

GLOBAL OUTLOOK 2019

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – 1S 2019

UNA MONTAÑA CRECIENTE DE DEUDA

FOCUS

DEUDA MUNDIAL EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

MERCADOS

DEUDA Y CLASES DE ACTIVOS

Ama Dablam - Nepal

RESUMEN

3 EDITORIAL

«QUIEN PAGA DEUDA, HACE CAUDAL»

5 FOCUS

5 DEUDA MUNDIAL
6 DEUDA PÚBLICA MUNDIAL
8 IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

11 PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS MUNDIALES

11 EL CICLO ECONÓMICO
15 PERSPECTIVAS REGIONALES

23 PERSPECTIVAS DE LAS CLASES DE ACTIVOS INTERNACIONALES

23 DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS
24 DEUDA PÚBLICA Y DOMINANCIA FISCAL
25 DEUDA CORPORATIVA: ¿SEMILLA DE LA PRÓXIMA CRISIS?
32 PROBABILIDAD DE IMPAGO: ¿CÓMO CALCULARLA?
34 MERCADOS DE RENTA VARIABLE
38 MERCADO INMOBILIARIO Y DEUDA DE LOS HOGARES

41 TABLAS DE RENTABILIDADES Y RENTABILIDAD PREVISTA

44 ESPECIALISTAS EN INVERSIÓN

45 PRESENCIA INTERNACIONAL

46 GLOSARIO



FRÉDÉRIC LAMOTTE
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

« QUIEN PAGA DEUDA, HACE CAUDAL »

¿Entonces quien no la paga se empobrece? Esta antigua afirmación de Balzac resuena inquietante cuando se fija uno en el abultamiento de la deuda pendiente en los últimos años, tanto de los Estados —sobre todo los más desarrollados—, como de empresas y hogares. ¿Acaso la sensación de creciente desigualdad social y la percepción de un cierto empobrecimiento de la clase media en la OCDE (así como la deriva populista de la opinión pública) no son culpa de la incapacidad de la clase política para amortizar las deudas del pasado?

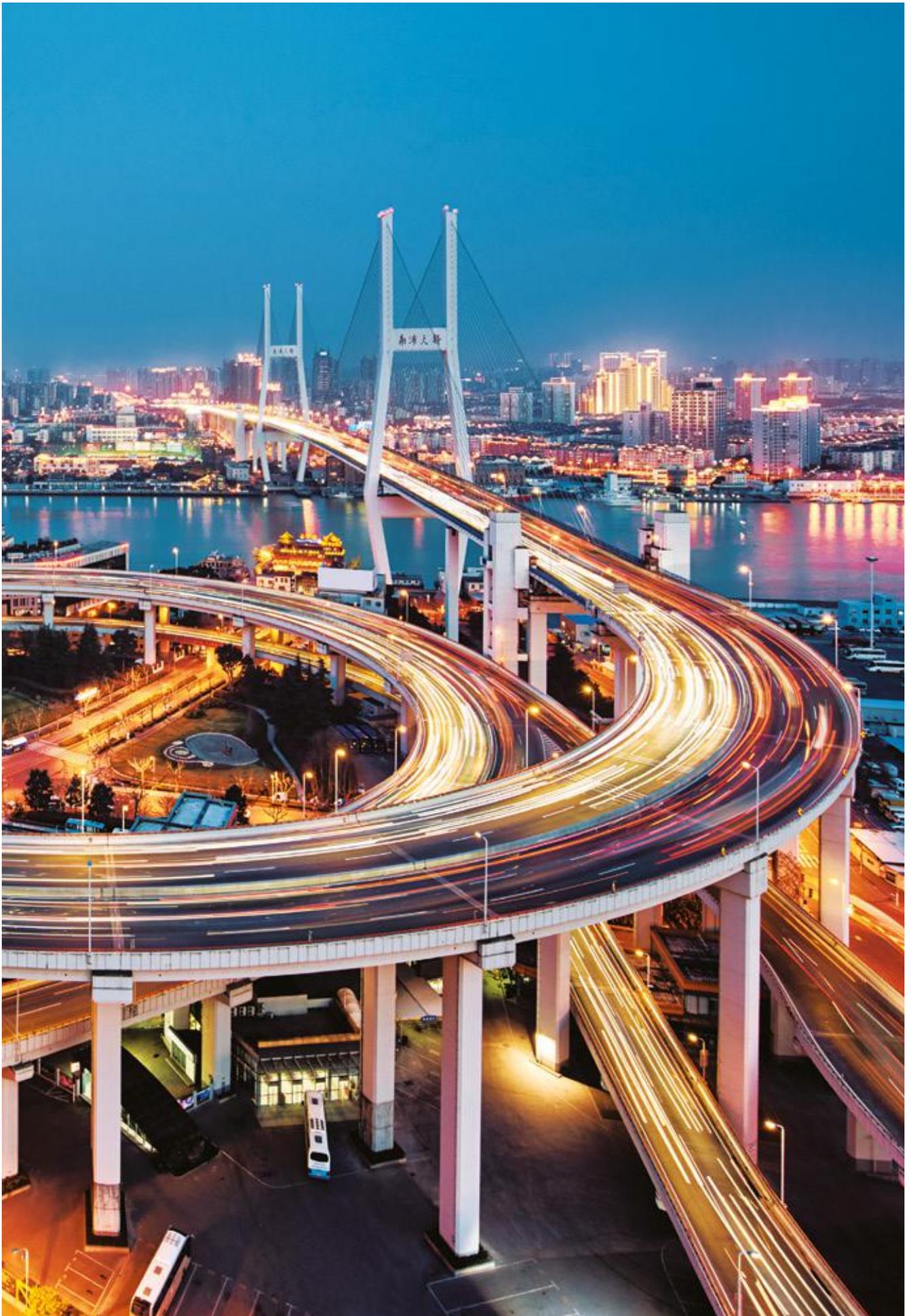
Según Oscar Wilde, «la mayor ventaja de ser rico es que puede uno endeudarse». Y junto a ella, en suma, una percepción, la de la ilusión de la riqueza. El mejor ejemplo de ello es la financiación de recompras de acciones en Estados Unidos mediante deuda emitida a bajo coste. Si una mayor deuda no acrecienta nuestra riqueza (o su percepción por los demás), ¿cómo es que seguimos hipotecando el futuro?

Amortizar deuda no es ni ha sido nunca un fin en sí mismo de los Estados. La capacidad recaudatoria de impuestos tanto hoy día como en un futuro es prenda de una deuda cuyo fin inicial no consiste en la adquisición de un activo que pueda rentabilizarse, revalorizarse o al menos conservar su valor. Así las cosas, la solvencia de los Estados a tenor del estudio de su balance se convierte en una cuestión esencial. ¿Es «mejor» o más sostenible la deuda emitida para comprar un lingote de oro o una acción de

una empresa que la emitida para pagar profesores o ayudar a los más desfavorecidos a encontrar trabajo o reincorporarse a él? ¿Existe una deuda mejor y otra peor al igual que hay colesterol bueno y malo? ¿Acaso una población con un buen nivel de formación, sana, rodeada de un medio ambiente cuidado y una sociedad que favorezca la equidad y el trabajo según las capacidades de cada cual no son activos críticos para el bien común y que justifiquen un mayor nivel de deuda? Por lo tanto, puede que no importe tanto el aspecto cuantitativo de la deuda como su faceta cualitativa. Los mercados de deuda parecen mostrarnos una senda hacia la concienciación colectiva en favor de la innovación y los préstamos verdes, los bonos verdes y en general los activos con una repercusión beneficiosa. Esperemos que esa senda, por la que transita también Wealth Management junto a sus clientes, sea la del crecimiento perdurable de una riqueza compartida.

En esta edición de nuestra publicación quisiéramos suscitar en usted una reflexión sobre este fenómeno, que parece desbocarse, y sobre sus consecuencias para la vida de nuestros hijos.

Le deseo una agradable lectura y, por adelantado, unas excelentes fiestas de fin de año.



Río Huangpu - China

FOCUS

DEUDA MUNDIAL

La deuda mundial ha alcanzado 164 billones USD¹ y el ratio de deuda mundial se sitúa en el 225% del PIB mundial, un pico histórico. El ratio entre deuda y PIB mundiales ha crecido 12 pp desde su pico anterior de 2009. Por tanto, con la salvedad de una breve caída, la economía mundial no se ha desapalancado. Los países más endeudados del mundo también son los más ricos. Los tres mayores prestatarios del mundo son EE.UU., China y Japón. Estos tres países suponen más de la mitad de la deuda mundial (56%), que supera con creces su cuota conjunta de la producción mundial (38% del PIB de 2017 en paridad de poder adquisitivo o PPA). Los países de renta baja suponen menos del 1% de la deuda mundial, muy por debajo de su cuota del PIB mundial.

China ha emergido como prestatario de gran magnitud desde el comienzo del milenio, ya que su cuota de la deuda mundial ha pasado del 3% al 16% actual. La deuda mundial se distribuye según el nivel de renta de los países.

Las economías más avanzadas han emitido más deuda pública, mientras que las emergentes han experimentado un repunte de la privada (gráfico 1). China por sí sola supone casi tres cuartos del incremento de la deuda privada mundial. La privada ronda el 135% del PIB mundial y supone la mayor parte de la deuda mundial, mientras la pública no pasa del 90% del PIB mundial (media ponderada). El desglose de la deuda por países puede observarse en el gráfico 2.

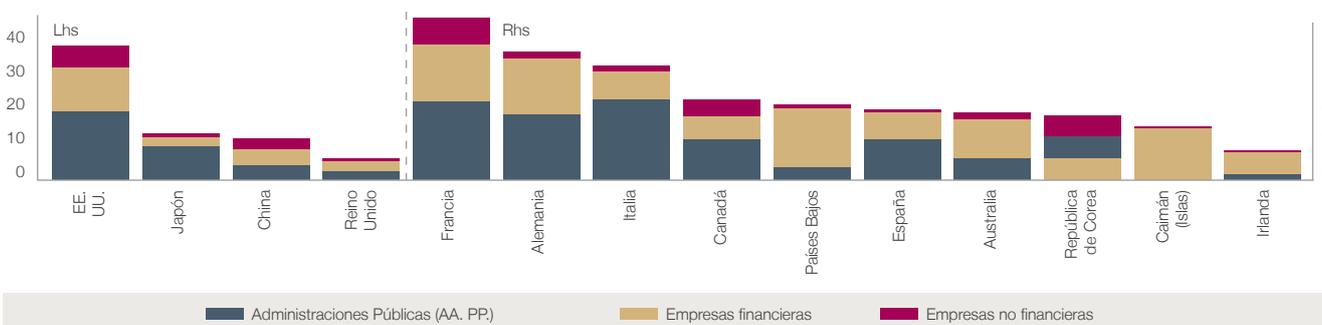
En este estudio nos centraremos en la deuda pública de los Estados. En las economías maduras, la deuda pública se sitúa en torno al 100% del PIB. La deuda pública mundial suma unos 63 millones USD y EE.UU. representa casi un tercio de ese importe, con 20 billones USD. En promedio, la deuda de los países de la OCDE ha crecido unos 35 pp desde antes de la crisis de 2008. Nada menos que el 82% de la deuda pública del mundo ha sido emitida por los 34 países de la OCDE. Antes de analizar qué podría significar ello para la política económica, tenemos que contextualizar esa deuda.

GRÁFICO 1: DEUDA TOTAL (% PIB) POR PAÍSES Y VARIACIÓN EN 10 AÑOS EN PP*



* PP: puntos porcentuales
Fuentes: Business Insider, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 2: TÍTULOS DE DEUDA TOTALES POR DOMICILIO Y SECTOR DEL EMISOR*
IMPORTE PENDIENTE SEGÚN LOS ÚLTIMOS DATOS DISPONIBLES, BILLONES DE USD**



Puede recabar más información sobre las estadísticas de títulos de deuda del BPI en www.bis.org/statistics/secstats.htm
*Respecto a países que no informan de sus títulos de deuda totales (TDS), el BPI estima los datos sumando títulos de deuda domésticos (DDS) y títulos de deuda internacionales (IDS).
**Los importes denominados en monedas distintas del USD se convierten en USD al tipo de cambio vigente a la fecha de referencia.
Fuentes: Informe Trimestral del BPI, Vicisitudes de los mercados bancarios y financieros internacionales, septiembre de 2018, Indosuez Wealth Management.

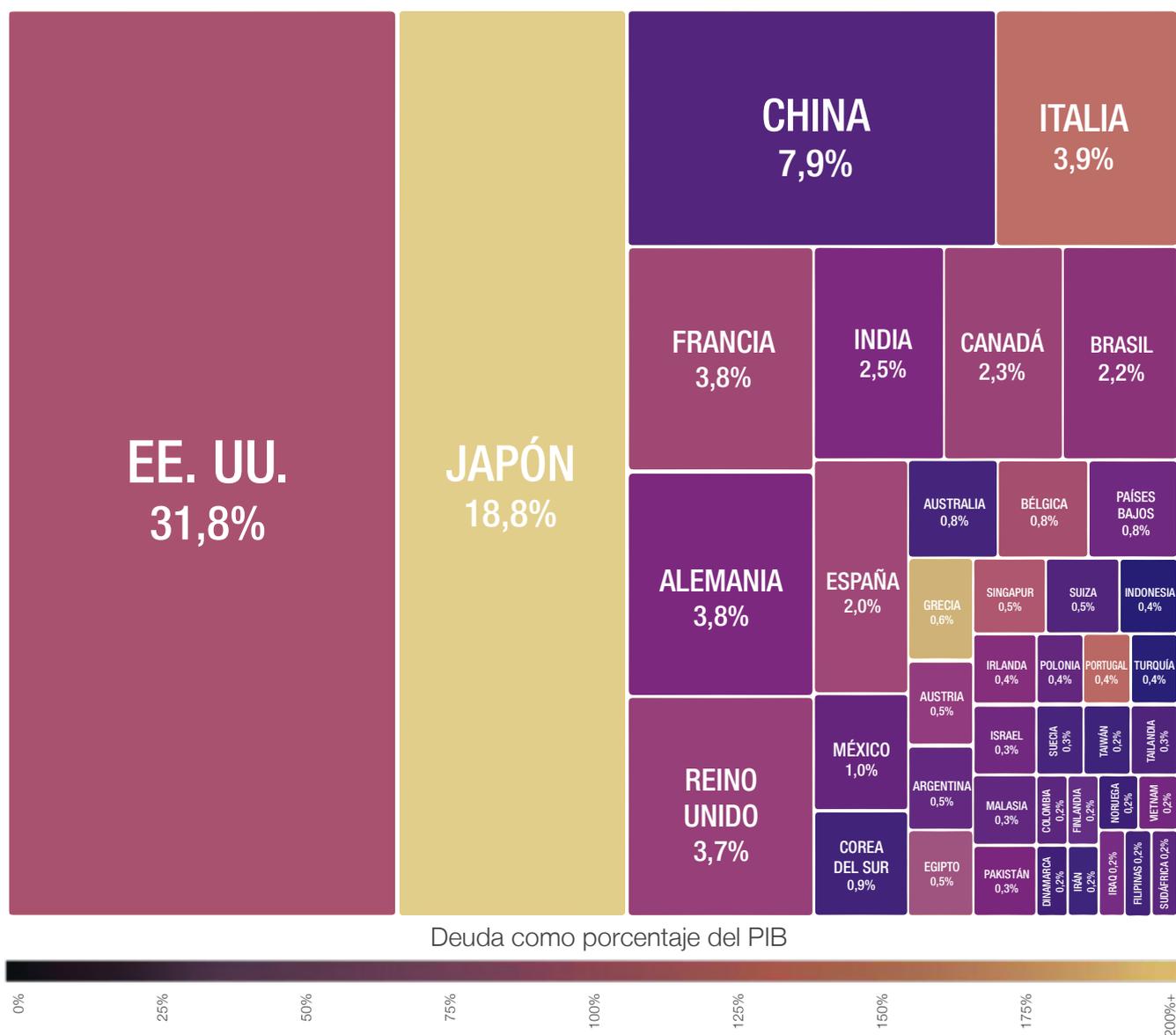
1 - «Monitor Fiscal, abril de 2018» del FMI, datos de 2016; Samba Mbaye, Marialuz Moreno Badía y Kyungla Chae, «Global Debt Database: Methodology and Sources», Documento de Trabajo del FMI WP/18/111, mayo de 2018.

DEUDA PÚBLICA MUNDIAL

El primer paso de cualquier análisis numérico debe ser hacerse una composición de lugar, en USD en este caso. Como hemos dicho antes, EE.UU. es el mayor emisor de deuda pública del mundo, con unos 20 billones USD pendientes, lo que ronda un tercio del total mundial (gráfico 3). Japón se sitúa en segundo lugar con casi un 20% de la deuda pública mundial, seguido de China con un 8%. Italia, Alemania, Francia y Reino Unido tienen unos importes de deuda muy similares en USD, que representan entre el 3,7% y el 3,9% del total mundial. India suma el 2,5% de la deuda pública mundial; Brasil, el 2,2%; Grecia, el 0,6%; Argentina, el 0,5% (igual que Suiza); y Rusia, el 0,3%, solo por poner unos cuantos ejemplos comparativos. Una vez consideradas estas magnitudes absolutas, entenderemos mejor los indicadores relativos.

El indicador relativo más común es la deuda como porcentaje del PIB. En muchos análisis de deuda, es el único que se usa. Obviamente, esto cambia la óptica. Habrá quien afirme que la mayor deuda del mundo es la de Japón porque equivale al 240% de su PIB. Sin embargo, sabemos que en términos absolutos la deuda de EE.UU. es unos 13pp mayor que la de Japón. Obviamente, un indicador relativo reflejará el tamaño de la magnitud con la que comparemos la deuda. Los países con un PIB elevado tendrán una menor deuda expresada como porcentaje del PIB, aunque en términos absolutos sea mayor. Se trata lisa y llanamente del cociente entre numerador y denominador: cuanto mayor sea este menor será el resultado para un numerador dado. Es algo consabido, pero a menudo olvidado en muchos análisis con indicadores relativos.

GRÁFICO 3: DEUDA PÚBLICA MUNDIAL POR PAÍSES, % DEL TOTAL



Fuentes: Visual Capitalist, Indosuez Wealth Management

Otro indicador relativo es la deuda per cápita de un país. Este indicador también favorece a países grandes y muy poblados y desfavorece a países más pequeños con menores denominadores. No en vano, países como Irlanda, Singapur y Bélgica aparecen entre los peor clasificados. Es un indicador relativo pertinente porque relacionar la cantidad de deuda con cada habitante permite a la población entender su «carga» personal (tabla 1).

Aunque tal vez más pertinente, para valorar la capacidad del país para atender y amortizar su deuda es dividirla entre sus ingresos públicos. Al igual que una hipoteca, un préstamo grande no necesariamente supone un problema si los ingresos cubren bien intereses y capital. En el gráfico 4 vemos que Japón tiene un considerable problema de financiación, pero EE.UU. ocupa el segundo puesto.

Sin ánimo de extraer conclusiones precipitadas, podemos afirmar que los países de la clasificación con un ratio superior a la media de los 76 países sufren una recaudación tributaria insuficiente respecto a la carga de su deuda y deberían subir impuestos. Naturalmente ello no significa que no puedan bajar impuestos.

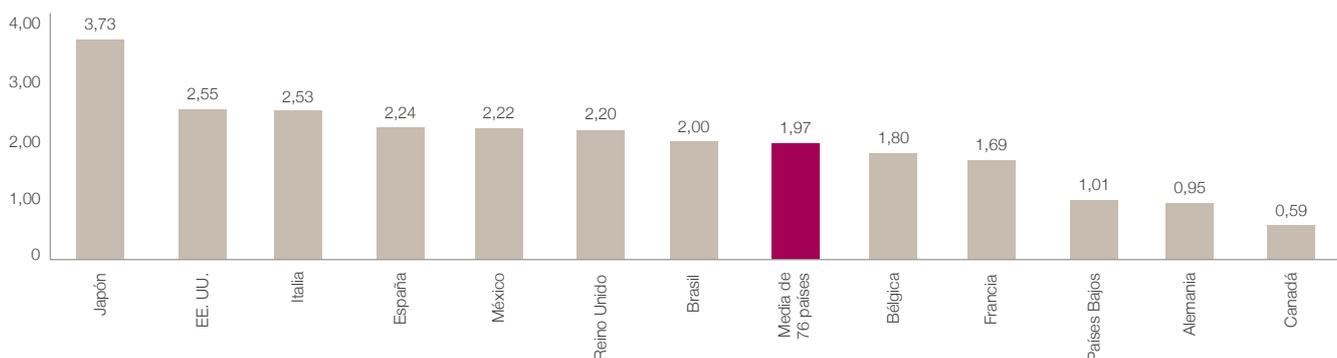
Una llamativa anomalía en el estudio de los mercados de deuda pública es que solemos ceñir el análisis al pasivo del país y muy raramente prestamos atención a sus activos (y, por ende, a sus ingresos, como ya hemos dicho). Parte de la explicación de este peculiar equívoco se debe a que la contabilidad nacional no elabora balances. La contabilidad nacional refleja estadísticas del PIB y de la balanza de pagos, siendo aquel el concepto homólogo a la cuenta de pérdidas y ganancias de una empresa. A día de hoy no existe tal cosa como un balance armonizado y sistemático entre países.

TABLA 1: INDICADORES RELATIVOS DE DEUDA, 2017

Puesto	Deuda de las AA.PP. como porcentaje del PIB		Deuda per cápita, USD	
	País	%	País	USD
1	Japón	238	Japón	85.694,87
2	Grecia	191	Irlanda	67.147,59
3	Italia	153	Singapur	56.112,75
4	Portugal	145	Bélgica	44.202,75
5	EE. UU.	136	EE. UU.	42.503,98
6	Francia	124	Canadá	42.142,61
7	Bélgica	122	Italia	40.461,11
8	Reino Unido	117	Islandia	39.731,65
9	España	115	Australia	38.769,98
10	Canadá	109	Reino Unido	36.206,11

Fuentes: OCDE, FMI, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 4: DEUDA NETA DE LAS AA.PP. COMO PORCENTAJE DE LOS INGRESOS PÚBLICOS, 2018



Fuentes: Datos de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de octubre de 2018 (cálculos del ICAEW), Indosuez Wealth Management.

Nueva Zelanda, con unas AA.PP. pioneras, es posiblemente el único país que estima activos, pasivos y patrimonio neto de empresas, hogares y AA.PP. Esta pequeña y audaz nación fue la que desbrozó el camino de fijación de un objetivo de inflación del banco central, y esperamos que establezca una tendencia similar por lo que respecta al balance. Hasta entonces, seguiremos valorando el endeudamiento de los países casi sin fijarnos en su riqueza.

Aun así, existen datos de los activos financieros de los países, como acciones, derivados, oro, etc. La OCDE se ha tomado la molestia de deducir esos activos financieros de la deuda pública y elaborar algo así como un ratio de deuda pública neta (gráfico 5), que cambia por completo la percepción de la deuda, en especial la de Japón. La deuda bruta como porcentaje del PIB de Japón es del 240%, pero restando los activos financieros se queda en un 120% del PIB. Así, resulta comparable al 110% de deuda neta de Italia o al 100% de EE.UU. Grecia también tiene una cantidad considerable de activos financieros que ayudan al país y que suponen un ratio de deuda neta que no difiere drásticamente del de los países recién mencionados. En el extremo opuesto de la tabla, países como Noruega tienen una cantidad tan formidable de activos que su deuda neta es sobradamente negativa.

No hay que llamarse a engaño, los países con un ratio de deuda neta escaso o negativo suelen tener una calificación AAA (de Standard & Poor's). De los 195 países del mundo, solo hay 11 así. Este exclusivo grupo de naciones de destacada eficiencia presupuestaria se compone de Alemania, Australia, Canadá, Dinamarca, Liechtenstein, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Singapur y Suiza. La calificación de EE.UU. de S&P es AA+.

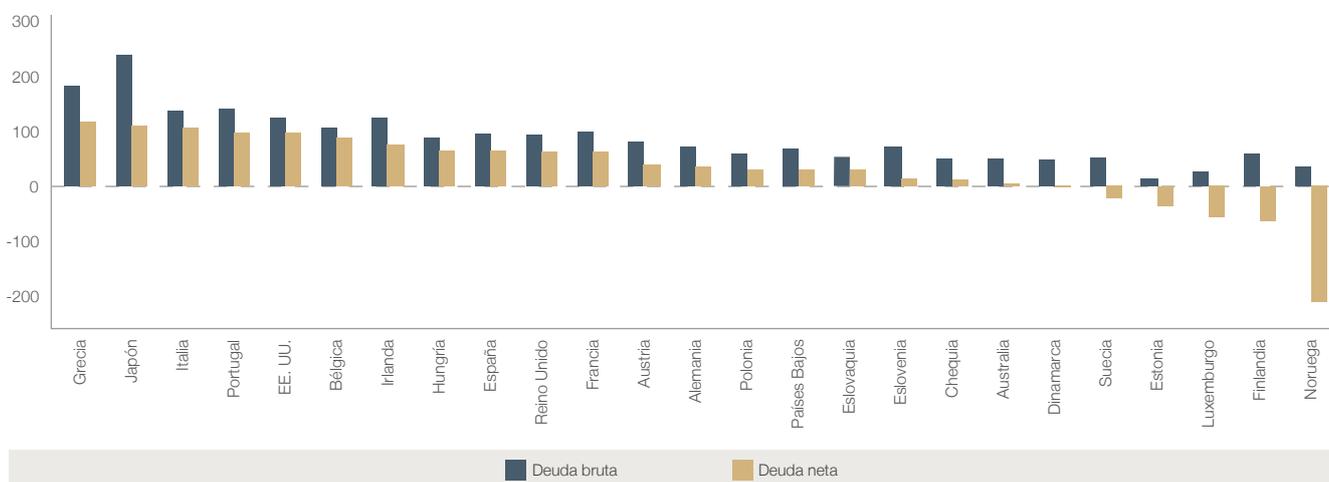
IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

Por ende, llegados aquí vemos que la deuda está en un máximo histórico y todas las economías maduras, con pocas salvedades, tienen un problema común de deuda pública. Ante este apogeo del endeudamiento, los países maduros deben adoptar medidas de política económica. La deuda es un asunto presupuestario por lo que sería lógico esperar que los países gastaran menos o ingresaran más (a través de impuestos, subiendo los tipos tributarios y/o con un mayor crecimiento del PIB). Habida cuenta de que el endeudamiento ha seguido ascendiendo, es obvio que las medidas presupuestarias han sido insuficientes e incluso perniciosas en el destacado caso de EE.UU., que en vez de ello ha optado por aumentar gasto y bajar impuestos.

Por tanto, le corresponde a la política monetaria colmar el vacío. Hoy día se plantea un debate académico entre la dominancia fiscal y la monetaria. En esencia, si hay dominancia monetaria, el efecto inflacionario de un alto endeudamiento podría acarrear mayores tipos de interés. Por su parte, la dominancia fiscal ocurre cuando los tipos de interés se mantienen bajos en aras de la sostenibilidad presupuestaria². Aún no se ha alcanzado un consenso entre economistas sobre esta cuestión.

Por tanto, nuestra conclusión es controvertida (véase también «Distribución de activos», página 23). Aun así, tenemos la firme convicción de que el pico histórico de endeudamiento en general, y la deuda pública de las economías maduras en particular, desembocará en unos tipos de interés mucho menores durante un plazo mucho más largo que cualquier otro pasado (tabla 2).

GRÁFICO 5: DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA EN PORCENTAJE DEL PIB, 2013



Fuentes: OCDE, Indosuez Wealth Management

2 - Hans J. Blommestein and Philip Turner, "Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability", BIS Papers n.º 65, mayo de 2012.

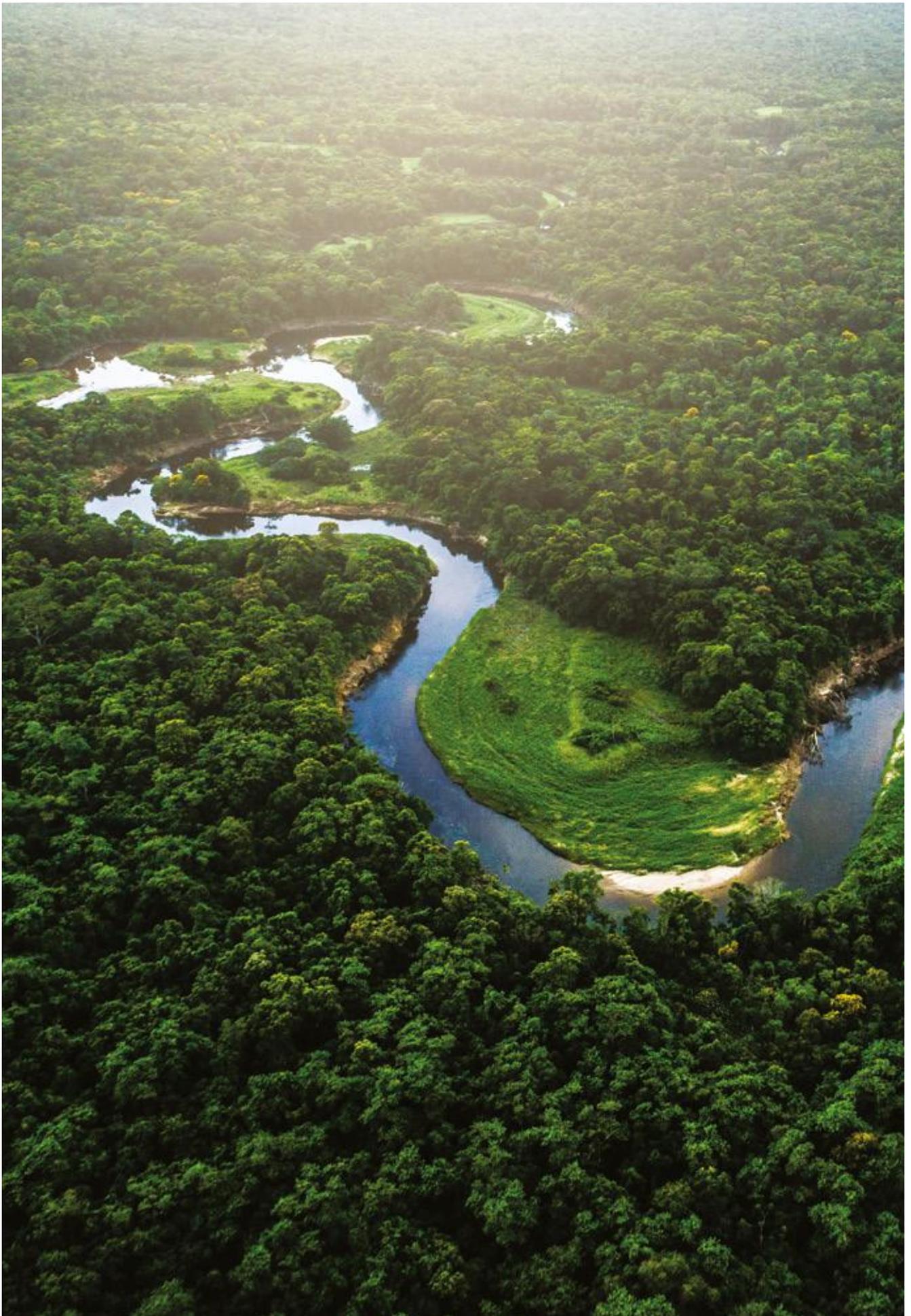


Parque Eólico de Oiz - España

TABLA 2: TIPOS DE INTERÉS DEL BANCO CENTRAL, PREVISIONES PARA 2018-2019, %

	2016	2017	2018	2019
Argentina	24,75	28,75	65,00	35,00
Australia	1,50	1,50	1,50	1,75
Brasil	13,75	7,00	6,50	6,50
Chile	3,50	2,50	2,80	3,65
China	4,35	4,35	4,35	4,30
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,25
India	6,25	6,00	6,60	6,90
Indonesia	4,75	4,25	6,00	6,40
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Malasia	3,00	3,00	3,25	3,35
México	5,75	7,25	7,75	6,75
Filipinas	3,00	3,00	4,75	4,85
Rusia	10,00	7,75	7,55	7,40
Arabia Saudí	2,00	2,00	2,75	3,25
Sudáfrica	7,00	6,75	6,60	6,85
Corea del Sur	1,25	1,50	1,65	1,90
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,60
Tailandia	1,50	1,50	1,55	1,95
Turquía	8,00	8,00	24,40	21,80
Emiratos Árabes Unidos	1,00	1,75	2,50	3,00
Reino Unido	0,25	0,50	0,75	1,00
Estados Unidos	0,75	1,50	2,25	2,75

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management



Bosque Atlántico - Brasil

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS MUNDIALES

EL CICLO ECONÓMICO

PIB

El PIB mundial se situó en el 3,5% interanual (i.a.) a fin de 2017 y mantuvo el mismo ritmo también en los dos primeros trimestres de 2018. En realidad este dato coincide con la media desde 2000 así como desde 1969. Por tanto, el estado de la economía mundial hoy por hoy es razonable. Aun así, lo que está en la mente de todos no es tanto la tasa de variación del PIB, sino más bien la tasa de variación de dicha variación. Entre analistas financieros hay un amplio consenso de que esta pasará a ser negativa.

En 2017 aconteció una relevante sorpresa de crecimiento. El PIB mundial creció 0,4 pp (del 3,1% al 3,5%), lo que supone un aumento del 14,2% de la tasa de crecimiento. Ello se produjo tras unos años de crecimiento del PIB inferior a la media en su mayoría, desde la crisis de 2008. Si tenemos razón y el PIB mundial vuelve a rondar la media en 2018, la segunda magnitud será nula, pese a que el dato absoluto sea una vez más positivo.

Para 2019 y 2020, prevemos que la tasa de crecimiento del PIB mundial se desacelere 0,2 pp anuales (tabla 3), en cuyo caso la segunda magnitud rondará un -6%, similar a la de 1996, 2015 y 2016. Esto creará —ya lo ha hecho— unos mercados financieros más complejos de lidiar para los inversores. Aun así, ello no necesariamente conlleva una rentabilidad bursátil negativa. El MSCI World (índice de capitalización bursátil y, por ende, dominado por valores estadounidenses) ascendió un 5,3% en 2016, cayó un 2,7% en 2015 y ganó un 11,7% en 1996. El promedio de estas rentabilidades sugiere que el rendimiento de la renta variable mundial rondaría el 5% en los próximos años, basándonos únicamente en nuestra previsión del PIB mundial.

Huelga decir que el riesgo de cualquier previsión es que no se cumpla. Analicemos por tanto algunos de los principales riesgos al alza y a la baja de nuestra previsión.

TABLA 3: PIB E INFLACIÓN CON PREVISIONES PARA 2018-2020, 4T INTERANUAL, %

	2017		2018		2019		2020		Pond. PPA (2017)	2017	2018	2019	2020
	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC		Contribuciones	Contribuciones	Contribuciones	Contribuciones
Mundo	3,6	-	3,4	-	3,2	-	3,0	-	100	Ptos percent	Ptos percent	Ptos percent	Ptos percent
EE. UU.	2,5	2,1	2,6	2,5	2,0	2,0	1,5	2,2	15,2	0,38	0,40	0,30	0,23
Japón	2,0	1,0	1,1	0,7	0,7	1,9	0,5	1,3	4,2	0,08	0,05	0,03	0,02
Reino Unido	1,4	3,0	1,3	2,5	1,3	2,2	1,1	2,0	2,2	0,03	0,03	0,03	0,02
UEM	2,7	1,4	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,8	11,6	0,31	0,22	0,20	0,19
Alemania	2,8	1,7	1,9	1,7	1,7	1,7	1,5	2,0	3,3	0,09	0,06	0,06	0,05
Francia	2,8	1,2	1,5	1,3	1,5	1,3	1,3	1,6	2,2	0,06	0,03	0,03	0,03
Italia	1,6	0,9	0,8	1,3	0,9	1,3	2,0	1,6	1,8	0,03	0,01	0,02	0,04
España	3,1	1,2	2,3	1,5	2,2	1,5	1,9	1,8	1,4	0,04	0,03	0,03	0,03
Suiza	2,6	1,1	2,2	0,9	1,6	1,1	1,5	1,2	0,4	0,01	0,01	0,01	0,01
Brasil	2,1	3,0	1,8	3,9	2,8	4,2	2,8	4,0	2,5	0,05	0,05	0,07	0,07
México	1,5	6,8	2,7	4,4	2,3	3,5	2,4	3,5	1,9	0,03	0,05	0,04	0,05
Argentina	3,9	26,1	-6,7	45,0	3,5	25,0	3,8	18,0	0,7	0,03	-0,05	0,02	0,03
Rusia	0,9	2,5	1,9	3,0	1,7	4,0	1,5	4,5	3,1	0,03	0,06	0,05	0,05
India	7,0	5,2	7,3	4,5	7,3	4,0	7,2	3,5	7,7	0,54	0,56	0,56	0,55
China	6,8	1,8	6,4	2,3	6,2	2,8	6,0	3,0	18,7	1,27	1,20	1,16	1,12
Asia sin China, India ni Japón*	4,3	-	4,5	-	4,3	-	4,1	-	7,9	0,34	0,36	0,34	0,32

*Hong Kong, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia y Vietnam

Nota: El PIB mundial es real y está basado en el PPA. El resto de PIB es real, basado en la moneda. Las ponderaciones PPA son la proporción de los países en el PIB mundial. Estas, multiplicadas por la tasa de crecimiento, expresan en puntos porcentuales la contribución de cada país al PIB mundial. China, por ejemplo, contribuye con más de un tercio del PIB mundial (1,24/3,5 en 2017).

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

LASTRES DEL CRECIMIENTO

PROTECCIONISMO

El proteccionismo plantea la mayor amenaza al ciclo económico. Para contextualizar, el volumen de comercio cayó un 60% en la Gran Depresión y un 10% en la Gran Recesión. Hoy día, el volumen de comercio sigue creciendo, aunque a un menor ritmo (gráfico 6). Mientras el volumen de comercio siga creciendo, hay que desechar el temor a una recesión. Salvo que las disputas arancelarias se intensifiquen, es improbable un descenso absoluto del comercio mundial.

INFLACIÓN

La inflación es otro lastre del crecimiento del PIB porque reduce el poder adquisitivo y merma el ahorro, además de que aumenta la incertidumbre y, por ende, tiende a deprimir la inversión. La inflación podría dispararse si el proteccionismo se generalizara, ya que los precios de importación suben cuando se imponen aranceles. La depreciación monetaria también causa inflación importada. En nuestra hipótesis macroeconómica no contemplamos ningún efecto inflacionario sustancial, sino que suponemos que los bancos centrales serán capaces de guiar la inflación hacia sus objetivos en pos de una estabilidad de precios en los próximos años, ayudados por la moderación del ciclo económico y unas fuerzas estructurales en el ámbito de las tecnologías de la información que siguen lastrando los precios. Obviamente, cualquier desviación con respecto a nuestra hipótesis podría trastocar bastante la coyuntura.

PETRÓLEO

El precio del petróleo también es una amenaza para la economía mundial. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha informado de que en septiembre de 2018 se alcanzaron máximos históricos mundiales de demanda y oferta, con 100 millones de barriles diarios, rebasando todas las previsiones de pico de la oferta de petróleo conocidos. Si bien la AIE ha revisado a la baja su previsión de demanda para este año y el siguiente, la Agencia recalca también que aún no se vislumbra el pico de la demanda de petróleo. En torno a 2020, la mayoría de la población mundial será de clase media por primera vez en la historia, lo que fomentará una fuerte y constante demanda de productos petroquímicos (de plásticos, en especial). Además, el mero crecimiento poblacional, del 1,1% en 2018, igual a 83 millones de personas al año, apuntalará la demanda de petróleo en años venideros. De la balanza pendien productores de petróleo con problemas como Irán, Libia, Nigeria y Venezuela. Si superaran sus apuros la producción de petróleo crecería aún más, y viceversa. Ante estas incógnitas, el reciente incremento de la producción ha reducido la capacidad de reserva a solo el 2% de la demanda mundial, lo que posiblemente presiona los precios del petróleo al alza a lo largo de nuestro horizonte de pronóstico.

En nuestra hipótesis para este año vaticinamos un precio del WTI de 60-65 USD el barril. En lo que va de año el rango fluctúa entre 59,2 y 76,4 USD (9 de noviembre) el barril, con una media de 67,2 USD, congruente con nuestra hipótesis, con la salvedad de periodos más bien breves de sobre-reacción.

GRÁFICO 6: VOLUMEN DE COMERCIO MUNDIAL DE BIENES, 12 MESES, VARIACIÓN %



Fuentes: «CPB World Trade Monitor August», CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 25 de octubre de 2018, Indosuez Wealth Management.



Sylt - Alemania

Con respecto a 2017, cuando la media del WTI fue de 50,8 USD el barril, el precio ha ascendido en promedio 16,4 USD el barril este año. Entre 2016 y 2017 la media creció 7,4 USD el barril. Ante esta incertidumbre, prevemos un precio medio de 63 USD el barril de WTI en 2019 y vaticinamos que el rango observado en 2018 se mantendrá.

Las economías pueden adaptarse a casi todo siempre que suceda poco a poco. En cambio, oscilaciones grandes y bruscas de variables fundamentales como el precio del petróleo (o los tipos de cambio, la migración, etc.), suponen una sacudida. El cómo responde la economía a ella depende de otras variables, como el crecimiento del PIB y las condiciones monetarias y financieras. En suma, la economía mundial está mejor pertrechada para resistir una sacudida del precio del petróleo hoy día, si es que ocurre, que durante la crisis financiera, habida cuenta del ciclo económico y la mayor fortaleza en general de la cuenta corriente de países antaño mucho más vulnerables. Aun así, el ciclo de alzas de la Fed y la fortaleza del USD agravan el efecto de cualquier subida de precio para los importadores de petróleo. Considerando estos factores en su conjunto, el ciclo económico mundial resistiría un precio del WTI de hasta 80 USD el barril antes de que empecemos a prever un efecto acusado en el crecimiento del PIB. Y no es esa nuestra hipótesis para los próximos años.

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

Un USD fuerte frena el crecimiento de la economía mundial, en gran medida amplificando cualquier subida del precio del petróleo en países cuyas monedas se debilitan frente al USD. Los países con deuda denominada en USD también sufren cuando este se aprecia. Además, un USD más fuerte puede plantear un dilema de política monetaria a muchos países cuyas monedas están atadas a él, ya que tendrán que elevar sus tipos de interés al compás de la Fed aunque sus economías internas pudieran favorecerse más de unos tipos de interés más bajos.

Nuestro pronóstico para el USD frente al EUR de cara a 2018 fue de un rango entre 1,15 y 1,25 USD por EUR. Grosso modo, la predicción se ha cumplido hasta ahora (9 de noviembre), con un pico de 1,2510 USD/EUR en febrero y un valle de 1,1312 USD/EUR el 31 de octubre, y una media de 1,1875 USD/EUR. Solo por contextualizar, ello no evidencia un USD mucho más fuerte que la media de 1,2150 USD/EUR desde 2000. Dos factores que apuntalan el USD son el crecimiento y los diferenciales de tipos de interés frente a la eurozona. El crecimiento seguramente ya ha tocado techo, mientras que los diferenciales se ampliarán para después estrecharse en algún momento del 2S de 2019. Por otro lado, Europa debe lidiar con la salida de Reino Unido y con la desazón que causa la política presupuestaria de Italia. Cuesta imaginar una remontada del EUR en semejante tesitura. Prevemos un rango de entre 1,10 y 1,20 USD/EUR de cara a 2019. Toda desviación de esa suposición podría alterar la hipótesis mundial.

ESTÍMULOS DEL CRECIMIENTO

EMPLEO

Los estímulos más fundamentales del empleo son todos aquellos factores que mejoran el número, horas y aptitudes de quienes trabajan. Si bien algunos países aún sufren tasas de desempleo que superan el 20%, la tasa de desempleo mundial cayó al 5,6% en 2017 según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), tras un pico del 6,2% en 2009.

EE. UU. despunta con un desempleo del 3,7%, su menor tasa desde 1969. El desempleo de Alemania elaborado por Eurostat cayó al 3,3% en septiembre de 2018, su menor tasa desde la reunificación. Para la Unión Europea (UE) en su conjunto, la tasa de desempleo se situó en el 6,7% en septiembre, y la de la eurozona fue del 8,1%. Estas tasas no pueden compararse tal cual con la tasa «U-6» de EE. UU., que cuantifica desempleados, subempleo y parados desalentados, pero aun así es interesante destacar que el dato estadounidense fue del 7,4% en octubre de 2018. La tasa de desempleo de China también es baja, del 3,8% (junio de 2018), como la de Japón, del 2,4% (septiembre de 2018) e India, del 3,5% a fin de 2017. Estas cifras son un buen augurio para la economía mundial, aunque también nos dicen que reducirlas aún más resultaría difícil.

INVERSIÓN

La inversión es un motor relevante de crecimiento. La sorpresa de crecimiento del PIB de 2017 se debió en parte a una mayor inversión que, en EE. UU., empezó en 2016, antes de que Trump fuera elegido presidente. La contribución al PIB de la inversión no residencial alcanzó un pico local de 1,5 pp en el 1T 2018, que retrocedió a 0,1 pp en el 3T. En China, en torno a 2 pp del PIB provienen de la inversión, que ha caído desde más del doble de esa cifra en 2013. En la eurozona, la formación bruta de capital fijo produjo 0,6 pp del PIB del 2T 2018, cayendo desde los 1,7 pp en junio de 2015. Los bajos tipos de interés y la baja inflación suelen estimular la inversión más de lo que vemos actualmente. En EE. UU. la reforma del impuesto sobre sociedades aún no ha producido ningún resultado tangible en este ámbito y a menudo las empresas prefieren dedicar su tesorería a la recompra de acciones. Parte de esta reticencia podría provenir de una perspectiva menos optimista respecto al ciclo económico, posiblemente influido por las actuales tensiones arancelarias. Hoy por hoy parece improbable una gran sorpresa grata de la inversión.

COMERCIO

El comercio como estímulo del crecimiento tiene su cruz de la moneda en el proteccionismo como lastre. El comercio internacional aporta muchos beneficios más allá de la contribución de la balanza comercial al PIB, que suele ser sorprendentemente baja. En China, esa contribución media es en realidad negativa con 0,2 pp desde su adhesión a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001. La contribución media de EE. UU. también es negativa con un -0,1 pp desde el año 2000, y cayó a un mínimo inédito desde 1985 de -1,8 pp en el 3T de 2018. La eurozona arroja una contribución media positiva desde el año 2000 de 0,3 pp, y un dato de 0,6 pp en el 3T 2018. La balanza comercial de India arroja una contribución nula al PIB desde el año 2000, en promedio. En la actual coyuntura proteccionista, es hartamente improbable que ninguna de dichas cifras se vuelva más positiva.

GOBIERNOS

Ello obliga a los Estados a hacerse cargo del trabajo pesado del fomento del crecimiento. EE. UU. se lo ha tomado a pecho bajando impuestos y aumentando el gasto en el apogeo del ciclo económico. Según nuestro Focus, algunos países adoptarán medidas heterodoxas semejantes ante su elevada deuda. Aun así, ello no deja desprotegidos a los Estados. Pueden optar por acometer reformas estructurales para superar las trabas de sus economías. El Banco Mundial elabora el índice Doing Business, cuya edición de 2019 contiene datos de mayo de 2018. El índice es interesante a muchos respectos, incluso a modo de guía para una reforma exitosa. Emiratos Árabes Unidos ha ascendido a un meritorio 11.º puesto, por delante de Suecia (12.º), Alemania (24.º) y Suiza (38.º), por ejemplo. Es el asombroso fruto de las reformas acometidas. En contraste, Arabia Saudí ocupa el 92.º lugar. El podio lo ocupan Nueva Zelanda, Singapur y Dinamarca, por ese orden. EE. UU. es 8.º, China 46.º e India 77.º. Todo ello muestra lo que puede conseguirse a veces con prosaicas reformas institucionales y eliminando ineficiencias. Además, evidencia el peligro de dormirse en los laureles: Suiza era 15.º hace unos 10 años. No obstante, el ímpetu reformista que la crisis de 2008 indujo, perdió bastante fuelle hacia 2015 y las reformas escasean desde entonces en el mundo. Con un clima político difícil en muchos lugares, no esperamos demasiadas sorpresas gratas en cuanto a reformas, con la posible salvedad de Japón.

En suma, vemos mayores riesgos al alza que a la baja en nuestra hipótesis.

PERSPECTIVAS REGIONALES

ESTADOS UNIDOS

Dos corrientes en conflicto dominan el análisis de la economía estadounidense. Una esgrime que el proteccionismo ante el comercio internacional frena el crecimiento, mientras que la otra defiende que la bajada de impuestos y el aumento del gasto promulgados lo estimulan. Sin duda, el estímulo fiscal es faraónico. El recorte tributario de Trump asciende a 1,5 billones USD en 10 años y empequeñece el paquete de estímulo de 835.000 millones USD del presidente Obama en 2009. La CBO (Oficina Presupuestaria del Congreso) fijó el déficit presupuestario federal del ejercicio contable 2018 (concluido el 30 de septiembre) en 782.000 millones USD (gráfico 7), 116.000 millones USD más que en 2017 e igual al 3,9% del PIB (3,5% en 2017). La CBO no ve aumento de ingresos tributarios, pese a la respetable tasa de crecimiento del PIB, mientras que el gasto subió un 3%. La CBO señala lo siguiente acerca del ejercicio 2018³:

- El IRPF y las cotizaciones sociales crecieron un 4%.
- El impuesto sobre sociedades cayó un 31%.
- Los ingresos de otras fuentes crecieron menos de un 1%.
- El gasto total subió un 3%.
- En concreto, el gasto en seguridad social y atención sanitaria (Medicare y Medicaid) creció un 4%.
- Los intereses netos de la deuda pública se dispararon un 20%.
- El gasto en programas militares del Ministerio de Defensa ascendió un 6%.
- Los desembolsos del Ministerio de Seguridad Interior se dispararon un 46%.
- Los subsidios sanitarios ascendieron un 17%.
- El gasto del Ministerio de Educación disminuyó un 43%.

Estimar el efecto de la rebaja tributaria y el aumento de gasto en la economía es un ejercicio complejo que requiere varios análisis de sensibilidad para valorar su repercusión, conjeturas sobre la financiación del déficit (su disponibilidad y coste), medir el efecto de exclusión que la financiación del déficit público causa en la inversión, etc. Por ejemplo, si la oferta de capital es finita, el dinero tendrá que venir de otras fuentes y sectores, como el capital extranjero o el sector inmobiliario residencial nacional o, en parte, de un menor consumo. En general, si nos fijamos en lo que los economistas denominan el multiplicador fiscal, se considera que es mayor en ciclos económicos débiles y se supone menor de 1 (es decir, el Estado gasta un dólar y recibe menos de uno a cambio) en épocas de restricciones de capacidad. Además, la Fed de Richmond distingue entre sacudidas de gasto público positivas y negativas y revela que una sacudida de gasto negativa está siempre asociada con un multiplicador igual a 1 o mayor mientras que una sacudida de gasto positiva «es sustancialmente menor con independencia del estado del ciclo económico»⁴. Los multiplicadores fiscales pueden ser mayores ahora que la transmisión de la política monetaria sufre deterioro, como sugieren los tipos de interés ínfimos de los últimos tiempos⁵.

Los multiplicadores fiscales mayores suelen asociarse con baja apertura al comercio, alta rigidez del mercado laboral, pequeños estabilizadores automáticos (administración pequeña), régimen de tipo de cambio fijo o cuasifijo, endeudamiento público bajo o manejable, eficacia del gasto público y de la administración de ingresos. Cabe argüir que EE. UU. cumple tres de estos seis criterios a lo sumo (poco comercio en % del PIB, administración relativamente pequeña en % del PIB y administración razonablemente eficiente). Por tanto, el multiplicador fiscal de EE. UU. es con toda probabilidad bajo o medio alto, lo que suele corresponder a entre 0,1 y 0,6 en la literatura económica.

GRÁFICO 7: PRESUPUESTO FEDERAL DE EE. UU., MILES DE MILLONES USD, ESCALA INVERTIDA



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

3 - "Monthly Budget Review for September 2018", Oficina Presupuestaria del Congreso, 5 de octubre de 2018.

4 - Regis Barnichon, Christian Matthes, "Understanding the Size of the Government Spending Multiplier: It's in the Sign", Working Paper n.º 17-15, Banco de Reserva Federal de Richmond, diciembre de 2017.

5 - Nicoletta Batini, Luc Eyraud, Lorenzo Forni y Anke Weber, "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections", notas técnicas y manuales, FMI, septiembre de 2014.



París - Francia

Si asumimos la media, el estímulo presupuestario de 1,5 billones USD produciría un efecto en la economía real por valor de 375.000 millones. Robert J. Barro y Jason Furman⁶ llegan a la conclusión de que la reforma tributaria de 2017 tendrá el efecto de incrementar la tasa de crecimiento del PIB 0,1 pp en la próxima década, a un coste global adicional de 450 USD anual por hogar. Una inversión de escasa rentabilidad, se mire por donde se mire.

En el otro platillo de la balanza, pesamos el impacto del proteccionismo, cuyas medidas del verano de 2018 restan unos 210.000 millones USD, que podrían ascender hasta 655.000 millones USD si se ponen en práctica íntegramente y hasta 1,3 billones USD incluyendo los efectos de las represalias⁷. Si tomamos también la media del rango, el lastre del crecimiento valdría 545.000 millones USD, superior al beneficio del estímulo presupuestario.

En suma, prevemos que estas fuerzas se anulen mutuamente.

¿De dónde puede venir entonces más crecimiento? No lo vemos. Observamos un bajo aumento del beneficio real que limitará el consumo de los hogares, falta de ímpetu inversor, un mercado laboral ya más bien tenso, el alza del endeudamiento privado, la caída de la asequibilidad de la vivienda y la ralentización de la obra nueva residencial. Señalamos además que 2,1 pp del crecimiento del PIB anualizado del 3,5% publicado del 3T 2018 provienen de existencias. Nuestra valoración es que se trata de gasto adelantado, seguramente en previsión de futuros contratiempos arancelarios. El gasto público aportó 0,6 pp a ese mismo dato del 3,5%, dejando solo 0,8 pp netos «reales» de aportación al PIB del sector privado. Es casi seguro que la tendencia de crecimiento del PIB de EE. UU. bajó del pico del 4,2% anualizado (2,9% i.a.) en el 2T 2018.

6 - Robert J. Barro, Jason Furman, «The macroeconomic effects of the 2017 tax reform», BPEA Conference Drafts, Brookings Papers on Economic Activity, 8 y 9 de marzo de 2018.
7 - RSM, Forbes, 3 de agosto de 2018.

EUROPA

Europa, igual que todas las potencias económicas, ha sufrido una caída del PIB potencial desde el apogeo observado en el cambio de siglo. No en vano, el PIB potencial de la eurozona es del 0% según estimaba la Comisión Europea por diciembre de 2017, lo que se sitúa entre el -1% de Grecia y el 2,75% de Suecia (no miembro de la eurozona), mientras que el de EE. UU. es del 1,9% a septiembre de 2018 y el de Japón del 0,8% a junio de 2018 (gráfico 8).

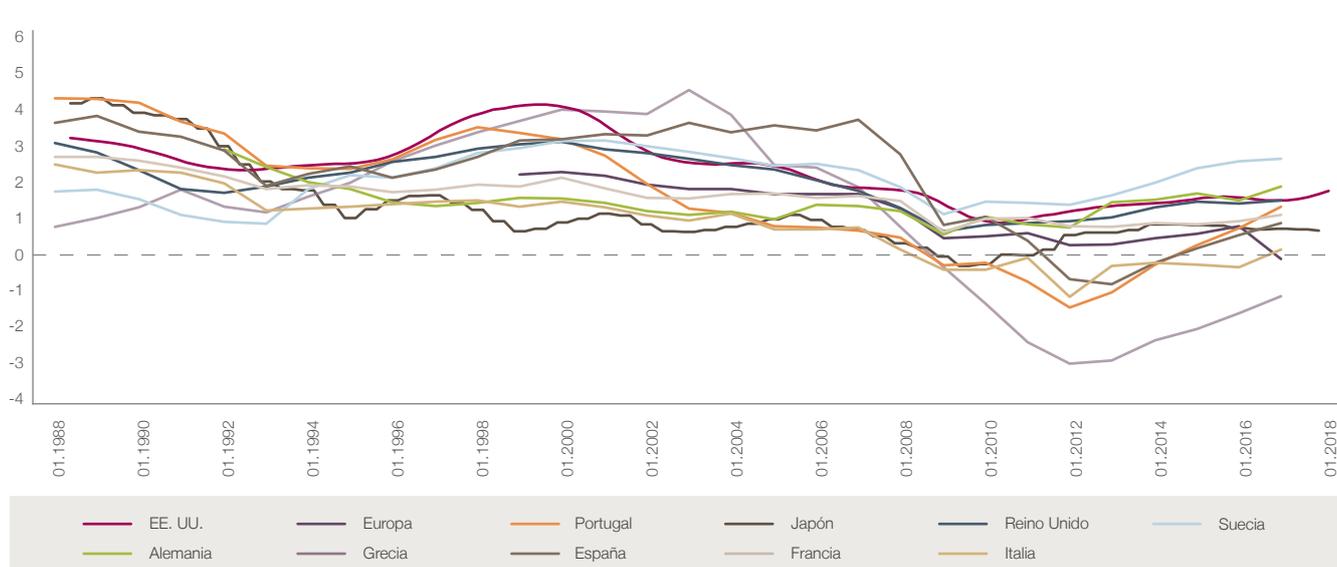
El PIB potencial mide en esencia cuántos bienes y servicios pueden producirse con las herramientas y recursos disponibles en un momento dado. Un mayor o mejor mercado laboral, más capital, una mayor apertura o mejores instituciones son factores que suelen elevar el PIB potencial. Hoy día, la mayoría de economías crecen por encima de su potencial. Por tanto, el crecimiento del PIB mundial tiende a la baja, salvo que puedan ponerse en práctica algunas de las mejoras mencionadas. Obviamente se trata de un problema común a todos en diversos grados y ámbitos. No obstante, hoy por hoy la eurozona se rezaga de otras potencias económicas, como ya hemos dicho, por lo que afronta una situación muy urgente.

El tipo de reforma estructural que la eurozona necesita acometer consiste en parte en un fortalecimiento institucional, en culminar la unión bancaria, avanzar en la unión de los mercados de capitales e instaurar mecanismos de compartición del riesgo público. Se requiere primero una cierta armonización para alcanzar una banca transfronteriza, pero además debería mejorar el marco de resolución y establecerse una garantía de depósitos.

Políticamente, la tendencia se mueve en dirección opuesta, con Reino Unido tratando de dejar la Unión Europea e Italia resistiendo los embates en favor de la coordinación de política presupuestaria, además de unas elecciones al Parlamento de la UE en 2019 posiblemente complicadas, ya que parece que populistas y nacionalistas crecen en todos los países. Estas dificultades, en todo caso, hacen aún más apremiantes las reformas necesarias ya que contribuirían a una mayor resiliencia ante esas mismas amenazas. Además, la liberalización de productos, servicios y mercados laborales tiene aún trecho por recorrer y mucho margen de mejora del PIB potencial. Aun así, hay que destacar que el PIB potencial de muchos países europeos tocó fondo hacia 2012 y ahora está creciendo.

Al margen de una reforma estructural, y a tenor del ya elevado endeudamiento público, solo hay una senda para la política monetaria: mantenerla laxa. No prevemos que el Banco Central Europeo (BCE) suba sus tipos desde las cotas establecidas el 25 de octubre de 2018, del -0,4% la facilidad de depósitos, del 0% el tipo principal de refinanciación y del 0,25% la facilidad marginal de crédito, hasta fines de 2019. Un ajuste técnico de 15 pb del tipo de depósito simplemente haría que la horquilla fuera simétrica y podría producirse en cualquier momento. Al margen de ello, seguramente sea prioritario despojar dicho tipo de su signo negativo. Cuando ese movimiento esté maduro, ejecutarlo dependerá del valor exterior del EUR (a mayor debilidad del EUR, mayor tipo de interés, a igualdad de demás condiciones) y de las estadísticas que se publiquen hasta entonces. En términos reales (ponderado según el valor de los intercambios comerciales y ajustado a la inflación), en realidad el EUR se ha apreciado un 4% en los nueve primeros meses del año 2018 y el crecimiento i.a. del PIB de la eurozona se ralentizó hasta el 1,7% en el 3T 2018, su menor tasa desde 2014. Con tal situación, el BCE podría permanecer inmóvil hasta 2020.

GRÁFICO 8: CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL, ECONOMÍAS MADURAS, %, I.A.



Fuentes: Factset, Indosuez Wealth Management



Victoria - Australia

ASIA

Asia, y China en particular, es, por así decir, el candidato estrella en el torneo del PIB. China aporta unos 1,2 pp del 3,5% de crecimiento aproximado del PIB mundial, cerca de un tercio, por lo que dicha economía resulta crucial para el crecimiento mundial. Ciertamente China es más difícil de analizar que EE. UU. y no es porque el país americano sea intrínsecamente más interesante al protagonizar los estudios, sino más bien porque posee mayor cantidad de datos; sin datos, no hay análisis. No solo los parajes ignotos de la economía china son mayores que los de las occidentales, sino que además su gobierno es más circunspecto en sus proyecciones, al margen de su plan quinquenal. Los aspectos fundamentales que observamos de China son:

- Una vasta capacidad para salir indemne de cualquier posible crisis gracias a sus reservas de divisas de 3,1 billones USD y a un amplio margen para bajar tipos de interés y requisitos de reservas.
- También tiene margen presupuestario ya que el porcentaje de deuda pública seguramente acabe 2018 en el 50%.
- Un posible fin de la tendencia de apreciación del yuan, ya que el superávit por cuenta corriente ha menguado de más de un 10% del PIB en 2007 a un mero 0,4%.
- Un yuan más débil contribuirá a mitigar cualquier impacto del proteccionismo. La ruptura del nivel psicológico de 7 CNY por USD, inédito desde 2008, seguramente solo sea cuestión de tiempo.
- El mercado inmobiliario chino seguirá siendo una variable fundamental y la superficie en construcción se ha ralentizado de casi un 30% i.a. en julio de 2018 al 20% en septiembre.
- Los riesgos abundan pero prevemos que el país los supere en términos generales.
- Sin embargo, sí prevemos que la tasa de crecimiento del PIB se desacelere y el país recorte 0,1 pp su aportación al crecimiento del PIB mundial en años venideros.

India aporta la segunda mayor contribución al crecimiento del PIB mundial tras China, con alrededor de 0,5 pp. India anda fundamentalmente escasa de ahorros. Desde 1990, solo ha tenido superávit por cuenta corriente durante periodos relativamente breves, cosechando un déficit medio del 1,3% del PIB, y un mínimo del -5,1% en 2012.

La subsiguiente caída del precio del petróleo contribuyó a reducir el déficit hasta el 0,5% del PIB en 2016, aunque desde entonces volvió al 1,9% en junio de 2018. India es otro país con un «déficit gemelo» y su déficit público se benefició de la caída del precio del petróleo en 2014, gracias a la cual lo redujo de más del 6% del PIB en 2012 hasta el 3,4% a junio de 2018. Aun así, la deuda pública ascendió hasta el 70% del PIB a fin de 2017. La desafiante coyuntura plantea una serie de restricciones de política monetaria al gobierno, que mantiene una disputa con el banco central al cierre de estas líneas (noviembre de 2018). El gobierno está reclamando al banco central que inyecte liquidez, en un posible intento por reducir su necesidad de gasto presupuestario para apuntalar una banca en apuros. Por ahora el banco central no se ha prestado al juego, lo que seguramente sea lo correcto porque una pérdida de confianza del inversor perjudicaría gravemente a la economía, toda vez que la rupia india ha perdido en torno al 8% de su valor real en 2018 hasta septiembre. Si bien su deuda denominada en divisas es aún alta, las reservas han aumentado notablemente desde 2013 (por lo que el nivel de deuda se mantiene), pero se observa una inflexión de tendencia desde abril de 2018.

A estos contratiempos hay que añadir las elecciones nacionales de abril o mayo de 2019 en las que previsiblemente la mayoría del primer ministro Modi merme o se desvanezca, y entendemos que 2019 será un año difícil para los mercados indios después de un 2017 estelar y un 2018 mediocre (hasta noviembre). Es improbable que el crecimiento del PIB se acelere demasiado en años venideros y prevemos que la economía oscile en torno a su tasa media de crecimiento desde el año 2000, del 7% i.a.

Cabe la posibilidad de que Japón dé una sorpresa grata. El primer ministro Abe ha consolidado su poder y permanecerá en el cargo hasta 2021, salvo imprevistos, lo que aporta calma política frente a muchas otras regiones del mundo y podría traer consigo una intensa agenda reformista y, por ende, cierto despunte del rendimiento económico. No obstante, Japón tiene prevista una nueva alza del tipo del IVA en octubre de 2019 (del 8% al 10%), lo que seguramente afecte al crecimiento. El Banco de Japón también está preparándose para dejar atrás el apogeo del estímulo, un proceso gradual que lleva ya algún tiempo en marcha. Por tanto, las reformas se convierten en la principal flecha del carcaj del primer ministro Abe.

Japón, como EE. UU., tiene un escaso porcentaje de comercio respecto al PIB, lo que contribuiría a salvaguardar al país frente a la peor parte de un conflicto comercial.

En cuanto al resto de Asia y más allá, el proteccionismo y un USD elevado, en particular en aquellos países con monedas más o menos atadas al USD, coartarán el crecimiento del PIB de aquí en adelante. Relacionando esto con el debate sobre el PIB potencial (véase el apartado «Europa»), observamos que pese a que las economías asiáticas tienen mayores tasas de crecimiento potencial que la mayoría, estas no han vuelto a repuntar como sí lo han hecho en economías maduras (gráfico 9). El PIB potencial de China se estima hoy en el 6,2% i.a., no muy por debajo de la tasa del 6,5% del 3T 2018. El de India es del 6,9%; el de Indonesia, del 5,4%; el de Brasil, del 1,5%; el de Sudáfrica, del 1,1%; y el de Rusia, del 0,5%. Ello transmite un mensaje, que atañe tanto a estas economías en general como a las occidentales, de que son necesarias reformas estructurales o el PIB real tenderá a reducirse hasta las tasas de crecimiento del PIB potencial.

LATINOAMÉRICA

El año 2018 fue crucial para la política en Iberoamérica, donde se celebraron elecciones en muchos países. En Brasil y México los resultados no fueron exactamente lo que los mercados esperaban, pero la percepción general es que la oleada de gobiernos promercado de la región continúa. Aun así, también es obvio que los riesgos políticos seguirán siendo un asunto fundamental a corto y medio plazo.

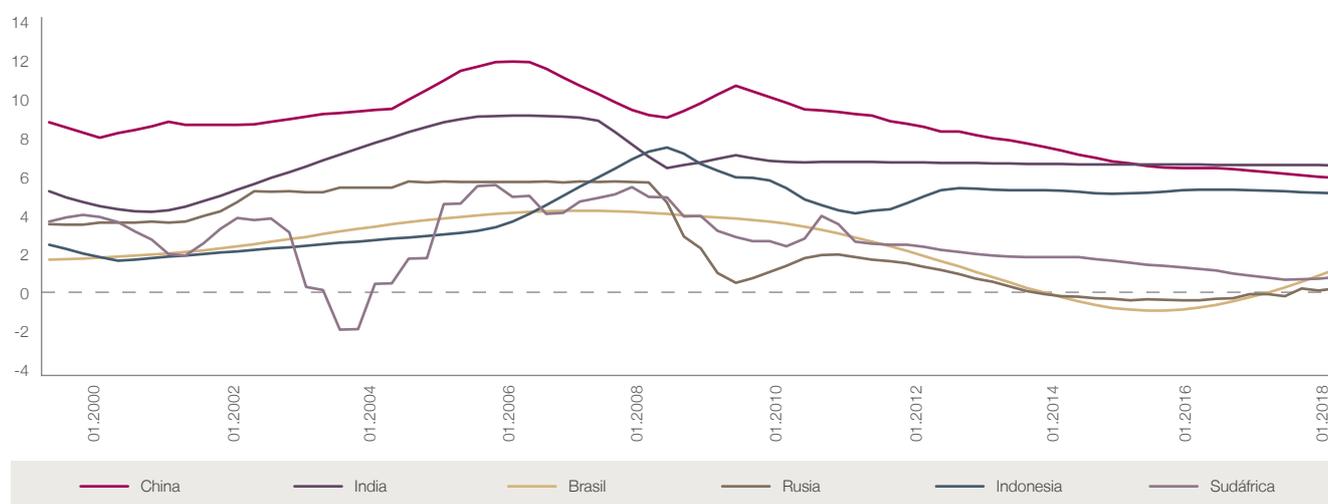
En Brasil, la elección de Jair Bolsonaro fue bien acogida pese a todas las controversias en torno a su conducta y sus declaraciones de antaño. Bolsonaro ha prometido actuar rápidamente con reformas económicas promercado, pero tendrá que lidiar con un congreso muy fragmentado.

La sociedad brasileña parece más polarizada que nunca, lo que tampoco ayuda. Por el lado positivo, datos recientes sugieren que la recuperación económica aún sigue en curso. Aun así, la recuperación solo se mantendrá si el nuevo gobierno es capaz de avanzar rápido en la reforma de la seguridad social, un paso crucial para domeñar la deuda pública. Por ahora, presumimos que Bolsonaro lo conseguirá, al menos en parte. Por tanto, pese a obvios riesgos a la baja, creemos que el crecimiento se acelerará en 2019.

En Argentina, la coyuntura se ha deteriorado de forma considerable y el gobierno ha tenido que pedir ayuda al FMI dos veces en 2018. Tras la revisión del acuerdo de derechos de giro con el FMI, hay signos de estabilización de la moneda y de la curva de intereses del país. Sin embargo, la pérdida de confianza y el ajuste de las políticas macroeconómicas han vuelto a sumir el país en una profunda recesión. Si el gobierno persiste en las políticas actuales, la economía podría empezar a recuperarse en algún momento del 2T 2019. Esa meta depende de que Macri sea capaz de mantener intacta su coalición y conseguir cierta cooperación de algunos sectores de la oposición. Ello depende a su vez que se lo perciba como favorito de cara a las elecciones que se celebrarán en octubre de 2019, lo que dista de poder darse por sentado dada la fuerte contracción económica actual.

Volviendo a México, la reciente decisión de cancelar la construcción del aeropuerto de Texcoco ha mostrado los límites de la conversión de AMLO a las políticas promercado. Creemos que la reacción del mercado a ese paso en falso ha sido algo exagerada, pero es obvio que en adelante la actuación del gobierno en algunos asuntos esenciales como el sector energético y la política presupuestaria serán más examinados por los inversores. Cabe prever que la reciente depreciación del peso aplaque la disminución de la inflación y el comienzo de la relajación monetaria por el banco central, lo que posiblemente desacelere el crecimiento en 2019.

GRÁFICO 9: PIB POTENCIAL, ECONOMÍAS EMERGENTES, %, I.A.



Fuentes: Factset, Indosuez Wealth Management

ORIENTE PRÓXIMO

En los nueve primeros meses de 2018 se produjo una impresionante reducción del déficit presupuestario de Arabia Saudí, pese a un aumento del gasto público del 25%. Ello se debe, por un lado, al aumento del precio del petróleo, ya que el WTI promedia 67 USD por barril en lo que va de 2018, frente a 51 USD por barril en 2017. Por otro lado, los ingresos ajenos al petróleo también aumentaron drásticamente. De acuerdo con el gobierno, ello «refleja la eficacia de las reformas económicas y medidas encaminadas a la sostenibilidad presupuestaria así como a la eficaz gestión de la hacienda pública». El gobierno persigue un déficit presupuestario del 7,3% del PIB este año y el equilibrio presupuestario para 2023.

Según las estimaciones del FMI, se requeriría un precio del WTI cercano a 88 USD por barril para equilibrar los presupuestos de 2018.

Pese a la reducción del déficit, la deuda en porcentaje del PIB está llamada a crecer en próximos años. Dado un cupón medio ponderado del 3,3% de los bonos saudíes y una deuda del 17,1% del PIB nominal, el coste de atenderla asciende a 3875 millones USD ($3,3\% \times 17,1\% \times 686.738$ millones USD) al año. Si deducimos ese importe del déficit total proyectado para 2018 (52.000 millones USD), resulta el déficit primario, que es de unos 48.000 millones USD, o del 6,7% del PIB. Con semejante déficit, ni siquiera el crecimiento del PIB nominal del 17,8% i.a. registrado en el 2T 2018 basta para estabilizar el cociente entre deuda y PIB, que podría alcanzar el 24,2% para 2023 (Monitor Fiscal, abril de 2018, FMI). Además, la deuda como porcentaje del PIB, de cerca del 20%, no difiere mucho de la del vecino Emiratos Árabes Unidos (EAU), con la salvedad de que la de EAU está en vías de estabilización. Dicho esto, el gobierno de Arabia Saudí viene tratando de reducir su dependencia de los ingresos petroleros. Entre las diversas medidas para reequilibrar su presupuesto, introdujo un IVA del 5% el 1 de enero de 2018.

No es de extrañar que este plan perjudicara al clima empresarial en el sector no petrolero, como puede verse en la acusada caída del índice de gestores de compras (PMI) hasta un mínimo histórico de 51,4 en abril de 2018. Sin embargo, el PMI logró mantenerse por encima de la línea de los 50 puntos que marca el umbral entre expansión y contracción y repuntó hasta situarse en 53,8 puntos en octubre de 2018 (gráfico 10).

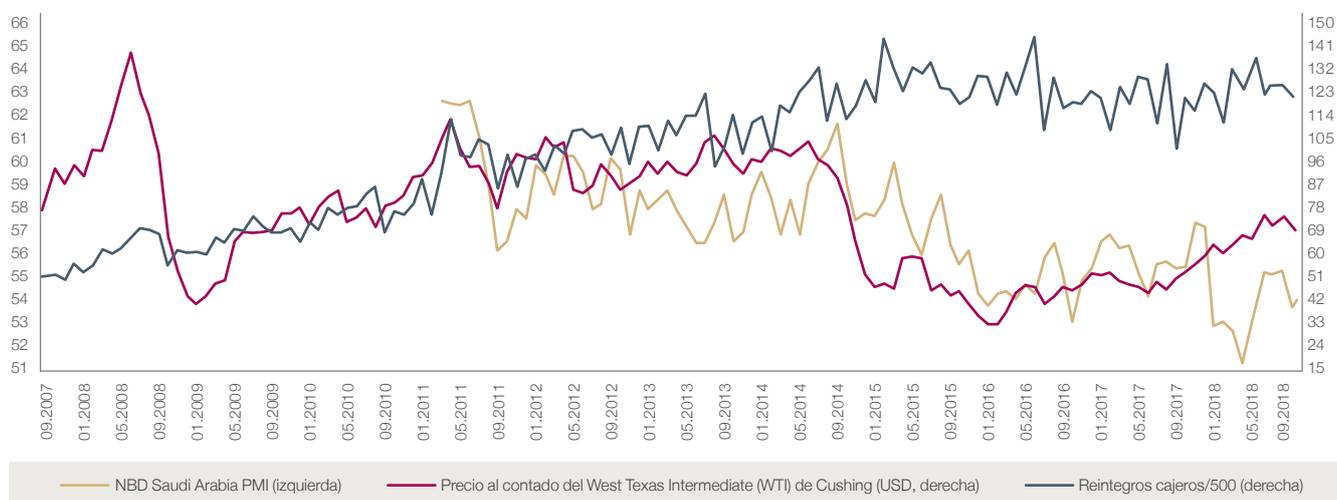
Obtener una valoración al día del crecimiento requiere indicadores más frecuentes que el mero PIB trimestral, como precios del petróleo, reintegros de efectivo en cajeros automáticos, etc. A partir de esas variables prevemos una cierta desaceleración del PIB nominal tras el fuerte dato del 2T. En cuanto a la inflación, aún se ve afectada por la introducción del IVA este mismo año y en septiembre el IPC aumentó un 2,1% i.a. (gráfico 11). El efecto base se disipará el próximo enero.

En suma, los datos más recientes de Arabia Saudí sugieren cierta estabilización, pero será arduo resistir a la tentación de volver a pecar de gasto público al compás del alza de precios del petróleo.

En cuanto a EAU, ya hemos señalado una perspectiva de deuda pública algo mejor en comparación con Arabia Saudí. La aplicación de nuevos impuestos, como las tasas turísticas, aranceles o el IVA debería aliviar la dependencia de los Emiratos de los precios de la energía. En particular, el FMI prevé que EAU obtenga superávit primario de 2018 en adelante.

Sin embargo, en política monetaria, no hay mucha divergencia debido a la vinculación de ambas monedas al USD. La Fed adopta un tono más restrictivo y procederá a varias (dos, prevemos nosotros) alzas del tipo de interés de los fondos federales el próximo año, por lo que el banco central de EAU ha tenido que adoptar un sesgo de ajuste. Por ahora, el banco ha elevado su tipo de pacto de recompra al 2,5%, desde el 1% a principios de 2017, en seis alzas de 25 pb.

GRÁFICO 10: INDICADORES DEL CICLO ECONÓMICO DE ARABIA SAUDÍ



Fuentes: SAMA, Bloomberg, Indosuez Wealth Management

Obviamente, el alza de tipos de interés no ayuda al mercado inmobiliario. El precio de la vivienda cayó un 18,9% entre el pico de noviembre de 2014 y septiembre de 2018. En Dubái los precios cayeron un 20,8% entre octubre de 2014 y septiembre de 2017. Además de la repercusión directa en el sector de la construcción y el inmobiliario, que sumaron un 13,4% del PIB de EAU en 2017, se produce un efecto indirecto en el consumo debido a la merma del patrimonio. Curiosamente, aunque la confianza del consumidor medida por el índice Bayt. Com nunca se recuperó de su desplome a fines de 2012, el índice de propensión al consumo no reflejó una disminución relevante del apetito de gasto.

De igual modo, el PMI de Markit permaneció firme por encima de la línea de los 50 entre expansión y contracción: 55 en octubre de 2018, cerca de su media de largo plazo de 55,1. Con todo, se ha notado el advenimiento del proteccionismo. Por ejemplo, el volumen de mercancía tramitado en el aeropuerto de Dubái apenas crece a trancas y barrancas un 1,9% i.a. en septiembre de 2018. El turismo, otro pilar de la economía dubaití no creció tanto y el tráfico de pasajeros del aeropuerto internacional de Dubái cayó un 0,2% i.a. en septiembre de 2018, prolongando una tendencia bajista que empezó hacia fines de 2015. En definitiva, el PIB real debería crecer este año, pero no como para tirar cohetes.

La inflación de EAU repuntó hasta el 4,8% i.a. en enero de 2018, debido principalmente a la introducción de un IVA del 5%, si bien ha empezado a aflojar desde entonces. El dato de septiembre no pasó del 3,1% i.a. Parece que la tasa de variación del IPC seguirá moderándose en próximos meses y el FMI prevé que la inflación de EAU promedie un 3,5% este año para luego aflojar hasta por debajo del 2%.

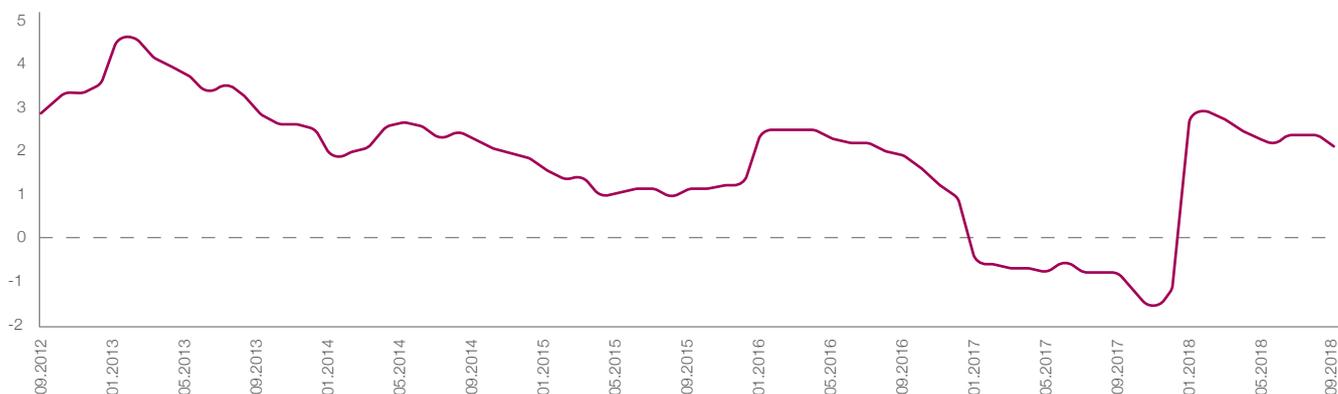
Todo ello parece no bastar para cambiar la perspectiva de la deuda a juicio de diversas agencias de calificación crediticia. Cabe recordar que la actual calificación de Moody's de la deuda a largo plazo de Abu Dabi es de Aa2, lo que significa que los bonos «se consideran de alta calidad y entrañan muy poco riesgo de crédito».

OCEANÍA Y ÁFRICA

En Oceanía preponderan Australia (calificación AAA de S&P) y Nueva Zelanda (AA, S&P). Australia no experimenta decrecimiento del PIB desde 1991, en una espléndida racha de 27 años con un crecimiento medio del 3,3%. Nueva Zelanda sufrió una recesión en 2009 pero desde entonces promedia un crecimiento del PIB del 2,5%. La economía australiana tiene su motor en las materias primas y guarda íntima relación con China, mientras Nueva Zelanda depende tanto de China como de Australia. Dada nuestra previsión de desaceleración gradual del PIB de China, a Oceanía le costará despuntar en los próximos años.

China también domina el comercio internacional de África, por lo que nuestra conclusión es la misma respecto a dicho continente, esto es, que le costará lograr una aceleración fuerte del PIB en nuestro horizonte de predicción. El crecimiento del PIB de Sudáfrica disminuyó hasta el 0,4% i.a. en el 2T 2018 tras un descenso i.t. en el 1T. Nigeria emerge de una recesión en 2016-2017, pero el PIB del 2T 2018 fue un tibio 1,5% i.a. El continente es vasto y variado y las fórmulas genéricas no siempre son válidas, pero urge paz, menos corrupción, mejores políticas, aumento de la productividad en la agricultura y en otros ámbitos, mejores infraestructuras y más comercio intracontinental, entre muchas otras cosas. Con unos mercados de capitales infradesarrollados, el quid es de dónde vendrá el dinero, y de ahí la creciente influencia de China. China fue el cuarto mayor inversor en la economía africana en 2016 (CNUCYD, Informe sobre las Inversiones en el Mundo 2018), por detrás de EE. UU., Reino Unido y Francia, con un relativamente modesto 12,5% de la inversión extranjera directa total en África en 2015⁸.

GRÁFICO 11: IPC DE ARABIA SAUDÍ, %, I.A.



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

8 - Deborah Brautigam, Xinshen Diao, Margaret McMillan, Jed Silver, "Chinese Investment in Africa: How Much do we Know?" PEDL Synthesis Series, n.º 2, pedl.cepr.org.



Nueva York - Estados Unidos

PERPECTIVAS DE LAS CLASES DE ACTIVOS INTERNACIONALES

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS

Nos adentramos en 2018 previendo una mayor volatilidad en los mercados financieros. La volatilidad media del VIX se situó en 11,1 en 2017 y la media de 2018 hasta el 5 de noviembre ha sido de 15,7. Esta media oculta el pico de 37,3 observado en febrero, así como el de 25,2 de octubre.

No obstante, la dispersión entraña mayor complejidad. La correlación (que si es baja sugiere mayor dispersión) entre las acciones de las 50 mayores capitalizaciones bursátiles del índice S&P 500 cayó a lo largo de todo 2017. Además en 2018 cayó a nuevos mínimos en septiembre y primeros de octubre, en torno a 23 (correlación implícita del CBOE SPX), frente a una media de 47,4 en 2017. Sin embargo, en mercados negativos la correlación suele crecer, como así fue en febrero, marzo y octubre, alcanzando un pico intraanual de 53,4 el 25 de octubre, el peor mes de los mercados bursátiles desde 2011. La de Sudáfrica es la bolsa más rentable en lo que va a de año (a 5 de noviembre), con un 24% en su moneda y un 21% en USD (28% en EUR). Qatar es el segundo parque más rentable en su propia moneda y el primero en USD, con un 23% (casi un 30% en EUR). La dispersión dentro del índice S&P 500 ha sido amplia, ya que la acción más rentable (United Continental Holdings) gana un 279% intraanual y el menos rentable (Nectar Therapeutics) cedió más de un 60%. Otra muestra de cuan diferente ha sido 2018 de 2017 es el retroceso máximo del S&P 500. En 2017 fue del -3,3%, mientras que en 2018 ha sido del -11,8%.

No en vano, todo ello apunta a cierto grado de concentración entre rentabilidades de activos en los principales mercados y a dispersión fuera de ellos. Asimismo, es un ejemplo del riesgo que los inversores deben asumir si aspiran al grado de rentabilidad observado en 2017 y, viceversa, el ajuste que deben deducir de la rentabilidad prevista para determinado grado de tolerancia al riesgo. Si sumamos el entorno de desaceleración del PIB de EE. UU. y el mundo, el alza de tipos de interés, así como un contexto comercial y geopolítico peliagudo, seguimos convencidos de que se impone un enfoque prudente, selectivo y activo de la gestión patrimonial.

Su traslación a una cartera dada depende obviamente de diversos factores. Si está invirtiendo mayoritariamente en activos estadounidenses, tal vez debería reducir esa exposición y diversificarla. Si está ausente de dicho mercado, tal vez debería acceder a él. De igual modo, nuestra asignación de activos depende de diversos factores, como rentabilidad prevista, ratio de Sharpe, ímpetu, valor relativo, puntuación o gestión del riesgo, por ejemplo. Nuestro estilo de gestión es activo, de convicción y persigue revalorizar los activos, sin desdeñar las oportunidades del mercado cuando se presentan. Por tanto, la asignación no se basa en una sola variable. No obstante, si solo nos fijáramos en el crecimiento del PIB, los inversores tendrían que invertir en China, India, EE. UU. y eurozona porque esas son las regiones que producen el grueso del PIB mundial. Si en su lugar tuviéramos que asignar según una cualidad intrínseca como el tamaño del mercado, EE. UU. preponderaría de largo, seguido por la eurozona y, entre China e India, cabría preferir India por el cariz más institucional de su base de inversores. Se puede fabricar una asignación personal superponiendo un número cualquiera de indicadores que a uno le resulten importantes y ajustarla según la tolerancia al riesgo. En cualquier caso, animamos a los inversores a sopesar estos consejos:

- Limitar la exposición a empresas cuyo rendimiento dependa del comercio internacional.
- Sopesar sus niveles de apalancamiento, ya que los tipos de interés siguen bajos (aunque van en ascenso).
- Busque exposición al oro como cobertura natural contra el riesgo geopolítico y la inflación.
- Recuerde que en mercados negativos el efectivo tiene un rendimiento superior.
- Incremente la asignación a activos de calidad: países con calificación AAA, empresas con sólidos balances, ratios de deuda manejables y flujos de efectivo positivos.
- Pondere el coste de la liquidez. La rentabilidad por dividendo crece con rapidez fuera del mercado de EE. UU. y el capital riesgo puede rendir más que las acciones cotizadas, aunque los resultados dependen de cada fondo y cada ejercicio.

DEUDA PÚBLICA Y DOMINANCIA FISCAL

Como comentamos en nuestro Focus, la deuda mundial está en máximos históricos. La deuda pública es el principal lastre de las economías maduras y la privada es la mayor preocupación de las emergentes, pero en general todos estos activos entrañan mayor riesgo hoy por hoy.

La deuda pública está muy influida por la política económica. El gasto público y los impuestos conforman la política presupuestaria y el tipo de interés de los bancos centrales y los regímenes de tipos de cambio suelen ser los pilares de la política monetaria. Una cuestión crucial para la posible futura evolución de los tipos de interés en respuesta al crecimiento de la deuda es si estamos en un estado de predominio de política fiscal o monetaria. Tradicionalmente, la autoridad presupuestaria elaboraría unos PGE que garanticen la solvencia presupuestaria, de tal forma que la monetaria gozaría de libertad para reaccionar al nivel de precios (al que los PGE se adaptarían después) sin restricciones presupuestarias. En la literatura económica a esto se le llama régimen ricardiano o de predominio de política monetaria. Si, por el contrario, el gobierno es incapaz o no desea controlar ingresos tributarios y gastos, restringirá la política monetaria. Esta situación se denomina no ricardiana o de predominio de política fiscal.

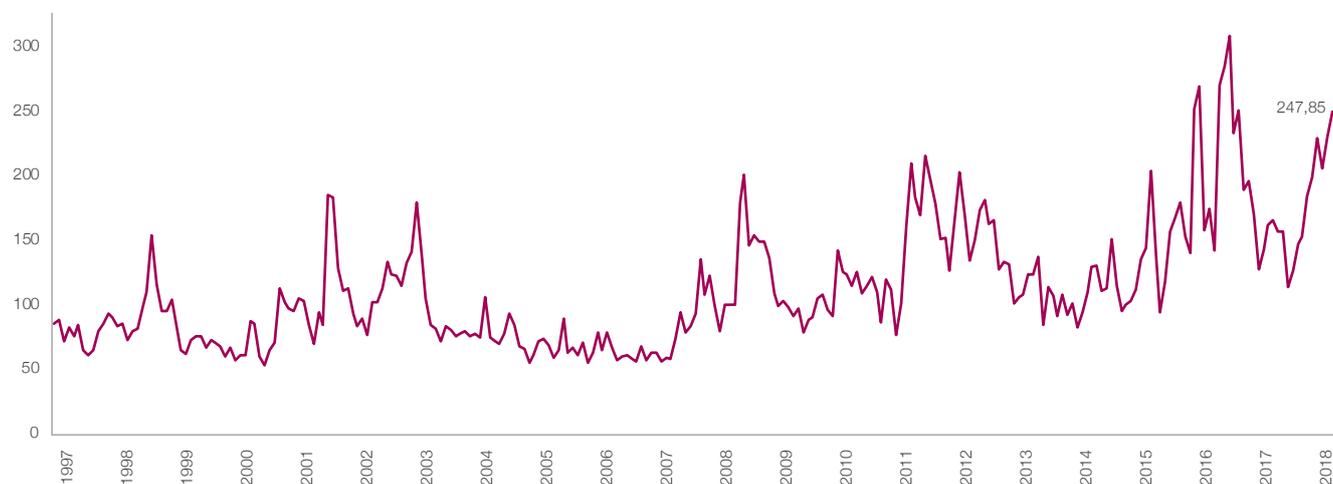
Obviamente, el problema es que un banco central que quiera subir tipos de interés en pos de su objetivo de inflación, por ejemplo, posiblemente causará volatilidad y una pérdida general de bienestar en régimen de predominio de política fiscal. Además, en este régimen, la posible política monetaria óptima consistiría en que el banco central incorporara en ella variables presupuestarias⁹.

Dadas las restricciones que el alto endeudamiento impone a la política monetaria, los bancos centrales no deberían rehuir de expresar al máximo la flexibilización cuantitativa en ambas direcciones: relajación y ajuste. En *La teoría general del empleo, el interés y el dinero* (1936), John Maynard Keynes afirma «La autoridad monetaria frecuentemente se inclina en la práctica a concentrarse sobre las deudas a corto plazo y dejar el precio de las deudas a plazo mayor bajo la influencia imperfecta y tardía de las reacciones procedentes del precio de las primeras — aunque tampoco en esto hay razón para que sea necesario proceder así»¹⁰.

El tipo de interés de corto plazo funciona mejor como instrumento de política monetaria cuando la incertidumbre sobre los tipos futuros y, por tanto, sobre la futura inflación, es baja. Hoy día, esa incertidumbre es alta (gráfico 12) y, por tanto, la política monetaria clásica es menos efectiva. Además, dado el volumen de emisión que cabe prever de las economías maduras con déficit presupuestario persistente, instrumentos de política monetaria como la flexibilización cuantitativa y el ajuste cuantitativo deberían ganar preponderancia en este periodo de predominio de política fiscal.

Creemos o no que los bancos centrales se moverán en esa dirección explícitamente y aun reconociendo que no hay consenso entre economistas en estas cuestiones, según nuestra valoración lo más plausible y pragmático ante el actual sobreendeudamiento es que los tipos de interés de los bancos centrales de los países maduros permanezcan durante un buen tiempo por debajo de sus niveles históricos.

GRÁFICO 12: ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA MUNDIAL CON PESO DEL PIB EN PPA



Fuentes: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis, Indosuez Wealth Management

9 - Michael Kumhof, Ricardo Nunes e Irina Yakadina, "Simple Monetary Rules Under Fiscal Dominance", Documento de Trabajo del FMI, WP/07/271, diciembre de 2007.

10 - Hans J. Blommestein and Philip Turner, "Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability", BIS Papers n.º 65, mayo de 2012.

DEUDA CORPORATIVA: ¿SEMILLA DE LA PRÓXIMA CRISIS?

EL ASCENSO MUNDIAL DEL APALANCAMIENTO EMPRESARIAL

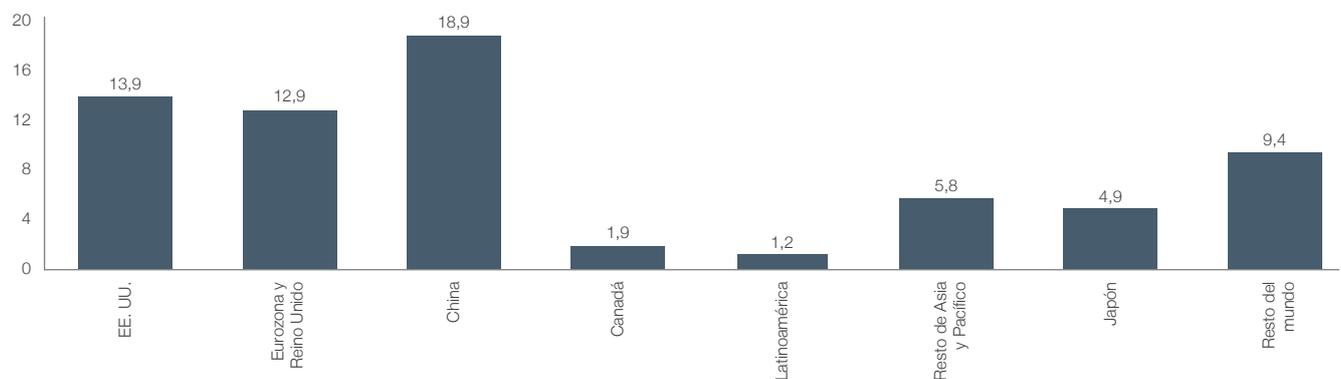
Si bien se han hecho muchas mejoras en los balances de las empresas en los últimos 10 años reduciendo riesgos, reestructurando y fortaleciendo modelos de negocio, las facilidades de liquidez y garantía crediticia, junto con unos bajos tipos de interés y la flexibilización cuantitativa han contribuido a un auge del número de empresas muy endeudadas.

En esta fase del ciclo, los riesgos inherentes a una mayor carga de deuda son preocupantes. El entorno de tipos bajos ha posibilitado a las empresas aumentar su deuda y remunerarla a menor interés y a plazos más largos así como deducirse fiscalmente el pago de intereses. De 2011 a 2017, la deuda corporativa del sector no financiero creció 15 pp en porcentaje del PIB, hasta el 96%¹¹. La agencia de calificación S&P Global Ratings estima que la proporción de empresas muy endeudadas (incluidas las financieras), esto es, aquellas cuya deuda más que quintuplica su beneficio anual, fue del 37% en 2017 frente al 32% en 2007 antes de la crisis financiera mundial. Las tasas de impago han permanecido bajas pese al fuerte crecimiento de la deuda. Los tipos de interés están hoy día en trayectoria alcista en EE. UU. y se prevé que suban en Europa en 2019, lo que seguramente presionará los mercados financieros y elevará los impagos.

Un alto endeudamiento aumenta la sensibilidad de la empresa al alza de costes de financiación y reduce el acceso a esta, lo que disminuye su capacidad de absorción de impactos. Un ajuste sustancial de los mercados de renta fija o un alza de los tipos de interés podría rebajar el perfil crediticio de los emisores. Unos tipos de interés más altos aumentarán el coste marginal de la deuda, aunque su coste medio crecerá más lentamente según la proporción de títulos de renta fija de mayor vencimiento. Por tanto, un golpe de los tipos de interés seguramente tardaría más en permear que antes de la última crisis. Dicho esto, un aumento brusco y prolongado del rendimiento de los bonos es un riesgo crucial para la rentabilidad del sistema financiero mundial. Por ahora, las condiciones crediticias siguen siendo buenas, pero la perspectiva a medio plazo es negativa. Además, las tasas de impago relativamente bajas de hoy día enmascararían riesgos.

El gráfico 13 muestra qué países están más expuestos por su endeudamiento. China ha sido el principal motor del crecimiento de la deuda del sector privado en la última década y supone el mayor riesgo, con una deuda de 18,9 billones USD, que ronda el 27% de la deuda corporativa total mundial a 2017. Asia y Pacífico (sin China) y Latinoamérica también contribuyeron a agravar el endeudamiento, y aunque Norteamérica y Europa mejoraron durante el mismo periodo, aun poseen una cuantiosa deuda corporativa.

GRÁFICO 13: DESGLOSE DE LA DEUDA CORPORATIVA MUNDIAL A 2017, BILLONES USD



Nota: los datos incluyen a las entidades financieras.

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, S&P Global Ratings, Indosuez Wealth Management.

DETERIORO MUNDIAL DE LA CALIDAD CREDITICIA

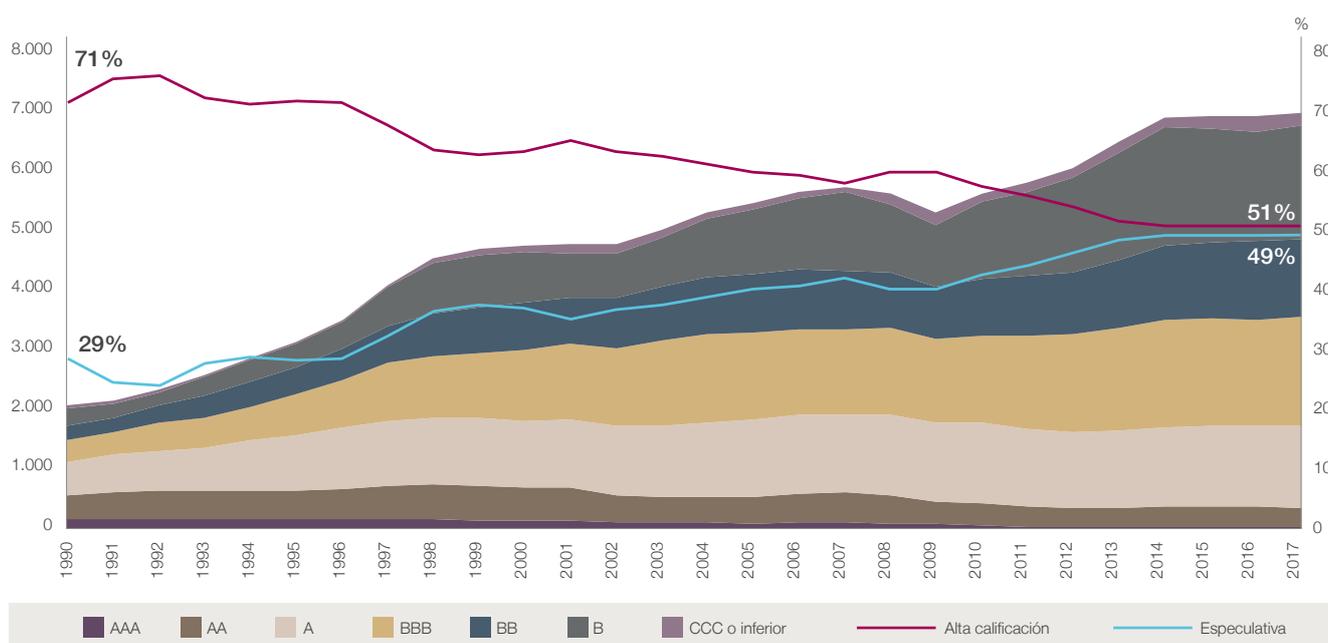
La siguiente pregunta en este contexto es si la calidad crediticia también está empeorando. Sin rodeos: sí. Un signo de ello, a escala mundial, es que la media de calificación (emitida por S&P Global Ratings) ha disminuido desde 1990 de A a BBB a fin de septiembre de 2018. Analizando los datos de distribución de calificaciones (gráfico 14) un poco más en detalle y desglosándolos entre emisores de alta calificación¹² y emisores especulativos¹³, vemos que la proporción de los primeros ha caído del 71% en 1990 al 51% en 2017 (hasta fin de septiembre de 2017) con el consiguiente aumento del 20% de los emisores especulativos. Además, de ese 20% desde 1990, el 9% fue de calificación BB y el 13% de B. Si nos fijamos únicamente en la alta calificación (de AAA a BBB) también vemos un empeoramiento de la calidad crediticia. A escala global, en los nueve primeros meses de 2017, el 52% de los bonos de alta calificación eran BBB, frente a un 25% en 1999, mientras que las calificaciones AAA y AA ahora representan 10 pp y 17 pp menos que en 1990. Junto a la caída de la calificación media, esta evolución evidencia una tendencia cualitativa preocupante a escala mundial.

¿Dónde nos deja esto? Si bien las condiciones crediticias mundiales siguen siendo sobradamente favorables, tanto los mercados de renta fija como los bursátiles se volvieron volátiles en 2018.

El alza de precios de las materias primas podría elevar la inflación y esta producir a su vez un ajuste sustancial de valoración del riesgo y que los tipos de interés se disparen; no es nuestra hipótesis principal, pero el riesgo está ahí. Es preocupante porque el alto endeudamiento ha aumentado la sensibilidad de los prestatarios a unos costes de financiación elevados.

La deuda corporativa no financiera de los mercados asiáticos creció a mayor ritmo que los ingresos, con una tasa de crecimiento anual compuesto¹⁴ (TCAC) de la deuda bruta total media del 14% y una TCAC de la mediana de ventas totales del 8% en los 10 últimos años en nuestra muestra¹⁵. El mercado ha empezado a cuestionarse la capacidad de las empresas para amortizar su deuda ante el alza de tipos de interés y el endurecimiento de las condiciones de financiación. La deuda corporativa no financiera de China, que incluye a empresas públicas y vehículos de financiación de gobiernos locales creció hasta el 164% del PIB en el 1T 2018 (gráfico 15) tras una modesta reducción de la deuda del 166,4% al 160,3% en 2017. Desde junio de 2018 el gobierno chino ha relajado las condiciones de financiación continentales inyectando liquidez en dicho mercado y alentando a la banca a prestar a empresas privadas con fundamentales sanos y a empresas públicas de infraestructuras. Aun así, la creciente deuda podría aún frenar el crecimiento futuro ya que el alza del coste de intereses mermaría el flujo de efectivo que las empresas destinan a inversión y activo no corriente.

GRÁFICO 14: DESGLOSE DE RATINGS DE EMPRESAS MUNDIAL (1990-2017*)



*Datos a 30 de septiembre de 2017. Incluye entidades financieras.
Fuentes: S&P Global Ratings, Indosuez Wealth Management

12 - Los emisores de alta calificación son aquellos con BBB o superior.

13 - Los emisores especulativos son aquellos con BB+ o inferior.

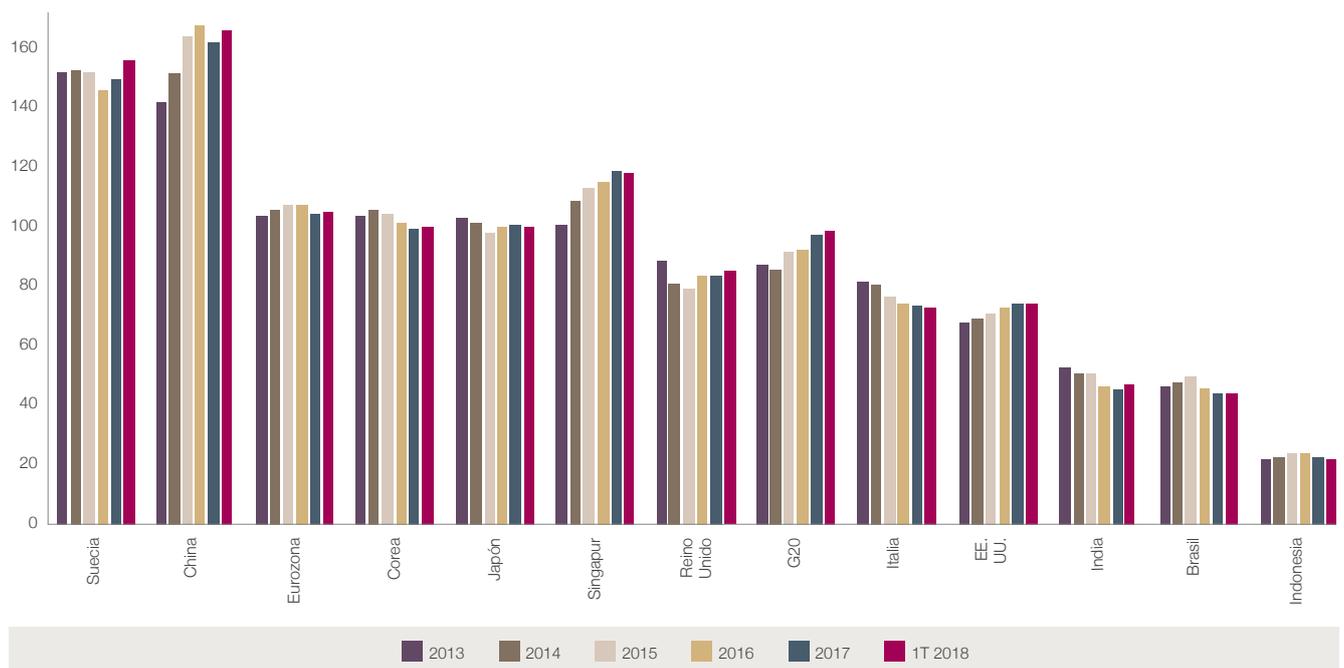
14 - TCAC: tasa de crecimiento anual compuesto.

15 - La muestra incluye todas las empresas no financieras con calificación de S&P de China, Hong Kong, Singapur, Australia, India, Indonesia y Corea del Sur de 2008 a junio de 2018.



Mu Cang Chai - Vietnam

GRÁFICO 15: DEUDA CORPORATIVA NO FINANCIERA POR PAÍSES, % PIB



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, Indosuez Wealth Management

REAPALANCAMIENTO EN EE. UU. Y EUROPA

Las empresas no financieras estadounidenses parecen conservadoras en cuanto a reapalancamiento en 2018 con un ratio deuda neta / EBITDA¹⁶ razonablemente estable en 2018 (tabla 4), pero vemos riesgos que podrían deteriorar los balances una vez que el ciclo económico se revierta.

- Las empresas no financieras estadounidenses tienen menos efectivo y más deuda bruta. El estable ratio de apalancamiento neto de 2018 se debió solo a un mayor EBITDA. El flujo de efectivo operativo ha mejorado mínimamente.
- En concreto, el efectivo y equivalentes de empresas AA y no financieras de alto rendimiento sufrió una caída de doble dígito en 2018, lo que podría aumentar el riesgo de refinanciación. El menor saldo de efectivo de las empresas AA se debió a cierta repatriación de depósitos destinados acto seguido a adquisiciones y recompra de acciones.
- El ratio medio deuda neta / EBITDA de las empresas no financieras estadounidenses es aún mayor que el de sus homólogas europeas tanto de alta calificación como especulativas.

Pese a ciertos esfuerzos de reducir deuda en 2017, las empresas europeas de todas las calificaciones se reapalaron en 2018 (tabla 5) como resultado de una mayor deuda neta a la vez que un menor EBITDA. Cabe prever más presión a la baja sobre el EBITDA. La mayoría de economías europeas ya crece por encima de su potencial y prevemos una desaceleración moderada de las potencias económicas europeas en 2019 (véase Perspectivas macroeconómicas mundiales). Por países, el reapalancamiento más prominente de 2018 se ha visto en Dinamarca, Países Bajos y España, que han desbaratado sus esfuerzos de desapalancamiento de 2017 (tabla 6).

Por el lado positivo, las empresas especulativas europeas han tomado medidas para preservar su solidez financiera manteniendo mayores cantidades de efectivo y equivalentes en 2018.

TABLA 4: MEDIA EMPRESARIAL DE DEUDA NETA / EBITDA EN EE. UU.

Calificación	2014	2015	2016	2017	Variación absoluta desde 2016	Sept. 2018	Variación absoluta desde 2017
Mediana alta calificación	2,8	3,0	3,1	3,1	0,0	3,2	0,1
AA	1,5	1,8	1,8	2,0	0,3	1,7	-0,3
A	3,1	3,2	3,0	3,2	0,2	3,3	0,1
BBB	2,8	3,1	3,2	3,1	0,0	3,2	0,0
Mediana especulativa	3,8	4,1	4,2	3,9	-0,3	3,9	0,0
BB	3,2	3,4	3,6	3,6	-0,1	3,5	-0,1
B	4,6	4,9	5,2	5,0	-0,2	5,0	0,0
Mediana total	3,3	3,5	3,6	3,5	-0,1	3,6	0,0

Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

TABLA 5: MEDIA EMPRESARIAL DE DEUDA NETA / EBITDA EN EUROPA

Calificación	2014	2015	2016	2017	Variación absoluta desde 2016	Junio 2018	Variación absoluta desde 2017
Mediana alta calificación	2,0	2,0	2,1	1,9	-0,3	2,0	0,2
AA	0,7	1,1	2,7	1,6	-1,1	2,2	0,6
A	1,7	1,8	1,8	1,8	0,0	1,9	0,1
BBB	2,0	2,1	2,2	1,9	-0,3	2,0	0,1
Mediana especulativa	2,7	3,3	3,1	3,0	-0,1	3,2	0,3
BB	3,5	4,3	5,0	4,1	-0,8	4,3	0,2
B	2,0	2,0	2,1	1,9	-0,3	2,0	0,2
Mediana total	2,1	2,4	2,4	2,2	-0,2	2,4	0,2

Europe includes S&P-rated non-financial corporates in the EU

Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

TABLA 6: VARIACIÓN DEL APALANCAMIENTO NETO EN EUROPA

País	2014	2015	2016	2017	Variación absoluta desde 2016	Junio 2018	Variación absoluta desde 2017
Bélgica	0,8	2,6	3,6	3,2	-0,5	3,4	0,2
Dinamarca	2,4	1,9	2,4	2,4	-0,1	3,0	0,7
Finlandia	2,4	1,8	1,5	1,7	0,2	1,5	-0,2
Francia	2,0	1,8	2,4	2,3	-0,2	2,5	0,2
Alemania	2,2	2,0	2,3	2,0	-0,3	2,1	0,1
Grecia	4,0	4,7	3,4	3,5	0,1	3,2	-0,4
Irlanda	1,6	2,2	2,4	1,9	-0,5	2,1	0,2
Italia	3,2	2,5	2,8	2,9	0,1	3,2	0,3
Luxemburgo	2,2	2,7	2,7	2,1	-0,6	2,2	0,1
Países Bajos	1,9	2,9	2,9	2,4	-0,5	2,9	0,5
Portugal	5,7	5,9	5,2	5,2	0,0	5,6	0,4
España	3,1	3,6	3,2	2,6	-0,6	3,2	0,5
Suecia	2,1	2,2	2,2	2,1	-0,2	2,1	0,0
Reino Unido	2,2	2,5	2,5	2,5	0,0	2,7	0,2

Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

16 - Para la deuda corporativa no financiera usamos el ratio deuda neta / EBITDA, ratio de apalancamiento neto, como forma de valorar la capacidad de una empresa para amortizar su deuda en vez del ratio deuda bruta / EBITDA de la renta variable, ya que en los ratios de liquidez importa el efectivo con que cuente una empresa para amortizar su deuda de corto plazo. La deuda neta es igual a la bruta menos el efectivo.

¿CUÁNTO PELIGRO ENTRAÑA EL APALANCAMIENTO EMPRESARIAL DE ASIA?

El nivel y composición de la deuda son cruciales para determinar la capacidad de una empresa para amortizarla.

La deuda bancaria como porcentaje del total de deuda de empresas no financieras asiáticas con calificación cayó del 59% en 2008 al 41% en 2017 en las de alta calificación y se desplomó del 81% al 52% en las especulativas (tabla 7). Sin duda, las especulativas tienen mejor acceso a financiación de mayor plazo en los mercados de renta fija.

No obstante, el volumen total de préstamos bancarios a empresas no financieras asiáticas creció en todas las categorías de calificación conforme lo hacía la deuda total (gráfico 16). La deuda corporativa no financiera total crecerá conforme la financiación bancaria se endurezca (gráfico 17).

La banca asiática tendrá que reservar mayores cantidades de capital y endurecer sus normas crediticias conforme vayan adoptándose los requisitos de capital de Basilea III.

Todas las categorías de calificación de Asia presentan una mejor gestión de la liquidez

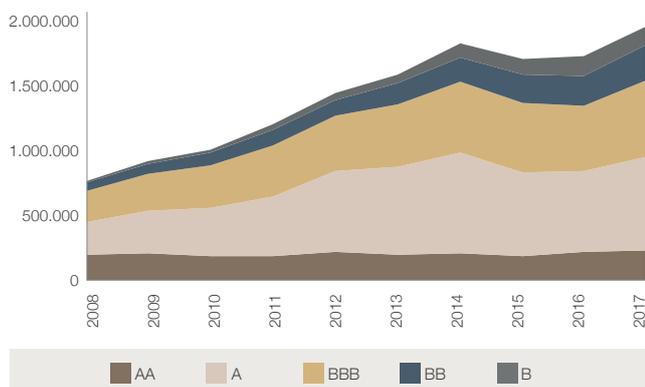
La deuda de corto plazo es vulnerable a la refinanciación a mayores tipos de interés en el contexto actual. Las empresas no financieras asiáticas tienen un ratio medio de liquidez (efectivo y equivalentes) de dos veces su deuda a corto plazo. Las empresas BB tienen el ratio de liquidez más solvente, de 15 veces, frente a solo 4 veces las BBB y 6 veces las B. No hemos computado las líneas de crédito disponibles de las empresas ya que suelen usarse como fondo de maniobra y no tanto para amortizar deuda. Como reza el dicho, poderoso caballero es don Dinero. Si una empresa tiene un elevado saldo de efectivo, casi seguro que puede conseguir una línea de crédito si la necesita.

TABLA 7: DEUDA BANCARIA SECTOR NO FINANCIERO DEL TOTAL DE DEUDA, POR RATING, %

Empresas no financieras asiáticas, % de deuda bancaria del total de deuda	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Variación desde 2008
Mediana alta calificación	59	58	52	50	54	52	49	43	44	41	-18
AAA	22	15	24	14	11	7	7	6	5	8	-14
AA	62	63	50	51	55	51	53	48	48	45	-17
A	71	72	68	67	65	66	56	48	47	45	-26
BBB	83	85	80	81	71	64	67	60	52	53	-30
Mediana especulativa	81	85	82	80	70	63	64	60	53	53	-28
BB	80	90	84	79	70	63	62	59	53	52	-28
B	50	50	69	73	70	59	72	61	60	42	-7
Mediana total	67	67	65	62	59	58	55	52	47	47	-20

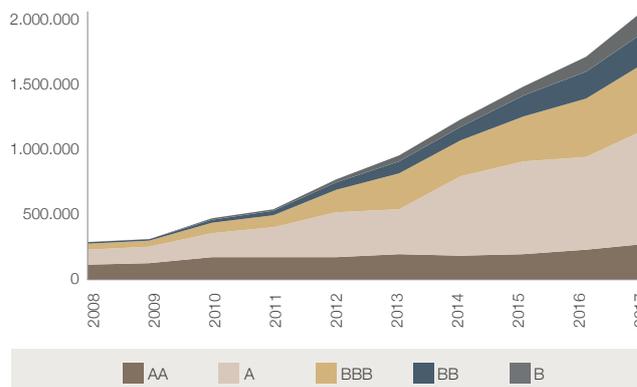
Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 16: DEUDA BANCARIA TOTAL SECTOR NO FINANCIERO DE ASIA, POR RATING, MILL. USD



Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 17: DEUDA TOTAL CORPORATIVA NO FINANCIERA DE ASIA POR CALIFICACIÓN, MILL. USD



Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

Vemos a las empresas no financieras con rating chinas mejor pertrechadas para afrontar una desaceleración económica que en la última crisis. Aunque aún tienen un alto endeudamiento neto medio de 4,6 veces a junio de 2018 (barra roja del gráfico 18) frente a otras empresas no financieras asiáticas, el ratio entre deuda neta y flujo de efectivo operativo ha mejorado considerablemente desde 2014 (barra roja del gráfico 19 de la derecha). De hecho, su cobertura de efectivo de la deuda de corto plazo, indicador clave de liquidez para amortizar deuda, también mejoró a 3,6 veces en junio de 2018, desde un mínimo de 2,4 en 2014. El flujo de efectivo operativo de las empresas chinas está creciendo a mayor ritmo que la deuda de corto plazo, a la vez que ha aumentado el efectivo y equivalentes.

Volatilidad del tipo de cambio y vulnerabilidad empresarial en mercados emergentes

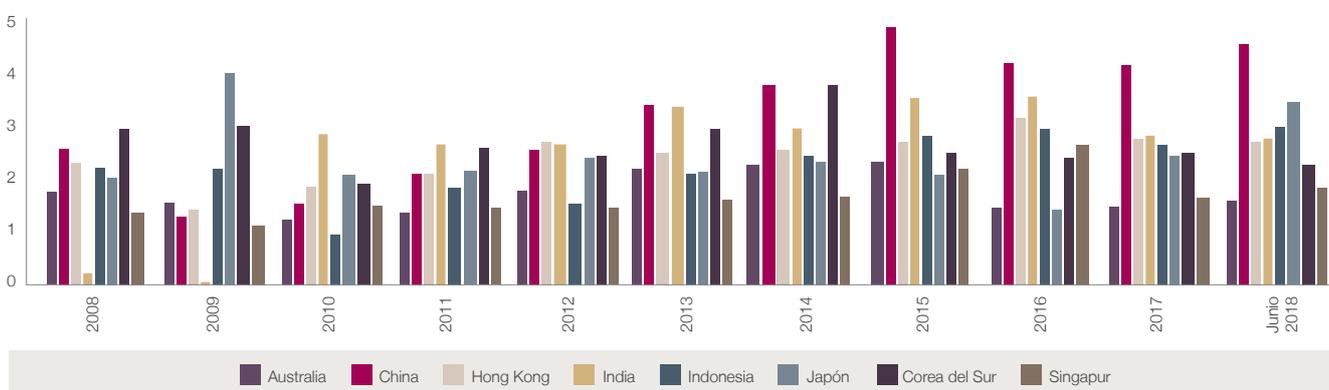
En China, el 95% de la deuda corporativa total se emite en su propia moneda. La deuda externa total de China no es tan alta, de 1,9 billones USD, o un 15% del PIB (Oficina Nacional de Estadística de China y FMI), lo que reduce considerablemente el riesgo de crisis de China, a diferencia de Turquía, Argentina o Indonesia, por ejemplo.

Si bien no esperamos que las empresas no financieras de Asia experimenten impagos generalizados, vemos riesgo propios en determinados sectores o empresas. Riesgos que han aumentado debido a las tensiones arancelarias y al alza de tipos de interés. Empresas con una alta necesidad de fondo de maniobra, estructuras empresariales complejas y fuentes de financiación escasas podrían ser fuentes de riesgo y deben vigilarse.

AUMENTO DE LOS PRÉSTAMOS APALANCADOS. ¿FUENTE DE LA PRÓXIMA CRISIS?

Los préstamos apalancados se definen como los concedidos a empresas con una deuda ya considerable y/o un historial crediticio flojo. El creciente tamaño del mercado de préstamos apalancados y obligaciones garantizadas por préstamos (CLO) en EE. UU. y Europa ha llamado la atención de los reguladores. Los emisores de préstamos apalancados, entre ellos banca, firmas de capital riesgo y fondos alternativos, empaquetan una cesta de préstamos en su mayoría a empresas no financieras, los dividen en distintos tramos de CLO y se los revenden a los inversores.

GRÁFICO 18: RATIO MEDIO DEUDA NETA / EBITDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS, POR PAÍSES



Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 19: RATIO MEDIO DEUDA NETA / FLUJO DE EFECTIVO OPERATIVO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS, POR PAÍSES



La muestra incluye todas las empresas no financieras calificadas pero excluye la categoría CCC para evitar una distorsión extrema de datos.

Fuentes: S&P Capital IQ, Indosuez Wealth Management

Los préstamos apalancados son atractivos para el inversor ya que las rentabilidades consisten en un margen sumado a un tipo variable como el LIBOR. Los préstamos apalancados suelen estar garantizados, por lo que tienen prelación frente a los no garantizados en caso de quiebra.

El alza del endeudamiento corporativo y la ligereza de los pactos de ratios están configurando un arduo ciclo de impagos. Entre ellos figuran varios añadidos al EBITDA para calcular los *covenants*¹⁷, lo que suele significar menos protección para los acreedores. Dentro de toda la emisión de bonos de alto rendimiento de EE. UU., ha ascendido bastante la de menor calificación (Caa a Ca), del 14% al 18% en 2018 (gráfico 20). La probabilidad de impago de la categoría Caa-Ca en un plazo de cinco años es muy alta, del 28,5%, según Moody's. La tasa de recobro de préstamos a plazo garantizados¹⁸ sénior de primer rango en EE. UU. ha caído hasta el 61% (octubre de 2018) desde una media histórica del 77%.

Los préstamos bancarios suelen ofrecer menor margen de maniobra a los prestatarios. Los *covenants* de las pólizas de crédito bancario¹⁹ son compromisos de cumplimiento de unos ratios financieros predeterminados que los prestatarios deben verificar cada trimestre o semestre financiero. Si el prestatario incumple los ratios, el prestamista puede instar una amortización anticipada o que el prestatario abone una comisión acordada por renunciar al *covenant* y un interés más alto por restablecerlo. A los prestatarios les costará no poco cumplir los *covenants* cuando el ciclo económico se suavice y los tipos de interés suban. Por el contrario, los de las pólizas de los bonos no se verifican periódicamente, solo se hace si ocurren contingencias como una gran fusión o adquisición.

No obstante, el creciente tamaño de los préstamos apalancados influye mucho en el aspecto técnico de la oferta de bonos de alto rendimiento reduciendo la emisión y dando soporte a su precio. En los dos últimos años la demanda de préstamos apalancados ha sido muy alta, por lo que a las empresas muy endeudadas les resulta más barato contraer préstamos bancarios que emitir bonos. La menor emisión de bonos de alto rendimiento en EE. UU., sobre todo este año, es uno de los factores cruciales que apuntala sus precios.

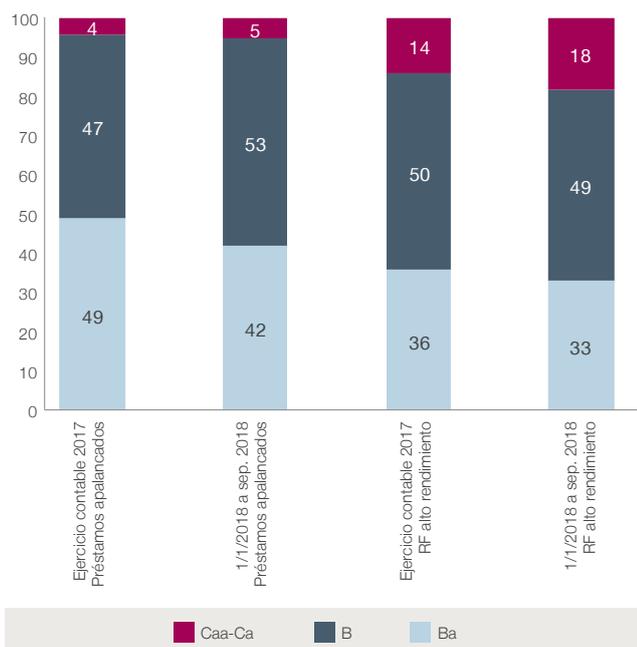
En EE. UU. la emisión total de préstamos apalancados sigue aún en máximos históricos en 2018, como en 2017, mientras la de alto rendimiento cayó a 164.000 millones USD en 2018, desde 231.000 millones USD durante el mismo periodo en 2017.

CONCLUSIÓN

En conclusión, vemos más riesgos ocultos en el mercado de préstamos apalancados que en el endeudamiento corporativo chino y creemos que aquel es una posible fuente de la próxima crisis financiera. Los reguladores ya se han percatado de ello y seguramente tomarán más medidas para paliar los riesgos sistémicos procedentes de esa fuente. No obstante, un mayor control regulatorio del mercado de préstamos apalancados y un menor volumen de emisión propiciarían un entorno menos bueno para los bonos de alto rendimiento. Las empresas muy endeudadas tendrían que volver a los mercados de bonos para refinanciarse y aumentar su emisión total. En Europa, el importe total de préstamos apalancados se ha reducido 17.000 millones en 2018 a 2 de noviembre, hasta 88.000 millones EUR, un descenso del 11% i.a. La menor cantidad de préstamos apalancados causaría en general más emisiones de alto rendimiento, salvo que las empresas apuesten por desendeudarse. Todo aumento de la emisión de bonos de alto rendimiento mermará el aspecto técnico de la oferta y su precio.

Así, consideramos que los préstamos apalancados son una amenaza sistémica en la coyuntura actual, algo que incluso los bonistas de alto rendimiento deben sopesar al asignar su cartera.

GRÁFICO 20: DESGLOSE DE RATING DE PRÉSTAMOS APALANCADOS Y BONOS DE ALTO RENDIMIENTO, %



Fuentes: Moody's, Indosuez Wealth Management

17 - Los pactos de ratios son cláusulas de las pólizas de crédito encaminadas a preservar la capacidad de los emisores para amortizar intereses y principal al vencimiento, así como a proteger al inversor en caso de quiebra o reestructuración. Hay dos tipos principales de pactos de ratios: los de mantenimiento y los de contingencia.

18 - La deuda sénior suele tener garantía pignoratícia con primer rango de prelación en favor del prestamista y su amortización es prioritaria en una liquidación.

19 - Los pactos de mantenimiento se aplican durante toda la vigencia del título mientras que los de contingencia solo se verifican si aumenta la deuda del emisor.



Hong Kong

PROBABILIDAD DE IMPAGO: ¿CÓMO CALCULARLA?

De los distintos riesgos que los inversores pueden correr, el de crédito se refiere a la posibilidad de pérdidas financieras ocasionadas por el deterioro de la calidad crediticia y la solvencia de empresas y otras contrapartes financieras. En los últimos 25 años, la deuda corporativa y sus derivados de crédito han experimentado un importante desarrollo tanto en estructura del mercado como en sofisticación del producto. Estos productos persiguen ofrecer cobertura frente al impago de una empresa o una contraparte financiera. En particular, los más usados son las permutas de incumplimiento crediticio (CDS). Un inversor que desee protegerse ante un impago puede comprar dichas permutas. A cambio del pago de comisiones periódicas, el inversor (quien suscribe la protección) recibirá una compensación en caso de impago durante la vigencia de la permuta de incumplimiento. Estas permutas se cotizan según el diferencial del mercado. Un menor diferencial conlleva una permuta más barata, lo que refleja un menor riesgo de impago. Por ejemplo, el diferencial de la permuta a 5 años de Alemania se sitúa en 12,34, el de Francia en 30,90, mientras el de Italia es hoy día de 270,41 y el de Grecia, de 412,22 a 12 de noviembre. Al margen de todas las especificidades de cada producto, hay una pregunta recurrente: ¿cómo sabemos si una empresa está al borde del impago?

En realidad hay tres métodos principales para averiguarlo. El más simple consiste en comparar diferenciales de CDS de empresas o Estados que reflejen el riesgo según lo valora el mercado. Un menor diferencial de CDS representa menor riesgo de impago. Este punto de vista es el ilustrado arriba.

El segundo método, comúnmente usado por los agentes del mercado para valorar bonos, consiste en extrapolar la probabilidad de impago directamente a partir de la cotización de

los CDS y obtener una estructura de plazos de probabilidades de impago usando CDS de distintos vencimientos. El último que aquí exponemos también persigue calcular la probabilidad de impago, pero se basa en la modelización de la estructura del balance de la empresa en cuestión.

El cálculo de probabilidad de impago se usa a menudo entre agentes del mercado, a partir de las cotizaciones de CDS disponibles en el mercado. Tiene la ventaja de agregar todos los pareceres del mercado en los diferenciales del CDS, pero también tiene sus limitaciones. Primero, requiere que el CDS de la empresa cuya probabilidad de impago queremos estimar registre actividad de liquidez y profundidad suficiente. El nivel de actividad guardará una fuerte correlación con la existencia y disponibilidad de bonos suficientes en el mercado. En otras palabras, en el caso de empresas privadas que no emitan muchos bonos, los CDS no serán líquidos. En segundo lugar, derivar una probabilidad de impago de las cotizaciones de CDS supone una fórmula invertible entre (al menos) estas dos cantidades. La fórmula clásica (válida bajo ciertos supuestos técnicos) es la siguiente:

$$S = R \star (1-p)$$

donde S es el diferencial del CDS (pagado por adelantado), R la tasa de recobro y p la probabilidad de impago.

Una clara ventaja de esta formulación es su simplicidad. Con todo, la simplicidad significa por fuerza obviar algunos fenómenos del mundo real. En este caso, la ecuación no refleja una relación explícita entre impagos y variación de los tipos de interés ni computa las características propias de cada CDS como la duración o el vencimiento.

Este enfoque tampoco permite modelizar explícitamente la estructura de activos y pasivos. Desde la óptica del gestor de activos, en vez de ello podría abordar el riesgo de crédito y la solvencia de una empresa desde el ángulo de la estructura de deuda/capital y de activos. En realidad este es otro método comúnmente usado para estudiar las características crediticias de una empresa. El fundamento en este caso es el modelo de Merton, que estima la probabilidad de impago dada una estructura de activos y pasivos.

Formalmente, el modelo de Merton modeliza una empresa por el valor de su activo. Las empresas se financian en esencia mediante acciones (capital) y/o bonos (deuda). El modelo de Merton estiliza la parte de deuda al suponer un solo bono en circulación con un nominal K y vencimiento T. La igualdad entre activo y pasivo implica:

$$\text{Activo (A)} = \text{Capital (E)} + \text{Deuda (D)}$$

En este marco, al vencimiento T, una empresa se considera solvente siempre que el valor de su activo sea estrictamente mayor que su deuda ($A > D$) y, por ende, pueda amortizarla. En caso contrario, cuando el valor del activo sea menor que el de deuda, obviamente el riesgo de impago será mayor y, en casos extremos, los bonistas pueden ejercer su derecho a liquidar la empresa y percibir el valor liquidativo. En cuanto a los accionistas, en tal supuesto no recibirían nada. En otras palabras, los accionistas estarían así expuestos a un flujo de efectivo al vencimiento T igual al pago de una opción de compra clásica sobre el valor del activo de la empresa A_T al vencimiento T y cuyo precio de ejercicio es K (fórmula 1).

Ello nos permite ver el capital de la empresa como opción de compra sobre su activo y ello, a su vez, nos posibilita aplicar teoría de opciones al problema de la probabilidad de impago. Por ejemplo, si modelizamos el activo con un modelo de Black-Scholes, podemos derivar fórmulas explícitas de la probabilidad de impago, del valor de la opción de compra (=capital) y el valor del activo de cualquier momento entre hoy y el vencimiento T. Un resultado del modelo de Merton cuando el activo se modeliza con una dinámica de Black-Scholes, puede ser la distancia al impago (DD(t)) (en el momento $t < T$), que, obviamente, cuantifica el momento hasta el cual la empresa podría quebrar (fórmula 2). La distancia al impago permite además computar la probabilidad de impago de forma muy sencilla (fórmula 3).

Existen muchas extensiones naturales tanto en la literatura como en la práctica, tales como:

- Permitir que el impago se produzca en todo momento en vez de solo al vencimiento T.
- Permitir que factores exógenos influyan en el riesgo de impago.
- Tomando en cuenta la volatilidad de los activos en función del tiempo, la RPD y la estructura de vencimientos de los tipos de interés.
- Incorporando estructuras financieras más complejas de las empresas.
- Incluyendo variables tales como el flujo de efectivo por explotación en 12 meses móviles y el gasto en intereses en 12 meses móviles.

El enfoque de CDS y el de Merton tienen cada uno sus propias ventajas y desventajas y usar un método u otro depende de lo que queramos averiguar. Al analizar el precio de un bono, el método del CDS puede ser útil mientras existan estructuras de plazos de probabilidad de impago coherentes consultables en el mercado. Para quien evalúe el valor fundamental y los riesgos que entraña la selección de un bono, un enfoque centrado en el balance según Merton probablemente sea mejor.

Fórmulas:

$$1 - (A_T - K)_+$$

2 - La relación es como sigue:

$$DD(t) = \frac{\log\left(\frac{A(t)}{D(t)}\right) + (r - 0.5 \cdot \sigma_A^2)(T-t)}{\sigma_A \sqrt{T-t}}$$

Donde :

- $A(t)$ es el valor de los activos.
- $D(t)$ es el valor de la deuda.
- r es el tipo de interés (constante).
- σ_A es la volatilidad de los activos.
- T es el vencimiento.

3 - La probabilidad de impago en el momento t PD(t) viene dada por:

$$PD(t) = N(-DD(t))$$

donde N es la función de distribución acumulada según la ley de Gauss (distribución normal).

Referencia:

Robert Merton, "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", Journal of Finance 29, 449-470.

MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En la última década, las empresas han endeudado más sus balances, aprovechando la oportunidad de unos tipos de interés bajos, fenómeno denominado «reapalancamiento», que se ha convertido en fuente de preocupación para el inversor ante el ajuste monetario. Por ende, posamos la atención en el vínculo entre endeudamiento empresarial y rentabilidad del capital.

POR QUÉ IMPORTA LA DEUDA AL INVERSOR BURSÁTIL

Un mayor coste de intereses deriva de emitir nueva deuda a tipos más altos o de deuda a tipo variable vigente cuando suben los tipos, así como de un mayor apalancamiento sea cual sea el tipo de interés. A igualdad de demás circunstancias, el gasto en intereses influye directamente en la rentabilidad y, obviamente, a mayor endeudamiento de una empresa, más influirá. Si tomamos en cuenta la cobertura tributaria que aporta la deducibilidad de intereses, el impacto se reduce, pero solo en cierta medida.

Esto es un problema para el inversor bursátil porque el gasto en intereses lastra el beneficio y el flujo de efectivo libre a capital (FCFE) y, por ende, el dividendo, variables con que los analistas valoran acciones. Además, una deuda mayor y más cara también puede hacer peligrar futuras recompras de acciones, que últimamente se han convertido en una parte relevante de la remuneración total al accionista. Las empresas muy endeudadas pueden estar sujetas a pactos de ratios que les impidan pagar dividendo o recomprar acciones si el apalancamiento supera cierto nivel.

Fijémonos en los modelos de valoración del capital. El modelo de descuento de dividendo (MDD) se basa en el principio de que el valor intrínseco de una acción puede derivarse del valor previsto de sus futuros flujos de efectivo. El cálculo más directo es el modelo de crecimiento de Gordon (MCG) monofásico, bautizado en honor del economista estadounidense Myron J. Gordon en la década de 1960. Este modelo supone una tasa de crecimiento estable del dividendo y usa tres variables:

- $D1$ = valor estimado del dividendo de los próximos años.
- r = el coste de capital de la empresa.
- g = tasa de crecimiento constante del dividendo, a perpetuidad.

Usando estas variables, la ecuación del modelo de crecimiento de Gordon (MCG) es: Precio por acción = $D1/(r - g)$.

Si prevemos un mayor gasto en intereses en el futuro, la tasa de crecimiento del dividendo podría revisarse a la baja, porque como hemos dicho antes, a igualdad de demás circunstancias, habrá menos capital disponible para distribuir. Podemos ilustrar la sensibilidad del modelo a la tasa de crecimiento del dividendo tomando el ejemplo de una empresa con los siguientes datos:

- Un dividendo anual de 2 USD.
- Un coste del capital del 7%.
- Una tasa de crecimiento del dividendo del 5%.

La acción de la empresa se valora en 100 USD. Si el crecimiento del dividendo se revisa a la baja del 5% al 4%, la acción solo valdría 66,7 USD al perder un tercio de su valor de mercado. Sin duda, el ejemplo simple es teórico, pero creemos que vale la pena tener presentes los principios básicos de las técnicas de valoración.

En cuanto al FCFE, se calcula como ingresos netos (beneficio después de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) menos inversión en activo no corriente, menos variación del fondo de maniobra neto, más nueva deuda, menos amortización de deuda. El modelo de valoración FCFE se deriva de la misma forma que el MDD, es decir, con un modelo de crecimiento de Gordon. Por ello es muy sensible a la variación de la tasa de crecimiento de FCFE de la empresa que pudiera resultar de un mayor gasto futuro en intereses.

En el entorno actual de mayor volatilidad y menor apoyo de liquidez, las acciones apalancadas no parecen muy atractivas. El diferencial de rendimiento entre los ases de la rentabilidad estadounidenses y las acciones apalancadas se amplió en octubre de 2018, cuando estas se rezagaron con creces (gráfico 21).

GRÁFICO 21: ACCIONES DE EE. UU., ÍNDICES DE APALANCAMIENTO Y RENTABILIDAD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

Creemos que el actual entorno, y el que seguramente prevalezca en 2019, sigue requiriendo calidad en las carteras de renta variable. Por ello los inversores bursátiles harían bien en vigilar cuidadosamente el endeudamiento de las empresas (fijándose en la deuda / capital, deuda / patrimonio neto, deuda total o neta / EBITDA) y sus especificidades (a tipo variable o fijo) además de los datos de rentabilidad.

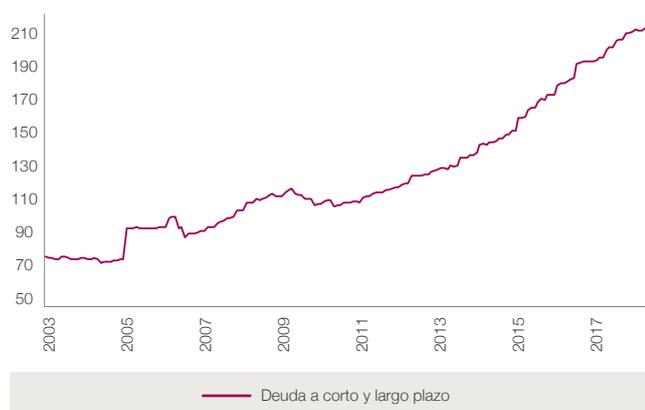
En la siguiente sección, destacamos el endeudamiento de empresas y sectores bursátiles en EE. UU., Europa y China.

ESTADOS UNIDOS

Un estudio conducido por la Fed en noviembre de 2017 muestra que en torno al 98% de los bonos corporativos en circulación son a tipo fijo, y en torno al 85% de los préstamos vigentes a empresas son a tipo variable. Asimismo, el 25% de los bonos a tipo fijo y el 66% de los préstamos a tipo fijo vencen antes de fin de 2020²⁰.

En cuanto al endeudamiento, el reapalancamiento de las empresas estadounidenses varía mucho según los datos considerados. Si nos fijamos en los datos agregados del índice S&P 500, vemos que desde diciembre de 2013, el ratio deuda-capital ha aumentado del 101,4% al 112,4%, el ratio deuda-patrimonio neto de 23,4% al 25,3%, y el ratio deuda-EBITDA del 1,05 al 1,50.

GRÁFICO 22: ÍNDICE S&P 500 (FINANCIERAS EXCLUIDAS), DEUDA TOTAL, MEDIA PONDERADA, MILLONES



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

TABLA 8: RATIO DEUDA TOTAL-EBITDA, S&P 500, ÍNDICES SECTORIALES

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
S&P 500 Cons Discrec	4,50	4,43	4,94	4,24	4,16	3,17	3,00	4,43	3,20	2,35	2,33	2,38	2,46	2,56	2,71	2,91	3,11
S&P 500 Cons Básico	1,95	1,78	1,72	1,72	1,75	1,74	1,90	1,89	1,71	2,03	2,05	2,03	2,03	2,25	2,37	2,48	2,59
S&P 500 Energía	1,08	1,59	1,04	0,90	0,74	0,74	0,75	0,66	1,37	0,97	0,87	1,02	1,20	1,54	11,53	11,90	2,69
S&P 500 Salud	1,02	1,11	1,08	1,08	0,91	1,01	1,28	1,30	1,56	1,55	1,53	1,93	2,02	2,06	2,64	2,62	2,62
S&P 500 Industria	4,52	4,62	4,63	4,59	4,28	4,25	4,68	4,68	5,66	4,24	3,93	3,78	3,30	3,09	3,03	3,14	3,01
S&P 500 Tech info	1,86	1,53	1,02	0,76	0,63	0,73	0,87	0,91	0,94	0,74	0,79	0,86	0,89	0,97	1,35	1,71	1,69
S&P 500 Materiales	2,95	3,54	3,28	2,39	2,05	1,78	1,67	1,99	2,87	2,01	1,67	2,24	2,66	2,48	3,32	3,49	2,94
S&P 500 Com	2,76	2,32	2,00	1,95	1,93	1,88	1,61	2,01	2,11	1,99	2,00	2,43	1,93	3,00	2,51	2,53	3,11
S&P 500 Serv púb	3,95	4,81	4,61	3,98	3,72	3,41	3,47	3,60	3,46	3,61	3,71	4,14	4,25	4,22	4,59	5,17	5,38

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

Durante un periodo más largo (1990-2018), el reciente aumento no parece muy preocupante, ya que todos los ratios no solo son inferiores a los de 2008, sino también a su media de largo plazo (todos los datos son a fin de octubre de 2018).

Aun así, los datos agregados del S&P 500 están sesgados, ya que las empresas financieras se desapalancaron tras la crisis financiera de 2008. Además, si nos fijamos en los mismos ratios del S&P 500 excluyendo a las empresas financieras, la pinta es muy distinta: el ratio deuda-capital aumenta del 68,6 al 91,6%, alcanzando casi el pico de mayo de 2009. El ratio deuda-patrimonio neto se sitúa hoy día en el 32,8% (desde el 26,9% de diciembre de 2013 y superior al ratio de 2009) y el ratio deuda-EBITDA se duplica, del 0,8 al 1,6. Las cifras absolutas de deuda total también son perturbadoras: la deuda total media ponderada del S&P 500 (empresas financieras excluidas) ha subido un 180% más que en enero de 2003 (gráfico 22).

¿Qué sectores son los que más se han reapalancado desde 2001? Aquí analizamos la deuda total respecto al EBITDA de varios sectores no financieros del índice S&P 500. Escogemos la deuda total respecto al EBITDA en vez de la deuda neta respecto al EBITDA porque queremos tratar el endeudamiento excluyendo el efecto del efectivo y saber cómo afecta un mayor gasto en intereses a la rentabilidad de la empresa. En la sección de renta fija, usamos la deuda neta respecto al EBITDA porque la solvencia es el mayor riesgo para un bonista, ya que en los ratios de liquidez importa el efectivo con que cuente una empresa para amortizar su deuda de corto plazo.

Tres de los sectores menos endeudados en 2001, que fueron consumo básico, energía y salud —sectores tradicionalmente considerados estables y defensivos—, se han endeudado considerablemente, tomando a préstamo mucho más que antaño, en parte para financiar recompras de acciones. El endeudamiento de las tecnológicas ha vuelto a cotas inéditas desde 2001, y lo mismo sucede en materiales, servicios de telecomunicaciones y servicios públicos (tabla 8). Por tanto, la evolución del endeudamiento sectorial podría redefinir qué sectores son realmente estables y defensivos.

20 - Ashish Kumbhat, Francisco Palomino, and Ander Perez-Orive. The Potential Increase in Corporate Debt Interest Rate Payments from Changes in the Federal Funds Rate, November 2017.

EUROPA

En Europa, algunos sectores están mucho más endeudados hoy que durante la crisis financiera mundial o a comienzos de la década de 2000. El sector energético, con un ratio deuda-EBITDA de 2,33 veces en 2017 (frente a 0,76 en 2008, cuando el energético era el sector menos apalancado) es un ejemplo de ello. La deuda total del sector energético (de corto y largo plazo) se ha duplicado desde diciembre de 2017. La deuda total del sector sanitario también aumentó considerablemente en el mismo periodo (hasta 2,25 veces) y aunque la media del sector es de las menores, su ratio deuda-EBITDA se ha disparado de 0,76 en 2008 a 2,33 (tabla 9).

En 2017, el de tecnologías de la información era el sector menos endeudado aunque su ratio deuda-EBITDA había ascendido de 1,21 en 2008 a 1,99 en 2017. Sigue menos endeudado que en 2001, año en que terminó la «burbuja financiera», cuando su ratio alcanzó 3,26 veces.

CHINA

La respuesta de China a la crisis financiera mundial ha sido aumentar la inversión a base de deuda. En esta sección nos centramos en la deuda del índice Shanghai Shenzhen CSI 300.

En torno a dos tercios de la deuda de China es corporativa, que incluye vehículos de financiación de gobiernos locales, empresas públicas y privadas. Buena parte de la deuda del sector privado se concentra en empresas públicas, en torno al 60% en 2017²¹. Según datos del Ministerio de Finanzas, la deuda total de las empresas públicas de China ascendió a 112,2 billones de yuanes a fin de julio, un 8,8% más en el año. La deuda total ascendió hasta el 64,9% del patrimonio neto, -1 pp respecto a 2017.

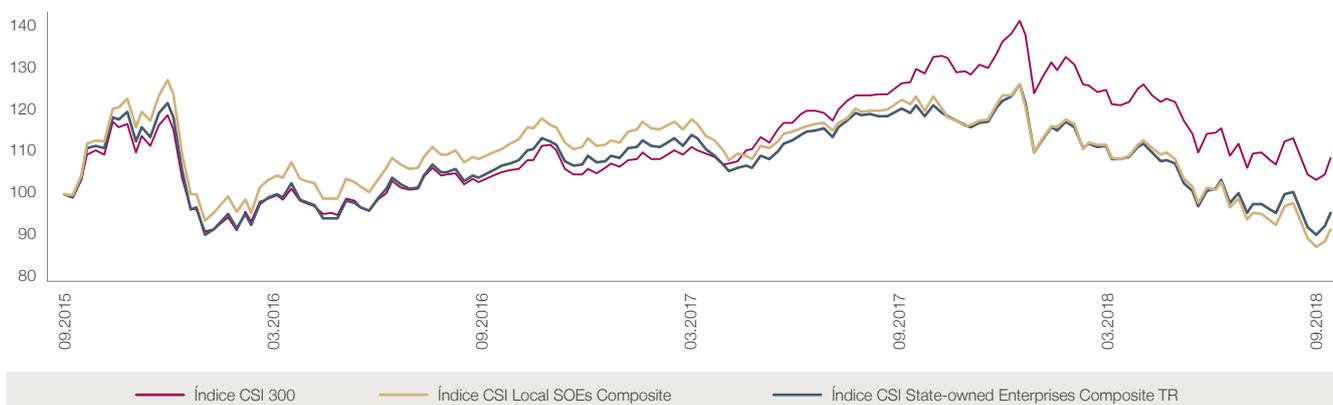
Las empresas privadas vienen reduciendo su endeudamiento a mayor ritmo que las públicas y China está inmersa en un gran programa de reestructuración empresarial (las reformas empezaron en 2015) encaminado a reducir deuda y mejorar el rendimiento de las públicas.

TABLA 9: RATIO DEUDA TOTAL-EBITDA, ÍNDICE MSCI EUROPE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
MSCI EUR Cons Discrec	2,95	5,04	2,79	3,32	2,90	2,89	3,14	2,76	3,57	5,06	2,87	2,91	3,13	3,03	3,23	3,29	3,49	3,33
MSCI EUR Cons Básico	2,67	2,65	2,45	2,41	2,25	2,34	2,42	2,08	2,67	2,45	2,20	2,18	2,15	2,13	2,55	2,80	2,83	2,83
MSCI EUR Energía	1,36	0,90	1,06	0,84	0,68	0,66	0,57	0,68	0,76	1,24	1,55	1,16	1,19	1,30	2,30	3,78	4,83	2,33
MSCI EUR Salud	1,67	1,17	0,93	0,83	2,19	0,88	0,79	0,97	1,16	1,54	1,55	1,61	1,49	1,44	2,02	1,66	2,30	1,95
MSCI EUR Industria	2,43	2,85	2,77	2,69	2,64	2,61	2,72	2,44	2,72	3,15	2,41	2,49	2,59	2,59	2,65	2,92	3,02	2,87
MSCI EUR Tec info	0,57	3,26	1,78	1,15	0,84	0,94	0,86	1,20	1,21	1,91	1,60	1,44	1,52	1,73	1,75	1,68	1,82	1,86
MSCI EUR Materiales	2,27	2,35	2,38	2,19	1,76	1,73	1,82	1,70	1,90	2,86	1,70	1,53	2,92	2,52	2,50	3,29	3,27	1,99
MSCI EUR Telecom	2,50	3,24	2,52	1,87	2,17	2,36	2,39	2,32	2,42	2,72	2,64	2,81	3,60	3,26	3,46	3,22	3,36	2,84
MSCI EUR Serv púb	2,80	3,66	3,95	3,45	3,23	3,16	2,97	3,23	4,21	3,52	3,19	3,74	3,78	4,10	3,80	4,63	4,56	4,26

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 23: RENDIMIENTO DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES CHINOS DESDE SEPTIEMBRE DE 2015



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

21 - Fuente: Xinhua News Agency.

Entre las medidas tomadas figuran varias grandes fusiones sectoriales, nuevas estructuras de propiedad y acuerdos de capitalización de deuda para fomentar la inyección de capital privado en empresas públicas. Las empresas de titularidad pública, en especial las de gobiernos locales, han sido menos rentables en promedio que las de gestión privada e históricamente se han rezagado, como se observa en el gráfico 23.

En los índices sectoriales CSI 300 observamos que industria y servicios públicos, dos sectores que permanecen dominados por empresas públicas, son los sectores no financieros más endeudados, con un ratio deuda-EBITDA de más de 6 veces en 2017 (tabla 10).

Usando una definición amplia de «empresa pública», Wind Information, proveedor chino de datos financieros, estima que estas representaron el 80% de los ingresos de las cotizadas en el índice CSI 300 en 2016.

Sin embargo, la porción de ingresos de las empresas públicas ha ido disminuyendo con el tiempo en la mayoría de sectores del mercado bursátil A entre 2006 y 2016 según muestra el gráfico 24 (dato que consideramos positivo para los inversores).

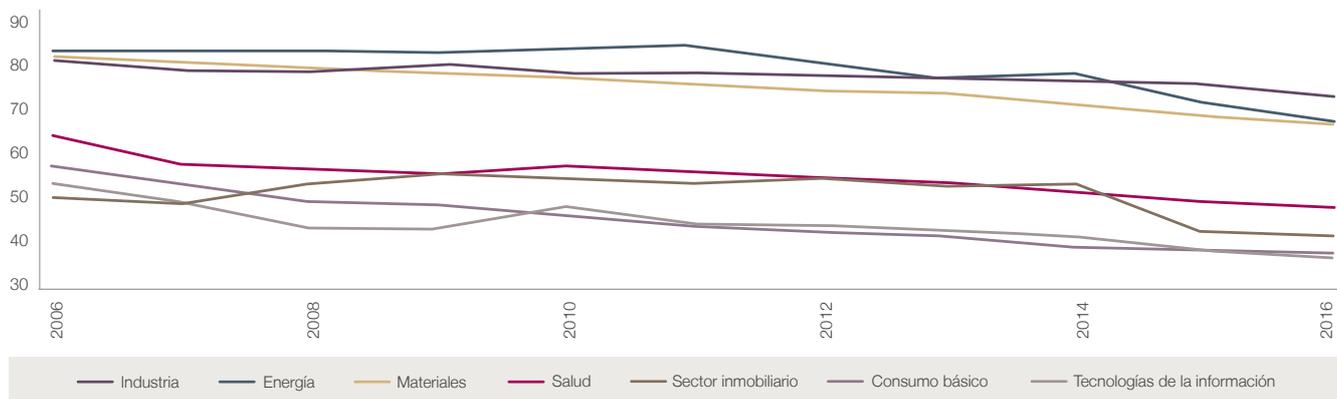
La deuda de empresas públicas del gobierno central, en particular las que operan en sectores estratégicos para el gobierno chino, no es tan preocupante como la de las de gobiernos locales, ya que aquellas deberían beneficiarse del continuado apoyo a largo plazo del gobierno. Si bien no argüimos que las empresas públicas deban evitarse a toda costa, creemos que los inversores deben tener presente su alto endeudamiento en general y establecer un sólido balance como factor central y discriminatorio de elección de valores bursátiles.

TABLA 10: RATIO DEUDA TOTAL-EBITDA, ÍNDICE CSI 300

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SZ CSI 300 Cons Discrec	3,14	3,65	3,90	3,23	3,68	3,80	3,30	3,33	3,98	4,40	3,61
SZ CSI 300 Cons básico	1,67	1,40	0,86	1,24	1,01	0,69	0,80	1,16	1,21	0,67	0,59
SZ CSI 300 Energía	1,28	2,03	1,52	1,25	1,25	1,59	2,45	2,74	3,38	2,85	2,35
SZ CSI 300 Salud	2,64	2,26	1,30	1,55	1,72	1,69	1,51	1,53	1,27	1,44	1,99
SZ CSI 300 Industria	2,77	3,78	4,10	3,71	4,24	5,97	5,92	5,59	5,87	6,29	6,63
SZ CSI 300 Tec info	3,09	3,19	4,28	6,10	7,47	4,45	3,26	2,83	2,91	3,40	3,15
SZ CSI 300 Materiales	2,44	3,92	4,90	4,34	3,89	6,34	6,05	6,94	8,60	6,51	4,24
SZ CSI 300 Telecom	1,00	0,65	1,46	1,93	2,11	2,81	2,17	1,91	1,94	2,17	2,59
SZ CSI 300 Serv púb	4,35	8,80	7,50	7,03	5,84	5,72	5,29	4,63	4,82	4,58	6,23

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 24: INGRESOS DE EMPRESAS PÚBLICAS, % DEL TOTAL DE INGRESOS DEL SECTOR



Fuentes: Wind, Indosuez Wealth Management

MERCADO INMOBILIARIO Y DEUDA DE LOS HOGARES

COMPARACIÓN DE MERCADOS DE LA VIVIENDA DE DISTINTOS PAÍSES: ¿DÓNDE SE ENCUENTRA EL RIESGO?

La deuda de los hogares en % del PIB ha aumentado en muchos países en la última década. La mayor parte de ella es hipotecaria y el alza de los precios residenciales ha contribuido a mayores niveles de deuda. Los tres países con una mayor deuda de los hogares²² en 2017 fueron Suiza, Australia y Dinamarca (en torno al 120% del PIB, gráfica 25). Los países con el mayor aumento de este ratio de 2007 a 2017 fueron China y Noruega (casi 30 pp). Aunque los gobernantes de estos cinco países se han esforzado por enfriar el alza del precio de la vivienda con distintos planteamientos, aún destacan por ser mercados de alto riesgo hoy por hoy. Los hogares que están muy endeudados son más sensibles a la variación de tipos de interés, ingresos y precios de la vivienda. Las tasas de impago podrían aumentar considerablemente si los hogares se encuentran agobiados, en especial si tienen viviendas a modo de inversión y/o hipotecas con carencia de capital.

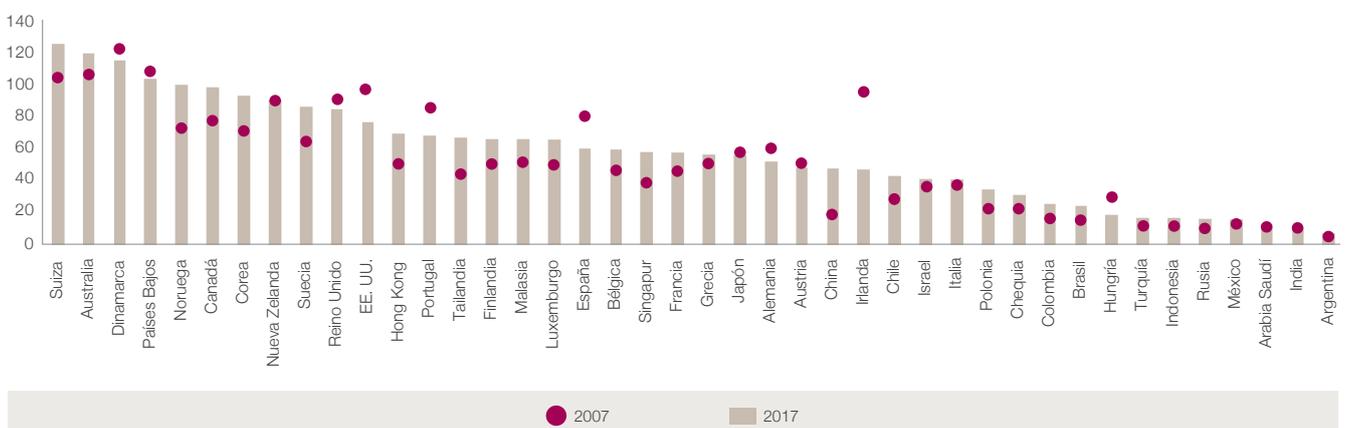
Bélgica y los países a su derecha en el gráfico 25 tienen un nivel moderado de endeudamiento de los hogares y un menor aumento de dicha deuda desde 2007. Ello no significa necesariamente que estén exentos del riesgo inherente a la vivienda. Por ejemplo, si cierta cantidad de deuda hipotecaria, siquiera moderada, está denominada en divisas, por ejemplo, pronto puede convertirse en un gran problema pese a un volumen total relativamente bajo.

Otro factor es la tasa de viviendas en propiedad, que se sitúa en el 65% en Francia, por ejemplo, a semejanza de EE. UU. y Reino Unido, pero muy por debajo del 73% de Italia, el 80% de México o el 86% de Hungría, lo que hace a estos últimos mercados más vulnerables incluso con menores niveles de deuda de los hogares. No es sorprendente que los países con la mayor caída del ratio deuda-PIB de sus hogares en la década hasta 2017 fueran los que experimentaron los mayores apogeos y reveses de la vivienda: Irlanda, EE. UU. y España. Los precios nacionales de la vivienda cayeron un 25% de 2007 a 2012 en EE. UU., un 36% en España de 2007 a 2013 y más de un 50% en Irlanda de 2007 a 2012. Los precios de la vivienda tardaron al menos seis años en empezar a crecer en estas tres economías debido a la sobreabundancia de viviendas en venta y al descenso de los préstamos.

En Australia y Suiza, ambas economías con un alto ratio deuda-PIB de los hogares, sus ratios son mayores hoy que en 2007. Ninguno de estos países sufrieron una corrección relevante de precios de la vivienda durante este periodo, y los intereses bajos (o negativos en el caso de Suiza) echaron leña al fuego ya prendido por una fuerte inmigración y una relativa escasez de vivienda en las principales ciudades. En Australia, el índice nacional de precios de la vivienda creció más de un 70% y en Suiza un 40% de 2006 a 2016. Por tanto, la prioridad de los gobernantes de Suiza y Australia se ha establecido en los préstamos hipotecarios.

En el caso de Suiza, la demanda de hipotecas se redujo al imponer tope a los ratios de *Loan to Value* (LTV) y a la cantidad del pago inicial que puede provenir de los ahorros de jubilación del deudor hipotecario.

GRÁFICO 25: DEUDA DE LOS HOGARES, % DEL PIB



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, Indosuez Wealth Management

22 - Incluye préstamos al consumo, saldo pendiente de hipotecarios y préstamos académicos.

Los requisitos de amortización también aumentaron, lo que ayuda a mantener un tope a la demanda de hipotecas. La oferta de hipotecas se ha visto aún más afectada por los requisitos de capital impuestos a los bancos. Las reservas de capital contracíclicas fueron activadas por el Consejo Federal Suizo en 2013 y aumentaron en 2014. Estas medidas funcionaron en parte, ya que los precios de la vivienda cayeron en 2016 y el crecimiento real del volumen hipotecario también disminuyó. La buena noticia es que los gobernantes vigilan atentamente la evolución de los precios de la vivienda y están listos para actuar cuando sea necesario. El que la deuda se centre en los hogares de rentas altas es una ventaja adicional; Suiza tiene la menor tasa de viviendas en propiedad del mundo, con un 37,5%. Los incentivos tributarios fomentan una tasa de amortización lenta, lo que mantiene un alto nivel de deuda e incentivan una fuerte demanda del mercado, y probablemente contribuyó a alzas del precio en 2017. Aun así, un punto flaco del mercado de la vivienda suiza hoy en día es la alta concentración de préstamos de compra para alquilar en un contexto de caída del alquiler.

En Australia, los reguladores han introducido restricciones de crédito a los préstamos con carencia de capital (que en 2015 eran el 45% de todas las hipotecas). Los préstamos con carencia de capital están limitados ahora al 30% del total de crédito hipotecario nuevo. La Autoridad Prudencial Reguladora de Australia (APRA) también tomó medidas para limitar el crecimiento del crédito al inversor, que venía impulsando al mercado. Además, los reguladores obligaron a los bancos a endurecer su proceso de verificación de ingresos y gastos²³. Por tanto, los prestatarios ven como sus cuotas hipotecarias aumentan al tener que amortizar también capital. En Sídney la asequibilidad brilla por su ausencia y, no en vano, es la segunda ciudad menos asequible después de Hong Kong según el sondeo Demographia International Housing Affordability Survey. El precio mediano de la vivienda en Sídney fue de 12,9 veces la renta mediana en 2017. Melbourne es sexta, con un múltiplo mediano de 9,9. En junio de 2018, los precios residenciales cayeron un 4% anual en Sídney y un 6% en Darwin. Aun crecieron un 2% en Melbourne, pero cayeron un 1% trimestral.

El ratio deuda-PIB de los hogares de Dinamarca viene disminuyendo desde 2007, gracias en parte al fuerte crecimiento del PIB. En 2018 el gobierno endureció la normativa del crédito en un esfuerzo por reducir el porcentaje de préstamos con carencia de capital de mayor riesgo respecto al total. El gobierno también ha tratado de reducir el número de hipotecas que cuadrupliquen los ingresos del prestatario y las hipotecas que superen el 60% del valor de la vivienda. El gobierno cree que los hogares daneses tienen renta suficiente para afrontar el alza de tipos de interés y suficientes activos para saldar la deuda, gracias a sus ahorros para la jubilación.

Aun así, en el 1T 2018, el 45% de las hipotecas danesas permanecen en plazos de carencia de capital y las hipotecas a tipo variable suponen el 65% (Global Property Guide), lo que evidencia los crecientes riesgos de este singular mercado hipotecario, cuyas cédulas no sufren impago desde principios del siglo XIX²⁴.

China es un país con un ratio deuda-PIB de los hogares relativamente bajo, pero viene creciendo drásticamente. Los préstamos hipotecarios de China supusieron el 26% del PIB en 2017, alrededor de la mitad de la deuda de los hogares (CEIC), frente a un 10% en 2006 (Global Property Guide). La razón de este crecimiento es que los precios inmobiliarios han crecido muy rápido en China. El mercado residencial del país sufrió durante la crisis financiera mundial, pero un paquete de estímulo apuntaló el mercado de la vivienda y los precios repuntaron casi un 70% desde 2007 a 2016. El gobierno gestiona activamente el sector inmobiliario, pero el crecimiento del crédito hipotecario de China es una preocupación a medio plazo.

En Noruega, se establecieron restricciones en 2017 que obligaron a los prestatarios a aportar más capital al comprar una vivienda. El crédito también se ha restringido a cinco veces la renta anual del hogar. El LTV de Oslo se sitúa hoy día en el 60% en segundas viviendas, con el afán de restringir la inversión, que ha sido un fuerte estímulo para los precios residenciales. Estas medidas, aunadas a la construcción de nuevos apartamentos (a menudo de gama alta) y a que la asequibilidad es menor en la capital vienen moderando los precios desde 2017. Noruega es muy vulnerable al alza de costes y la caída de precios dada su elevada tasa de viviendas en propiedad (85%), máxime conforme decrece el ahorro en los últimos años²⁵. Aun así, la fuerte red de seguridad del país, que siempre puede contar con su nutrido fondo soberano, debería dar más respaldo a los hogares en tiempos de crisis que en otras partes.

La recesión mundial de 2008 se desencadenó cuando los precios del mercado estadounidense de la vivienda empezaron a desplomarse, causando una repercusión sistémica en todo el mundo. Desde entonces los mercados de la vivienda de mayor riesgo han cambiado. Con la salvedad de China, la mayoría de los países citados son pequeños, por lo que presentan escasos riesgos sistémicos. En dichos países en particular, los hogares son más vulnerables a variaciones de tipos de interés, rentas y precios de la vivienda, debido a su elevada y creciente deuda hipotecaria respecto a sus ahorros y a una asequibilidad cada vez menor. Noruega, en concreto, destaca por su elevada tasa de viviendas en propiedad y la sobreabundancia de construcción de viviendas de gama alta en las principales ciudades. Las principales ciudades de Australia también resultan vulnerables debido a su baja asequibilidad y la fuerte inversión, además de las facilidades crediticias de la banca, que compite entre sí por ganar cuota de mercado. Aun así, en general, parece más bien improbable que la próxima crisis financiera sea de origen inmobiliario.

23 - The Sydney Morning Herald.

24 - "Denmark: Financial Sector Assessment Program", Informe Nacional del FMI, n.º 14/349, diciembre de 2014.

25 - Alfred Berg Asset Management.



Federal Reserve Washington - Estados Unidos

TABLAS DE RENTABILIDADES Y RENTABILIDAD PREVISTA

TABLA 11: RENTABILIDAD ANUAL DE LAS MATERIAS PRIMAS, MONEDA LOCAL

MATERIAS PRIMAS	2014	2015	2016	2017	01.01 a 05.12.2018
Varilla de acero (USD/Tm)	-22,04%	-29,38%	60,46%	42,69%	-11,74%
Oro (USD/Onza)	-1,44%	-10,41%	8,14%	13,53%	-5,03%
Crudo WTI (USD/Barril)	-45,87%	-30,47%	45,03%	12,47%	-12,46%
Plata (USD/Onza)	-19,47%	-11,51%	15,84%	7,23%	-15,64%
Cobre (USD/Tm)	-14,40%	-25,32%	17,65%	30,92%	-14,79%
Gas natural (USD/MMBtu)	-31,70%	-19,11%	59,35%	-20,70%	51,34%

TABLA 12: RENTABILIDAD ANUAL DE LA RENTA FIJA, MONEDA LOCAL

DEUDA PÚBLICA	2014	2015	2016	2017	01.01 a 05.12.2018
Deuda pública emergente	-5,49%	-12,62%	6,29%	12,49%	-8,71%
Deuda pública EE. UU.	2,90%	1,31%	1,11%	1,10%	0,12%
Deuda pública EUR	8,10%	1,76%	1,86%	0,39%	0,03%
Deuda corporativa EUR (HY)	4,03%	-0,25%	8,14%	4,82%	-3,09%
Deuda corporativa USD (HY)	2,13%	-5,03%	15,31%	6,32%	1,06%
Deuda corporativa emergente	-0,09%	-6,08%	7,61%	2,84%	-6,90%

TABLA 13: EVOLUCIÓN ANUAL DEL TIPO DE CAMBIO, AL CONTADO

DIVISAS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01.01 a 05.12.2018
EUR/CHF	-9,72%	-0,62%	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,29%
GBP/USD	-26,48%	10,81%	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,76%
USD/CHF	-5,72%	-3,13%	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	2,40%
EUR/USD	-4,24%	2,51%	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-5,51%
USD/JPY	-18,89%	2,64%	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	0,44%

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

TABLA 14: RENTABILIDAD ANUAL DEL ÍNDICE DE RENTA VARIABLE, EXCLUYENDO DIVIDENDOS, MONEDA LOCAL

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01.01 a 05.12.2018
-31,33%	98,14%	20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	0,99%
-38,49%	96,71%	16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-4,51%
-41,77%	74,14%	16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-8,12%
-42,08%	67,89%	12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-8,97%
-45,60%	63,29%	12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-9,74%
-52,78%	27,99%	9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-9,96%
-53,65%	26,98%	9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-13,17%
-54,49%	23,45%	8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-13,51%
-56,77%	22,07%	-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-15,60%
-65,95%	5,63%	-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-19,32%

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

FTSE 100
 Japan Topix
 MSCI World
 MSCI EMEA
 MSCI Emerging Markets

Stoxx Europe 600
 S&P 500
 China Shanghai Index
 MSCI Latam
 MSCI Ex Japan

MÁS RENTABLE



MENOS RENTABLE



TABLA 15: RENTABILIDAD PREVISTA

Clase activo	Zona	Subclase	Moneda de denominación	Horizonte 1A		Horizonte 3A		Horizonte 5A		
				Rentabilidad total prevista	Volatilidad prevista	Rentabilidad total prevista	Volatilidad prevista	Rentabilidad total prevista	Volatilidad prevista	
Mercado monetario	Europa	Mercado monetario	EUR	-0,2%	0,0%	0,4%	0,0%	0,4%	0,0%	
	Suiza	Mercado monetario moneda local	CHF	-0,7%	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	
	EE. UU.	Mercado monetario	USD	3,0%	0,1%	2,8%	0,1%	2,8%	0,0%	
	Japón	Mercado monetario moneda local	JPY	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	
	Brasil	Mercado monetario moneda local	BRL	4,1%	0,2%	4,9%	0,2%	4,9%	0,1%	
Renta fija	Europa	Deuda soberana	EUR	-1,9%	0,0%	-0,2%	1,8%	-1,1%	2,0%	
		Índice agregado del mercado de bonos	EUR	-2,5%	0,0%	-0,4%	1,9%	-0,1%	2,1%	
		Deuda corporativa primera calidad crediticia	EUR	0,1%	0,0%	1,1%	1,9%	0,9%	2,1%	
		Deuda corporativa alto rendimiento	EUR	3,3%	0,0%	5,0%	2,7%	5,2%	2,5%	
	Suiza	Deuda agregada primera calidad crediticia	CHF	-1,4%	0,0%	-0,1%	2,1%	-0,4%	2,3%	
	Reino Unido	Deuda corporativa	GBP	-0,3%	0,0%	0,6%	2,4%	0,7%	2,2%	
	EE. UU.	Deuda soberana	USD	1,8%	0,0%	2,6%	2,0%	2,7%	2,1%	
		Índice agregado del mercado de bonos	USD	2,5%	0,0%	3,0%	2,7%	3,1%	2,5%	
		Deuda corporativa primera calidad crediticia	USD	2,5%	0,0%	2,7%	3,3%	3,0%	3,4%	
		Deuda corporativa alto rendimiento	USD	3,9%	0,0%	7,7%	2,6%	6,1%	2,5%	
	China	Deuda corporativa primera calidad crediticia	CNY	3,1%	2,3%	4,0%	2,7%	3,6%	2,5%	
	Japón	Deuda soberana	JPY	-0,7%	0,5%	-1,0%	0,7%	-0,7%	0,6%	
		Deuda corporativa primera calidad crediticia	JPY	-0,7%	0,4%	0,0%	0,6%	0,1%	0,5%	
	Asia (excepto Japón)	Deuda soberana primera calidad crediticia	USD	3,3%	2,5%	3,4%	2,8%	3,3%	2,7%	
		Deuda corporativa primera calidad crediticia	USD	3,2%	1,8%	4,2%	1,7%	3,8%	1,8%	
	Mercados emergentes	Deuda soberana primera calidad crediticia	USD	3,3%	3,5%	3,4%	3,8%	3,2%	3,7%	
		Deuda corporativa primera calidad crediticia	USD	4,5%	3,2%	5,4%	3,3%	5,1%	3,3%	
	Brasil	Deuda soberana alto rendimiento	USD	6,5%	5,0%	4,4%	4,7%	2,9%	4,5%	
		Deuda corporativa alto rendimiento	USD	7,4%	4,1%	5,2%	3,8%	3,6%	3,8%	
	Latinoamérica	Deuda soberana primera calidad crediticia	USD	8,3%	4,7%	7,3%	3,9%	6,0%	3,7%	
		Deuda corporativa primera calidad crediticia	USD	7,6%	3,2%	5,8%	3,4%	4,5%	3,6%	
	Renta variable	Europa	Gran capitalización	EUR	6,3%	10,2%	4,7%	16,4%	7,5%	15,1%
			Crecimiento	EUR	4,0%	10,7%	3,0%	15,5%	5,9%	14,4%
Valor			EUR	6,5%	10,4%	5,5%	18,1%	8,1%	16,4%	
Suiza		Gran capitalización	CHF	3,5%	11,2%	1,8%	14,3%	6,3%	14,1%	
EE. UU.		Gran capitalización	USD	4,8%	12,2%	4,6%	13,0%	6,3%	12,2%	
		Pequeña y mediana capitalización	USD	4,7%	13,1%	5,2%	15,9%	6,3%	15,6%	
China		Gran capitalización	CNY	8,1%	15,3%	9,9%	17,8%	10,5%	16,7%	
Japón		Gran capitalización	JPY	3,6%	12,3%	5,3%	19,9%	8,0%	18,8%	
		Pequeña y mediana capitalización	JPY	3,0%	12,3%	5,9%	16,6%	7,6%	16,2%	
Asia		Gran capitalización	USD	7,9%	11,9%	7,0%	14,2%	10,0%	13,0%	
		Pequeña y mediana capitalización	USD	7,1%	9,8%	7,9%	13,4%	10,5%	11,8%	
Mercados emergentes		Gran capitalización	USD	7,4%	11,7%	8,3%	14,8%	9,4%	13,6%	
Brasil		Gran capitalización	BRL	3,0%	17,7%	2,5%	22,5%	3,2%	22,6%	
Latinoamérica		Gran capitalización	USD	3,9%	17,2%	8,4%	23,7%	7,4%	22,7%	
Mundial		Grande y mediana capitalización	USD	5,4%	9,1%	5,2%	11,3%	7,2%	10,5%	

Clase activo	Zona	Subclase	Moneda de denominación	Horizonte 1A		Horizonte 3A		Horizonte 5A	
				Rentabilidad total prevista	Volatilidad prevista	Rentabilidad total prevista	Volatilidad prevista	Rentabilidad total prevista	Volatilidad prevista
Inmuebles	Europa	Valores inmobiliarios	EUR	5,0%	17,0%	7,7%	17,0%	8,3%	17,0%
		Inmuebles ocupados por el propietario	EUR	7,9%	3,1%	7,6%	3,1%	7,4%	3,1%
		Inversión inmobiliaria	EUR	7,1%	3,1%	6,9%	3,1%	6,6%	3,1%
	Bélgica	Inmuebles ocupados por el propietario	EUR	2,0%	5,0%	2,0%	5,0%	2,0%	5,0%
		Inversión inmobiliaria	EUR	5,8%	1,9%	5,7%	1,9%	5,7%	1,9%
	Francia	Inmuebles ocupados por el propietario	EUR	2,1%	6,0%	2,0%	6,0%	2,0%	6,0%
		Inversión inmobiliaria	EUR	9,0%	5,4%	8,5%	5,4%	8,2%	5,4%
	España	Inmuebles ocupados por el propietario	EUR	6,0%	7,3%	3,3%	7,3%	2,8%	7,3%
		Inversión inmobiliaria	EUR	9,2%	7,5%	6,8%	7,5%	6,3%	7,5%
	Italia	Inmuebles ocupados por el propietario	EUR	0,0%	8,0%	0,0%	8,0%	0,0%	8,0%
		Inversión inmobiliaria	EUR	6,0%	2,7%	5,9%	2,7%	5,8%	2,7%
	Luxemburgo	Inmuebles ocupados por el propietario	EUR	4,0%	2,0%	4,0%	2,0%	4,0%	2,0%
	Suiza	Inmuebles ocupados por el propietario	CHF	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%
		Inversión inmobiliaria	CHF	5,0%	0,8%	4,6%	0,8%	4,8%	0,8%
	Reino Unido	Inmuebles ocupados por el propietario	GBP	2,0%	9,0%	1,0%	9,0%	1,0%	9,0%
		Inversión inmobiliaria	GBP	6,7%	9,8%	6,2%	9,8%	6,0%	9,8%
	EE. UU.	Valores inmobiliarios	USD	3,7%	22,7%	7,6%	22,7%	8,3%	22,7%
		Inversión inmobiliaria	USD	8,6%	8,4%	7,3%	8,4%	7,0%	8,4%
	EE. UU. (Miami)	Inmuebles ocupados por el propietario	USD	4,0%	10,9%	4,0%	10,9%	4,0%	10,9%
	Japón	Valores inmobiliarios	USD	3,0%	25,0%	5,2%	25,0%	5,7%	25,0%
Asia (excepto Japón)	Valores inmobiliarios	USD	2,3%	26,9%	5,1%	26,9%	5,6%	26,9%	
Materias primas	Mundial	Petróleo crudo	USD	10,0%	40,0%	7,0%	35,0%	5,0%	30,0%
Activos privados	Mundial	Capital inversión	USD	12,0%	7,3%	12,0%	9,4%	12,0%	8,4%
		Deuda privada	USD	9,0%	8,8%	9,0%	10,6%	9,0%	9,2%
		Capital inversión inmobiliario	USD	10,0%	3,2%	10,0%	3,1%	10,0%	2,6%
Mercado de divisas (USD)	EUR			0,5%	7,1%	1,0%	8,3%	2,0%	8,4%
	GBP			2,0%	7,9%	0,0%	10,4%	1,7%	9,2%
	CNY			-1,5%	3,7%	2,0%	3,4%	4,0%	2,9%
	CHF			0,0%	6,9%	1,5%	7,9%	2,0%	12,0%
	BRL			-2,5%	12,6%	-1,0%	16,9%	1,0%	16,4%
	JPY			-0,5%	7,0%	-0,5%	9,7%	2,3%	9,2%

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

Las rentabilidades previstas son estimaciones de hacia dónde creemos que se dirigen los precios de los activos. No son el único criterio de nuestra asignación de inversiones. Somos gestores de activos dinámicos, no simplemente basados en reglas, y nuestras decisiones de inversión se apoyan en múltiples factores, incluidos (aunque sin limitarse a ellos) las valoraciones relativas, las evaluaciones de riesgo, los precios actuales de mercado, la dinámica, los flujos y el análisis fundamental de las economías y los mercados de activos.



ESPECIALISTAS EN INVERSIÓN

INVESTMENT INTELLIGENCE

Dr Marie Owens Thomsen

Global Head of Investment Intelligence

Dr Paul Wetterwald

Chief Economist

Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA

Chief Economist, América Latina

Maggie Cheng, CFA

Senior Credit Analyst

Florence Chernyak-Bosson, CAIA

Equity Analyst

Aabid Hanif, ACA

Senior Credit Analyst

Dr Anthony Le Cavil

Senior Quantitative Analyst

Victoria Scalongne

Senior Real Estate Analyst

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING

Frédéric Lamotte

Chief Investment Officer

Laurent Fradin

Global Head of Discretionary Portfolio Management

Laurent Jeannel

Global Head of Advisory

Nicolas Bayet

Head of Markets, Investment & Structuring – Luxemburgo

Maurizio Ceron

Head of Markets, Investment & Structuring – Italia

Jean-Luc Chotard

Head of Markets, Investment & Structuring – Francia

Julien Collin

Head of Markets, Investment & Structuring – Singapur

Arjan De Boer

Head of Markets, Investment & Structuring – Asia

Stéphane Herpe

Head of Markets, Investment & Structuring – Mónaco

Marco Aurélio Guerra De Sá

Head of Markets, Investment & Structuring – Miami

Luc-Olivier Hanin

Head of Markets, Investment & Structuring – Bélgica

Miguel Macho

Head of Markets, Investment & Structuring – España

Fabio Passos

Head of Markets, Investment & Structuring – Brasil

Omar Shokur

Head of Markets, Investment & Structuring – Suiza

PRESENCIA INTERNACIONAL

NUESTRA HISTORIA

Durante más de 140 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 cinco bancos más importantes de Europa, 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:

AMÉRICA

MIAMI

600 Brickell Avenue, 37th Floor
Miami, FL 33131 - EE. UU.
T. +1 305 375 7800

MONTEVIDEO

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576
Av. Luis A. de Herrera 1248,
11300 Montevideo - Uruguay

SÃO PAULO

Alameda, Itu, 852 -16º Andar
Jardim Paulista - 01421-001, São Paulo – SP - Brasil
T. +55 11 3896 6300

ASIA PACIFICO

HONG KONG

29th floor Pacific Place 88 Queensway - Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque BP 8663
98807 Numea - Nueva Caledonia
T. +687 27 88 38

SINGAPUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower
Singapur 068912
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 22 321 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 3666 1200

MÓNACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Mónaco
T. +377 93 10 20 00

PARÍS

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

ORIENTE PRÓXIMO

ABU DABI

Zahed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 4th Floor,
P.O. Box 44836 Abu Dabi
T. +971 2 631 24 00

BEIRUT

SAL Borj Al Nahar bldg.
2nd floor, Martyrs' Square
1107-2070 Beirut - Líbano
T. +961 1 96 63 00

DUBÁI

Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road
P.O. Box 9423 Dubái
T. +971 4 350 60 00

GLOSARIO

AEUMC: Acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá suscrito el 30 de septiembre de 2018 por los mandatarios políticos de estos tres países y que sustituye al TLCAN (instaurado en 1994).

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Backwardation: una situación en la que el precio de un contrato de futuros es inferior al precio al contado del subyacente (situación inversa al contango).

Barbell: estrategia de inversión, mediante la que se invierte en los dos extremos opuestos de un espectro; por ejemplo, tomando posiciones largas tanto en el extremo corto como en el largo de un mercado de renta fija.

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

Bono bajo par: bono que cotiza a un precio inferior a su valor nominal, esto es, por debajo de 100.

Bottom-up: análisis o estrategia de inversión que se centra en las cuentas concretas de una empresa y sus especificidades, en contraposición al análisis top-down, que se centra en datos macro.

BPA: Beneficio Por Acción.

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

Bund: bono de renta fija pública alemana a 10 años.

Call: término anglosajón que designa una opción de compra de un instrumento financiero, esto es, la facultad de comprarlo a un determinado precio.

CFTC (Commodity Futures Trading Commission): agencia federal independiente estadounidense con potestad de supervisión regulatoria de los mercados de futuros y opciones de materias primas de EE. UU.

COMEX (Commodity Exchange): COMEX se fusionó con NYMEX en EE. UU. en 1994 y se convirtió en la sección encargada de los futuros y opciones de metales.

Consejo de Cooperación del Golfo (CCG): agrupación cuyo propósito es favorecer la cooperación regional entre Arabia Saudí, Omán, Kuwait, Bahréin, Emiratos Árabes Unidos y Qatar.

Contango: dicese de una situación en que el precio de un contrato de futuros es superior al precio al contado del activo subyacente (situación inversa a backwardation).

Cuña (o wedge, en inglés): en análisis técnico financiero se produce una cuña cuando las líneas de tendencia trazadas por encima y por debajo de un gráfico de precios convergen en forma de flecha.

Deuda subordinada: dicese de aquella deuda cuya amortización está supeditada a la amortización preferente de la deuda no subordinada. En contrapartida del mayor riesgo que se asume, la deuda subordinada tiende a ofrecer un mayor rendimiento.

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 extraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

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.

Futuro: un futuro es un contrato negociable en bolsa por el que se acuerda el intercambio de una cantidad concreta de un activo subyacente en una fecha futura predeterminada, a un precio convenido de antemano.

G10 (Grupo de los Diez): uno de los cinco grupos (Grupo de los Siete, de los Ocho, de los Veinte y de los Veinticuatro) cuyo propósito es promover el debate y la cooperación entre países con intereses (económicos) similares. Los miembros del G10 son: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, siendo Suiza el undécimo miembro.

High Yield o alto rendimiento: categoría de valores de renta fija, también denominada «bonos basura» cuya calificación es inferior a los bonos con alta calificación crediticia (por lo que abarca todas las calificaciones inferiores a BBB- en la escala de Standard & Poor's). Por lo general, a menor calificación, mayor rendimiento, ya que el riesgo de impago es mayor.

IDC: índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

Índice de sorpresas económicas: mide el grado de variación de los datos macroeconómicos publicados con respecto a las previsiones de los analistas.

Índice Russell 2000: índice de referencia que mide la rentabilidad del segmento de pequeñas capitalizaciones estadounidenses. Abarca las 2000 empresas de menor tamaño del índice Russell 3000.

Índices iBoxx de alta calificación/alto rendimiento: indicadores de referencia que miden la rentabilidad de los bonos de empresas de alta calificación o alto rendimiento a partir de precios de múltiples fuentes y en tiempo real.

Instrumentos híbridos: instrumentos que comparten características tanto con la renta fija (pago de un cupón) como con la renta variable (vencimiento inexistente o muy largo): el cupón puede no pagarse, como un dividendo).

Investment Grade o alta calificación: categoría de valores de renta fija de alta calidad cuya calificación se sitúa entre AAA y BBB- según la escala de la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's.

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.

LIBOR (London Interbank Offered Rate): tipo de interés interbancario medio al que un grupo de bancos se concede préstamos entre sí en el mercado financiero londinense. El LIBOR dejará de existir en 2020.

LME (London Metal Exchange): bolsa británica donde cotizan materias primas como el cobre, el plomo o el zinc.

Loonie: apelativo popular del dólar canadiense. Este término anglosajón proviene del vocablo loon (colimbo grande, en español), que designa el ave del género gavia que aparece en la moneda de un dólar canadiense.

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.

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

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.

Renminbi: en chino significa literalmente 'moneda del pueblo'. Es el nombre oficial de la moneda de China (con la salvedad de Honk Kong y Macao). También se le suele llamar yuan.

RPV: ratio préstamo-valor o LTV (loan-to-value, en inglés), que expresa qué porcentaje representa el importe de un préstamo con respecto al valor del activo adquirido. Este ratio suele usarse para las hipotecas y los reguladores financieros suelen ponerle un tope para proteger tanto al prestamista como al prestatario frente a desplomes del precio de la vivienda.

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

Valor de mercado: valoración de activos al precio de mercado vigente.

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

CA Indosuez Wealth (Group) («Grupo Indosuez»), constituido con arreglo al derecho francés, sociedad matriz del negocio de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus Entidades vinculadas o filiales, en particular CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus respectivas filiales, sucursales y oficinas de representación, cualquiera que sea su ubicación, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM y CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA 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 denominan individualmente la «Entidad» y, conjuntamente, las «Entidades».

Banca Leonardo S.p.A, filial de CA Indosuez Wealth (Europe), así como su filial suiza Leonardo Swiss SA, quedan asimismo incluidas individual y colectivamente en dichas denominaciones.

Este documento titulado «Global Outlook» (el «Folleto») se emite con fines meramente informativos.

Con carácter general, el Folleto no está destinado a ningún lector en concreto.

Este Folleto lo ha elaborado el departamento de mercados, inversión y estructuración de CA Indosuez (Switzerland) SA (el «Banco») y carece de la consideración de análisis financiero con arreglo a las directrices de la Asociación de la Banca Suiza, encaminadas a garantizar la independencia del análisis financiero. Por ende, dichas directrices no son aplicables al Folleto.

La información contenida en el Folleto está basada en fuentes consideradas fidedignas, pero no se ha sometido a una comprobación independiente. El Banco no suscribe ni garantiza expresa ni implícitamente que dicha información sea actual, exacta y exhaustiva. El Banco no suscribe ni garantiza expresa ni implícitamente ninguna proyección, estimación, objetivo ni opinión contenida en este documento, que no deben considerarse infalibles. Salvo que se indique otra cosa, la fecha correspondiente a la información contenida en este documento es la que consta en la primera página. Toda alusión a precios o rentabilidades está sujeta a variación en todo momento. Los precios y rentabilidades del pasado no garantizan precios y rentabilidades en el futuro. Los tipos de cambio de divisas podrán perjudicar al valor, el precio o el rédito de los instrumentos financieros a que alude este documento si la divisa de referencia de alguno de dichos instrumentos es distinta de la del inversor.

El Banco podrá haber emitido o emitir más adelante otros documentos que resulten incoherentes y lleguen a conclusiones distintas a las expuestas en este. El Banco no tiene obligación de garantizar que esos otros documentos se pongan en su conocimiento. El Banco podrá dejar de elaborar o actualizar este documento en todo momento.

El Folleto no constituye en modo alguno una oferta o invitación de ninguna clase con vistas a ninguna transacción ni mandato. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno estrategia, recomendación o asesoramiento de inversión o desinversión, personalizadas o generales, asesoramiento legal o fiscal, asesoramiento de auditoría o asesoramiento otro de naturaleza profesional. La información publicada en el Folleto no está sujeta a revisión, aprobación ni autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

El Folleto contiene información general sobre los productos y los servicios que en él se describen, que pueden entrañar cierto riesgo en función del producto y el servicio de que se trate. Entre los riesgos cabe citar riesgos políticos, riesgos de crédito, riesgos cambiarios, riesgos económicos y riesgos de mercado. Para consultar una descripción exhaustiva de los productos y servicios referidos en el Folleto, remítase a los documentos y folletos correspondientes. Se recomienda que se ponga en contacto con sus asesores habituales para tomar sus decisiones con independencia, teniendo en cuenta su situación financiera particular y su experiencia y sus conocimientos financieros.

Las Entidades o sus accionistas y, en general, las empresas del grupo Crédit Agricole SA (el «Grupo») y, respectivamente, sus representantes sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en el Folleto, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o el garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o recibir o tratar de prestar o recibir servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o de 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 el Folleto, 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.

Los productos y los servicios que se mencionan en el Folleto podrán ofrecerlos las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Sin embargo, puede que no todas las Entidades los ofrezcan. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

El Folleto no está destinado ni dirigido a las personas de ningún país en concreto. Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management. El Folleto no está destinado a personas que sean ciudadanos, domiciliados o residentes en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o normativas aplicables. Los productos y servicios pueden estar sujetos a restricciones con respecto a ciertas personas o en ciertos países. En particular, los productos o servicios descritos en el Folleto no están destinados a residentes en los Estados Unidos de América y Canadá.

El Folleto lo publica CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de las Entidades del grupo Indosuez Wealth Management, cuyos empleados, expertos en sus respectivos ámbitos, contribuyen a la redacción de los artículos contenidos en el Folleto. El Folleto es publicado asimismo por CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de Banca Leonardo S.p.A, y su filial suiza. Cada una de las Entidades facilita el Folleto a sus propios clientes de acuerdo con las normativas aplicables. Llamamos su atención sobre los siguientes puntos específicos:

- en Francia: el presente Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (France), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 EUR, entidad de crédito y firma de corretaje de seguros inscrita en el Registro de intermediarios de seguro con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con sede social sita 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. La información que figura en el presente Folleto no constituye ni (i) un análisis de inversión en el sentido del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017-565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, y del artículo 3, apartado 1, puntos 34 y 35 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, ni (ii) una recomendación personalizada según lo recogido en el artículo D. 321-1 del Código monetario y financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en el presente Folleto tras haber consultado con sus interlocutores habituales en CA Indosuez Wealth (France) y haber obtenido, en su caso, la opinión de sus propios asesores contables, jurídicos y fiscales;
- en Luxemburgo: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), entidad de crédito, 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, BP1104, L-1011 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B9198;

- en Bélgica: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpssteenweg, Bruselas B-1000, Bélgica, inscrita en el Registro Mercantil con el número BE0534752288;

- en España: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, España, inscrita en el Registro Mercantil con el CIF W-0182904-C;

- en Italia: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch, Piazza Cavour 2, I-20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro Mercantil con el número 97468780156, y por Banca Leonardo S.p.A., Via Broletto n. 46, I-20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro Mercantil con el número 09535880158;

- dentro de la Unión Europea: el Folleto podrá ser distribuido por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la prestación gratuita de servicios;

- en Mónaco: el Folleto es distribuido por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341;

- en Suiza: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra, por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano y por Leonardo Swiss SA, Palazzo Gargantini, Via Guglielmo Marconi 2, 6900 Lugano. El Folleto no es fruto de un análisis financiero en el sentido de las directrices de la Asociación de la Banca Suiza (ABS) acerca de la independencia del análisis financiero con arreglo a la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables al Folleto;

- en Hong Kong: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en el Folleto constituye una recomendación de inversión. El Folleto no ha sido remitido a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. El Folleto y los productos que puedan referirse en él no han sido autorizados por la SFC en el sentido de los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de Valores y Futuros (cap. 571) (SFO). El Folleto solo puede distribuirse a inversores profesionales (según la definición de la SFO y las Reglas de Valores y Futuros sobre inversores profesionales (cap. 571D);

- en Singapur: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23 -03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, el Folleto está únicamente destinado a personas consideradas de alto patrimonio según la Directriz n.º FAA-G07 de la Autoridad Monetaria de Singapur, o inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, según las definiciones del capítulo 289 de la Ley de Valores y Futuros de Singapur. Para toda consulta acerca del Folleto, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Sucursal en Singapur;

- en Líbano: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Líbano. El Folleto no constituye una oferta ni representa material de comercialización de acuerdo con la definición de las normativas libanesas aplicables;

- en Dubái: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA conduce sus actividades 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 acuerdo con las reglas y normativas aplicables en 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. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad regulatoria de los EAU;

- en Abu Dabi: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed, The 1st Street, Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi, Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA conduce sus actividades 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 acuerdo con las reglas y normativas aplicables en 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. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad regulatoria de los EAU;

- en Miami: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, Estados Unidos. El Folleto se facilitará de manera confidencial a un número limitado de personas con fines informativos únicamente. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). La oferta de ciertos valores a que pueda referirse el Folleto puede no haber estado sujeta a registro con arreglo a la Ley de Valores de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América;

- en Brasil: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Alameda Itu, 852, 16th floor, São Paulo, SP, registrada in el CNPJ/MF con el número 01.638.542/0001-57;

- en Uruguay: el Folleto lo distribuye CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. El Folleto no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. El Folleto se distribuye con carácter privado. El Folleto y los productos que en él puedan referirse no han sido revisados, aprobados ni registrados por el Banco Central del Uruguay ni por ninguna otra autoridad regulatoria de Uruguay.

Le advertimos de que el acceso a determinados productos y servicios expuestos en el Folleto podría estar restringido o prohibido conforme a la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado.

Póngase en contacto con su agente bancario y/o sus asesores habituales para obtener más información.

El Folleto no puede fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2018, CA Indosuez (Switzerland) SA / Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a xxxxxxxx.

