

# GLOBAL OUTLOOK 2023

¿EL FIN DE LA GLOBALIZACIÓN?



- ¿El fin de la globalización?

Global Outlook 2023

## • Índice

01• Editorial	4
¿EL FIN DE LA GLOBALIZACIÓN?	
02• Principales mensajes	6
03• Focus	8
VUELVEN LAS FRONTERAS	9
REGIONALIZACIÓN DE LAS CADENAS DE SUMINISTRO: ¿MITO O REALIDAD?	13
MERCADOS EMERGENTES: ¿DESGLOBALIZACIÓN DEL COMERCIO O DESARROLLO DEL MERCADO INTERIOR Y DE LOS SERVICIOS?	17
¿HACIA UNA RELOCALIZACIÓN DEL AHORRO Y DE LA FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS?	22
¿OFRECE LA DESGLOBALIZACIÓN OPORTUNIDADES PARA LA RENTA VARIABLE NACIONAL?	27
¿VUELVE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA Y LAS DIVERGENCIAS MONETARIAS?	31
04• Macroeconomía	34
CRECIMIENTO MUNDIAL LENTO Y DIVERGENCIA CRECIENTE DE LAS POLÍTICAS	35
05• Asignación: Escenario 2023	40
IMPACTO EN LAS PRINCIPALES CLASES DE ACTIVOS	41
06• Presencia internacionales	44
07• Glosario	46
Exención de responsabilidad	48

# 01 |

## Editorial

### ¿EL FIN DE LA GLOBALIZACIÓN?

¿Se ha hecho dominante la marcha atrás de la globalización? Como todos los discursos que se ponen muy de moda, esta noción corre el riesgo de utilizarse para todo de forma algo perentoria, y llevarnos a abandonar las orillas del pensamiento racional para entrar en el terreno de los eslóganes políticos.

Así nació este concepto programático: un proyecto originado en los movimientos contra la globalización, que abogan por el desmantelamiento o la reconstrucción de una globalización cuestionada por sus efectos sobre las desigualdades, el medio ambiente, o la soberanía fiscal y monetaria de un país.

En un principio era sinónimo de radicalismo, pero desde 2016 ocupa un lugar central en el debate económico y político, y es un fenómeno que se ha extendido desde la pandemia de la COVID-19. El Brexit y la victoria de Donald Trump tenían en común que reflejaban una revuelta de la clase media contra las élites tradicionales, autoras y actoras de esta globalización, que habían aceptado una desindustrialización galopante.

Es probable que estas convulsiones políticas fueran un punto de inflexión en la creciente aceptación de la idea de la marcha atrás de la globalización entre las élites. Resulta bastante lógico: si la globalización de los años 90, deseada e iniciada por EE. UU., ya no beneficia a este país, la situación cambia. En definitiva, hablar de fin de la globalización en Washington o Davos es lo mismo que plantear la cuestión de la pérdida de liderazgo estadounidense y el ascenso espectacular de China.

Así, viendo las repercusiones sociales de la globalización que sacuden nuestros sistemas políticos y cuestionan a los poderes fácticos, aparece la urgencia de replantear los términos de la ecuación. Lo que ahora está en juego es tanto el mantenimiento de un modelo industrial en los países occidentales como la supervivencia de la democracia liberal moderada, que se ha basado principalmente en el auge de la clase media durante más de un siglo y, especialmente, desde 1945. En última instancia, la constatación de la polarización política, la pérdida de influencia de los partidos tradicionales moderados y su trastorno por candidatos fácilmente etiquetados como "populistas" lleva a preguntarse sobre la relación entre la globalización, la distribución de la riqueza y el modelo político.

La COVID-19 fue, según Carmen Reinhart, “la última puntilla al ataúd de la globalización” (21 de mayo de 2020). Ahora es el momento de la autonomía estratégica ante una pandemia que ha revelado nuestras dependencias y vulnerabilidades. La globalización de las cadenas de producción y abastecimiento, antes alabadas por los grandes grupos internacionales, se ha convertido en una trampa; la reducción de la interdependencia global ha invadido por consiguiente las salas de los consejos de administración y ha dado lugar inmediatamente a eslóganes y fórmulas a modo de réplica (*nearshoring, friendshoring*<sup>1</sup>), con el riesgo de sustituir una dependencia por otra.

Sin embargo, la verdadera puntilla al ataúd ha sido el estallido de la guerra en Ucrania, que ha supuesto el fin de la idea de una globalización feliz o una paz mundial después de la Guerra Fría. El conflicto precipitó la aparición de fisuras tectónicas en el ámbito geopolítico y acentuó la sensación de urgencia en Europa para reducir su dependencia de Rusia en el ámbito energético, además de una mayor autonomía militar. La paradoja es que Europa tendrá que ir más lejos para comprar el gas a corto plazo mientras acelera su transición energética. Las cuestiones medioambientales (en parte, origen de los primeros movimientos contra la OMC, Organización Mundial del Comercio, en Seattle en 1999) están efectivamente en el centro de los debates: producir energía renovable en lugar de importar gas y reciclar en lugar de seguir importando productos desechables. Si bien es cierto, todos somos conscientes de que una dependencia expulsa a la otra y que la electrificación de nuestros diferentes suministros energéticos depende de otras materias primas que hay que importar.

En el fondo, este conflicto y las sanciones que lo acompañan parecen haber invertido prácticamente el orden de prioridades entre la política y la economía. Occidente llevaba tres décadas en un mundo en el que las relaciones diplomáticas (especialmente, con China) estaban determinadas por cuestiones económicas (firmar contratos, exportar y aprovechar el auge chino).

La capacidad de producir y comerciar ahora está definida por el marco político y geopolítico, y en este punto, el tema se concreta considerablemente: ¿dónde debemos producir mañana? ¿Con quién podemos comerciar? ¿Cómo puede integrarse el marco geopolítico a largo plazo en las decisiones sobre la ubicación de una fábrica o la elección de un socio? ¿Sigue siendo posible invertir en países emergentes a escala mundial como antes? ¿Son las interdependencias comerciales, industriales y tecnológicas demasiado fuertes para dar marcha atrás? ¿Los países occidentales también dependen del ahorro acumulado en Asia y Oriente Próximo?

Con los años, el eslogan parece haberse convertido en una constatación de la realidad, a veces demasiado rápida y caricaturesca para ser cierta: ya estamos en una fase de contracción de la interdependencia global, como demuestran la disminución del peso del comercio en el PIB mundial y la reubicación de la producción. Sin embargo, como ocurre con cualquier relato de aceptación fácil y generalizada, existe el riesgo de que se falsee la realidad. ¿Qué hay realmente detrás de este eslogan o de esta creciente preocupación de las élites?

Este es el propósito del actual *Global Outlook*: intentar descifrar, desde varios ángulos, el porcentaje de realidad de una tendencia a la globalización que ciertamente no es tan irreversible como se creía, pero cuya reconfiguración no suponga quizás un retroceso. Creemos que los retos económicos, industriales y financieros son lo suficientemente importantes como para dedicarles las páginas siguientes.

*Les deseamos a todos  
una buena lectura.*



Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

1 - Término utilizado por la secretaria del Tesoro estadounidense, Janet Yellen, que significa el compromiso de trabajar con (o trasladarse a) países que “se adhieren firmemente a un conjunto de normas y valores sobre cómo operar en la economía mundial y cómo gestionar el sistema económico mundial”.

# 02 |

## Principales mensajes

### MARCO GEOPOLÍTICO

- Un mundo más fragmentado, marcado por el declive de las instituciones internacionales y el aumento de los conflictos, que se ve acentuado por el incremento del riesgo geopolítico.
- Nuevas líneas divisorias en el mundo, con un mayor riesgo de polarización entre EE. UU. y China.
- Un nuevo marco para los inversores y las empresas que deben integrar más el riesgo país y el marco geopolítico en sus decisiones.

### COMERCIO

- Una tendencia demostrada a la baja del peso del comercio en el PIB y una multiplicación de las medidas proteccionistas en los últimos años.
- Sin embargo, los datos recientes también se han visto afectados por los años de la COVID-19 y por una desaceleración del comercio que no refleja necesariamente la reducción de la interdependencia global, sino la progresión espectacular de los servicios en los mercados emergentes.

- La búsqueda de la autonomía estratégica mencionada en Europa es igual de intensa en China, ya que esta persigue sustituir las importaciones por la producción nacional.

### CADENAS DE VALOR

- Cadenas de valor alteradas por la COVID-19 y ahora por el conflicto de Ucrania, así como por las sanciones o las restricciones a la exportación.
- Una búsqueda de menor dependencia en los suministros que no conduce al fin de la globalización sino a una reconfiguración regional de las cadenas de valor.
- Modelos energéticos en transformación que también pueden reducir el peso del comercio mediante la sustitución gradual de los combustibles fósiles por energías renovables.
- Estas tendencias contribuyen a aumentar la inflación estructural y a reducir la rentabilidad del capital invertido (nivel de existencias más elevado y mayores costes de producción).

## FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS Y GLOBALIZACIÓN DEL AHORRO

- Pueden distinguirse varios modelos entre EE. UU. (financiado por los fondos de pensiones y los países exportadores), Europa (refinanciado por el modelo regulado de bancaseguros<sup>2</sup>) y Asia (China y la India financiados por un importante ahorro interno).
- No hay pruebas de una tendencia a la utilización interna del ahorro o a un uso más específico de las reservas de divisas en el entorno de la rivalidad entre China y EE. UU.
- Sin embargo, el fin de la flexibilización cuantitativa vuelve a poner sobre la mesa la cuestión de la dependencia que tienen los Estados de la financiación. La credibilidad de las políticas presupuestarias y la autonomía de las políticas monetarias siguen siendo las claves de la capacidad de refinanciación internacional.

## MERCADOS DE DIVISAS

- El actual dominio del dólar antecede en 40 años (1945) a la llegada de la segunda globalización y no ha sido cuestionado ni por el fin de Bretton Woods ni por el auge de China como potencia dominante del siglo XXI.
- Sin embargo, la regionalización del comercio y la multiplicación de las transacciones en otras monedas podrían dar lugar al nacimiento de un mundo de bloques monetarios múltiples.
- La pérdida de la condición de moneda de reserva del dólar sería un factor desestabilizador para la esfera financiera y encarecería los desequilibrios de la economía estadounidense.

## VALORES MUNDIALES FRENTE A ACCIONES NACIONALES

- Los sectores expuestos al crecimiento mundial del consumo y basados en la producción deslocalizada en las economías emergentes han sido más vulnerables a los trastornos del suministro y al aumento de los costes de producción y transporte.
- Los valores nacionales son también una forma de posicionarse en una serie de sectores que se benefician de las tendencias actuales, como la transición energética y la robotización, sin cuestionar el poder de los líderes tecnológicos o la resistencia de las grandes marcas mundiales con un gran poder de fijación de precios.

## PERSPECTIVAS PARA 2023

- El crecimiento mundial se ve afectado tanto por las tensiones geopolíticas y energéticas como por las consecuencias que tienen la inflación y la subida de los tipos de interés sobre la demanda.
- El panorama es muy incierto: la recuperación de China se hace esperar, Europa cae presa de la recesión, pero cuenta con un fuerte apoyo presupuestario, y EE. UU. parece librarse de la recesión, aunque no del debilitamiento de la inversión y del consumo.
- La inflación es más persistente a corto plazo, con un mayor componente estructural debido a la reconfiguración de las cadenas de valor y al coste de la transición energética.

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

- Las interdependencias siguen siendo fuertes y son una fuente de desequilibrios, desde el ámbito comercial hasta las cuestiones de financiación de la deuda, pasando por la tecnología y la energía: la importancia de las temáticas de la energía, el medio ambiente y la robótica en este entorno.
- Un marco macro financiero que señala el regreso del rendimiento y de la renta fija, tras una década impulsada por la temática del crecimiento y la renta variable.
- Integración de una mayor prima de riesgo país por parte de los mercados, y una diversificación geográfica que se reforzará en las asignaciones, con terceros países que podrán beneficiarse de este nuevo entorno energético y geopolítico.
- Vamos hacia un reajuste estructural del peso de China en las carteras, inicialmente impulsada por tendencias seculares, pero afectada tanto por los retos económicos internos como por un marco político y geopolítico transformado.



**Vincent MANUEL**  
Chief Investment Officer

03



Focus



## VUELVEN LAS FRONTERAS

La globalización no se limita a una intensificación del comercio y de la inversión a escala internacional, sino que cuenta además con una fuerte dimensión geográfica, como su propio nombre indica, que refleja la unificación del espacio y la desaparición de las fronteras. Aunque este punto sigue siendo uno de los pilares de un espacio como la Unión Europea, es evidente que la tendencia es la vuelta de las fronteras.

Se suponía que la caída del Muro de Berlín iba a dar paso a un mundo unipolar y sin fronteras dominado por EE. UU., cuyo gran poder sugería una *pax americana* duradera. Las instituciones internacionales fundadas en 1945 se revitalizaron en la década posterior a la Guerra Fría. Era el momento de construir objetos políticos transnacionales marcados por la eliminación parcial o más marcada de las fronteras dentro de estos espacios (Unión Europea, TLCAN<sup>3</sup>, Mercosur<sup>4</sup>, etc.). Una fecha simbólica fue la firma del Acuerdo de Schengen en 1990, preludio de la apertura de las fronteras en 1993. A su vez, EE. UU. estableció el TLCAN con México y Canadá en 1992.

### UNA NUEVA DEFINICIÓN DE LOS ESTADOS NACIÓN

Esta temática de la posible eliminación de las fronteras fue muy formulada en la década de los noventa, especialmente, por Bertrand Badie (*La fin des territoires*, 1995), quien señaló el cuestionamiento del territorio como expresión de la soberanía de un Estado. Esta se redefinía bajo un halo que combinaba el poder comercial y tecnológico, y el *soft power*<sup>5</sup> cultural, mientras que el poder militar se expresaba principalmente por la capacidad de proyección rápida de un ejército en varias zonas simultáneamente a miles de kilómetros de distancia. Al mismo tiempo, la dilución de la soberanía en el federalismo europeo parecía desafiar la noción clásica del Estado nación. La defensa de la frontera física del Estado ya no parecía ser un problema para nuestros generales y la cuestión de la seguridad se jugaba ya a larga distancia, desde los campos de entrenamiento hasta la financiación del terrorismo, pasando por la ciberdelincuencia. La guerra clásica, definida como un enfrentamiento directo para la conquista de un territorio o la defensa de una frontera, se consideraba anticuada.

Desde entonces, asistimos a un doble fenómeno: por un lado, la circulación de bienes y personas en todo el mundo aumenta considerablemente (cadenas de valor entrelazadas, el turismo global de masas o las migraciones económicas) y, al mismo tiempo, se cuestiona la idea de la eliminación de las fronteras.

### FRENO A LA ELIMINACIÓN DE LAS FRONTERAS

En algunas ocasiones, las primeras objeciones relativas a las fronteras llegaron incluso de los mismos países que iniciaron un proyecto de eliminación de estas, ya sean destinadas a suspender Schengen o proponer su modificación o desaparición; este fue el caso de Francia durante los atentados terroristas de 1995, o de Alemania y Austria ante la ola migratoria de 2015. Es indudable que el recrudecimiento de la crisis migratoria en el Mediterráneo ha vuelto a situar la cuestión de las fronteras exteriores e interiores de la Unión Europea (UE) en el centro de los debates del Consejo Europeo, y del debate político italiano, ya que la península tiene el litoral mediterráneo más importante de la UE.

Tanto la elección de Donald Trump como el referéndum sobre el Brexit en 2016 supusieron un paso adelante en el retorno de las fronteras, ya sean imaginarias (el muro contra la inmigración mexicana) o reales (la salida de la UE). La cuestión de las fronteras y los inmigrantes procedentes de la UE fue, en efecto, el centro del debate sobre el referéndum. Por primera vez, podía imaginarse una salida de la unión aduanera y del mercado único, y supuso una prueba real de las consecuencias del cierre de fronteras, con la vuelta de la inflación y la escasez de mano de obra. Más allá de las especificidades británicas de este referéndum, puede observarse una multiplicación de los intentos secesionistas y regionalistas (de Escocia a Cataluña) que muestra que la vuelta de las fronteras también responde al malestar de la identidad en una globalización cultural.



LA GLOBALIZACIÓN  
de los años noventa:  
**CUESTIONAR**  
la frontera  
y el Estado nación

3 - TLCAN: Tratado de Libre Comercio de América del Norte, ahora T-MEC (Tratado entre México, EE. UU. y Canadá).

4 - Mercosur: alianza comercial estratégica entre varios países sudamericanos: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

5 - El *soft power* (que puede traducirse como una "forma sutil" o el "poder de convencer") es un concepto utilizado en las relaciones internacionales.



Aunque “la globalización no es la culpable” (Paul Krugman) de todas las tensiones culturales, políticas y sociales de los países occidentales en los últimos 15 años (la revolución tecnológica también es responsable del aumento de las desigualdades), es evidente que la eliminación de las fronteras exteriores de los países ha ido acompañada del (re) nacimiento de las fronteras interiores. Los conceptos dualistas se han multiplicado para caracterizar este fenómeno: los *insiders* frente a los *outsiders* (Londback/Snowder 1985) en el mercado laboral, y los *anywhere* frente a los *somewhere* (David Goodhart, *The road to somewhere*, 2017) en el ámbito de la identidad y la política, también descrito en *La France périphérique* (Christophe Guilluy, 2014) y en *L’archipel français* (Jérôme Fourquet, 2019). Esta polarización interna va acompañada de una creciente conciencia de la desigualdad del reparto de beneficios de la globalización (y del progreso técnico), por lo que el discurso de la reconstrucción de las fronteras exteriores con la esperanza de reedificar la unidad nacional encuentra, como es lógico, un importante eco político. Esto no deja de tener consecuencias en el terreno geopolítico, ya que debilita las organizaciones políticas transnacionales, la lógica del multilateralismo y la cooperación internacional, o incluso la participación en todo planteamiento de seguridad colectiva.

#### DE LA FLUIDEZ A LA SEGURIDAD

La crisis de la pandemia ha dado un vuelco a la concepción de las fronteras de los años noventa, es decir, una línea que marca el paso de un territorio a otro, un paso mayoritariamente fluido y rápido. La primera respuesta a la pandemia mostró además el peso de las nociones heredadas del periodo posterior a 1989, y la polarización y la politización de la frontera: por un lado, cerrar las fronteras para proteger a la propia población sería peligroso; por otro, los riesgos siempre vienen de fuera. Francia y otros países de la UE se negaron inicialmente a bajar la barrera al comienzo de la pandemia, pero la idea de que la protección sanitaria lo justificaba se normalizó rápidamente, sobre todo, a la vista de las medidas aplicadas por China, EE. UU. y el Reino Unido. Por lo tanto, es indudable de que hay un antes y un después en este frente, y la idea de cerrar las fronteras ante una amenaza exterior podría repetirse. Las implicaciones económicas son, por supuesto, significativas, ya que generan tanto trastornos en la cadena de suministro como escasez de mano de obra en algunos países.



Esta época marca también la vuelta del incremento de los presupuestos militares después de varias décadas de declive; el regreso de la frontera cambia así la asignación de recursos en muchos países. El dividendo de la paz ha llegado a su fin; si los principales países del mundo deben gastar el 3% o más de su PIB en defensa o en ayuda a Ucrania, es un tanto que no se destina a los inversores en favor de la innovación o la educación, lo que probablemente afecte a nuestro crecimiento potencial a largo plazo.

Esta rivalidad también conduce a erigir fronteras capitalistas (cotización de empresas chinas en la bolsa estadounidense) o tecnológicas (semiconductores). La rivalidad entre los dos países seguirá siendo el telón de fondo del marco geopolítico de este nuevo siglo, aunque este no limita la supuesta bipolaridad, que además no abarca todo el mundo.

El último combustible para el retorno de las fronteras es la lucha contra el cambio climático, que pone en duda la continuación de la deslocalización, que es a la vez más costosa y se percibe peligrosa para el medio ambiente. Después de varias décadas marcadas por una agenda de libre comercio, Europa cambia de tono y la idea de un impuesto fronterizo sobre el carbono -sea efectivo o no- marca un punto de inflexión.

Como conclusión, el mundo actual muestra una gran variedad de nuevas fronteras que se superponen, pero que no siempre se solapan, que tienden a multiplicarse -energéticas, comerciales, capitalistas, tecnológicas y geopolíticas- y que van encaminadas a generar un mundo más fragmentado, menos legible y menos fluido, con movimientos tectónicos difíciles de prever y potencialmente cargados de consecuencias. Este nuevo mapa del mundo determinará la forma de enfocar las inversiones internacionales en los próximos años y marca el regreso del riesgo país. En concreto, los intentos de relocalización las cadenas de valor fuera de China deben tener en cuenta el futuro de ciertos países (percibidos como alternativas a China) y su futuro posicionamiento geopolítico.

## NUEVAS PLACAS TECTÓNICAS

Este periodo también marca la aparición de nuevas líneas divisorias en el mundo. La lista de países que se han negado a votar a favor de las sanciones contra Rusia incluye a naciones inspiradas en parte por una tradición de neutralidad (como la India) y en parte contentas de poder seguir comerciando con Rusia y recibir el petróleo que Occidente ya no compra. La cuestión de Oriente Próximo -bastante equidistante de Occidente y China- es hoy objeto de acalorados debates y disputas: por un lado, entre EE. UU. y Europa, que buscan renovar sus relaciones deterioradas y, por otro, China, un socio importante en la región.

Es más probable que China siga el ejemplo de Oriente Próximo, busque mantener una distancia equitativa con EE. UU., Rusia y Oriente Próximo, sin llegar a dar nunca el paso a un papel cobeligerante<sup>6</sup> de facto, como se observa en el considerable incremento de sus compras de energía a Rusia, aunque por el momento se abstenga de toda cooperación militar. Occidente intenta así dibujar una línea amarilla como una forma de impermeabilidad parcial entre China y Rusia. En este nuevo entorno, China intenta convencer al mundo de que hay que abandonar una nueva retórica de guerra fría y pretende trasladar la responsabilidad a EE. UU., al tiempo que reclama su papel de potencia regional dominante.



**Vincent MANUEL**  
Chief Investment Officer



6 - Estados involucrados en un conflicto con un enemigo común, ya sea en alianza entre sí o no.

## REGIONALIZACIÓN DE LAS CADENAS DE SUMINISTRO: ¿MITO O REALIDAD?

El trastorno del comercio de las empresas multinacionales como consecuencia de la pandemia y la guerra de Ucrania ha reavivado el debate sobre las cadenas de valor mundiales (CVM) y los riesgos de la deslocalización. Hasta ahora, los datos no sustentan una mayor regionalización, pero la necesidad de favorecer una huella más regional de las industrias aumentará para algunos sectores estratégicos y, de forma general, debido a la descarbonización.

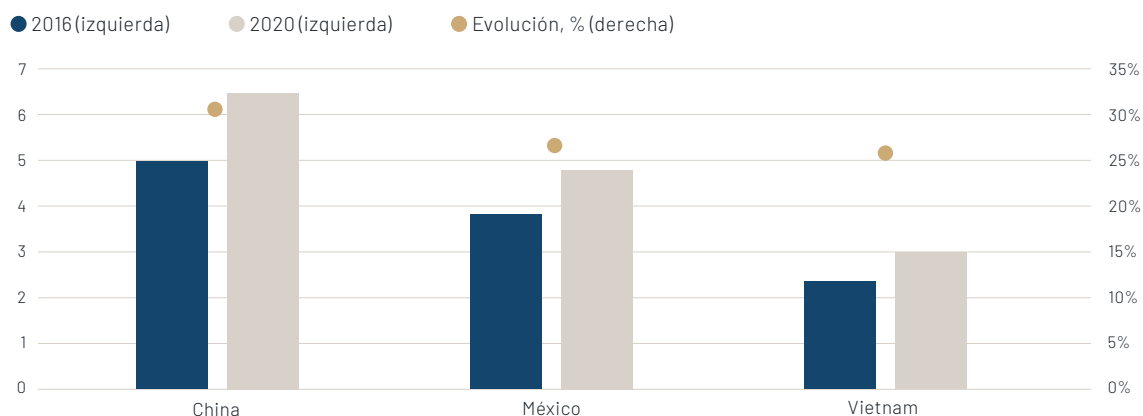
### ¿ES LA REGIONALIZACIÓN LA NUEVA GLOBALIZACIÓN?

La OCDE describe la regionalización o *nearshoring* como la decisión de relocalizar actividades previamente deslocalizadas, no necesariamente en el país de origen de la empresa, sino en un país vecino. Tras años de deslocalización a gran escala con la esperanza de reducir costes y mejorar la eficiencia de la producción, las empresas buscan cada vez más estrategias de abastecimiento más diversificadas y consideran más opciones para estructurar sus procesos de producción. Así, los responsables de las cadenas de suministro tienen en cuenta la evolución del entorno:

- Las graves limitaciones de suministro sufridas por los fabricantes durante la pandemia y la guerra de Ucrania, que exigen una mayor solidez en las cadenas de suministro.
- Los cambios estructurales, en los que los consumidores se han convertido en un factor mucho más importante de la cadena de valor de la fabricación, al exigir productos personalizados, lo que requiere una mayor proximidad y flexibilidad en la producción.

- El aumento de los costes logísticos, especialmente con criterios de desarrollo sostenible y la necesidad de considerar mejores condiciones de trabajo y menor huella de carbono.
- El desarrollo de las nuevas tecnologías, con una mayor robotización como alternativa a la mano de obra de bajo coste y poco cualificada que aumenta el atractivo de las cadenas de valor regionales. La consultora McKinsey estima que la automatización, la inteligencia artificial y la fabricación aditiva podrían reducir hasta un 10% el comercio mundial de mercancías para 2030.
- El coste por hora de la mano de obra manufacturera ha aumentado en torno al 30% en China, México y Vietnam (gráfico 2), aunque siguen siendo un 75% más barato que en el mismo sector en EE. UU.
- Por último, cabe tener en cuenta las cuestiones de seguridad nacional relativas al suministro de bienes estratégicos, ya sea en materia de tecnología o de salud.

GRÁFICO 2: COSTE POR HORA DE LA MANO DE OBRA EN LA INDUSTRIA, USD



Fuentes: Statistica, Indosuez Wealth Management.



La regionalización es una forma de solución intermedia entre la globalización y la deslocalización que permite a los fabricantes reducir los mayores riesgos asociados a la globalización y mantener, al mismo tiempo, un grado de diversificación en sus cadenas de valor y aumentar la proximidad a los clientes finales.

### REGIONALIZACIÓN: DATOS Y CIFRAS

Los datos son muy limitados cuando se trata de medir el avance de la regionalización, especialmente, a escala subnacional. En general, a pesar de que el interés por la regionalización ha aumentado considerablemente, hasta el momento no existen muchas pruebas del incremento de esta.

#### Las importaciones de productos manufacturados apenas muestran signos de desaceleración en EE. UU.

A pesar de las múltiples acciones políticas de las Administraciones de Obama y Trump para reforzar la fabricación nacional estadounidense, los hechos indican lo contrario. Las importaciones de productos manufacturados como porcentaje de la producción manufacturera total del país aumentaron del 37% de principios de la década de 2000 al 54% antes de la pandemia.

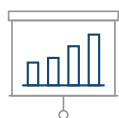
#### Distancia comercial

Según el índice DHL Global Connectedness, los flujos comerciales se han extendido a distancias más largas desde 2004, aunque con una pausa entre 2012 y 2018 (gráfico 3).

#### Al margen de Asia, el comercio intrarregional no ha aumentado significativamente en la última década

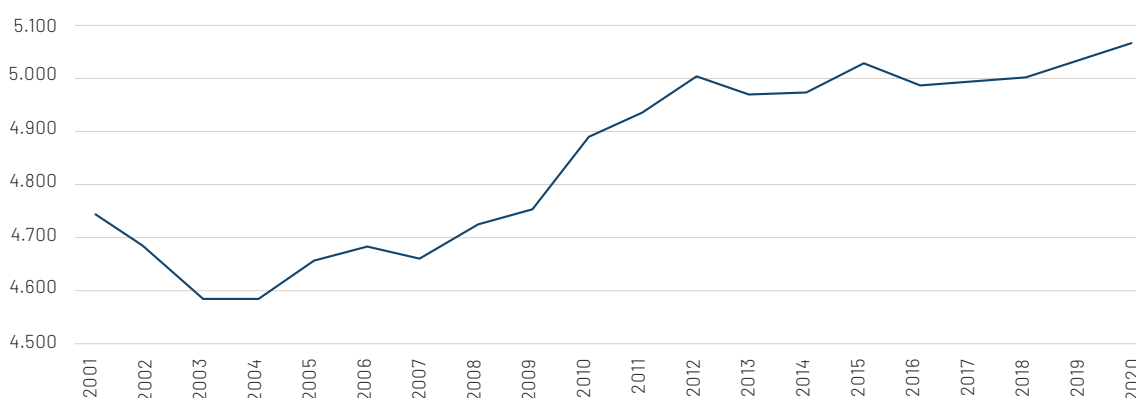
Los datos comerciales ofrecen una visión general del aumento del comercio regional en las cuatro principales zonas del mundo, como puede observarse (gráfico 4, página 15):

- La integración regional de mercancías es mayor entre los Estados miembros de la zona euro y los países miembros del T-MEC<sup>7</sup>, aunque ambos han experimentado una tendencia a la baja desde principios de la década de 2000 y apenas un ligero repunte tras la crisis financiera mundial.
- El crecimiento del comercio regional fue mayor en la región de Asia-Pacífico y ya estaba aumentando antes de la firma del tratado comercial RCEP<sup>8</sup> en 2019. Asimismo, el comercio crece a medida que estas economías van desarrollándose y van dependiendo menos de la demanda de las naciones más ricas.
- Por último, la regionalización no parece haber calado en el Mercosur.



El comercio regional ha sido mayor en la  
**REGIÓN DE ASIA-PACÍFICO**

GRÁFICO 3: DISTANCIA MEDIA RECORRIDA EN EL COMERCIO DE MERCANCÍAS, KILÓMETROS



Fuentes: Índice DHL Global Connectedness, Indosuez Wealth Management.

7 - T-MEC: Tratado entre México, EE. UU. y Canadá.

8 - RCEP: *Regional Comprehensive Economic Partnership*, Asociación Económica Integral Regional, tratado de libre comercio entre quince países del Océano Pacífico: Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam, Australia, China, Japón, Corea y Nueva Zelanda.

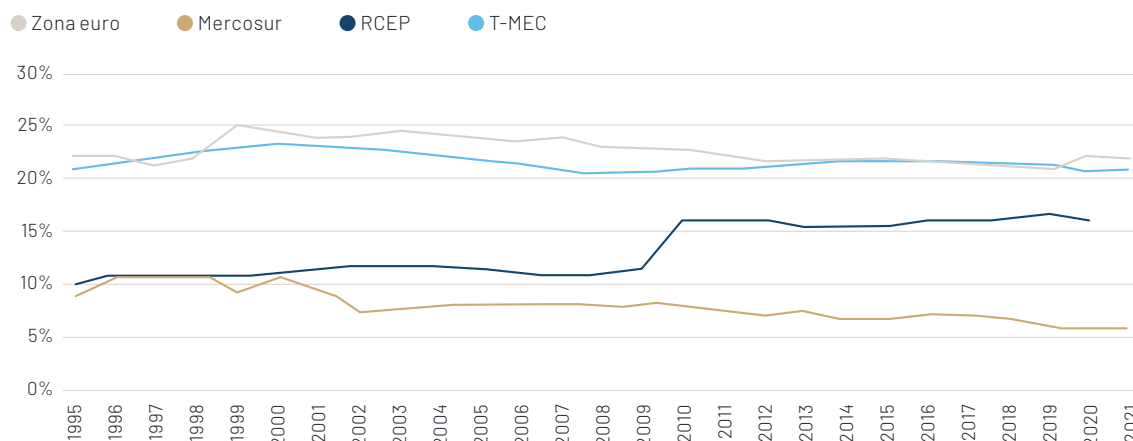
Aunque se ha producido un sólido crecimiento en el comercio de mercancías dentro de estas regiones, el crecimiento del comercio intrarregional ha sido inferior al del comercio total de la región. De 2000 a 2021, el comercio intrarregional en la zona euro aumentó un 137% frente al 163% del comercio total; en el T-MEC, un 112% frente al 137%; entre los miembros del RCEP, un 347% frente al 430%; y, por último, en el Mercosur, un 115% frente al 296%. Al mismo tiempo, EE. UU. y Alemania han multiplicado por diez su comercio con China (aunque este se ha debilitado desde 2018). Por último, es importante destacar que estas tendencias están relacionadas exclusivamente con la apertura del comercio de bienes; el comercio de servicios, en proporción al PIB, ha crecido mucho más. Según un informe de McKinsey de 2020, de los bienes comercializados, el automóvil, los productos químicos, los alimentos y las bebidas suelen importarse de socios regionales, mientras que el comercio de la industria aeroespacial, el equipamiento médico y los productos farmacéuticos suele ir más lejos.

#### HASTA EL MOMENTO, LA PANDEMIA NO HA SIDO EL ESTÍMULO QUE SE ESPERABA EN LA REGIONALIZACIÓN

Según la Harvard Business Review<sup>9</sup>, la pandemia ha incrementado de hecho el comercio a larga distancia, con un aumento de las exportaciones asiáticas para satisfacer la demanda. Además, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha observado un aumento de la cuota de mercado de las fábricas asiáticas en Europa y EE. UU., lo que, según estos investigadores, puede estar relacionado con lo siguiente:

- **La globalización del comercio fomentó la especialización y las economías de escala en el sector manufacturero**, lo que permitió a algunas empresas asiáticas aumentar sus exportaciones durante la pandemia. La reconfiguración de las cadenas de suministro lleva su tiempo de ejecución. Según el FMI, las ganancias de cuota de mercado de las fábricas asiáticas a mediados de 2020 fueron importantes y rápidas respecto a los estándares históricos, pero también parecen estar revirtiendo rápidamente.
- **Incrementar las existencias de productos es la solución más fácil a corto plazo**. Las empresas prefieren aumentar los niveles de existencias y duplicar el abastecimiento de materias primas en lugar de regionalizar las cadenas de suministro y deslocalizar su propia producción. Según un análisis de la industria manufacturera de Goldman Sachs (2022), las empresas tienen como objetivo, por término medio, un ratio existencias/ventas un 5% superior, aproximadamente, al de antes de la pandemia.
- **Las numerosas consecuencias de la guerra en Ucrania han favorecido el comercio a larga distancia**. Por ejemplo, Europa está aumentando sus importaciones de energía procedentes de países más lejanos para reducir su dependencia de Rusia. Al mismo tiempo, Rusia comercia más con Asia que con Europa, a pesar de que la distancia es mayor.

#### GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DEL COMERCIO DE MERCANCÍAS INTRAZONA; % DEL COMERCIO TOTAL



Fuentes: COMTRADE, Indosuez Wealth Management.

9 - Harvard Business Review (mayo de 2022) *Trade Regionalization: ¿Más ruido que realidad?*



### ¿SERÁ DIFERENTE ESTA VEZ?

La regionalización no adquiere la misma importancia en todos los sectores, lo más probable es que se mantengan algunos productos de bajo coste y largas cadenas de valor, sobre todo, debido a la mayor especialización. Además, como ha señalado la OCDE, la regionalización no es un juego de suma cero, el *nearshoring* y el *offshoring* pueden ser compatibles y necesarios en este entorno tan ágil, ya que es evidente que, después de la pandemia, la producción nacional por sí sola no garantiza la solidez de las cadenas de suministro. Sin embargo, para los productos farmacéuticos y los semiconductores, el cambio será ineludible por motivos estratégicos.

Por último, el papel de la descarbonización en la tendencia a la regionalización/desglobalización será gradual, pero inevitable: gradual porque las inversiones en energías renovables forman parte de una larga trayectoria (aún más larga en el caso de la energía nuclear), pero a la larga permitirán sustituir las importaciones de energía fósil por energía nacional. La descarbonización plantea un problema de coordinación mundial de primer orden. Indudablemente, será necesario un mecanismo de ajuste arancelario en la frontera para evitar las fugas de carbono hacia regímenes de producción menos regulados; esto puede actuar como motor que amplíe la regionalización europea, aunque su aplicación seguirá siendo compleja.



**Bénédicte KUKLA**  
Senior Investment Officer



## MERCADOS EMERGENTES: ¿DESGLOBALIZACIÓN DEL COMERCIO O DESARROLLO DEL MERCADO INTERIOR Y DE LOS SERVICIOS?

La hiperglobalización posterior a la Guerra Fría ha sido un importante factor de crecimiento para los países emergentes por el papel que ocupan en la cadena de valor. Si bien la pandemia ha vuelto a poner de relieve la sensibilidad de sus economías al comercio mundial, el relativo debilitamiento de la dinámica comercial y el cuestionamiento de la globalización por parte de algunos agentes plantea la necesidad de que los países emergentes se replanteen toda una parte de su economía.



# 37%

porcentaje del comercio en relación con el PIB en China (FRENTE AL 67% DE 2007)

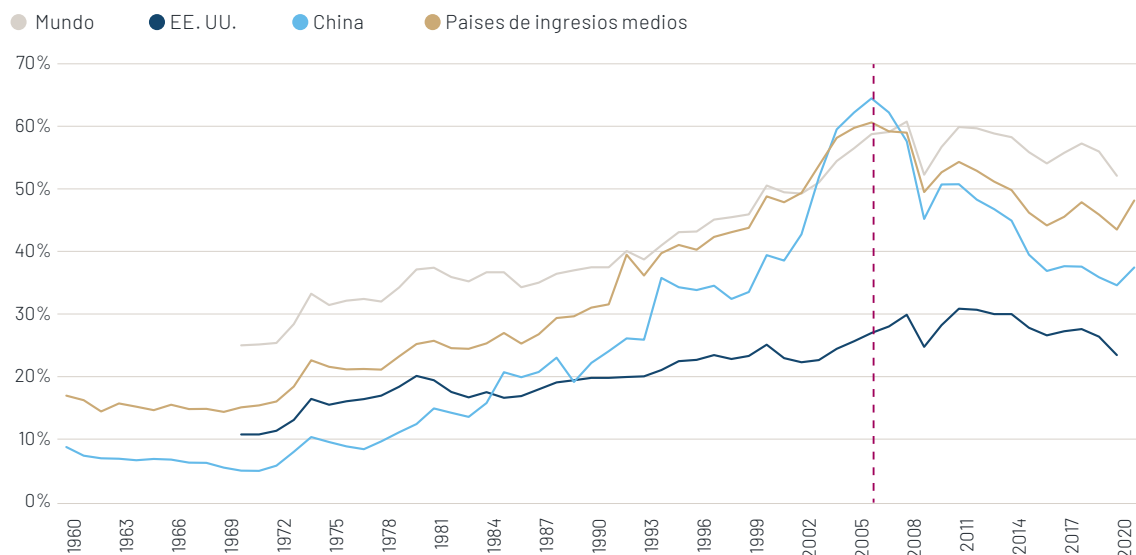
### DEBILITAMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL DESDE 2008

Entre 1970 y 2007, la proporción del comercio dentro del PIB mundial se duplicó con creces y pasó del 20% del principio del periodo al 60% en vísperas de la gran crisis financiera. Esta aceleración se vio facilitada por el desarrollo de las infraestructuras de transporte y por la transformación de las condiciones de negociación entre países tras la Ronda Uruguay, que dio lugar a la Organización Mundial del Comercio (OMC). Este nuevo marco sentó las bases de un ciclo de reducciones arancelarias (del 8,5% de media a principios de los noventa al 2,5% en 2017<sup>10</sup>) y una de sus consecuencias fue el aumento del comercio internacional.

Sin embargo, desde 2008, la proporción del comercio sobre la riqueza mundial parece haberse tocado techo. Los países de renta media, entre los que se encuentra China, son los que más han disminuido su porcentaje del comercio en relación con el PIB (del 62% de 2007 al 37% del PIB en el caso único de China, gráfico 5), aunque su peso en la riqueza mundial ha aumentado (China representa ahora el 18,5% del PIB mundial frente al 11% en 2007).

Varios argumentos pueden explicar esta tendencia. En primer lugar, en el caso de China, el aumento del nivel de vida se ha traducido en el desarrollo del mercado interno y de los servicios.

GRÁFICO 5: DISMINUCIÓN DEL RATIO COMERCIO/PIB, %



Fuentes: Banco Mundial, OCDE, Indosuez Wealth Management.

10 - Banco de Inglaterra, noviembre de 2019, *In focus - Trade protectionism and the global Outlook*.

En segundo lugar, en la última década se ha pasado de un mundo en el que la producción estaba fragmentada, con un número creciente de componentes importados en las economías emergentes, sobre todo en Asia, para su ensamblaje y reexportación, a un nuevo sistema con más integración vertical en el que algunos productos que antes se importaban pasan a ser de producción local. Así, en China, la proporción de las importaciones de componentes ha ido disminuyendo (Shafaeddin, 2014), lo que ha reducido el diferencial entre la proporción del valor añadido en las importaciones y el de las exportaciones chinas (Kee y Tang, 2014). Esta transformación ha dado lugar a una ralentización de la expansión de las cadenas de suministro que ha alterado la relación entre el crecimiento y el comercio, un fenómeno que se discute más ampliamente en un informe del Banco Mundial<sup>11</sup> en el que se muestra que la elasticidad a largo plazo del comercio con respecto al crecimiento ha caído de 1,5 entre 2001 y 2007 a menos de 1 en los cinco años siguientes.

En tercer lugar, la reducción de la competitividad en costes, junto con la evolución de los salarios en los países emergentes, así como la disminución de la proporción de la inversión (intensiva en comercio) en el PIB después de 2008 son también factores adversos para el comercio mundial. Más recientemente, el retorno de la preferencia por lo nacional, ligado a la necesidad de autonomía en sectores estratégicos, ha llevado a un aumento de los derechos de aduana y del número de medidas

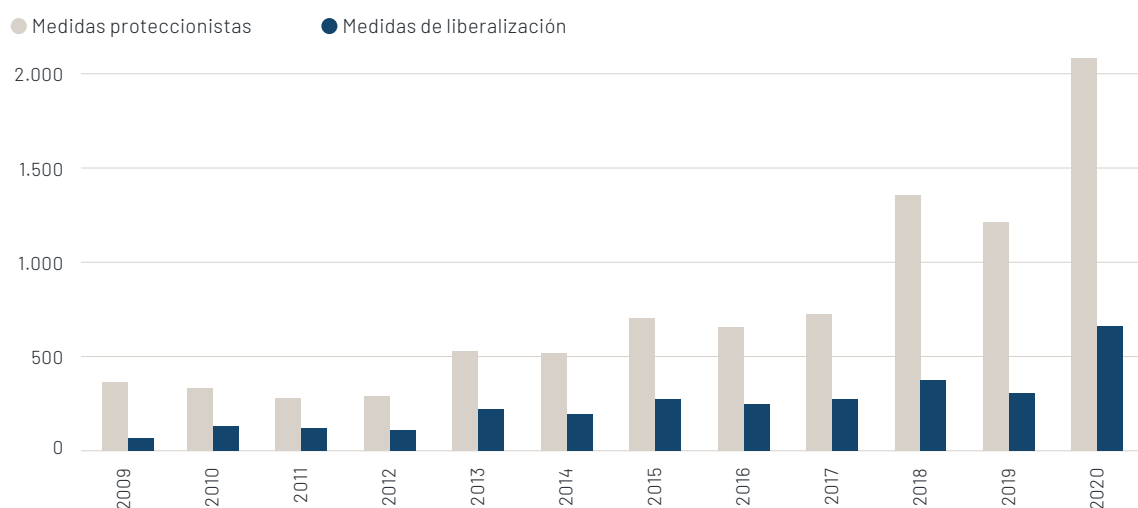
proteccionistas (gráfico 6), que revalúan la conciliación entre las importaciones y la producción nacional, por lo general a favor de esta última. En EE. UU., las importaciones de productos chinos cayeron casi un 25% entre mediados de 2018, cuando se introdujeron nuevos impuestos a la importación, y mediados de 2019 (aunque hay que señalar que parte de la caída puede explicarse por el descenso de la demanda por el endurecimiento de las condiciones financieras en el país en 2018), mientras que el desvío hacia otras economías asiáticas fue limitado.

### ENCONTRAR UNA VÍA DE CRECIMIENTO EN LOS SERVICIOS

Las políticas económicas públicas de los países emergentes han estado orientadas durante mucho tiempo hacia la apertura comercial (introducción de zonas económicas especiales, subvenciones para la fabricación exportadora, etc.) y el desarrollo del sector manufacturero.

Sin embargo, este nuevo entorno está obligando a algunos países a reequilibrar sus factores de crecimiento. La revolución tecnológica, cuyas consecuencias, entre otras, son la robotización y la reducción de la necesidad de mano de obra barata, cambia la situación. Los países emergentes ya no podrán depender únicamente del comercio internacional para continuar su proceso de aproximación a las economías desarrolladas.

GRÁFICO 6: ACELERACIÓN DEL NÚMERO DE MEDIDAS PROTECCIONISTAS



Fuentes: Global Trade Alert, IISD, Indosuez Wealth Management.

11 - C. Constantinescu, A. Mattoo, M. Ruta, 2015, *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*.

Las naciones que se centren en la mejora de las infraestructuras físicas para acelerar la adopción de las tecnologías de quinta generación, la inteligencia artificial y la robótica serán las mejor posicionadas el día de mañana, de ahí el camino que ha emprendido China en su XIV Plan Quinquenal para acelerar la inversión en estos sectores, en los que las ganancias de productividad son mayores<sup>12</sup>.

Los Gobiernos también deben tener en cuenta la mejora de las condiciones de vida de la población de los países emergentes: la consultora McKinsey ya puso de manifiesto en 2005 la relación casi lineal entre la proporción de los servicios en la renta global de un país y el PIB per cápita (en paridad del poder adquisitivo).

La reducción de la pobreza, el aumento del acceso a los servicios bancarios y a Internet, junto con las transferencias tecnológicas de las que han podido beneficiarse los países emergentes, han generado nuevas oportunidades en los servicios (gráfico 7). Estos factores podrían sentar las bases de un crecimiento económico más sostenible, incluso cuando la demografía de los mercados emergentes sea cada vez menos favorable, lo que significa que el crecimiento tendrá que sustentarse cada vez más en el aumento de la productividad. Cabe señalar que, dentro de los servicios, los subsectores que registran las mejores ganancias de oportunidades no son los responsables de la mayor creación de empleo, de ahí la importancia de una política pública más global (educación, servicios sociales, redistribución, etc.) para integrar a toda la población en la transformación de la economía nacional.

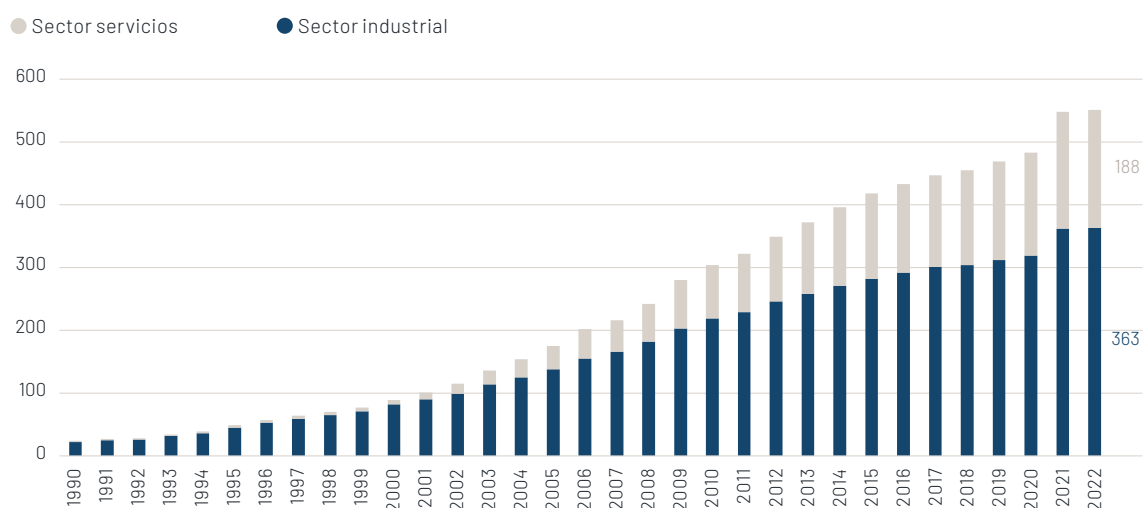
Desde el punto de vista del inversor, esta reorientación hacia los servicios modifica indirectamente la ponderación de los sectores en los índices de renta variable de los mercados emergentes. El peso acumulado de la energía y los materiales representaba un tercio del índice MSCI EM en 2009, pero desde entonces ha disminuido significativamente en favor del consumo discrecional y la tecnología, cuyo peso agregado se ha duplicado (ahora es del 33%).

## HACIA UNA NUEVA COOPERACIÓN ECONÓMICA

De forma paralela, están produciéndose otros cambios en la propia estructura del comercio internacional ligados a un replanteamiento más general de la globalización, agudizado por la pandemia, y se encuentran en lo siguiente:

- La falta de voluntad política, como el fracaso de la Ronda de Doha destinada a facilitar la integración de los países menos desarrollados en el comercio mundial.
- La política comercial de EE. UU. con el presidente Trump (*"America First"*), que ha reducido el poder de la OMC y ha transformado los acuerdos multilaterales (por ejemplo, el TLCAN se transformó en T-MEC), mientras acusaba a China de *dumping* y robo de la propiedad intelectual.
- La voluntad de disfrutar de autonomía económica para evitar la aparición de cuellos de botella (efecto COVID-19 y guerra Rusia-Ucrania).

## GRÁFICO 7: ACELERACIÓN DE LOS ANUNCIOS DE ACUERDOS COMERCIALES INTERREGIONALES, ESPECIALMENTE EN LOS SERVICIOS



Fuentes: OMC, RTA-IS, Indosuez Wealth Management.

12 - Banco Mundial, 2021, *At Your Service? The Promise of Services-Led Development*.



EL RCEP

reúne el

30%

del PIB mundial

Como respuesta a esta organización tan “occidental” del comercio, las economías emergentes ya habían establecido nuevos bloques de libre comercio (Mercosur, lanzado en 1991, y la Comunidad de Desarrollo de África Austral, SADC, creada en 1992). Desde entonces, este acercamiento se ha acelerado con la creación, en 2018, del Área Continental Africana de Libre Comercio y la entrada en vigor en 2022 de la Asociación Económica Integral Regional (RCEP), que reúne el 30% del producto interior bruto mundial y 2.300 millones de habitantes (gráfico 8, página 21).

Con este último acuerdo se pretende reducir el 90% de los derechos de aduana entre sus miembros, además de simplificar las cadenas de suministro, y también abarca el sector de los servicios, las telecomunicaciones, las inversiones y los derechos de propiedad intelectual. Así, desde este punto de vista, la tendencia se dirige más hacia una reorganización de los flujos comerciales (con una parte creciente Sur-Sur) que hacia un simple cese de las relaciones comerciales entre países.

### ¿QUÉ EFECTOS APARECEN?

Las últimas crisis han empujado a los países emergentes a replegarse sobre sí mismos y a proteger sus intereses nacionales (reducción de las exportaciones indias de trigo en 2022 o reorientación de las exportaciones rusas de materias primas hacia Asia para escapar de las sanciones occidentales). La globalización ha evolucionado así hacia una regionalización de los intereses económicos, políticos y sociales. De esta manera, asistimos a la formación de tres grandes bloques comerciales, centrados en EE. UU., Europa y China-Asia, cada uno de ellos con el objetivo de relocalizar las industrias sensibles (tecnología, sanidad o armamento), con preferencia por el comercio transfronterizo, agudizada por el importante encarecimiento de las materias primas y los fletes.

Estos cambios también se traducen en el fin de la desinflación importada. Las economías emergentes, que han sido la fábrica de producción del mundo, están orientándose gradualmente hacia productos de mayor valor añadido, como se ha mencionado anteriormente. El ejemplo de los planes “Made in China 2025” y “China Standards 2035” ilustran este cambio de rumbo económico.

El objetivo del nuevo proyecto es reducir su dependencia de las tecnologías avanzadas para convertirse en una potencia económica centrada en la producción de gran valor añadido, impulsar el crecimiento interno y participar en el establecimiento de normas internacionales para las tecnologías de nueva generación, inspirado en los ejemplos de Japón, Corea y Taiwán. Las autoridades chinas quieren alcanzar el 40% de la fabricación de componentes electrónicos en 2020 y el 70% en 2025, y convertirse en el líder mundial en 10 sectores clave que van desde los equipos agrícolas hasta los de alta tecnología y los vehículos eléctricos.

### CONCLUSIÓN: UNA NUEVA ORGANIZACIÓN DEL COMERCIO

Por lo tanto, no podemos hablar de desglobalización del comercio (en términos nominales, el intercambio de mercancías entre países sigue creciendo), sino de: i) el nuevo papel de China en el comercio internacional y ii) la redefinición de los términos del comercio (vinculada, por ejemplo, al aumento del proteccionismo), que dan lugar a una nueva organización del comercio sobre una base regional orientada al consumo interno y de proximidad de las economías emergentes.

La cuestión de la transición climática será clave para determinar la futura dinámica del comercio: el aumento de las inversiones -que generan más intercambios comerciales entre países- que esta transición requiera debería ser un factor de apoyo, mientras que la aparición de nuevos condicionantes (tarificación del carbono, aumento del coste de las externalidades negativas vinculadas al cambio climático, garantía de suministro de metales para la transición ecológica, etc.) serán la base de la redistribución de los flujos existentes hacia nuevos agentes comerciales (África y América Latina, por ejemplo).



**Thierry MARTINEZ**

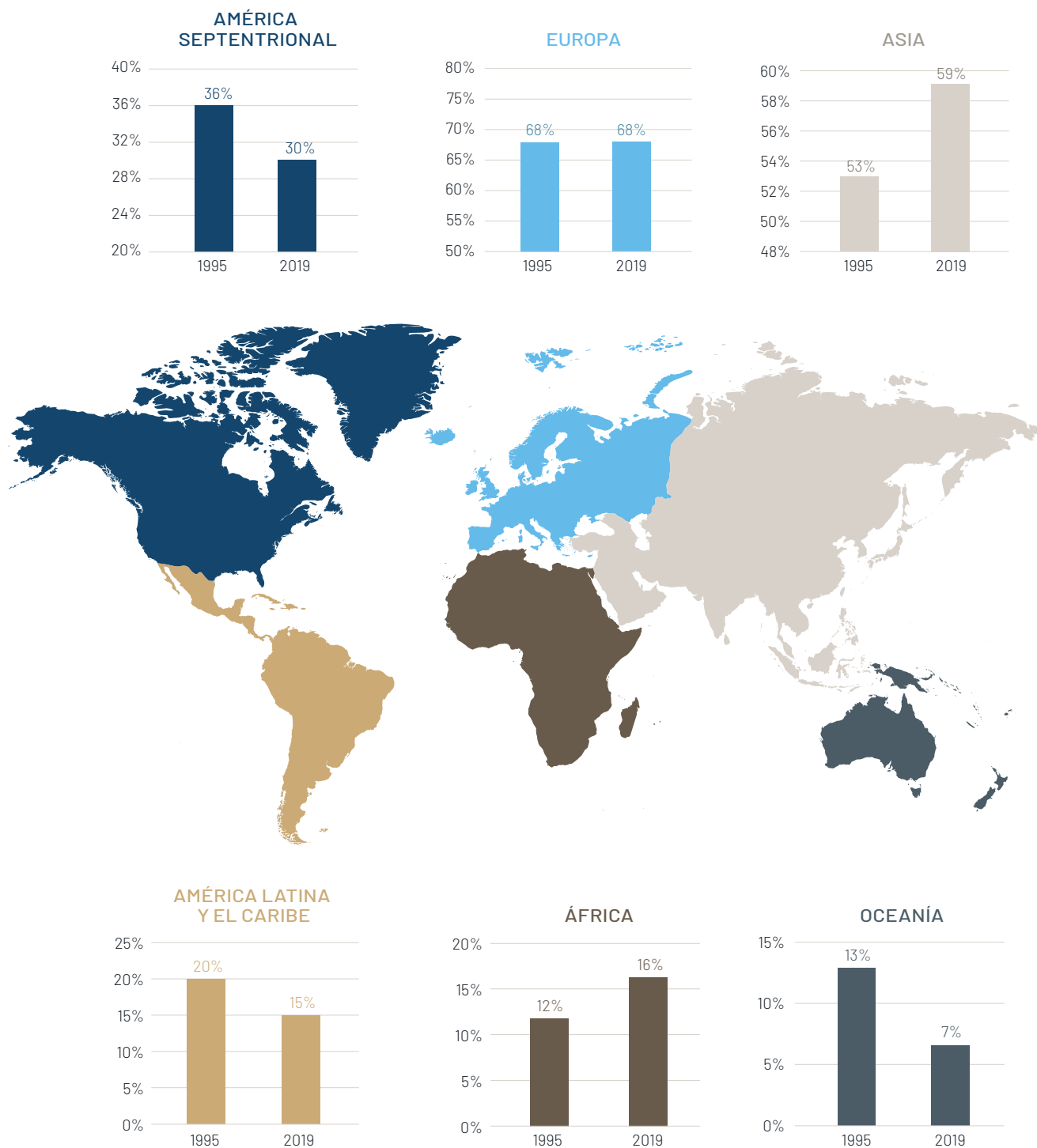
Asset Allocation Portfolio Manager



**Adrien ROURE**

Investment Strategy Analyst

GRÁFICO 8: AUMENTO DEL COMERCIO INTERREGIONAL EN ASIA Y ÁFRICA, %



Fuentes: UNCTADSTAT, Indosuez Wealth Management.

## ¿HACIA UNA RELOCALIZACIÓN DEL AHORRO Y DE LA FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS?

El aumento de las tensiones políticas y la creciente regionalización del comercio plantean la cuestión de la sostenibilidad de la globalización de los flujos de ahorro y financiación. La dependencia de los inversores internacionales respecto a los bonos del Tesoro estadounidense y/o de los productos de ahorro dominados por el dólar puede no ser tan permanente como se pensaba, pero la nacionalización de los balances también implica riesgos que algunos prestatarios (incluso de gran liquidez), como EE. UU., pueden no estar dispuestos a asumir.

### FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS: IMPACTO DE LAS BALANZAS COMERCIALES Y LAS RESERVAS DE DIVISAS

El dominio del dólar en la captación de los flujos de ahorro internacionales se aplica a los inversores institucionales (bancos centrales, fondos soberanos, etc.).

Dependiendo del país, un superávit en la balanza comercial, cuando se realiza en bienes y servicios denominados en dólares, contribuye al crecimiento de las reservas del activo del banco central de un país. Estos excedentes pueden negociarse en otras monedas distintas del dólar; sin embargo, las oportunidades de inversión en el mercado estadounidense, más concretamente en el mercado de bonos, permiten beneficiarse de las ventajas del mercado más líquido del mundo, en uno de los emisores mejor valorados, aunque ya no ostente la famosa calificación AAA desde 2011.

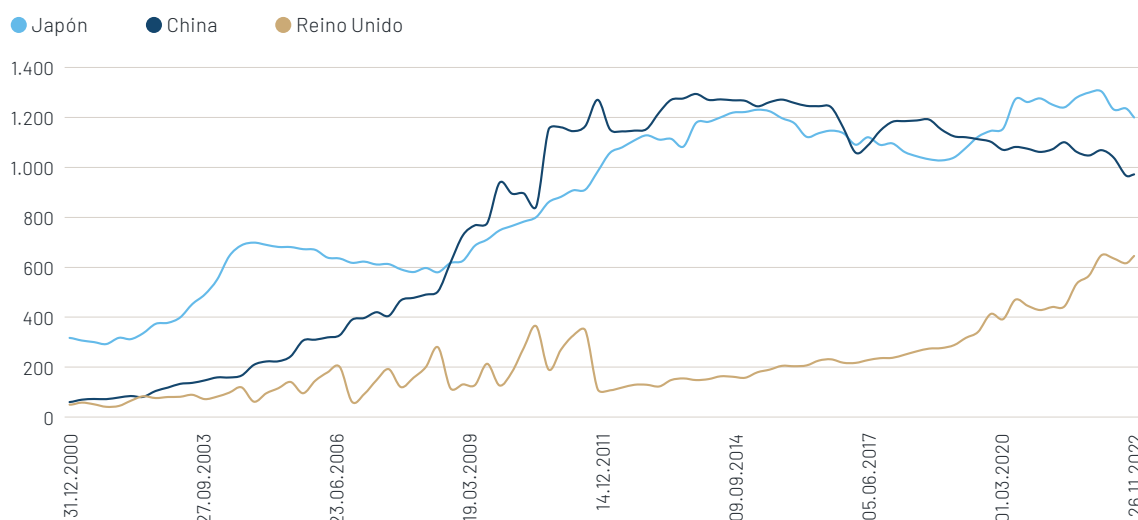
Los países asiáticos poseen grandes cantidades de deuda pública estadounidense (gráfico 9), debido tanto a sus grandes superávits comerciales con EE. UU. como a su deseo de estabilizar su moneda frente al dólar. Japón y China poseen entre ambos casi 2,2 billones de dólares del total de 31 billones en circulación (fuentes: Department of Treasury, Federal Reserve Board). Algunos países también han aprendido de la crisis asiática de 1997 y han acumulado reservas de divisas más importantes.

Sin embargo, este peso del dólar en el balance de los bancos centrales no es en absoluto obligatorio ni permanente. A título anecdótico, en 2018 Rusia ya había vendido todos sus títulos (unos 100 millones de dólares), adelantándose bastante a las sanciones internacionales que limitan la capacidad del país para utilizar el dólar como moneda de transacción.



**EL PESO  
DEL DÓLAR**  
en el balance de los  
**BANCOS  
CENTRALES**  
no tiene nada  
de permanente

GRÁFICO 9: TENENCIA DE DEUDA ESTADOUNIDENSE POR PARTE DE BANCOS CENTRALES EXTRANJEROS, MILES DE MILLONES DE DÓLARES EN BONOS DEL TESORO



Fuentes: Federal Reserve Board, Indosuez Wealth Management.

Una cuestión que podría plantearse es si la reducción de los superávits comerciales y la regionalización del comercio podrían conducir a una reducción de esta acumulación de reservas de divisas (y, por lo tanto, de las interdependencias financieras). De hecho, en 2022 se aprecia una caída del 7% en las reservas de divisas de los bancos centrales, aunque parece deberse más a la movilización de estas reservas para estabilizar la moneda de muchos países.

Sin embargo, ante estos últimos acontecimientos, es posible que veamos varios cambios:

- El riesgo de sanciones sobre las reservas de divisas (materializada en el caso de Rusia) podría dar lugar a que algunos bancos centrales redujeran la asignación de las reservas en dólares.
- La voluntad de algunos países de comerciar más allá del dólar (en renminbis, por ejemplo) podría conducir a una mayor regionalización de las reservas de divisas y, por lo tanto, de los canales de financiación.

#### LA REGULACIÓN PRUDENCIAL: ¿UN FACTOR DE LOCALIZACIÓN DEL AHORRO?

Después de la crisis financiera de 2008, los agentes financieros acuñaron el término Gran Represión Financiera para describir la ola de regulación que afectó a bancos, aseguradoras y fondos de pensiones con el fin de aumentar sus ratios de solvencia y contrarrestar así toda nueva quiebra de tipo sistémico.

Estas normativas (Basilea IV y Solvencia II, en particular), elaboradas por organismos cercanos o publicados directamente por los Gobiernos, les incitan a orientar una parte de sus inversiones hacia la deuda pública mediante una menor ponderación de esta en los cálculos de riesgo.

Por ejemplo, la reforma de los fondos del mercado monetario en EE. UU. aplicada por la SEC<sup>13</sup> en 2016 exige mantener activos muy líquidos en cartera, y los activos más líquidos son los T-bills, emitidos por el Tesoro estadounidense.

Con el tiempo, la creación de dinero pasa del banco central a los Estados. Este nuevo entorno se ve claramente en EE. UU., donde el Departamento del Tesoro controla la liquidez en circulación por medio de su cuenta en la Fed.

Es paradójico, sin embargo, que los reguladores europeos también buscaran armonizar y “desnacionalizar” el balance de los bancos comerciales europeos (es decir, garantizar que los bancos de la zona euro no posean únicamente deuda de su propio país) para reducir el riesgo de transmisión sistémica, aunque esta regionalización implica de facto la emisión de eurobonos, lo que vuelve a plantear la cuestión de la coordinación entre política presupuestaria y monetaria.

#### SOSTENIBILIDAD PRESUPUESTARIA Y DEPENDENCIA INTERNACIONAL

La sostenibilidad de la deuda puede convertirse rápidamente en un signo de interrogación para los mercados, como el que sufrió amargamente el Reino Unido en septiembre de 2022. El anuncio de un plan de reducción de impuestos, no financiado por un recorte del gasto, por ejemplo, provocó inmediatamente la caída de la moneda y la subida de los tipos.

Este ejemplo es similar al comportamiento de los países emergentes, que dependen de los flujos de capital extranjero para equilibrar su cuenta corriente. En este caso concreto, cabe señalar un matiz importante: los activos de los fondos de pensiones británicos ascienden a 6,1 billones de libras esterlinas (fuente: Office for National Statistics) frente a la deuda del país, de 2.069 billones de libras esterlinas, es decir, el 94,5% del PIB.

13 - Organismo federal estadounidense encargado de regular y supervisar los mercados de valores.

## VARIOS MODELOS DE FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS

Desde la crisis soberana de 2011-2014, la financiación al margen de los Estados en la zona euro se ha basado en las compras del Banco Central Europeo (BCE), además de apoyarse en el ahorro nacional dirigido a la deuda soberana (seguros de vida en Francia de casi 1,9 billones de euros a finales de 2021 según la ACPR y fondos de pensiones en los Países Bajos).

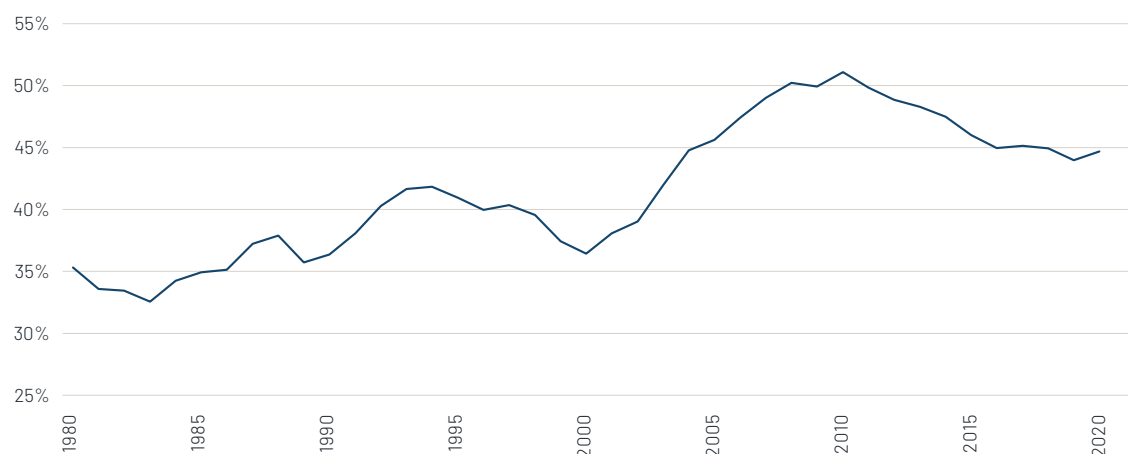
Paralelamente, el sistema bancario utiliza los bonos del Estado como garantía en las operaciones con derivados. Los valores aceptados como garantía deben tener una buena calificación y ser líquidos: ¡los bonos del Estado! La maquinaria reguladora de los bancos europeos se canaliza a través del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. El último gran cambio normativo se produjo en 2017, en el que se exigía un margen inicial y después un margen de variación, que pueden asemejarse a los colchones de protección de los bancos. Como resultado, la necesidad de garantías para los bancos ha aumentado.

Por parte de EE. UU., como se menciona en el artículo sobre los mercados de divisas de la página 31), la colosal deuda federal sigue refinanciándose en el resto del mundo y gracias al "exorbitante privilegio" del dólar como principal moneda de reserva a escala mundial.

Sin embargo, podría plantearse la cuestión de la continuidad de esta doble dependencia entre China y EE. UU. (el superávit comercial chino financia la deuda federal) si la dinámica del comercio se regionaliza, si EE. UU. diversifica más sus proveedores y si una parte creciente de este comercio se realiza en monedas distintas del dólar. No obstante, lo que permite que este país siga atrayendo un nivel importante de financiación es el atractivo del rendimiento la curva de tipos estadounidense y la confianza continuada en la moneda.

Por último, en China se observa un modelo de financiación poco dependiente de los flujos internacionales y basado principalmente en un ahorro interno muy elevado (gráfico 10), lo que permite hacer frente a una tasa de endeudamiento que también aumenta de forma considerable. La deuda del Gobierno central sigue siendo moderada en comparación con los ratios de los países desarrollados (75% del PIB). En cambio, la deuda total del país, incluyendo las provincias y los hogares, casi se ha duplicado desde principios de la década de 2000, y ahora representa el 300% del PIB (fuente: Bloomberg), una de las más elevadas del mundo. Sin saltar a la conclusión de que el reciente crecimiento chino se ha logrado a crédito, la profunda reestructuración del sector inmobiliario va acompañada de una reducción forzada de la deuda.

GRÁFICO 10: AHORRO NACIONAL BRUTO EN CHINA, % DEL PIB



Fuentes: Banco Mundial, OCDE, Indosuez Wealth Management.



El ahorro bruto de los hogares chinos se ha estabilizado por encima del 40% (fuente: Banco Mundial), lo que ha permitido financiar la economía con recursos internos y proporcionar un colchón para el consumo futuro al que no se ha recurrido hasta el momento. Al mismo tiempo, la crisis inmobiliaria que lleva más de un año en marcha -y los crecientes impagos de los bonos denominados en dólares de los promotores inmobiliarios- están contribuyendo a aumentar la desconfianza de los inversores internacionales. Además, la confirmación de un tercer mandato para Xi Jinping en el 20º Congreso del Partido Comunista, celebrado a finales de octubre de 2022, ha reforzado la línea dura en el poder y ha provocado un escalofrío entre los inversores internacionales. Aunque el Gobierno ha emprendido una importante modernización y apertura de los mercados de capitales, es probable que la refinanciación del crecimiento chino dependa principalmente de los recursos del país.

Por el contrario, los estados calificados de emergentes atraerán a inversores menos aversos al riesgo y a la búsqueda de rentabilidad, por lo que estarán sometidos a una mayor volatilidad.

La capacidad de un estado o de una zona geográfica para emitir deuda en su propia moneda también afecta a la calidad y la estabilidad de los compradores de su deuda. Japón ha desafiado durante décadas las inquietudes por la sostenibilidad de su deuda, que está principalmente en manos de instituciones nacionales. La deuda neta representa el 170% del PIB, mientras que la deuda bruta asciende al 263%. El control de la curva de tipos de interés por parte del Banco de Japón garantiza que los tipos de interés se mantengan muy bajos.

En Europa, el estigma de la crisis soberana de 2011-2012 sigue dirigiendo hoy en día las entradas de capitales del extranjero hacia los países con mayor calificación. En Francia, más de la mitad de la deuda está en manos de no residentes (fuente: Banco de Francia, gráfico 11). Por efecto cascada o adhesión, el ahorro doméstico europeo se desplaza entonces a los países de menor calificación y más volátiles de la zona. La retirada de las políticas monetarias expansivas plantea la cuestión de la sustitución de las compras de los bancos centrales por otros inversores. El fin de la "administración" de los mercados de bonos europeos ha tenido ya un doble efecto: el precio (subida de tipos) y la volatilidad. Se prevé que los inversores institucionales europeos, que habían ascendido en la curva de riesgo aumentando su asignación a la deuda corporativa, vuelvan a la deuda pública.

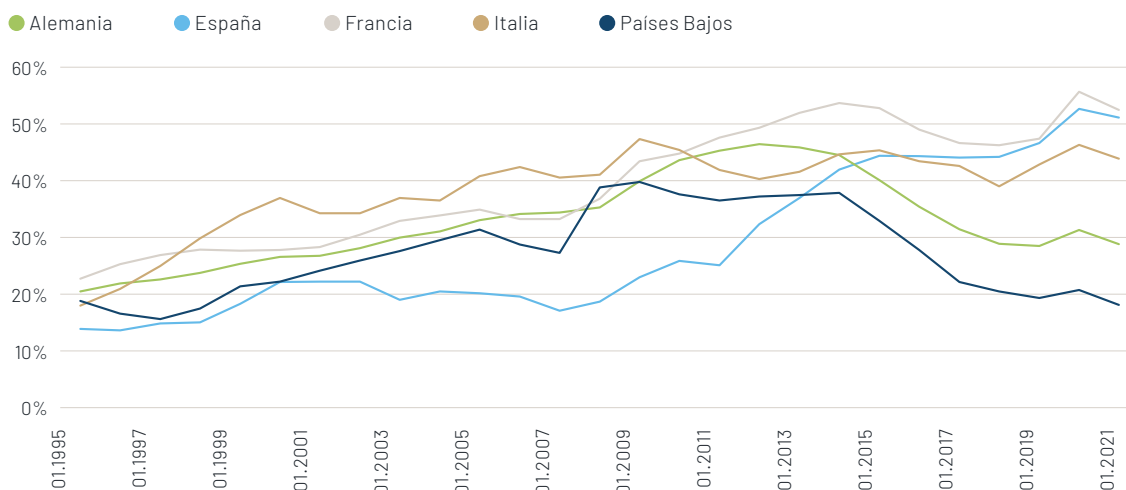


Los estigmas de la  
**CRISIS  
SOBERANA  
EUROPEA**  
aún dirigen  
las corrientes  
de capitales

#### UNA ESTRECHA RELACIÓN ENTRE LA CATEGORÍA DE LA DEUDA Y LA TIPOLOGÍA DEL INVERSOR

La credibilidad de un Estado para reembolsar su deuda en el futuro o, más concretamente, para que mantenga abierto el acceso a las fuentes de financiación, determina el tipo de comprador de esta deuda. Los estados con las mejores calificaciones atraen a los inversores institucionales (fondos de pensiones, bancos centrales, etc.), que poseen una sensibilidad al riesgo de contraparte superior a su búsqueda de rentabilidad.

**GRÁFICO 11: TASAS DE TENENCIA DE DEUDA PÚBLICA POR NO RESIDENTES EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA ZONA EURO, % DEL PIB**



Fuentes: Eurostat, Indosuez Wealth Management.



En conclusión, la financiación estatal y los flujos de ahorro mundiales dependen de la talla de un Estado para atraer el capital de los inversores institucionales y, después, la movilidad del capital del ahorro de los particulares, con las restricciones impuestas por la normativa nacional para limitar esta movilidad. Desde 2008, los Gobiernos de los países desarrollados han aplicado herramientas para dirigir el ahorro interno hacia su propia financiación. A la luz de las tensiones internacionales, cabe preguntarse si China está utilizando su volumen de deuda como instrumento de influencia o, peor aún, como arma contra EE. UU. al amenazar con vender parte de esta o su totalidad. Este tipo de interrogante encuentra inmediatamente sus límites: ¿qué agente financiero puede comprar este volumen de deuda?

Solo las instituciones estadounidenses podrían absorber este flujo, por lo que están en condiciones de decidir el precio, como es lógico, en detrimento del vendedor. Otro canal de ajuste sería el tipo de cambio: ¿qué contraparte podría convertir en yuanes los dólares recibidos por la venta de valores? Un aumento repentino de la demanda de yuanes, desvinculado de los flujos comerciales, llevaría a la moneda a una espiral alcista, en detrimento de la economía china, que sigue siendo exportadora. Por lo tanto, el arma que representa una posible paralización de la refinanciación de la deuda federal estadounidense por parte de China podría ser contraproducente. Por lo tanto, puede que la desglobalización de los flujos de ahorro y financiación no esté en el orden del día.



**Thomas GIQUEL**  
Head of Fixed Income

En colaboración  
con el equipo de Renta Fija

## ¿OFRECE LA DESGLOBALIZACIÓN OPORTUNIDADES PARA LA RENTA VARIABLE NACIONAL?

Las empresas nacionales han registrado un mejor comportamiento desde el inicio de la crisis geopolítica. Las dificultades de abastecimiento, la necesidad de restaurar la capacidad industrial local y la dependencia energética empujan a las empresas a alejarse del dogma ricardiano de la ventaja comparativa.

### ¿REPLANTEARSE LA GLOBALIZACIÓN?

En una carta dirigida a los accionistas el 24 de marzo de 2022, el director general de BlackRock, Larry Fink, anunció que la invasión rusa había acabado con la globalización tal como la conocíamos desde hacía treinta años. Sin duda, el conflicto en Ucrania desestabiliza el orden internacional establecido y cuestiona la sostenibilidad de un modelo económico globalizado. De forma más intrínseca, cada país se ve abocado a replantearse su lugar en la escena política mundial, lo que le lleva a reconsiderar ciertas cuestiones estratégicas como la independencia energética, la seguridad nacional o la soberanía industrial.

La crisis sanitaria de la COVID-19 ya había debilitado el modelo existente y puesto en tela de juicio la organización de las cadenas de producción y suministro. La inflación inherente a la perturbación del comercio internacional, sumada a la consideración de las exigencias ASG (medioambientales, sociales y de gobernanza) y al aumento de los costes salariales en los países emergentes "alterados" por la robotización/automatización de los sistemas de producción ya habían llevado a algunas empresas a relocalizar parte de su aparato productivo.

Según Joseph E. Stiglitz, Premio Nobel de Economía, "hay que replantearse profundamente la globalización". La polarización del orden mundial, agravada por el conflicto de Ucrania, lleva sin duda a los Estados a redibujar sus ejes estratégicos por medio de las políticas nacionales.

También es una oportunidad para que los Estados construyan un modelo económico más sostenible acelerando la transición climática para lograr la independencia energética lo antes posible.

### EMPRESAS NACIONALES: AGENTES DE LA INDEPENDENCIA ENERGÉTICA

La guerra de Ucrania ha puesto de manifiesto la dependencia energética que sufren los países europeos de los combustibles fósiles rusos. Desde una perspectiva más global, el compromiso de los principales países desarrollados de reducir sus emisiones de carbono refuerza la necesidad de aumentar la proporción de energías renovables y bajas en carbono. Para ello, Europa ha puesto en marcha su plan REPowerEU, con el objetivo de reforzar el ahorro energético, diversificar los suministros y acelerar el despliegue de las energías renovables. Esta ambiciosa estrategia pretende aumentar la cuota de energía solar del 3% al 15% y, en general, alcanzar el 45% de energía renovable dentro de la gama energética europea para 2030. En este entorno, las empresas nacionales de producción y distribución de electricidad deberán apoyar a los Estados en la consecución de sus objetivos. Iberdrola, por ejemplo, el mayor productor y distribuidor de energía de España, figura entre los líderes mundiales de la energía eólica. EE. UU., por su parte, podrá contar con sus principales compañías en tecnologías avanzadas, esenciales para la transformación de la energía solar en electricidad, como Enphase y SolarEdge.

El Gobierno de EE. UU. también se mantiene activo en el reto del clima. Aunque estructuralmente sea casi independiente desde el punto de vista energético, el renovado deseo de la Administración Biden de lograr la neutralidad del carbono para 2050 requiere la aplicación de políticas proactivas.



**30.000  
MILLONES  
DE DÓLARES**  
en ayudas serán  
ASIGNADOS  
A LA ENERGÍA  
NUCLEAR  
ESTADOUNIDENSE

En esta perspectiva, el Plan IRA (Inflation Reduction Act) prevé un presupuesto de 400.000 millones de dólares para luchar contra el calentamiento global, en el que más de 30.000 millones de dólares de ayuda se destinarán a la energía nuclear, considerada como una importante fuente de electricidad baja en carbono. Aunque parte de este plan puede quedar diluido tras las elecciones de mitad del mandato, algunas empresas como Constellation Energy (la mayor propietaria de centrales nucleares en EE. UU.) serán beneficiarias directas de las ayudas. Otras, como Cameco, primer proveedor integrado de uranio, que solo opera en Norteamérica, también deberían beneficiarse del apoyo del Estado a toda la industria.

### LOS PAÍSES REINVIERTEN MASIVAMENTE EN DEFENSA

Otro cambio importante en el gasto presupuestario de los Estados: la defensa (tabla 1). El presidente Biden pidió a sus ciudadanos, en el discurso del presupuesto de marzo de 2022, "una de las mayores inversiones de la historia de EE. UU.", que incluye un aumento del gasto en defensa de alrededor del 4%, hasta los 813.000 millones de dólares en el ejercicio 2023. Se trata, de lejos, del mayor presupuesto de la historia dedicado a la seguridad del país.

Una gran parte de este presupuesto (unos 300.000 millones) no se asigna en absoluto a armamento, sino únicamente a la investigación y el desarrollo de nuevos equipos tecnológicos, especialmente, en los campos de la ciberseguridad y la inteligencia artificial. Hoy en día, el reto estratégico de los Gobiernos se sitúa más en la carrera por las innovaciones tecnológicas vinculadas a los sistemas de información que en el desarrollo del complejo militar-industrial. Por ejemplo, el primer socio del Pentágono es la empresa Leidos, especializada en la prestación de servicios científicos, de ingeniería y de tecnología de la información.

El Ministerio de Defensa también trabaja en este sentido con otras empresas tecnológicas privadas dedicadas casi exclusivamente a las necesidades del Gobierno, como Booz Allen Hamilton o Science Applications. Como es natural, las limitaciones relativas a la seguridad implican que los contratos se adjudiquen a empresas nacionales y las necesidades son tales que podrían surgir otros buques insignia tecnológicos y/o industriales en los próximos años.

TABLA 1: EVOLUCIÓN DEL GASTO EN DEFENSA, PUBLICADO POR LOS GOBIERNOS

	2021, miles de millones USD	% PIB	Previsiones publicadas
EE. UU.	778,2	3,5%	Aumento del 4% en el presupuesto de 2023
Alemania	52,8	1,4%	Objetivo: > 2% del PIB para 2024
Italia	28,9	1,6%	Objetivo: 2% del PIB para 2028 (es decir, un aumento del 40% respecto a 2021)
Francia	52,7	2,1%	Aumento de 3.000 millones de euros en 2023
Polonia	13,4	2,1%	Objetivo: 3% del PIB para 2028 (es decir, un aumento del 40% respecto a 2021)
Noruega	8,3	1,9%	Objetivo: 2% del PIB para 2028
Rumanía	5,8	2,0%	Objetivo: 2,5% del PIB a partir de 2023
Dinamarca	5,5	1,4%	Objetivo: 2% del PIB a partir de 2023
Lituania	1,3	2,1%	Objetivo: 2,5% del PIB a partir de 2023
Letonia	0,9	2,3%	Objetivo: 2,5% del PIB a partir de 2023
Estonia	0,8	2,3%	Objetivo: 2,5% del PIB a partir de 2023
Suecia	6,7	1,2%	Objetivo: 2% del PIB para 2028
Finlandia	4,1	1,5%	Ha anunciado su intención de entrar en la OTAN y ha aumentado su presupuesto en un 50%
Austria	3,6	0,8%	Objetivo: 1% del PIB a partir de 2023

Fuentes: OTAN, Banco Mundial, Indosuez Wealth Management.

Europa no se queda atrás. La Comisión Europea ha propuesto el primer Fondo Europeo de Defensa dotado de 7.900 millones de euros, que complementa y refuerza las inversiones nacionales en investigación, desarrollo y adquisición de equipos de tecnologías de defensa. Además, tras un descenso continuado de los presupuestos de defensa en los últimos 40 años, la mayoría de los países europeos tienen la intención de aumentar considerablemente su gasto en el sector. Así, Alemania ha decidido duplicar su presupuesto de defensa hasta los 200.000 millones de euros anuales (el 2% de su PIB) de aquí a 2024; Italia también pretende alcanzar el 2% del PIB de aquí a 2028 (aumento del 40% respecto a los niveles de 2021); y Polonia aspira al 3% a partir de 2023. Por lo tanto, los líderes europeos del sector, como Thales o Leonardo, expuestos principalmente a Europa, se verán implicados en el reto.

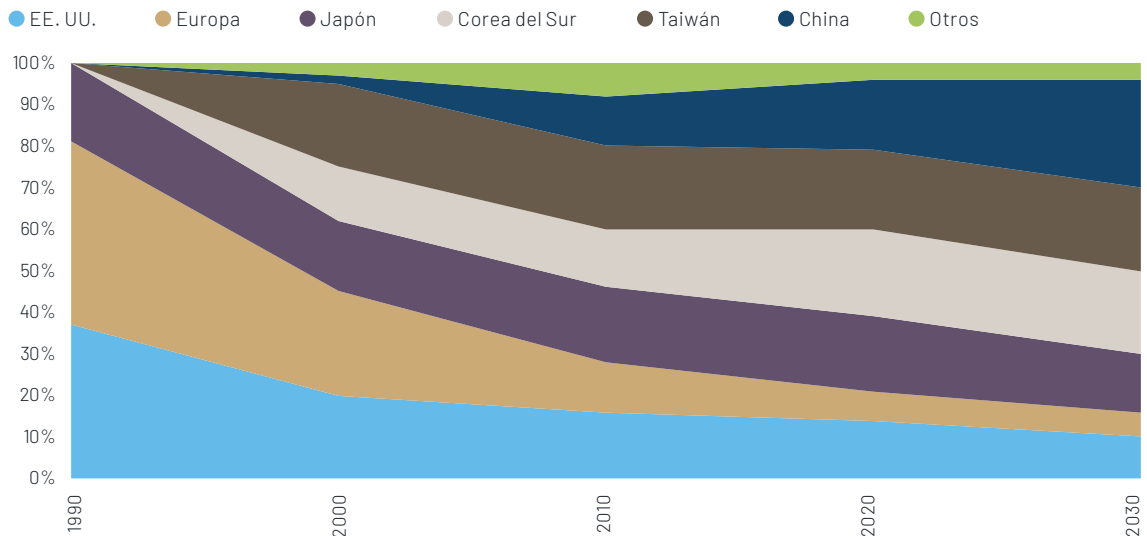
Este aumento de las tensiones geopolíticas a escala mundial, unido al trastorno de las cadenas de suministro debido a la COVID-19, también ha llevado a que vuelva a surgir la cuestión de la soberanía industrial.

**LA AUTONOMÍA EN ALGUNAS ÁREAS DE LA INDUSTRIA, COMO LOS SEMICONDUCTORES, SE HA CONVERTIDO EN UNA CUESTIÓN ESTRATÉGICA**

Los componentes electrónicos, también conocidos como semiconductores, son la base de toda la electrónica moderna y se utilizan en la mayoría de los productos manufacturados (desde teléfonos inteligentes hasta helicópteros). Hoy en día, casi el 80% de estos chips se producen en Asia y se espera que esta proporción aumente en los próximos años (gráfico 12). A modo de comparación, en 1990, Europa suministraba más del 40% de los chips electrónicos en el mundo, frente a menos del 10% de la actualidad.

Sin embargo, la dependencia de EE. UU. y Europa respecto a las fábricas asiáticas amenaza la soberanía industrial de los Estados; además, el suministro de componentes no está garantizado y debilita las cadenas de producción; por último, la escasa protección de la propiedad intelectual también constituye un reto para la seguridad nacional (muchos equipos militares funcionan con la ayuda de aquellos).

**GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN MUNDIAL DE SEMICONDUCTORES POR PAÍS, %**



Nota: Estas proyecciones no tienen en cuenta los objetivos de los planes estadounidenses y europeos.  
 Fuentes: BCG, Semiconductor Industry Association, Indosuez Wealth Management.





52.700  
MILLONES  
DE DÓLARES

para las empresas que  
RELOCALICEN  
LA PRODUCCIÓN  
de semiconductores

En este entorno, el Gobierno estadounidense ha bloqueado la venta de ciertos chips específicos para la computación de alto rendimiento y la inteligencia artificial, fabricados por Nvidia y AMD, a China y Rusia.

A finales de julio de 2022, el Congreso estadounidense aprobó la ley "Chips Act" para apoyar la producción de semiconductores en el país. La ley incluye una dotación de 52.700 millones de dólares para las empresas que relocalicen la producción de estos componentes o hagan pedidos a fabricantes estadounidenses. Micron Technology ya ha anunciado que invertirá 40.000 millones de dólares en la fabricación de chips de memoria en EE. UU. de aquí a 2030.

Europa también desea reactivar la inversión en la industria puntera con el objetivo de llegar a representar el 20% de la producción mundial de semiconductores antes de 2030. Por ello, en julio de 2021, la Comisión Europea puso en marcha la Alianza europea sobre tecnologías de procesadores y semiconductores, que reúne a empresas, Estados miembros, académicos, y organizaciones de investigación y tecnología. En particular, podrá aprovechar la experiencia de ASML, el principal fabricante mundial de equipos de litografía para la industria de los semiconductores, así como de otros líderes europeos como STMicroelectronics, NXP, Soitec e Infineon, para desarrollar un ecosistema regional y reforzar potencialmente su soberanía digital.

En un momento en el que los agentes económicos se replantean la globalización, algunas empresas ya están avanzando hacia un modelo de negocio más sostenible basado en las industrias locales, y en cadenas de suministro más cortas y con un menor consumo de energía. Este cambio de paradigma sería entonces una oportunidad para que las empresas nacionales aportaran su experiencia.

### ¿LAS EMPRESAS NACIONALES SALEN GANANDO?

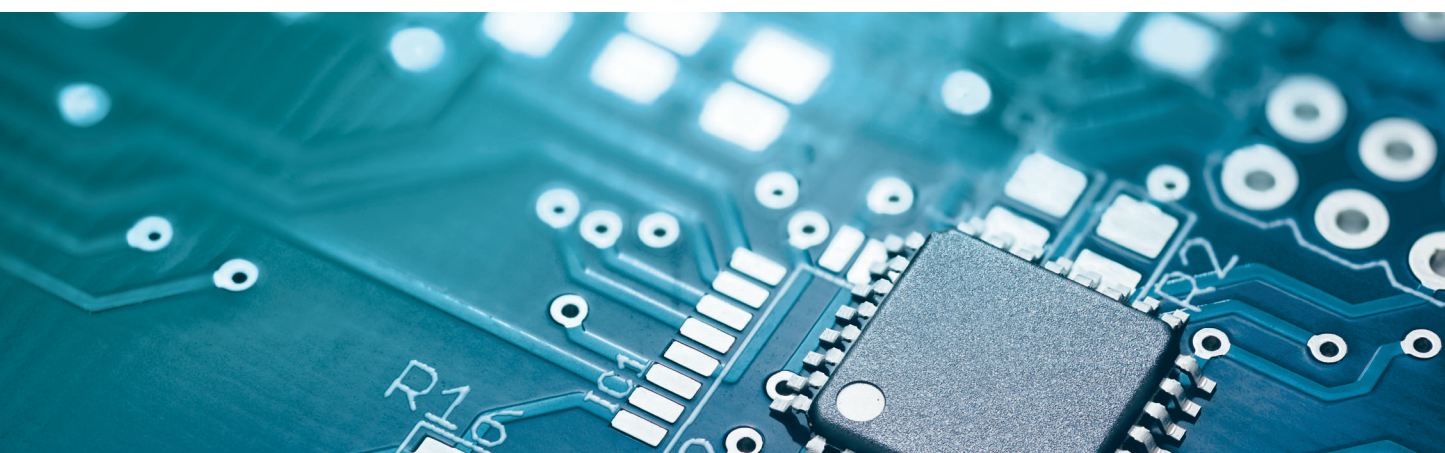
Las empresas llamadas nacionales se identifican más bien con sectores como la energía, los servicios públicos o el sector inmobiliario. De hecho, algunas actividades económicas están intrínsecamente ligadas al lugar de producción: el gas, la electricidad son producidos y distribuidos en el territorio por empresas que operan en mercados regulados (regidos por marcos legislativos nacionales específicos). Este grupo de valores se benefició del entorno geopolítico y, por lo tanto, registró una rentabilidad anual superior a la de los valores con exposición internacional, para los que el fortalecimiento del dólar está siendo un factor adverso desde hace varios meses. Además, estas empresas más internacionales suelen tener también una mayor capitalización, con más valores tecnológicos que son más sensibles a la subida de los tipos de interés.



**Laura CORRIERAS**  
Equity Portfolio Manager



**Melanie GONTIER**  
Equity Portfolio Manager



## ¿VUELVE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA Y LAS DIVERGENCIAS MONETARIAS?

Tras un periodo caracterizado por estrechos rangos de negociación, la volatilidad está volviendo al mercado de divisas. La subida del dólar, la divergencia de las políticas monetarias, la intervención del mercado de divisas por parte de los japoneses para apoyar al yen o del Banco de Inglaterra para tranquilizar a los mercados financieros, así como el regreso de la prima de riesgo soberana, están aumentando las tensiones.

### LA DISMINUCIÓN DE LA GLOBALIZACIÓN INCREMENTA LA VOLATILIDAD DE LAS DIVISAS

En 2022, la volatilidad volvió notablemente al mercado de divisas. Tras un largo periodo dominado por políticas monetarias acomodaticias y tipos de interés muy reducidos, la situación ha cambiado rápidamente: la crisis de la COVID-19, la guerra de Ucrania, la fuerte subida de los precios de las materias primas, el retorno de la inflación y su continuidad a largo plazo, etc.

El colapso económico provocado por la pandemia hace dos años y la recuperación posterior fueron compartidos a escala mundial. Durante este periodo -incluso ya desde la crisis financiera de 2008- la mayoría de los bancos centrales de los países desarrollados adoptaron políticas monetarias coordinadas y relativamente acomodaticias para impulsar el crecimiento. La situación cambió rápidamente a principios de 2022, después del giro de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) para frenar una inflación galopante. El resultado fue un fortalecimiento espectacular del dólar, cuyo índice alcanzó su nivel máximo en más de veinte años.

La invasión rusa de Ucrania ha creado una perturbación energética que ha generado una diferencia entre los países importadores y los exportadores

de energía: Europa, el Reino Unido, Japón o China, que importan energía, se ven afectados negativamente, mientras que EE. UU., que es más bien autosuficiente en materia de energía, sale mejor parado.

La elevada volatilidad observada en las divisas a finales de octubre de 2022 (gráfico 13) puede explicarse con varios parámetros:

- El nuevo ciclo de divergencias entre los bancos centrales está incrementando las tensiones en el mercado de divisas, como bien ilustra el caso de Japón: el desajuste entre las políticas monetarias japonesa y estadounidense ha pesado considerablemente sobre el yen japonés, lo que ha llevado a los japoneses a intervenir en el mercado de divisas para apoyar su moneda, que está en caída libre frente al dólar.
- A su vez, la preocupación por la estabilidad financiera del Reino Unido en septiembre de 2022 y la crisis de la libra esterlina llevaron al Banco de Inglaterra a intervenir.
- La fortaleza del dólar ha creado una especie de inestabilidad que ha llevado a otros países como India, Brasil y Chile a intervenir en el mercado de divisas para reducir la volatilidad de su moneda o estabilizarla.



LAS DIVERGENCIAS  
entre los bancos  
centrales  
**AUMENTAN**  
LAS TENSIONES  
en el mercado  
de divisas

GRÁFICO 13: VOLATILIDAD EN EL MERCADO DE DIVISAS



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## PARALELISMO CON EL ACUERDO DEL HOTEL PLAZA

A principios de la década de los ochenta, la Fed estadounidense subió considerablemente los tipos de interés para combatir la inflación, lo que provocó una afluencia masiva de capitales y una fuerte subida del dólar de más del 50% frente a las principales divisas. Como respuesta, los bancos centrales y los ministros de finanzas de las cinco principales economías (EE. UU., Japón, Alemania, Francia y el Reino Unido) llegaron a un acuerdo sin precedentes: el Acuerdo del Hotel Plaza de septiembre de 1985, que estipulaba la intervención conjunta en los mercados de divisas para debilitar el billete verde.

En un entorno económico similar al de los años ochenta, con una inflación elevada y un dólar disparado que afecta a las economías y altera los mercados financieros, no es de extrañar que crezcan los rumores de un nuevo acuerdo del Hotel Plaza.

Sin embargo, creemos que es poco probable que vuelva a producirse una coordinación similar en el mundo actual, especialmente, dadas las tensiones entre China y EE. UU. El objetivo del Acuerdo del Hotel Plaza era debilitar el dólar y fueron necesarias largas discusiones entre las principales potencias antes de conseguirlo. Este acuerdo fue posible porque la economía estadounidense se encontraba en una fase de desinflación y la Fed podía permitirse bajar los tipos, mientras que Arabia Saudí empezaba a sufrir una crisis petrolera.

Por el contrario, hoy en día, un dólar más débil pondría en peligro el objetivo de la Fed de luchar contra la inflación y la OPEP mantiene una política de apoyo a los precios del petróleo.

## CONGELAR LAS RESERVAS: ¿UNA CONDICIÓN PREVIA PARA LA DESDOLARIZACIÓN?

Desde la Segunda Guerra Mundial y los Acuerdos de Bretton Woods de 1944, el dólar estadounidense ha dominado el comercio mundial y los intercambios internacionales. Aunque el billete verde sigue ocupando un lugar dominante, la desdolarización no es un concepto reciente.

Un informe publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en marzo de 2022 muestra que, aunque la economía estadounidense ha representado una parte decreciente de la producción mundial durante varias décadas, el dólar sigue desempeñando un papel importante en el comercio internacional. Así, según el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el 88% de las operaciones de cambio de divisas se realizan en dólares estadounidenses. Por otra parte, la diversificación de las asignaciones de reservas de divisas de los bancos centrales empezó ya hace varios años. Desde el lanzamiento del euro en 1999, la cuota del dólar ha caído del 71% al 59% a mediados de 2022, en favor de otras divisas como el dólar australiano, el dólar canadiense, el renminbi chino o el oro (gráfico 14).

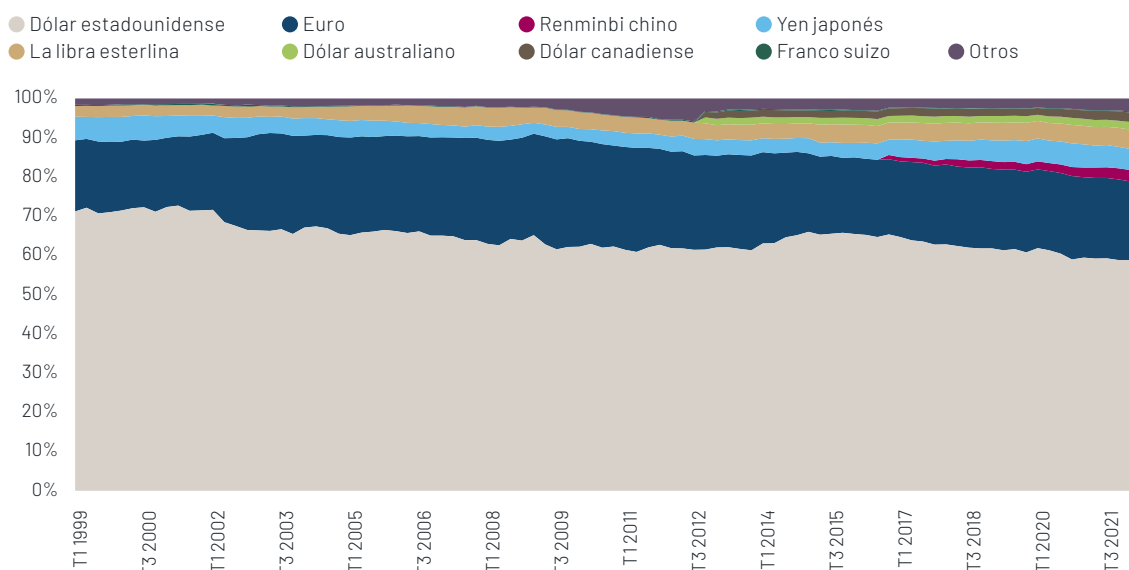
Con cerca de una cuarta parte de la población mundial sometida a las sanciones de EE. UU., no es de extrañar que la desdolarización se intensifique en todo el mundo.



¿Hacia un

## NUEVO "ACUERDO PLAZA"?

GRÁFICO 14: COMPOSICIÓN ACTUAL DE LAS RESERVAS OFICIALES DE DIVISAS DEL MUNDO, %



Fuentes: FMI, Indosuez Wealth Management.



Poco después de la invasión de Ucrania en febrero, Occidente congeló 300.000 millones de dólares en reservas de divisas del banco Central de Rusia. Estas sanciones han provocado que otros países emergentes tomen conciencia del riesgo de una fuerte dependencia del dólar y han generado dudas sobre el papel del billete verde como moneda de reserva. Para Rusia, la desdolarización ya había empezado en 2014, tras la anexión de Crimea. Las sanciones siguientes redujeron significativamente la capacidad del país para obtener capitales en los mercados financieros, lo que le obligó a reducir sus tenencias de dólares para aumentar su exposición a activos alternativos, como el oro.

La medida generó una onda expansiva entre los inversores internacionales, que a partir de ese momento tuvieron que incorporar un filtro de riesgo país mucho más elevado en sus decisiones de asignación, y ya no consideran que una divisa o las reservas de un banco central son un activo líquido y convertible en efectivo. El efecto fue la aceleración de la tendencia preexistente de los países emergentes a comerciar en sus divisas sin utilizar el dólar, no solo para escapar de las sanciones extraterritoriales, sino también para reducir su dependencia del billete verde y por la necesidad de acumular reservas. Es el caso, en particular, de China, que ahora desea comprar su petróleo en renminbis a Arabia Saudí.

### ¿VUELVE EL RIESGO SOBERANO A EUROPA?

Las fases de subida de los tipos de interés en EE. UU. suelen ir asociadas a salidas de capitales de los países emergentes. Es la ocasión para que los inversores hagan balance de las debilidades estructurales de algunos países emergentes, que se benefician de las fases de aceleración del crecimiento mundial, pero que son los primeros en sufrir la retirada de los capitales internacionales. La normalización monetaria suele tener el efecto de colocar a los bancos centrales de algunos países con mercados emergentes en un dilema entre el apoyo a la divisa, los objetivos económicos nacionales y el mantenimiento de la libre circulación de capitales necesaria para acceder a la financiación: es el famoso triángulo de incompatibilidad Mundell-Fleming, conceptualizado en 1963. Si a esta ecuación le añadimos el riesgo de que el Gobierno presione al banco central (como es el caso de Turquía), la situación se vuelve ingobernable, el mercado así lo interpreta y sanciona la moneda ante el riesgo de que la inflación se descontrola.

Parece que el año 2022 marcará el regreso repentino de este tipo de dilema a los países desarrollados, lo que, en muchos casos, nos acerca a las crisis de tipo de cambio. La libra esterlina se vio gravemente afectada por el dilema de política monetaria introducido por la estancación y el insostenible plan fiscal de Liz Truss lo amplificó; la penalización del mercado fue inmediato y contribuyó a la caída del Gobierno en 45 días, 30 años después de los ataques especulativos a las divisas frágiles del Sistema Monetario Europeo (SME).

### ¿VAMOS HACIA UN MODELO CON VARIAS ZONAS DE DIVISAS?

La fortaleza del dólar es la culpable ideal de la desestabilización de las políticas monetarias y cambiarias. Sin embargo, si pasáramos de un modelo dominado por el dólar a un mundo multipolar en términos de divisas, lo que sin duda sugiere la tendencia actual del comercio (pero aún no la de las reservas de divisas), ¿el mundo sería más estable?

Es probable que comparar con el pasado carezca de poder predictivo, pero sí posee un valor pedagógico. El mundo del periodo de entreguerras era precisamente el de la coexistencia de zonas monetarias (zonas dólar, franco suizo y libra esterlina), a medio camino entre la supervivencia de los imperios coloniales y el auge del dólar, mientras que la pérdida de la cobertura en oro creó la necesidad de esta vinculación. Aunque el mundo estaba marcado por una gran inestabilidad, en realidad era la época de la Gran Depresión y la situación no estaba necesariamente ligada a un modelo monetario tripolar.

Volvamos al presente. Si entráramos en ese modelo, probablemente sustituiríamos un riesgo por otro; el principal riesgo del nuevo modelo sería la falta de coordinación de las políticas monetarias, con unas políticas de reservas menos globales y más regionales. La principal consecuencia negativa sería probablemente el fin del “exorbitante privilegio del dólar” (Barry Eichengreen), que indudablemente llevaría a una pérdida de valor de esta moneda y a un aumento del coste de financiación de los déficits.



**Muriel ABOUD SCHIRMANN**  
Head of Capital Markets Advisory

# 04 | Macroeconomía

## CRECIMIENTO MUNDIAL LENTO Y DIVERGENCIA CRECIENTE DE LAS POLÍTICAS

Es evidente que se trata de un entorno macroeconómico difícil en el que el crecimiento del PIB se ha reducido en casi todas las zonas geográficas para 2023. A pesar de esta desaceleración cíclica, la inflación persiste y sigue siendo la principal prioridad de los bancos centrales. El papel de la política fiscal en este entorno inflacionista es ayudar, no entorpecer, la labor de los bancos centrales.

El crecimiento del PIB mundial será inferior al 3% en 2023, lo que trunca la recuperación pospandemia. Se espera que los precios de las materias primas continúen moderándose en 2023, mientras que los del petróleo se mantendrán más altos que en el pasado, ya que la OPEP+ está intensificando los recortes de la oferta para mantener los precios por encima de los 90 dólares por barril. El proceso de reducción de la deuda en China y la incapacidad de las empresas japonesas para repercutir las subidas de los precios convertirán a ambos países en exportadores mundiales de deflación en 2023. En el resto del mundo, a medida que el fuerte incremento de los precios de las materias primas de 2022 se ralentiza en 2023, se espera que los importantes efectos de base y la relajación de las tensiones de la cadena de suministro moderen la aceleración de los precios. Sin embargo, es probable que la inflación siga siendo más elevada durante más tiempo, sustentada por una combinación de factores estructurales, con una transición energética inevitable, mayores tensiones geopolíticas y una reestructuración de las cadenas de suministro mundiales. La transición será un viaje plagado de obstáculos, en el que la innovación será esencial y la definición de la orientación de las políticas públicas, un ejercicio de funambulismo.

### ESTADOS UNIDOS: UN CRECIMIENTO MEDIOCRE PARA FRENAR LA INFLACIÓN

A pesar de los dos trimestres de crecimiento negativo de su PIB, el crecimiento de EE. UU. en 2022 se vio favorecido por un gasto en consumo personal todavía resistente, alentado por los factores favorables del mercado laboral, las tarjetas de crédito y el ahorro. Sin embargo, los consumidores estadounidenses perderán lentamente estos factores de apoyo en 2023. El sector de la vivienda, indicador adelantado del ciclo económico estadounidense, está empezando a notar todo el efecto de las subidas de tipos de interés de la Fed, con unos tipos hipotecarios cercanos al 7%

en octubre de 2022. Como resultado, las ventas de viviendas han caído un 20% interanual, lo que seguirá pesando en los precios del sector inmobiliario en 2023.

Resulta alentador que la inflación haya empezado a tocar techo en el tercer trimestre de 2022, aunque algunos componentes subyacentes (excluyendo los precios de los alimentos y la energía) siguen aumentando. Por ejemplo, aunque los precios de la vivienda empezaron a desacelerar en julio de 2022, su pleno impacto en el componente de la vivienda de la inflación tiene un desfase de más de un año. Los alquileres de vivienda han seguido subiendo: los hogares estadounidenses están siendo expulsados del mercado de la compraventa, lo que se traduce en un aumento de la demanda de alquileres. Al mismo tiempo, los signos de debilidad en el mercado laboral estadounidense indican que este país será, con toda probabilidad, la siguiente pieza de dominó en caer, con un cambio de tendencia en las ofertas de empleo que llevará a un incremento de la tasa de desempleo en primavera de 2023.

Por lo tanto, la economía estadounidense se encamina hacia un crecimiento inferior a su potencial (por debajo del 1% en 2023), con una posible contracción del crecimiento en el segundo semestre de 2023, lo que debería contribuir a moderar la inflación, así como a seguir desatascando los cuellos de botella de la oferta. En definitiva, el factor clave que hay que seguir de cerca será la capacidad de la Fed para controlar las expectativas de inflación de los consumidores, que suelen ser más retrospectivas que las del mercado financiero. Por último, en el ámbito presupuestario, aunque no se espera que la Ley de Reducción de la Inflación del presidente Biden de 2022 suponga un golpe para la inflación, el aumento de la deuda pública y la probable división del Gobierno el próximo año deberían llevar a adoptar una política presupuestaria más restrictiva en 2023.

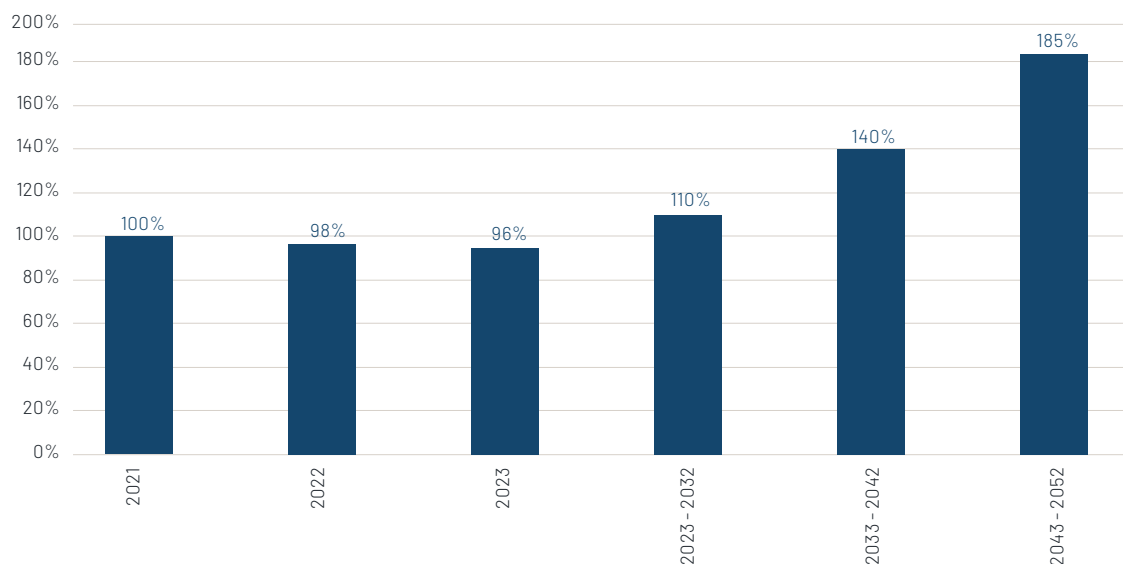
Según una proyección de la Congressional Budget Office<sup>14</sup> (CBO), organismo no partidista, si las políticas no cambian, el ratio deuda/PIB de EE. UU. alcanzará el 175% en 2050 (gráfico 15).

### EUROPA: CONVERTIR LA INFLACIÓN EN DEUDA PÚBLICA

La inflación en Europa es ya más elevada que en EE. UU., y la inflación subyacente (que excluye los alimentos y la energía) sigue subiendo. El gran aumento de los precios de producción en la zona euro (cuatro veces mayores que en EE. UU.) sitúa a las empresas en una auténtica desventaja competitiva, que solo se ve ligeramente mitigada por la debilidad del EUR/USD. Su impacto en la producción industrial tarda en manifestarse, debido a la recuperación pospandemia y a la demanda latente en la industria del automóvil. Sin embargo, el choque está extendiéndose a la economía en forma de caída de los pedidos, desplome de la confianza de las empresas y los consumidores, y descenso de las ventas minoristas. En el sector de servicios, el impacto de la elevada inflación sobre el consumo privado reducirá aún más el poder adquisitivo en 2023.

El Banco Central Europeo (BCE) prevé ahora una inflación del 5,5% en 2023 frente al 3,5% de sus proyecciones de junio de 2022. Las previsiones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el otoño de 2022 son aún más altas, en torno al 6%. La ligera recesión prevista para 2023 (tabla 2, página 37) irá acompañada de un grado de incertidumbre inusual, ya que los riesgos incluidos en la hipótesis de inflación/crecimiento dependen en gran medida de la evolución de las medidas presupuestarias y de los precios de la energía. Por un lado, los efectos indirectos sobre los salarios podrían amplificar el impacto de los precios de la energía y provocar un endurecimiento de las condiciones financieras (las condiciones monetarias siguen siendo relativamente acomodaticias), lo que pesaría aún más sobre el crecimiento. Por otro lado, la reciente tendencia a la baja de los precios de las materias primas y las medidas adoptadas por la Comisión Europea para limitar los precios mayoristas del gas y la electricidad podrían llevar a una desaceleración más rápida de la inflación. Además, el consumo privado podría mostrarse más resistente a la subida de precios si los hogares hacen un mayor uso de su elevado nivel actual de ahorro.

GRÁFICO 15: TRAYECTORIA DE LA DEUDA PÚBLICA ESTADOUNIDENSE, % DEL PIB



Fuentes: Oficina Presupuestaria del Congreso, Indosuez Wealth Management.



TABLA 2: PREVISIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN, %

	Crecimiento del PIB real, porcentaje anual			Inflación, porcentaje anual		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>PAÍSES DESARROLLADOS</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>2,5%</b>
Estados Unidos	1,9%	0,8%	0,6%	8,1%	4,1%	2,3%
Japón	1,6%	0,5%	1,2%	2,3%	1,3%	0,4%
Reino Unido	4,4%	-0,6%	1,1%	9,1%	7,7%	3,8%
Zona euro	3,2%	-0,7%	1,1%	8,7%	7,5%	3,2%
Alemania	1,7%	-0,7%	1,0%	9,0%	7,6%	3,1%
Francia	2,5%	0,0%	1,0%	6,1%	5,3%	3,0%
Italia	3,7%	-0,4%	0,8%	8,9%	8,1%	3,2%
España	4,5%	0,3%	1,3%	8,6%	4,3%	3,4%
<b>PAÍSES EMERGENTES</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>4,8%</b>
China	3,2%	4,5%	4,3%	2,1%	2,2%	2,1%
Brasil	3,1%	0,9%	1,6%	9,3%	4,3%	4,1%
México	2,6%	0,7%	0,6%	8,0%	5,8%	4,2%
Rusia	-3,3%	-1,5%	2,0%	13,9%	7,5%	4,5%
La India	7,3%	5,6%	6,0%	6,9%	6,3%	6,0%
Indonesia	5,3%	4,8%	4,7%	4,3%	5,0%	4,1%
Sudáfrica	1,7%	1,2%	1,5%	6,8%	5,6%	4,8%
Turquía	5,3%	3,1%	4,4%	73,1%	53,7%	24,1%
<b>MUNDO</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,9%</b>

Fuentes: Previsiones Amundi, noviembre de 2022, Indosuez Wealth Management.



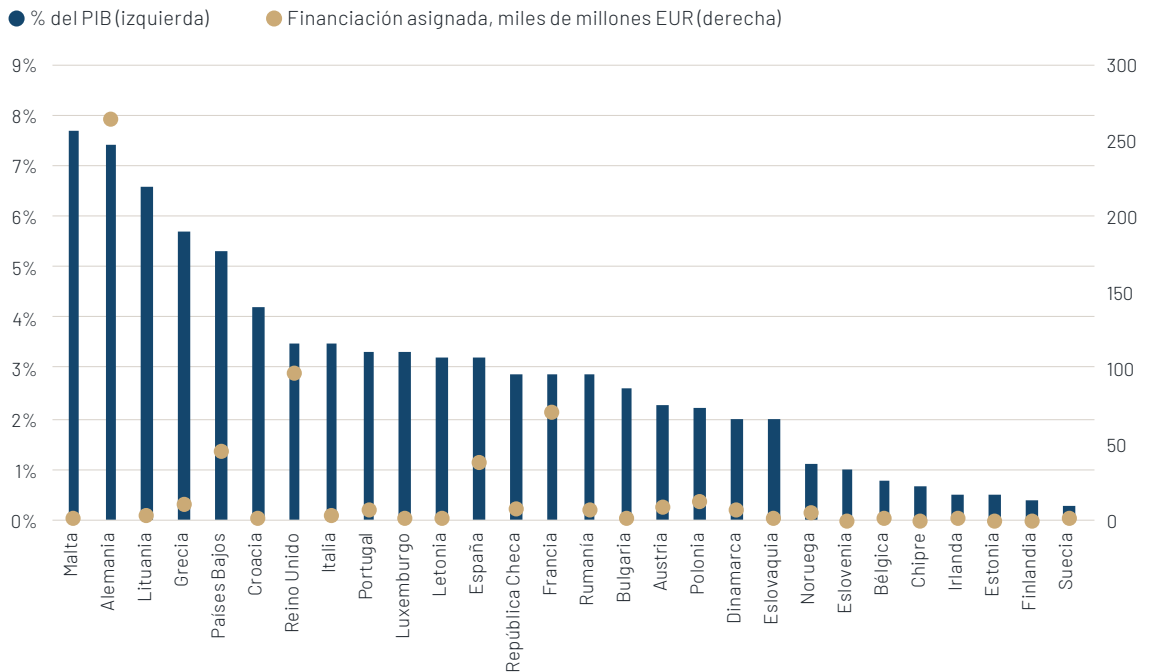
**RESPUESTAS  
POLÍTICAS  
DESIGUALES**  
en Europa

La coordinación de las políticas económicas es también un importante factor de riesgo para la zona en 2023. Como puso de manifiesto el experimento fiscal del Reino Unido en otoño de 2022, los escudos gubernamentales pueden obstaculizar las acciones de los bancos centrales para luchar contra la inflación y poner en peligro la viabilidad de los ratios de deuda pública, un posible tema clave para 2023. En este sentido, el nuevo escudo fiscal alemán ha sido una medida audaz: un paquete de 200.000 millones de euros (5% del PIB). El volumen de la dotación alemana pone de manifiesto la desigualdad de las respuestas políticas que podemos esperar entre los Estados miembros más ricos y los más endeudados (gráfico 16), aunque Alemania será uno de los más afectados este invierno. A la zona euro le espera una larga batalla, ya que los riesgos de asegurarse el suministro energético son ahora mayores para el invierno de 2023/2024 que para el de 2022/2023. Por último, la dependencia del suministro de gas natural licuado (GNL) de EE. UU. (50% del total de las importaciones de GNL en el primer trimestre) será una cuestión política importante para la UE a medida que se acerquen las elecciones presidenciales de EE. UU. en 2024.

**MERCADOS EMERGENTES:  
DESAFÍOS EN ASIA FRENTE  
A LOS ESFUERZOS DE LA REGIÓN LATAM**

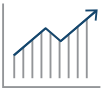
En China, las fuerzas deflacionistas se han puesto manos a la obra. El proceso de desapalancamiento -provocado por el elevado endeudamiento de las empresas y la desaceleración del mercado inmobiliario- ya está en marcha y complica aún más la capacidad de las políticas fiscales y monetarias acomodaticias para fomentar el consumo privado. Los consumidores chinos se centran en el desapalancamiento y en el aumento del ahorro precautorio, mientras que el crecimiento de los salarios y la demanda se reducen. Las medidas específicas destinadas a calmar los temores de los hogares sobre el mercado inmobiliario aún no han dado sus frutos. Los riesgos están orientados a la baja a medio plazo, aunque se espera una cierta liberación de la demanda reprimida si se acelera la política de reapertura.

**GRÁFICO 16: ESCUDOS ENERGÉTICOS PARA HOGARES Y EMPRESAS EN EUROPA**



Fuentes: Bruegel, Comisión Europea, Indosuez Wealth Management.





---

**EL CRECIMIENTO  
CHINO**  
basado en el crédito  
es cosa  
**DEL PASADO**

---

El Gobierno trata de evitar que las empresas vuelvan a apalancarse y, además, reducir la proporción del sector inmobiliario en la economía (que se estima ahora en un 25% del PIB chino), por lo que las medidas gubernamentales destinadas a estimular el crecimiento mediante el crédito son, en su mayoría, cosa del pasado. Todo ello llega en un mal momento, ya que la recuperación impulsada por las exportaciones también se moderará, dada la ralentización prevista en EE. UU. y Europa. La desaceleración de China no supone una buena noticia para la región: así ocurre en el caso de Japón, país en el que las exportaciones chinas representan más del 20% del comercio total de mercancías y el motor de la demanda interna se ve frenado por la elevada inflación de las importaciones.

De esta manera, el periodo actual es más seguro para los mercados emergentes más autosuficientes y orientados a la demanda interna, como la India o Brasil. Los países de América Latina también se beneficiarán de una mejor gestión de su política monetaria en 2022 (el banco central de Brasil fue uno de los primeros en subir los tipos como respuesta a la inflación), lo que podría permitirles aliviar la presión sobre los tipos de interés en 2023, cuando la actividad se ralentice tras el aumento del crecimiento generado por los precios de las materias primas en 2022.



**Bénédicte KUKLA**  
Senior Investment Officer

05 |

Asignación:  
Escenario 2023



## 05 • Asignación: Escenario 2023

# IMPACTO EN LAS PRINCIPALES CLASES DE ACTIVOS

Es probable que varias de las tendencias descritas anteriormente repercutan en el marco de inversión de 2023 y años posteriores:

- Marco geopolítico transformado de forma duradera por el conflicto de Ucrania, que tiende a acelerar la reconfiguración de las líneas divisorias del mundo.
- Se espera que el crecimiento del comercio siga siendo menor que en décadas anteriores.
- Incremento continuado de los costes de producción y transporte/logística.
- Tendencia a la regionalización de las cadenas de producción.
- Mantenimiento de unas interdependencias internacionales muy firmes en el ámbito tecnológico y energético.
- Búsqueda de autonomía estratégica y de transición de la cesta energética de Europa, que no elimina el paso de una dependencia a otra a corto plazo, y la necesidad a largo plazo de recurrir a un conjunto de materias primas importadas necesarias para la electrificación de los vehículos.
- Cambio de un tema de crecimiento global basado en un modelo impulsado por el consumo de bienes producido a bajo coste en las economías emergentes a un modelo caracterizado por la necesidad de una inversión muy importante en infraestructuras y recursos estratégicos.

Más allá del tema de la desglobalización, también es importante recordar los aspectos clave de las perspectivas económicas y financieras para el próximo año:

- Crecimiento mundial muy débil y una probable recesión en la zona euro y el Reino Unido.
- Inflación reducida respecto a 2022, pero persistente, y por encima todavía de los objetivos de los bancos centrales.
- Políticas económicas poco sincronizadas que reflejan las divergencias entre países.
- Tipos de interés nominales y reales más elevados que en 2022, por lo tanto, menos favorables para los mercados.

- Tensión creciente sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales de los Estados en un entorno de reducción del apoyo monetario a la deuda pública.
- Los márgenes de las empresas disminuirán lógicamente en este entorno, con una posible contracción de los beneficios del 5% al 10% en Europa.
- Tasas de impago al alza en los bonos de alto rendimiento, pero sin llegar a los niveles de la recesión de 2008/2009.

### IMPLICACIONES PARA LA ASIGNACIÓN DE CLASES DE ACTIVOS

A primera vista, este marco de inversión parece conducir a una visión prudente de la renta variable. Sin embargo, tras la importante corrección experimentada en 2022, que reflejaba en gran medida la subida de los tipos de interés, además del deterioro de las perspectivas de resultados, creemos que los inversores deberían reconocer el atractivo fundamental de la renta variable a largo plazo: la generación de rendimientos y la remuneración a los accionistas. La corrección de los múltiplos de valoración ya ha sido severa en Europa y China, y más moderada en EE. UU., que sin duda posee una resistencia económica mayor. Es probable que esta corrección no haya llegado a su fin en el momento de redactar este *Global Outlook*, pero debería llegar a un mínimo durante el año 2023. Por otro lado, el momento en que los bancos centrales indiquen una futura reversión de su política monetaria será probablemente la señal del inicio de la recuperación de los valores de crecimiento. Hasta entonces, hay que favorecer el estilo rendimiento/calidad.

El año 2023 también debería representar el regreso marcado de la deuda corporativa. Paradójicamente, el panorama sigue siendo extraordinariamente complejo para los inversores en el mundo de la renta fija: los bancos centrales siguen subiendo los tipos (el punto final sigue siendo muy incierto), por lo que la volatilidad de la deuda pública ha sido extrema hasta la fecha y podría continuar en 2023 si los inversores empiezan a preocuparse por la sostenibilidad de esta.

Por el lado de las empresas, la fuerte desaceleración (y la recesión en algunas zonas) debería provocar un aumento de los impagos, mientras que la subida de los tipos de interés y la reducción de los balances de los bancos centrales están agotando la liquidez del mercado. Esta ecuación ha provocado un fuerte aumento de las primas de riesgo de la deuda corporativa, incluido el segmento de buena calidad, y, por lo tanto, el entorno es muy propicio para la reconstitución de carteras de bonos de calidad a 3 y 5 años llevadas a su vencimiento con rendimientos muy superiores a la inflación prevista para los próximos cinco años. Simplemente es el mejor punto de entrada de los últimos 10 años.

El fin de los tipos de interés negativos aumenta el atractivo de las inversiones en el mercado monetario o de deuda a muy corto plazo; por el contrario, todas las inversiones que habían sido una alternativa a los tipos de interés cero o negativos (en particular, los fondos alternativos líquidos con riesgo moderado con un apalancamiento importante en sus posiciones de arbitraje) podrían perder el interés de los inversores.

Por último, la elevada volatilidad general de los activos ofrece oportunidades interesantes en las estrategias de opciones y los productos estructurados.

### IMPLICACIONES PARA LAS ASIGNACIONES GEOGRÁFICAS

Estas tendencias conducen a varias inflexiones en la hipótesis de la inversión en términos geográficos:

- Debilitamiento del modelo industrial de los países y las empresas que dependen demasiado de las importaciones/exportaciones, y de un modelo energético debilitado por este nuevo marco geopolítico, como en Alemania.
- Prima de riesgo económico y geopolítico que probablemente siga siendo elevada en China, con unas valoraciones muy atractivas, pero que puede dejar de ser una opción de inversión para algunos inversores institucionales de EE. UU.
- Mayor fragilidad de los países, los sectores y los modelos económicos sustentados por la política de bajos tipos de interés de los últimos diez años y ahora más vulnerables, como el sector inmobiliario.
- Riesgo país previsto todavía elevado y prima de riesgo que hay que añadir a los nuevos riesgos de conflicto.

- Un dólar fuerte podría i) penalizar a algunos países emergentes (entre la inflación importada para algunos y el endurecimiento forzoso de la política monetaria para los países con monedas vinculadas al dólar), ii) afectar a los exportadores estadounidenses y iii) favorecer los resultados de las multinacionales de Europa o de los países emergentes con ingresos en dólares.

### IMPLICACIONES EN LAS DECISIONES SECTORIALES EN LA RENTA VARIABLE

En términos sectoriales y temáticos, este marco también puede conducir a una reevaluación de nuestras preferencias:

- A pesar de que confirmamos nuestro anclaje en los valores de calidad y rendimiento, y aumentamos nuestro interés a corto plazo por los exportadores europeos, este entorno estructural debería conducir al final a una mayor preferencia por los valores nacionales, en particular, los expuestos a los temas de inversión mencionados anteriormente (autonomía estratégica, energías renovables e infraestructuras).
- Aunque la reinternalización/reindustrialización corre el riesgo de suscitar muchas falsas esperanzas, la robotización sigue siendo un buen tema de inversión, ya que es la condición para que las empresas industriales puedan tanto generar ganancias de productividad frente a la inflación de los costes como relocalizar parte de la producción.
- La incertidumbre del marco geopolítico debería seguir siendo un factor de apoyo para la temática de la seguridad y la defensa.
- Estos temas podrían tener más interés que los valores de la temática del consumo global.

### SECTOR INMOBILIARIO: ¿VALOR REFUGIO CONTRA LA INFLACIÓN Y LA GEOPOLÍTICA, O FIN DE CICLO?

Los valores inmobiliarios son una buena cobertura a muy largo plazo contra la inflación debido a la capacidad de indexación de los alquileres. Sin embargo, esta afirmación pierde fuerza en una fase de subida de los tipos de interés y de fuerte desaceleración económica, ya que se traduce en una demanda menos solvente de inmuebles residenciales y en una polarización de la demanda de alquileres hacia los mejores activos entre los inmuebles comerciales o las oficinas.

Por el lado de los inversores, los institucionales, como las aseguradoras, que habían pasado de la deuda pública a la inmobiliaria (y a la deuda corporativa), podrían ser ahora más prudentes. La subida de precios tan pronunciada de los dos últimos años (con una combinación de factores positivos entre la escasez de oferta, la recuperación económica y los bajos tipos de interés) empezó a revertirse en el verano de 2022. La magnitud de la subida de los tipos de los préstamos (los tipos hipotecarios a 30 años se sitúan en el 7% en EE. UU.) empeoró automáticamente la solvencia de los compradores e inquietó a los economistas profesionales del sector, que temían una corrección.

Este marco menos favorable puede matizarse en los segmentos de mercado que muestran una escasez de oferta y siguen siendo muy codiciados (inmuebles residenciales, especialmente los de primera calidad o de lujo, oficinas en el centro de las ciudades con características medioambientales en metrópolis internacionales) y que escapan al efecto negativo de la demanda. Además, a pesar de los debates sobre la desglobalización y el impacto ecológico del comercio electrónico, es probable que el interés por la logística siga siendo elevado y favorezca el aumento de los alquileres. Por último, paradójicamente, una fase de desaceleración se traduce en una ralentización de la construcción de viviendas y oficinas, lo que da lugar a periodos de tensión al finalizar la crisis, con la excepción de mercados como el de China, donde todavía hay un exceso de oferta y el sector está en proceso de reestructuración.

Una vez se haya digerido la fase de tipos y de desaceleración, y se hayan realizado los ajustes de precios, el mercado inmobiliario debería volver a una tendencia más favorable de atractivo para los inversores, en particular, para aquellos que no se vean limitados por el encarecimiento de las condiciones de financiación.

### ACCIONES NO COTIZADAS: UN REFLEJO DE LAS TENDENCIAS GLOBALES

Las acciones no cotizadas han sido objeto de un entusiasmo excepcional en los últimos años, reflejo de una combinación de factores muy favorables: la democratización/trivialización de la clase de activos y el acceso a la financiación que ha permitido un gran crecimiento del volumen de los fondos; y rendimientos muy positivos en los últimos años que da a los inversores la sensación de que pueden escapar de las dificultades encontradas en los mercados de renta variable.

Sin embargo, a medio plazo, sobre una base sectorial comparable, las valoraciones de las operaciones en el universo no cotizado siempre acaban ajustándose, en función de la prima de control que eleva los múltiplos de valoración de las operaciones de fusiones y adquisiciones.

Por lo tanto, son los múltiplos de salida de las empresas compradas en los últimos años los que podrían reducir la rentabilidad de la inversión frente a los niveles récord de los últimos años, sin dejar de estar por encima de las rentabilidades a medio plazo en el mundo de las acciones cotizadas.

En última instancia, los activos no cotizados seguirán reflejando las tendencias, por otro lado:

- Posible volatilidad futura en las valoraciones de los mercados privados, más allá de las que descontadas en las *LBO*<sup>15</sup> *large caps* y el capital riesgo, aunque los indicadores operativos sigan siendo sólidos en 2022, aunque con un deterioro operativo bastante visible en los márgenes en 2023.
- El retorno de la rentabilidad aumenta los rendimientos de la deuda privada o de las infraestructuras, por ejemplo.
- Descenso de las valoraciones de las acciones de las operaciones actuales y futuras, lo que augura una rentabilidad sobre fondos propios muy positiva en los fondos que se encuentran actualmente en fase de captación o de inversión: el mercado vuelve a ser muy favorable para los inversores.
- Se espera que esta dinámica siga siendo muy sólida en el mercado secundario, impulsada por varios factores, entre una posible sobreasignación de los inversores institucionales en los últimos años, cuya asignación se ve afectada por el descenso de la parte cotizada de la cartera, y la necesidad de liquidez del mercado ante un posible freno de las salidas.
- Peso probablemente mayor de las inversiones en las industrias estratégicas y los sectores de transición energética (desde las infraestructuras hasta las tecnologías innovadoras y las industrias de reciclaje), tras años en los que los fondos se concentraron en la tecnología, la salud y el consumo; con una gran ventaja sobre el mercado cotizado: acceso a más empresas de nicho y nacionales que los grupos globalizados.



Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

15 - Leveraged buyout, compra apalancada.

06



Presencia  
internacional



## NUESTRA HISTORIA

Durante más de 145 años hemos asesorado a empresarios y familias de todo el mundo, ofreciéndoles nuestro apoyo con un asesoramiento financiero experto y un servicio personal excepcional.

A día de hoy, atendemos a todos y cada uno de nuestros clientes con un enfoque individualizado, ayudándoles a construir, proteger y transmitir su riqueza.

Nuestros clientes son el reflejo de un servicio verdaderamente personalizado que, al unirse a la solidez financiera y la experiencia adicional del Grupo Crédit Agricole, uno de los diez bancos más importantes a nivel global, se traduce en un enfoque único para crear valor para los empresarios y las familias de todo el mundo.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

En Indosuez Wealth Management unimos una tradición de un valor excepcional, basada en las relaciones a largo plazo, con la experiencia financiera y nuestra red internacional:

### ASIA PACIFICO

#### HONG KONG RAE

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway  
Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

#### NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,  
Anse Vata  
98800 Numea - Nueva Caledonia  
T. +687 27 88 38

#### SINGAPUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
068912 Singapur  
T. +65 64 23 03 25

## EUROPA

### BRUSELAS

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg  
1000 Bruselas - Bélgica  
T. +32 2 566 92 00

### GINEBRA

Quai Général-Guisan 4  
1204 Ginebra - Suiza  
T. +41 58 321 90 90

### LUXEMBURGO

39, Allée Scheffer  
2520 Luxemburgo  
T. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - España  
T. +34 91 310 99 10

### MILÁN

Piazza Cavour 2  
20121 Milán - Italia  
T. +39 02 722 061

### MÓNACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Mónaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARÍS

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 París - Francia  
T. +33 1 40 75 62 62

## ORIENTE MEDIO

### ABU DABI

Zayed The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center  
Office Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504,  
PO Box 44836 Abu Dabi  
T. +971 2 631 24 00

### DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2  
Level 23 Unit 4 DIFC  
PO Box 507232 Dubái  
T. +971 4 350 60 00

07 |

Glosario





**ASG (ESG, en inglés):** Sistema de calificación extrafinanciera de las compañías en los ámbitos del medio ambiente, social y de la gobernanza que permite evaluar la sostenibilidad y el impacto ético de la inversión en una empresa.

**BCE:** Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

**Blockchain:** tecnología de almacenamiento y transmisión de información que adopta la forma de una base de datos que posee la particularidad de ser compartida simultáneamente con todos sus usuarios y que, por lo general, no depende de ningún organismo central.

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

**BPA:** Beneficio Por Acción.

**Brent:** Tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

**CBO (Congressional Budget Office):** Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos.

**Combinación de políticas (policy-mix):** Estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

**Deflación:** Lo contrario de la inflación; a diferencia de esta, se caracteriza por una caída duradera y sostenida del nivel general de precios.

**Diferencial crediticio (spread):** Diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

**Duración:** Mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes):** Término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation):** El EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de detraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

**Economías de escala:** Disminución del coste unitario de un producto que una empresa obtiene al aumentar el volumen de producción.

**Estancamiento secular:** Se refiere a un periodo prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

**Estancamiento:** Se refiere a una economía que experimenta simultáneamente un aumento de la inflación y un estancamiento de la producción económica.

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

**FMI:** Fondo Monetario Internacional.

**FOMC (Federal Open Market Committee):** Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

**Friendshoring:** Término utilizado por la secretaria del Tesoro estadounidense, Janet Yellen, que significa el compromiso de trabajar con (o trasladarse a) países que "se adhieren firmemente a un conjunto de normas y valores sobre cómo operar en la economía mundial y cómo gestionar el sistema económico mundial".

**IPC (índice de precios de consumo):** El IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

**ISR:** Inversión sostenible y responsable.

**Mercosur :** alianza comercial estratégica entre varios países sudamericanos: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

**Metaverso:** Mundo virtual ficticio (del inglés "metaverse", contracción de "meta universe", es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

**Nearshoring (regionalización):** descrito por la OCDE como la decisión de relocalizar actividades previamente deslocalizadas.

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**OMC:** Organización Mundial del Comercio.

**OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

**OPEP+:** OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

**PIB (producto interior bruto):** El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

**PMI:** Índice de directores de compras, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

**Punto básico (pb):** Un punto básico equivale a 0,01%.

**Punto de equilibrio de la inflación ("inflation breakeven" en inglés):** Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

**Pricing power:** Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

**Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa:** Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

**RCEP, Regional Comprehensive Economic Partnership:** Asociación Económica Integral Regional, tratado de libre comercio entre quince países del Océano Pacífico: Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam, Australia, China, Japón, Corea y Nueva Zelanda.

**SEC (Securities and Exchange Commission):** La SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

**Soft power :** puede traducirse como una "forma sutil" o el "poder de convencer") es un concepto utilizado en las relaciones internacionales.

**T-MEC:** Tratado entre México, EE. UU. y Canadá.

**TLCAN:** Tratado de Libre Comercio de América del Norte, ahora T-MEC.

**VIX:** Índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices. amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

**WTI (West Texas Intermediate):** Junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

## EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Global Outlook" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez, sociedad de nacionalidad francesa, matriz de la actividad de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales o entidades vinculadas, esto es CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus filiales, sucursales y oficinas de representación respectivas, dondequiera que estén, operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás entidades de Indosuez Wealth Management se designarán individualmente el "Entidad", y conjuntamente, los "Entidades".

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

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales y normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** esta guía informativa es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.

- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe).

- **En Italia:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, 20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.

- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.

- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341, acreditación: EC/2012-08.

- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.

- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO).

- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapur. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act 2001), de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.

- **En el DIFC:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubái (EAU), sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái ("DFSA"). Esta Guía Informativa está destinada únicamente a clientes profesionales y/o contrapartes del mercado y ninguna otra persona debe actuar en base a ella. Los productos o servicios financieros a los que se refiere esta Guía Informativa solo se pondrán a disposición de los clientes que cumplan los requisitos de cliente profesional y/o contraparte del mercado de la DFSA. Esta Guía Informativa se proporciona únicamente con fines informativos. No debe interpretarse como una oferta de compra o venta ni como una propuesta de oferta de compra o venta de ningún instrumento financiero ni de participación en estrategias comerciales concretas en ninguna jurisdicción.

- **En los EAU:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.

- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede fotocoparse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: Getty Images.

Editado a 31.10.2022.

