variable no estadounidenses en el mundo.⁶

⁵ <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306#deficit-by-year-since-1929>.

⁶ Fuente: Nasdaq y MSCI al 1 de julio de 2020.

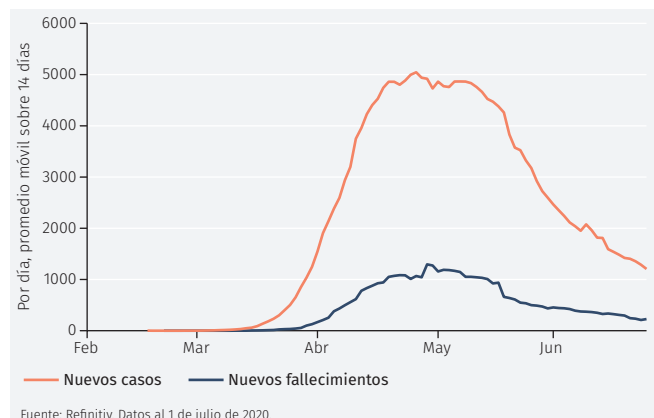
REINO UNIDO

Hay tres problemas que siguen vigentes en el Reino Unido: la actual crisis de COVID-19, un problema potencial que remite al pasado (el crecimiento excesivo del dinero y del crédito) y la falta de definición sobre el Brexit.

Crisis del coronavirus

No podría decirse que el Reino Unido haya manejado bien la crisis del coronavirus. Lamentablemente, hoy tiene, después de Bélgica, la tasa de mortalidad más alta (por millón de habitantes) por el virus. La respuesta política a menudo careció de claridad y cohesión. Sin duda, el Reino Unido es más vulnerable que muchas otras economías como consecuencia de su alto grado de interconexión con el resto del mundo. Londres sigue siendo uno de los principales centros financieros del mundo, y el país desempeña un papel importante a nivel mundial en materia de educación, investigación y tecnología. Como resultado, se prevé que el Reino Unido registrará una gran contracción del PIB en 2020 (10,2 % en el último pronóstico del FMI, por ejemplo). El mercado de renta variable quedó rezagado respecto de otros mercados de renta variable desarrollados, y la libra esterlina se ha debilitado desde principios de año. Ahora que la cantidad de infectados y fallecidos por COVID-19 está disminuyendo (véase la Figura 13), la cuestión fundamental es si esa debilidad continuará o no. Existe la gran preocupación que el Reino Unido experimente una segunda oleada a medida que se reabra la economía.

13. COVID-19 en el RU: casos y fallecimientos

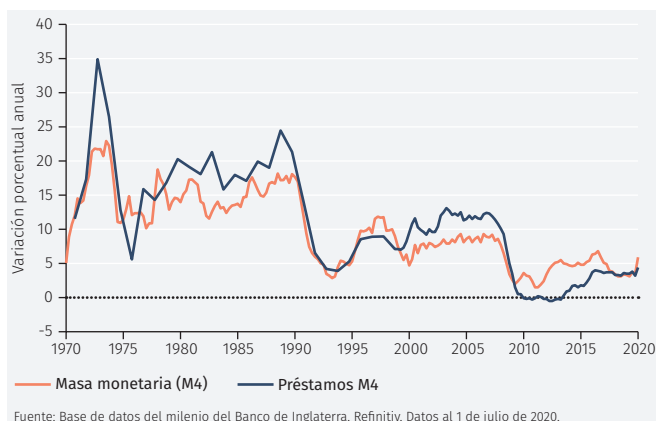


Crecimiento crediticio y monetario

Uno de los problemas a largo plazo de la economía del Reino Unido es el periódico crecimiento excesivo del dinero y del crédito. En gran parte como resultado de las medidas políticas adoptadas para hacer frente a la pandemia, ambos han comenzado a aumentar otra vez (véase la Figura 14). Desde luego, las tasas de crecimiento no son tan elevadas como las de la década de 1970, que luego fueron seguidas de una inflación mucho mayor. Sin embargo, algunos temen que el aumento de la inflación sea solo una cuestión de tiempo, teniendo en cuenta el mayor crecimiento monetario y otros cambios estructurales.

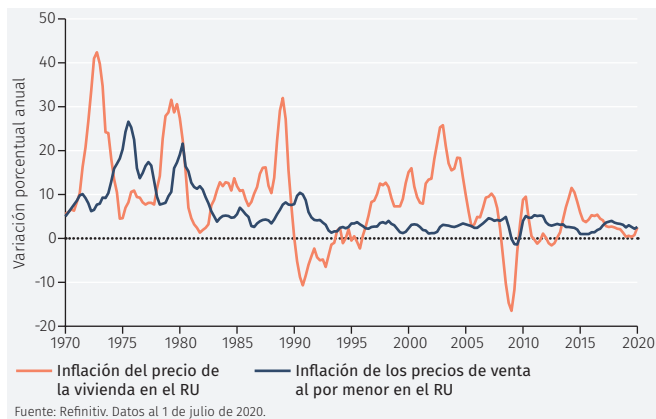
Creemos que esa preocupación es exagerada. De hecho, lo más probable es que la inflación del Reino Unido siga siendo moderada. El crecimiento monetario más rápido en el pasado fue impulsado por un mayor crecimiento del crédito, lo que a su vez con frecuencia era el resultado de la liberalización del sistema financiero. En las circunstancias actuales, la aceleración del crecimiento crediticio refleja en gran medida los programas gubernamentales destinados a proporcionar préstamos preferenciales a empresas para

14. Crecimiento monetario y préstamos bancarios en el RU



ayudarlas a superar las dificultades generadas por la pandemia de COVID-19. Es poco probable que esos préstamos se devuelvan en su totalidad. En ese sentido, el crecimiento crediticio es más bien ilusorio. Es poco probable que el mayor crecimiento del crédito redunde en un auge del mercado inmobiliario y los precios de la vivienda. A su vez, como la inflación del precio de la vivienda se tradujo en una inflación más general en el Reino Unido en el pasado (véase la Figura 15), creemos que la inflación seguirá siendo moderada.

15. Precios de la vivienda e inflación en el RU



Estrategia pos-Brexit

Como el Reino Unido no ha solicitado una extensión del período de transición del Brexit (la fecha límite era el 1 de julio), el país abandonará la Unión Europea a fines de año, con acuerdo o sin él. La probable flexibilidad del gobierno del Reino Unido y el hecho de que la UE en varias oportunidades llegó a acuerdos en el último momento son indicios de que se negociará una resolución antes de fin de año. Eso no significa que se logrará un acuerdo total. Lo más probable es que se acuerde el esquema general, y que se negocien los detalles con el paso de los meses y los años. En nuestra opinión, la libra esterlina aún está infravalorada, pero hasta que se clarifiquen las perspectivas de la economía y el Brexit, no serán muchos los que estén dispuestos a acoger con entusiasmo la moneda y los activos británicos.

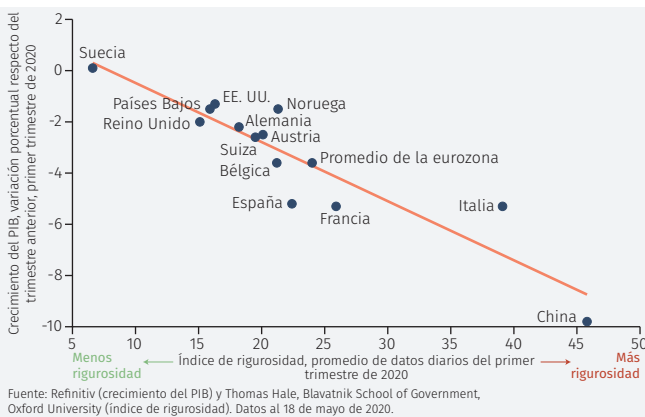
EUROZONA

En el segundo semestre de 2020, el avance de la flexibilización del aislamiento en toda la eurozona será el centro de atención. Se hará hincapié en medidas de apoyo adicionales, como el Fondo de recuperación para Europa.

Impacto del aislamiento en el PIB

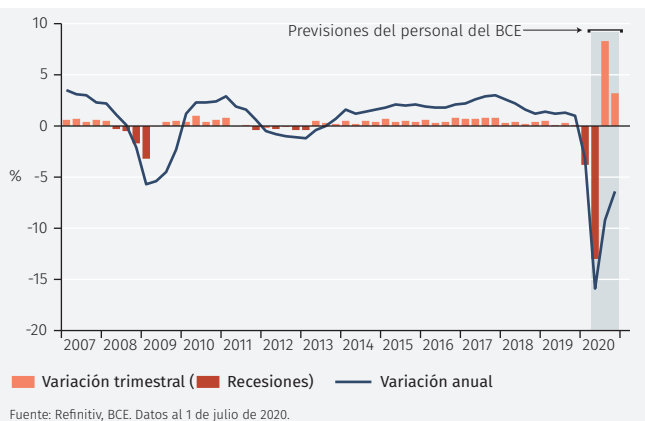
En la eurozona, se han flexibilizado las restricciones del aislamiento en muchos países, y hay ciertos indicios de una reactivación de la actividad. Sin embargo, los últimos datos sobre el aumento del PIB provienen del primer trimestre de 2020, y muchos de ellos son anteriores al comienzo del aislamiento. En ese trimestre, hubo una relación razonablemente estrecha entre la rigurosidad del aislamiento en las economías y el aumento del PIB (véase la Figura 16). En toda la eurozona, el PIB disminuyó un 3,5 %, y el nivel de rigurosidad promedio (en una escala de 0 a 100, en la que los niveles más altos indican una mayor rigurosidad) fue de 24. Suecia (fuera de la eurozona) fue menos estricta, y de hecho registró un modesto crecimiento del PIB; las medidas implementadas en Italia fueron las más estrictas, y su PIB cayó un 5,3 %.

16. Rigurosidad del aislamiento y crecimiento del PIB



En gran medida debido a que las medidas de aislamiento estuvieron vigentes durante casi todo el segundo trimestre, el nivel de rigurosidad promedio para la eurozona fue casi tres veces mayor en ese entonces. El PIB sufrirá una fuerte contracción en ese trimestre (tendremos los datos a fines de julio). Las previsiones del personal del Banco Central Europeo,

17. Crecimiento del PIB de la eurozona



que pueden apreciarse en la Figura 17, indican que el PIB caerá un 13 %, y luego tendrá una fuerte recuperación. Por supuesto, este escenario está sujeto a una gran incertidumbre.

Respuesta política

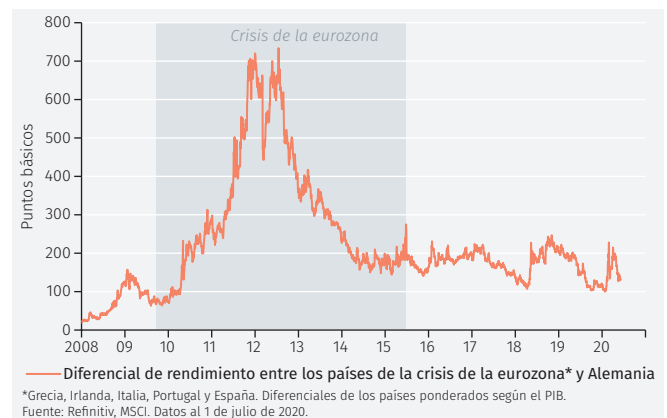
Como en otras economías avanzadas, la respuesta política ha sido considerable. El Fondo de recuperación para Europa, anunciado en mayo, asciende a 750 000 millones de euros y brindará subvenciones y préstamos en toda la eurozona. Su lanzamiento fue llamado por algunos “el momento Hamilton” de Europa: el surgimiento de una política fiscal central muy esperada.⁷ Sin embargo, el fondo aún no ha sido aprobado, es poco probable que erogue fondos antes de 2021 y no tiene el propósito de asumir las deudas pendientes de los estados miembros.

Cada país tiene sus propias iniciativas fiscales. Algunas son de gran magnitud. El FMI estima que las medidas “por encima de la línea” (gasto adicional e ingresos no percibidos) ascienden al 8 % del PIB en Alemania y al 2,5 % en Francia, Italia y España. Las medidas “por debajo de la línea” (préstamos, garantías e inyecciones de capital) son aún mayores, con un promedio del 25 % del PIB en esas cuatro economías. Prevemos que las medidas “por encima de la línea” tendrán un efecto más poderoso en el apoyo a la economía. El grado en que las medidas “por debajo de la línea” se emplean y son efectivas es, en este momento, incierto.

Compras de bonos del BCE

No obstante, una respuesta política que de inmediato tuvo un efecto claro es el cambio en el patrón de compra de bonos del BCE. Se redujo el límite de la proporción de los bonos soberanos que pueden comprarse bajo su esquema de compra de activos. Como consecuencia, se revirtió el aumento registrado a principios de 2020 del diferencial de rendimiento entre los países de la eurozona en crisis (sobre todo Italia) y Alemania (véase la Figura 18). Ese diferencial es, quizás, el principal indicador de la credibilidad de la política de la eurozona. Y puede observarse en tiempo real.

18. Diferenciales de rendimiento de la eurozona



⁷ Durante el mandato de Alexander Hamilton, primer Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, el gobierno federal asumió y liquidó todas las deudas que los estados individuales habían acumulado durante la Guerra de independencia de los Estados Unidos.

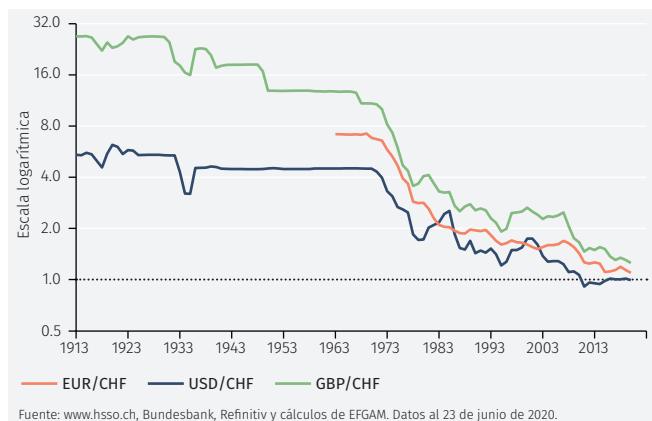
SUIZA

Para entender la fortaleza reciente del franco suizo, es útil comenzar desde una perspectiva a más largo plazo. Así podemos ver que la moneda permanece moderadamente sobrevaluada en términos reales y es probable que disminuya un poco su valor.

Tendencia del franco suizo desde 1913

La Figura 19 muestra el tipo de cambio entre el franco suizo frente al euro desde 1963 y frente al dólar estadounidense y la libra esterlina desde 1913. Tras un período de relativa estabilidad hasta la década de 1930, la Gran Depresión desencadenó la primera oleada de apreciación del franco suizo. Después de la única devaluación que sufrió el franco suizo, en 1936, el tipo de cambio USD/CHF no varió hasta 1971. Eso refleja la adhesión *de facto* de Suiza al sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods.

19. Tipos de cambio del franco suizo desde 1913

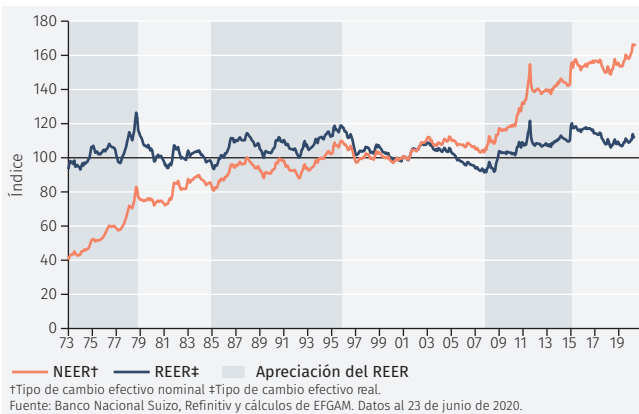


Durante la década de 1960, el aumento de los déficits presupuestarios y la inflación en los Estados Unidos desencadenaron una presión para devaluar el dólar. En agosto de 1971, después de que Suiza ya había abandonado el sistema de Bretton Woods, Estados Unidos suspendió la convertibilidad en oro, lo que marcó el inicio del régimen de tipo de cambio flotante y la apreciación gradual del franco suizo.

Tasas reales y nominales

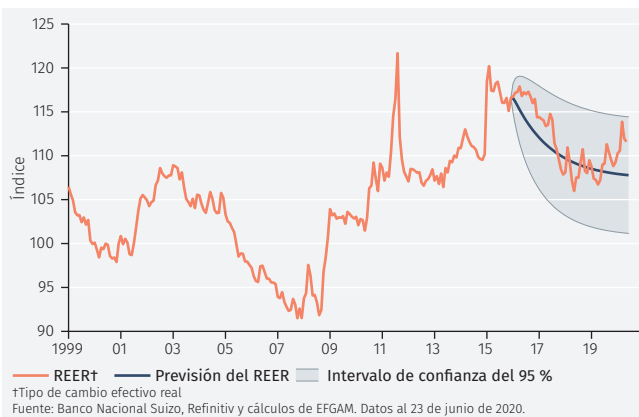
El aumento del tipo de cambio no compromete la competitividad de un país si es coherente con el diferencial de inflación entre el país en cuestión y los países con los que comercia. En ese caso, el tipo de cambio real, ajustado a la inflación, sería estable. La Figura 20 muestra los índices de los tipos de cambio efectivos nominales y reales ponderados según el comercio (NEER y REER, respectivamente) del franco.⁸ Desde 1973, el NEER del franco ha aumentado más de un 300 %, pero el REER se ha mantenido dentro de un rango relativamente estrecho. Un análisis más profundo del REER del franco suizo revela que este osciló entre episodios de apreciación (áreas sombreadas en la Figura 20) y de depreciación.⁹ Esas oscilaciones fueron fuertemente influenciadas por los cambios en la política monetaria de Suiza y de otros países.

20. Índices del tipo de cambio del franco suizo ponderado según el comercio



Después de haber alcanzado su punto máximo tras la suspensión del límite inferior del tipo EUR/CHF en enero de 2015, el REER ha caído un 8 %, favorecido por el aumento de la intervención del SNB en los mercados de divisas. Sin embargo, el comportamiento pasado del REER del franco suizo demuestra que luego de superar un pico, suele producirse una tendencia bajista prolongada. De hecho, un modelo econométrico simple del REER del franco suizo estimado durante el período de muestra, de enero de 1973 a diciembre de 2015, habría pronosticado una caída del REER desde enero de 2016 (véase la Figura 21).¹⁰

21. REER del franco suizo y modelo de previsiones



Además, el modelo sugiere que el REER del franco suizo solo está moderadamente sobrevaluado, lo que da crédito al activismo del SNB. Si consideramos el compromiso del SNB con las intervenciones en el mercado de divisas, el ligero descenso del tipo de cambio real del franco suizo probablemente continúe.

⁸ El análisis considera el REER ajustado al índice de precios del productor, ya que este refleja mejor el desarrollo relativo de los precios de los bienes comerciales.

⁹ Un episodio de apreciación va desde el punto más bajo hasta el punto más alto. Se identifica el punto más bajo cuando es inferior a las anteriores y sucesivas bajas menores, y está al menos dos desviaciones estándar por debajo de la tendencia. Consecuentemente, el punto más alto se identifica cuando es superior a los anteriores y sucesivos picos menores, y está al menos dos desviaciones estándar por encima de la tendencia. La excepción es el período comprendido entre 2008-2015, donde el pico registrado tras la suspensión del límite inferior del tipo de cambio se considera el final del episodio de apreciación del franco suizo.

¹⁰ En el modelo, el cambio mensual del REER se estima en función de sus cambios pasados y de la brecha entre su nivel y la tendencia subyacente.

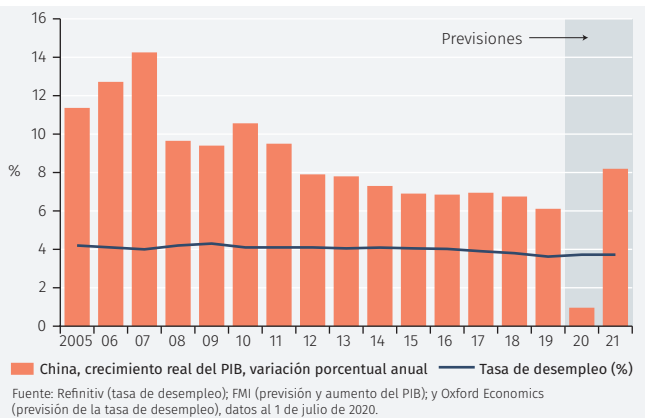
ASIA

Casi con seguridad, China anunciará que la pobreza ha sido eliminada para fin de año. Luego de eso, el foco se pondrá en la desigualdad. Pero ¿es posible reducirla sin perjudicar el crecimiento económico?

Aumento del PIB y empleo en China

China será la única gran economía que crecerá en 2020. El 1% será la tasa de crecimiento más baja de China desde finales de la década de 1970; sin embargo, es probable que haya pocos cambios en la tasa de desempleo (véase la Figura 22).

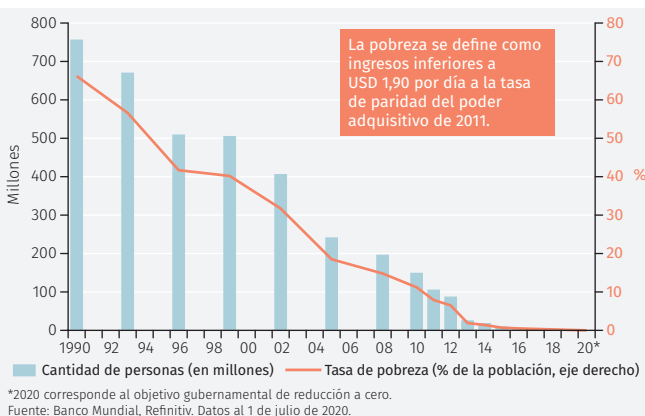
22. China: Aumento del PIB y desempleo



La tasa registrada corresponde al desempleo en las ciudades y está estrechamente ligada a la situación de los 236 millones de trabajadores migrantes de China. El sistema *hukou* les permite a los ciudadanos registrarse para obtener beneficios sociales en su lugar de trabajo (que suele ser en las urbes). Sin embargo, últimamente es baja la cantidad de registros, ya que los trabajadores migrantes por lo general prefieren mantener su condición de poblador rural (que suele aportar beneficios, como propiedad de la tierra y acceso a prestaciones sociales). Incluso para quienes están registrados en el sistema urbano de *hukou*, el beneficio económico de registrarse como desempleado es bajo.

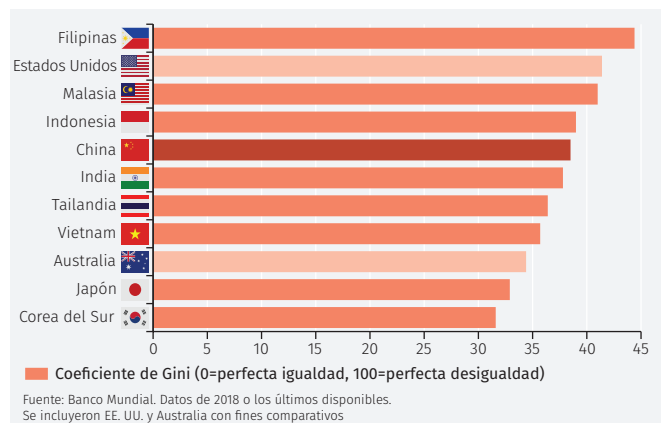
Aunque la tasa de desempleo sigue siendo baja por los motivos mencionados, la reducción de la pobreza ha progresado con rapidez (véase la Figura 23). Todo parece indicar que el gobierno declarará que ha logrado su

23. China: erradicación de la pobreza



objetivo de eliminar la pobreza por completo para fines de 2020. Con todo, dos quintos de la población tienen un ingreso promedio inferior a RMB 1000 (USD 141) por mes. En el otro extremo, ha aumentado drásticamente la cantidad de trabajadores en ciudades con altos ingresos. Como resultado, la desigualdad de ingresos en China es casi tan alta como en los Estados Unidos (aunque sigue siendo menor que en otras economías asiáticas). Algunos consideran abordar esta desigualdad como el próximo objetivo de gobierno. Pero es poco probable que la moderación salarial del sector privado favorezca la consecución de los objetivos de crecimiento a largo plazo de China.

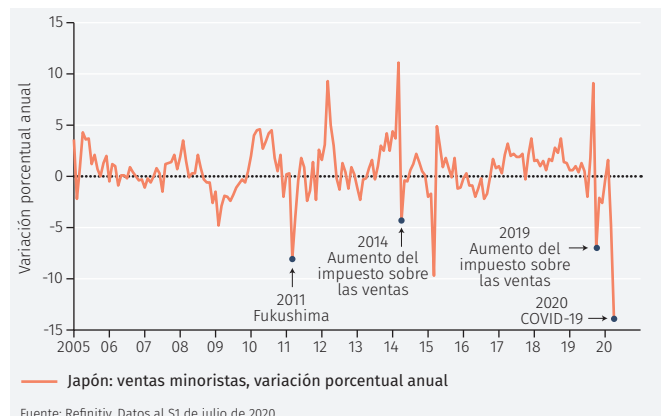
24. Desigualdad de ingresos en Asia



Japón: un estímulo inesperado

Mientras tanto, Japón ha anunciado una flexibilización considerable de la política fiscal. El estímulo, equivalente al 12% del PIB para partidas presupuestarias y el doble para apoyo extrapresupuestario, es uno de los más importantes del mundo. Además de atenuar el impacto causado por la pandemia de coronavirus, refleja la preocupación de que haya otro debilitamiento de la economía nacional (véase la Figura 24). Quienes pensaban que el altísimo nivel de deuda pública de Japón limitaba su capacidad de endeudarse más tuvieron que replantearse su opinión. Como en otras economías, el mercado de valores ha reaccionado de manera favorable a la flexibilización.

25. Japón: ventas minoristas



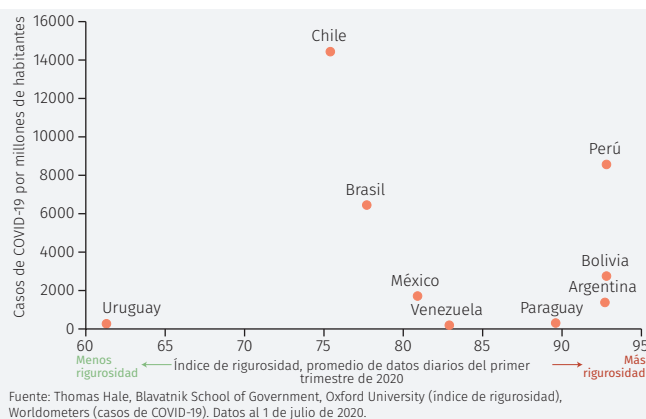
AMÉRICA LATINA

A lo largo de América Latina, variaron mucho las respuestas y las tasas de éxito en la contención de la pandemia de COVID-19. La flexibilización de la política fiscal ha sido limitada, pero se redujeron las tasas de interés, y es posible que haya una mayor flexibilización monetaria.

Respuesta a la pandemia de COVID-19

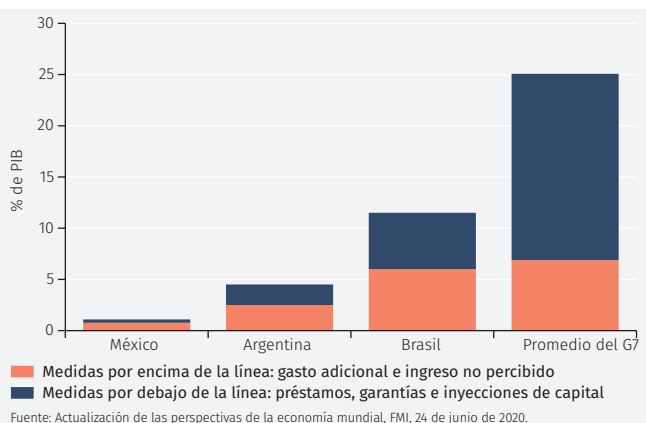
Brasil se encuentra en un extremo de la respuesta latinoamericana a la pandemia de COVID-19. El presidente Bolsonaro, que en los inicios desestimó la importancia del virus (“es solo una gripecita”), se negó a imponer el aislamiento e hizo hincapié en mantener la actividad económica. No obstante, para el 1 de julio de 2020, Brasil era el segundo país del mundo en cantidad de infectados y fallecidos por COVID-19; y la contracción del PIB brasileño en 2020 (9,1 % según el pronóstico del FMI de junio de 2020) es tan grande como en las economías que impusieron medidas más estrictas de aislamiento obligatorio. El presidente de México, AMLO (Andrés Manuel López Obrador), se mostró igualmente despreocupado en las primeras etapas de la COVID-19: “Vamos a seguir haciendo vida normal”, dijo en marzo.

26. Casos de COVID-19 y rigurosidad del aislamiento



Chile, que en los inicios logró contener el virus, hoy tiene más casos por millón de habitantes que los Estados Unidos. Sin embargo, al igual que se observa en Asia, no existe una relación directa entre el grado de rigurosidad del aislamiento y la cantidad de casos (véase la Figura 26). Uruguay, que impuso medidas menos estrictas que otros países de la región, tuvo menos infecciones y solo registró 27 muertes.

27. Respuesta fiscal a la crisis

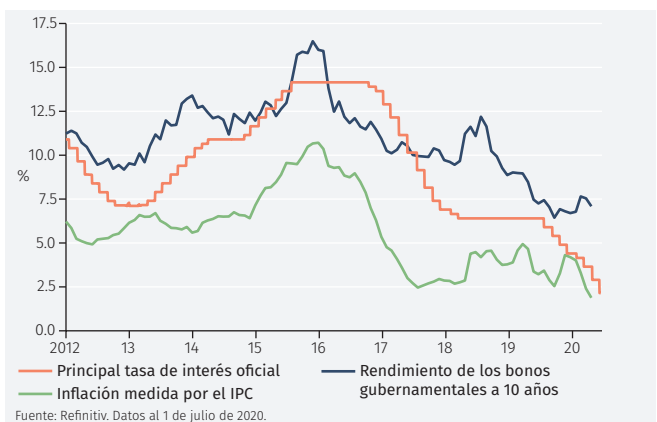


Respuesta fiscal y monetaria

América Latina, que ya tiene niveles altos de déficits presupuestarios y deuda gubernamentales, carece del “margen fiscal” para adoptar medidas de estímulo compensatorias. La magnitud de la respuesta ha sido menor que en las principales economías avanzadas (véase la Figura 27). Perú, Chile y Colombia tienen más margen fiscal que otros países de la región, pero los tres desean evitar una gran expansión fiscal, en especial después del progreso en cuanto a reducción del déficit que tanto les costó lograr a lo largo de muchos años.

Hay más margen para la flexibilización monetaria, sobre todo en Brasil, donde la inflación cayó de forma pronunciada (véase la Figura 28). Aun así, tanto en Brasil como en México, los efectos de la debilidad de la moneda (véase la Figura 29) pueden repercutir en una mayor inflación, lo que dificulta la tarea de flexibilizar las políticas. Perú y Chile, que tienen tasas de interés oficiales ya bajas, pueden, de ser necesario, implementar la flexibilización cuantitativa (medida que aún no es característica de la política monetaria latinoamericana).

28. Brasil: inflación, tasas de interés y rendimiento de bonos



América Latina sin duda resistirá este último temporal; pero es probable que no se pongan de manifiesto perspectivas más prometedoras hasta 2021.

29. Monedas débiles



ENFOQUE ESPECIAL: ESG DESPUÉS DEL COVID-19

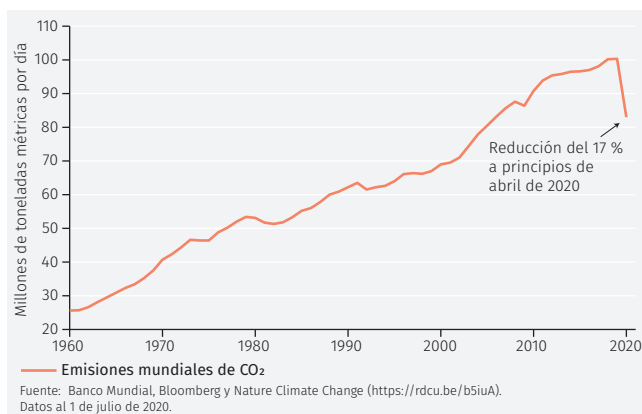
Hay varias maneras en que la experiencia de la pandemia de COVID-19 puede contribuir a alcanzar los objetivos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). La clave es adoptar nuevas formas de trabajo, no volver al modelo anterior.

La experiencia de la pandemia de COVID-19 puede ayudar a lograr varios objetivos de ESG y de cambio climático.

Consideraciones ambientales

Carreteras menos transitadas, menores niveles de contaminación, cielos más despejados y el canto de los pájaros son algunos de los beneficios que suelen mencionarse de la vida en aislamiento. Se registra una reducción del 17 % en las emisiones de CO₂ (véase la Figura 30). Para lograr el objetivo de limitar el calentamiento global a 1,5 °C, establecido en el Acuerdo de París, es necesario reducir las emisiones en esa cantidad cada dos años para 2030. Por lo tanto, en cierto sentido, el aislamiento obligatorio logró el objetivo de reducción de emisiones de CO₂ para dos años en solo cuatro meses. Naturalmente, ese ritmo de reducción podría no mantenerse una vez que se recupere la actividad. Pero, al menos, puso de manifiesto lo que es necesario.

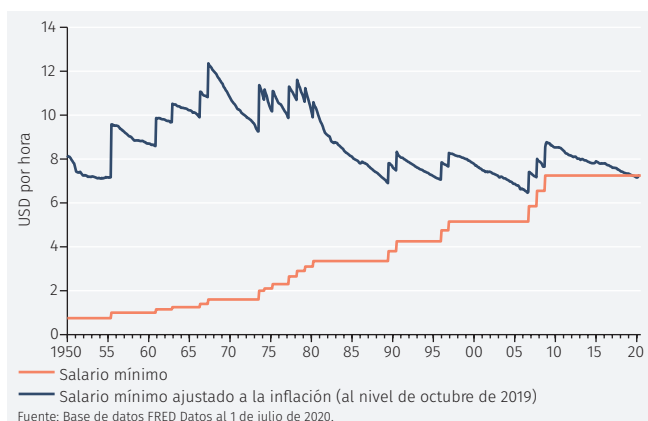
30. Aislamiento y emisiones de CO₂



Consideraciones sociales

Entre los peor remunerados durante el aislamiento se encuentran los trabajadores clave de diversas áreas esenciales, por ejemplo, atención médica, recolección de basura y servicios de reparto. Las empresas y los

31. Salario mínimo en los Estados Unidos



gobiernos tendrán dificultades para resistirse a aumentar los salarios de dichos trabajadores cuando se levante la medida de aislamiento obligatorio. En los Estados Unidos, el salario mínimo es casi la mitad de lo que era a fines de la década de 1960 (véase la Figura 31).

Las condiciones de trabajo y de vida también se examinarán con mayor profundidad. La inadecuación de los equipos de protección personal (EPP) para los trabajadores de la salud en el Reino Unido, las condiciones de hacinamiento e insalubridad en las que viven los trabajadores migrantes en Asia y la rápida propagación de la enfermedad en las residencias para la tercera edad han suscitado profundas preocupaciones sobre el tratamiento que reciben los trabajadores en todo el mundo.

32. Brecha salarial entre los Consejeros Delegados y los trabajadores en los Estados Unidos



La brecha salarial entre los trabajadores normales y los Consejeros Delegados en los Estados Unidos es más de diez veces mayor que en la década de 1960 (véase la Figura 32). Una brecha de esa magnitud será aún más difícil de justificar a medida que se presta cada vez más atención a la desigualdad social.

Gobernanza

Durante el período de aislamiento obligatorio, por lo general no se pudieron llevar a cabo las reuniones generales anuales corporativas en forma presencial. Reemplazarlas por reuniones virtuales es una solución que puede aumentar la asistencia, la participación y el control. Eso debe ser visto con buenos ojos. Los directivos a menudo han tenido que tomar decisiones importantes durante el aislamiento, por ejemplo, en materia de recaudación de capital, despidos de personal y pagos. La comunicación virtual, más sencilla y rápida, puede mejorar el control de ese tipo de decisiones. Si eso sucede, la comunicación virtual debe ser bien acogida.

Medir la buena gobernanza es complicado. El enfoque suele centrarse en aspectos fácilmente cuantificables, como la diversidad de género y la separación de las funciones del Consejeros Delegados y del presidente. Si bien esos aspectos son importantes y pertinentes, es posible que no capten las numerosas sutilezas de una buena gobernanza.¹¹ Adoptar nuevos métodos de comunicación puede ser útil a ese respecto.

¹¹ Comentario hecho por Jason Jay, miembro del panel de futuros líderes de EFGAM, en nuestro reciente podcast "Beyond the benchmark" (Más allá del punto de referencia), episodio 13.

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. 2091, Las Condes, Santiago.

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: 31000500424509. 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 Licenciario 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, Switzerland. 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.