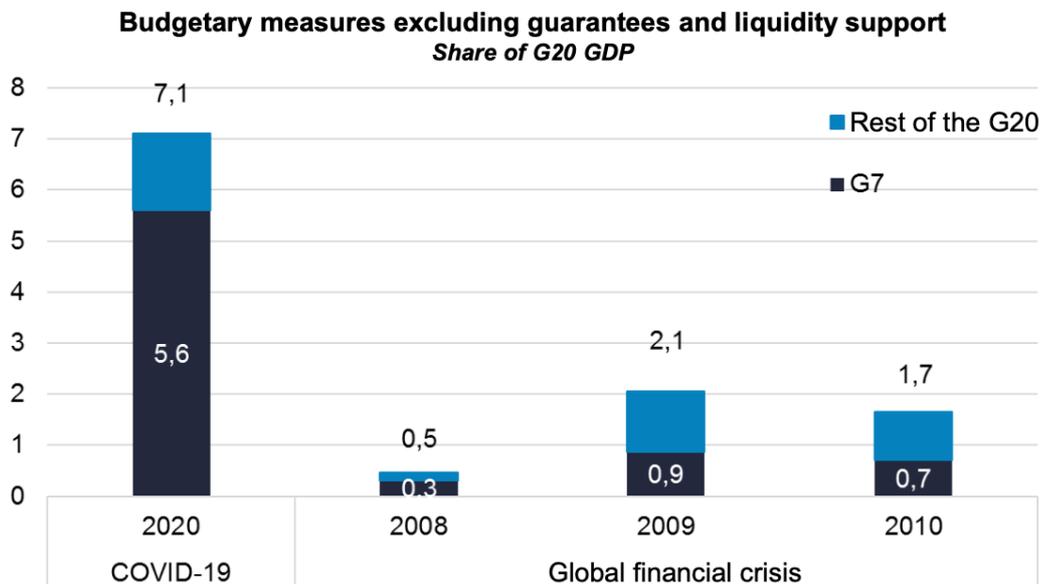


Dr. Strangemoney, o "Cómo aprendí a dejar de preocuparme y a amar la deuda"

A raíz de la crisis de Covid-19, los gobiernos de todo el mundo se han comprometido con programas de apoyo sin precedentes. Como resultado, los niveles de déficit y deuda se están disparando en todo el mundo. En un intento por respaldar estas políticas, los bancos centrales han puesto en marcha programas de compra de deuda pública a una escala igualmente sin precedentes.



Sources : IMF, data as of June 12

Estas medidas fueron bien recibidas por los mercados financieros que inicialmente se estabilizaron antes de repuntar de manera significativa, pero plantean varias cuestiones. Por ejemplo, ¿Qué puede esperar conseguir de manera realista la financiación del banco central? ¿Cuáles son los riesgos asociados y existe la posibilidad de una inflación galopante? ¿Debería cancelarse la deuda pública del BCE? ¿Puede crecer la deuda sin restricciones? ¿Los gobiernos se verán obligados a endurecer abruptamente la política fiscal?

Déficit, deuda y QE: órdenes de magnitud

La siguiente tabla muestra los tamaños y cambios del déficit, la deuda y el QE como parte del PIB de EE.UU, la zona euro, Japón, el Reino Unido y Francia. A modo de recordatorio, el QE implica la compra masiva de activos por parte de los bancos centrales (bonos del Estado, bonos del sector privado e incluso acciones). El objetivo principal del QE es inundar de liquidez para reactivar el consumo de empresas y particulares. Otros objetivos incluyen ayudar a los gobiernos a financiar sus programas de apoyo económico y reducir las primas de riesgo de los

activos de riesgo.

| | Budget balance in % | | | Debt / GDP in % | | | Announced QE / GDP in % |
|--|------------------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|----------------------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2020 |
| United States  | -6,3 | -23,8 | -12,4 | 108,7 | 141,4 | 146,1 | no limit |
| Eurozone  | -0,6 | -11,7 | -5,3 | 84,1 | 105,1 | 103,0 | 12,0 |
| Japan  | -3,3 | -14,7 | -6,1 | 238,0 | 268,0 | 265,4 | no limit |
| United Kingdom  | -2,1 | -12,7 | -7,0 | 85,4 | 101,6 | 100,5 | 11,0 |
| France  | -3,0 | -9,2 | -6,2 | 98,5 | 115,4 | 116,4 | 12,0 |

Sources: IMF, Bloomberg

Los datos ponen de relieve la escala de estos déficits. El aumento de los niveles de deuda entre 2019 y 2021 oscila entre 15 y 40 puntos porcentuales del PIB, y el extremo inferior del intervalo, el Reino Unido, probablemente se revisará pronto al alza como resultado del reciente anuncio del Primer Ministro Boris Johnson de un plan de estímulo masivo. Los bancos centrales del Reino Unido como de la zona euro ya han anunciado programas de compra de activos de poco más del 10% del PIB, y es muy posible que se incrementen si es necesario. Ni Estados Unidos ni Japón han fijado límites a los programas de compra de activos.

Lo que pueden lograr los programas de QE

La QE aumenta el volumen de demanda de bonos del Estado. Si la oferta se mantiene constante, entonces los tipos de interés bajarán. Si la oferta aumenta, las nuevas emisiones tendrán menos dificultades para encontrar compradores. El aumento de los tipos de interés será contenido y los desafíos de financiación a corto plazo de los gobiernos serán menores, independientemente de la cantidad de bonos emitidos.

Los bancos centrales tienen un poder adquisitivo ilimitado en su propia moneda. Para entender esto completamente, debemos recordar que el banco central actúa como banquero de los bancos comerciales. Los bancos comerciales están obligados a mantener reservas en cuentas corrientes con el banco central, y este sistema es la mejor manera de que puedan realizar transacciones interbancarias. Cuando el banco central compra un valor a un banco o a un cliente de ese banco, paga por el valor con un crédito en la cuenta del banco comercial. A diferencia de los bancos comerciales, los bancos centrales no tienen que cumplir con ratios financieros y disfrutan de una posición de monopolio como el banco de los bancos. Mientras un banco central respeta sus objetivos de política monetaria, no hay nada que limite su poder adquisitivo. En realidad, la garantía de calidad se limita a transformar los pasivos del sector público, ya que lo que era una deuda privada se convierte en reservas del banco central, a través de los bancos por el sector privado.

Además, al reducir drásticamente los tipos de interés, la garantía de calidad también resuelve temporalmente la cuestión de los costes de financiación del gobierno.

A esto se añade el hecho de que, como la evaluación cuantitativa se está aplicando actualmente en todo el mundo, los países pueden evitar que se les señale y se ataque su moneda.

Aparentemente, estas medidas extraordinarias no parecen tener ninguna consecuencia perjudicial. Los niveles de deuda se incrementan, pero si los bancos centrales pueden financiarlos indefinidamente, entonces ¿dónde está el problema?

Además, ¿Por qué detenerse ahí? ¿Por qué no sistematizar un aumento coordinado a nivel mundial de los déficits y repetir los recortes de impuestos y los aumentos de gastos año tras año?

Efectos secundarios del QE

Es tentador pensar que el QE no tiene ningún efecto en el resto de la economía. El gobierno pide prestado mediante la emisión de bonos y el banco central compra estos valores. Si bien el banco central no compra títulos directamente al gobierno (práctica prohibida por una norma europea) el mero hecho de que los agentes económicos privados desempeñen un papel de intermediarios (comprando títulos en subastas y vendiéndolos al banco central) no altera la sustancia de los flujos financieros.

Todo esto sería cierto si todo pudiera detenerse ahí mismo. Pero los gobiernos piden prestado para financiar sus gastos excesivos en relación con sus entradas de ingresos. Sus déficits corresponden a un flujo neto de fondos hacia el sector privado. Por poner un ejemplo sencillo: si un gobierno pide un préstamo para financiar cheques de ayuda a los hogares, lo cargará en su cuenta y lo abonará en la de los hogares beneficiarios.

Al final, el efectivo creado por el banco central simplemente pasa por el gobierno y termina en las cuentas de los hogares, o en otras cuentas de agentes privados. En términos contables, el equilibrio se produce a través de los balances de los bancos comerciales, que marcan las reservas del banco central como activos y los depósitos del sector privado como pasivos.

El proceso de envío de los cheques de ayuda a los hogares, que se financian mediante una emisión de bonos del gobierno que el banco central compra en el mercado, puede resumirse de la siguiente manera:

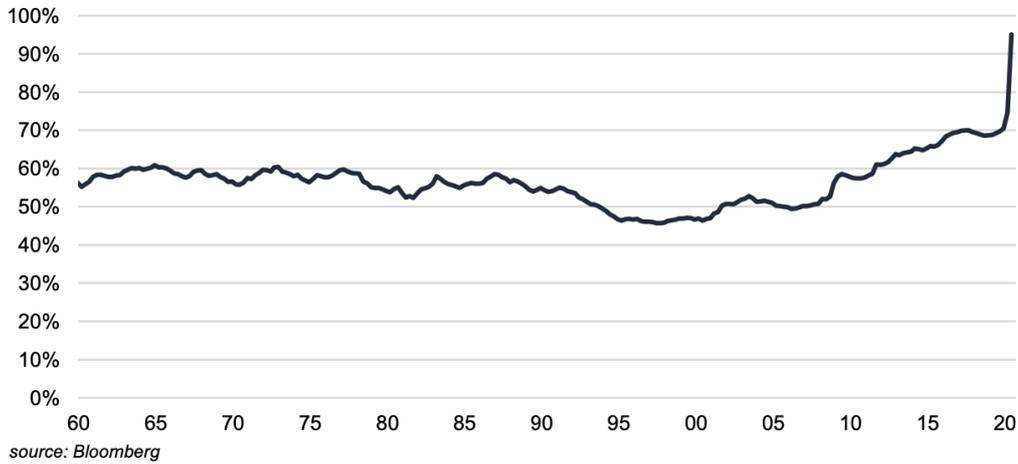
| State | |  | Central bank | |
|---------------------|--------------------------|---|--------------------------|---------------------|
| Assets | Liabilities | | Assets | Liabilities |
| | Government bonds +100 | | Government bonds +100 | Reserves CB +100 |
| Bank | |  | Households | |
| Assets | Liabilities | | Assets | Liabilities |
| Reserves CB +100 | Deposits +100 | | Deposits +100 | |

Cabe señalar que, además de la transferencia de liquidez que el banco central proporciona a través de los bancos comerciales, también hay una transferencia de riqueza del Estado a los hogares.

¿Cuál es la diferencia entre la actualidad y la política post crisis de 2008-09?

Tras la crisis de 2008-09, fuimos testigos de políticas públicas expansivas que se apoyaron en el QE del banco central. Sin embargo, la escala de las medidas actuales va mucho más allá de lo que vimos en ese momento. En 2009, los déficits de Estados Unidos y la zona euro se situaron en "sólo" un 13% y un 6% respectivamente. El efecto sobre los agregados monetarios tampoco tiene precedentes, como se puede ver en el gráfico siguiente que muestra la participación de M2 en el PIB de Estados Unidos. A modo de recordatorio, M2 incluye billetes de banco, depósitos, depósitos a corto plazo y cuentas de ahorro.

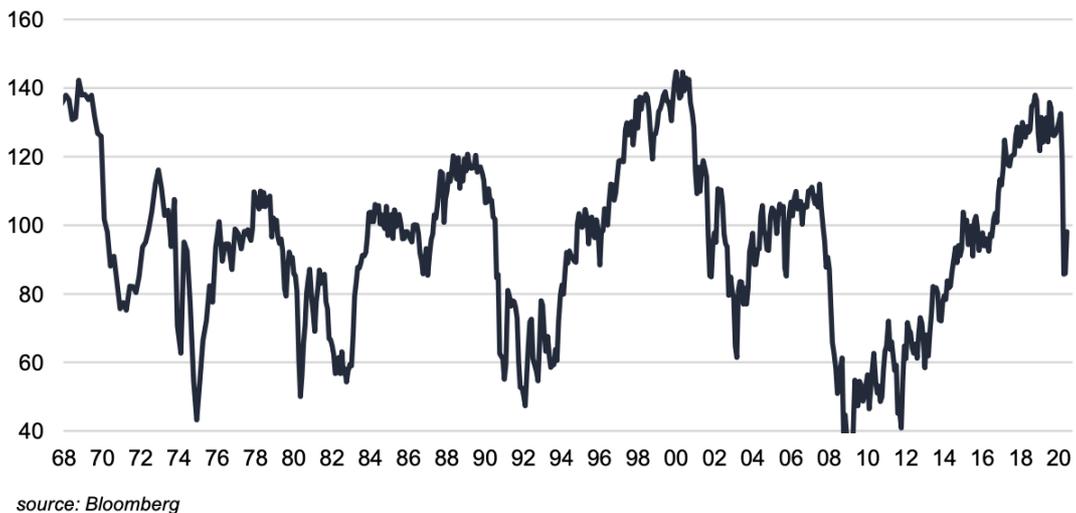
United States: M2 money supply as a share of GDP



Los agentes económicos privados se están encontrando con niveles de liquidez que, en principio, superan sus necesidades de gasto. Mientras que los bancos operan dentro de sus limitaciones de liquidez, que generalmente son controladas por el banco central, otros agentes económicos eligen sus niveles de liquidez. Este nivel tiende a representar la cantidad que cubre los gastos previstos a corto plazo. En el caso de los hogares que reciben un ingreso mensual, esta cantidad generalmente cubre los gastos mensuales.

Por supuesto, durante los períodos de mayor incertidumbre, los agentes económicos privados pueden preferir mantener mayores niveles de liquidez. Sin embargo, nuestra historia de 60 años de datos de M2 muestra que el actual aumento de la liquidez no tiene precedentes. La caída de la confianza de los consumidores es significativa, pero el nivel actual no está tan deprimido como en episodios anteriores.

United States: Conference Board index of consumer confidence



¿Cómo pueden los agentes económicos privados cubrir su liquidez hasta un nivel razonable?

Una hipótesis es que este proceso ocurrirá por sí mismo. Si el crecimiento y la inflación se aceleran lo suficiente, la liquidez volverá en algún momento y sin cambiar de valor a niveles razonables. Tomando el ejemplo de un hogar que quiere mantener el gasto de un mes en efectivo, todo lo que se necesitaría sería que el gasto aumentara lo suficiente como para alcanzar este nuevo nivel de liquidez. En este caso, la liquidez no vuelve al nivel de gasto, sino que son los niveles de gasto los que se ajustan. Este escenario sólo es posible si el crecimiento nominal se acelera bruscamente.

¿De qué otra forma se puede controlar la liquidez? Aunque la respuesta obvia podría ser gastándola, las cosas no son tan sencillas, porque al "gastar", los agentes están simplemente transfiriendo dinero a otros agentes económicos que reciben esta liquidez en sus cuentas. Sus respectivos bancos intercambiarán entonces las reservas del banco central y la cantidad total de liquidez seguirá siendo la misma. La única forma de reducir el nivel general de liquidez es transferirlo a un agente que se encuentre fuera del perímetro dentro del cual se necesita reducir la liquidez, y hay tres formas en que esto puede ocurrir:

- Transferencia al Estado

Esto puede estar vinculado ya sea a la mejora de las condiciones comerciales, que impulsa los ingresos y reduce el gasto público, o a una mejora discrecional del déficit.

- Transferencia al extranjero

Esto suele ocurrir cuando la política de expansión se lleva a cabo en un solo país: gran parte de la recuperación beneficia a los países asociados. El exceso de liquidez de los agentes privados se dirige hacia los bienes importados y aparece en las cuentas de los países exportadores, con el correspondiente efecto dilusivo. Ahora bien, las políticas de estímulo están tan extendidas que es poco probable que este mecanismo funcione.

- Transferencia a los bancos/destrucción de la liquidez

Dada su amplia posición de efectivo, los agentes económicos privados pueden decidir suspender su conducta de endeudamiento, que de otro modo sería normal, e incluso pueden asignar parte del efectivo al pago de la deuda. El resultado es una entrada neta de efectivo para los bancos y una reducción concurrente del volumen general de liquidez. En particular, las empresas que han recurrido en gran medida a líneas de crédito precautorias pueden muy bien reembolsar una gran parte de las cantidades. Este efectivo no corresponde a ninguna riqueza adicional, sino que procede de una decisión de gestión del efectivo. Sin embargo, ¿puede asignarse razonablemente al ahorro el efectivo que proviene de las transferencias netas del gobierno?

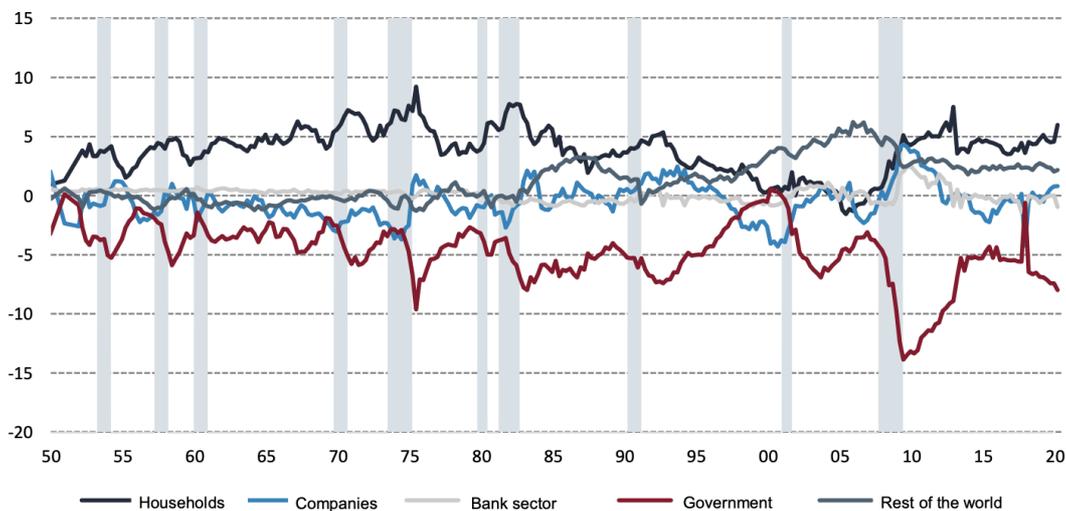
Posiciones netas de financiación: cambios y perspectivas

Las posiciones financieras netas representan un juego de suma cero. Si un agente económico se endeuda, es sólo por los ahorros de otro agente. El gobierno a menudo actúa como la variable de ajuste.

Donde NS = ahorro neto, esto puede ser expresado más formalmente como sigue:

NS del hogar + NS del negocio + NS del banco + NS del gobierno + NS del resto del mundo = 0.

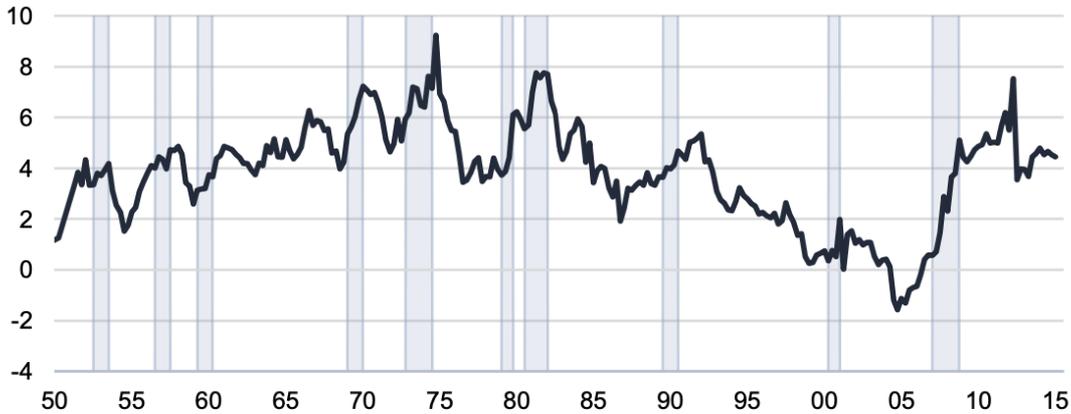
United States: Net saving as a share of GDP



Source: Factset

Por ejemplo, en 2009, fue necesaria una política fiscal expansiva para que Estados Unidos amortiguara el regreso de los hogares a posiciones de financiación neta más sostenibles tras la burbuja inmobiliaria.

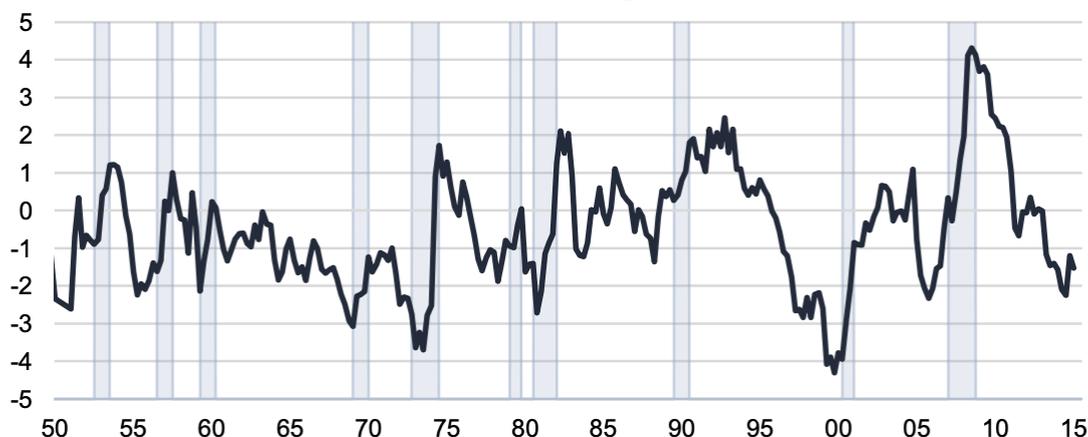
United States: Household net saving as a share of GDP



Source: Federal Reserve, Factset

Por lo general, este suele ser el papel de la política expansiva del Estado durante una recesión, es decir, compensar la "retirada" del agente económico que anteriormente había impulsado el crecimiento durante la expansión con excesos insostenibles (inversión residencial eufórica antes de 2008, y una inversión empresarial similarmente excesiva antes de 2000 que, respectivamente, dio lugar a niveles anormalmente bajos de ahorro neto de los hogares y las empresas).

United States: Business net saving as a share of GDP



Source: Federal Reserve, Factset

Esta vez, sin embargo, y aunque la conmoción fue mucho más violenta, no parece que ningún agente económico en particular estuviera realizando un endeudamiento insostenible como para justificar un fuerte ajuste en su posición financiera neta. Cabe señalar que el buen comportamiento de los mercados financieros e inmobiliarios hace improbable un efecto de riqueza negativa, que de otro modo podría haber llevado a los hogares a aumentar el ahorro.

Si la política expansiva del gobierno no tiene una retirada del sector privado que lo compense, entonces las repercusiones para la economía serán aún mayores.

El riesgo entonces es que la economía se vea empujada demasiado lejos y se recaliente, lo que en última instancia conduce a una mayor inflación.

¿Por qué no cancelar la deuda del gobierno que está en manos del BCE?

Una idea muy extendida es cancelar la deuda del gobierno en poder del BCE. ¿Tiene esto sentido? ¿Cuáles son las trampas de tal estrategia?

En primer lugar, debemos tener en cuenta que esto es sólo un ejercicio de contabilidad y no un cambio real. Al cancelar la deuda, el BCE tendría una pérdida, que normalmente tendría que ser compensada por los estados miembros, causando un aumento en sus niveles de deuda. Algunos argumentan que los estados miembros no deberían compensar esta pérdida y en su lugar permitir que la posición de capital del BCE se vuelva negativa. Sin embargo, la sustitución de la deuda por un patrimonio neto negativo no se corresponde con una consolidación saludable de los estados miembros de la UE combinados con las cuentas del BCE: esta situación tendría consecuencias negativas para la credibilidad e independencia del BCE.

De hecho, la pregunta que se plantea implícitamente es la siguiente: ¿es la deuda de los estados miembros realmente un problema cuando, a través del BCE, podemos asegurar que se refinance a un tipo bajo y por una cantidad y duración ilimitadas? ¿No muestra el ejemplo de Japón que el gobierno puede incurrir en una deuda casi ilimitada?

¿Puede la deuda pública crecer sin restricciones y sin repercusiones?

La forma más simple de ilustrar los límites de este argumento es aplicarlo en el extremo.

Imaginemos que todos los estados europeos acreditan a las cuentas bancarias de todos los nacionales de la zona euro con 10 millones de euros cada uno. ¿Serán todos los hogares realmente más ricos? No. No todos tendrán un gran apartamento de lujo en el centro de la ciudad, una casa de campo y un Ferrari aparcado en el garaje. Las existencias de bienes y servicios que se compren no cambiarán. Los precios de los bienes y activos se ajustarán y, al final, el nivel general de riqueza real no habrá cambiado. Sin embargo, el euro será una moneda persistentemente débil, con todas las conocidas consecuencias negativas que ello conlleva.

Algunos economistas sostienen que si se aplica de manera moderada, los beneficios de esta política (es decir, la recuperación económica) pueden cosecharse sin experimentar necesariamente los inconvenientes (es decir, la dilución por la inflación). Esto implicaría que las desventajas no son proporcionales a las cantidades en cuestión. No existirían por debajo de un determinado nivel y sólo aparecerían más allá de ese nivel. Lamentablemente, esta falta de linealidad no está probada y carece de pruebas sustanciales. E incluso si se probara, no sería tranquilizador ya que significaría que los inconvenientes del aumento de los niveles de deuda pública podrían materializarse de una sola vez, cuando se cruce algún umbral desconocido. El riesgo ya no es que suframos las repercusiones de la deuda del 20% del PIB que proponemos actualmente, sino las del 80% que hemos contraído en los últimos 40 años. Sobre todo porque el riesgo de una reacción acelerada es real: si en algún momento el banco central tiene que empezar a subir los tipos para frenar la inflación naciente, y el gobierno sigue emitiendo deuda para cubrir los pagos de intereses en curso, entonces será imposible detener el ciclo, a menos que se aplique alguna política de austeridad compensatoria.

Estos economistas sostienen que no se puede detectar ni el más mínimo indicio de una caída: la inflación sigue siendo moderada, por lo que podemos aprovechar más esta no linealidad y endeudarnos sin efectos contrarios. El argumento es realmente tentador, sobre todo porque las presiones inflacionistas parecen actualmente inexistentes.

Sin embargo, para que esto funcione, dos supuestos deben ser válidos. La primera es que cuando aparezcan los primeros signos de presión inflacionaria, será fácil volver a una política más ortodoxa. La segunda es que no será demasiado tarde para actuar una vez que se detecten esos signos inflacionarios iniciales: la inercia dificulta el control de la inflación incluso cuando se aplica una política fiscal más ortodoxa.

En cuanto al primer supuesto, es dudoso que cualquier retorno a una política macroeconómica más ortodoxa sea fácil de aplicar porque en este caso implicaría un ajuste fiscal drástico que sería aún más difícil de aceptar por ser nuevo. En cuanto a la segunda hipótesis, si bien es imposible dar una respuesta definitiva, dado el entorno actual en el que la inversión de la globalización se está convirtiendo en la piedra angular de varias políticas económicas futuras, puede ser peligroso esperar que continúen las presiones desinflacionistas producidas por la globalización en los últimos 30 años.

Podríamos establecer un paralelismo con el amante del whisky que bebe una botella al día, se hace una exploración del hígado cada seis meses y promete dejar de beber en cuanto se detecte un problema.

Si rechazamos la idea de que los niveles de deuda pueden aumentar indefinidamente y, por lo tanto, aceptamos que es necesario reducirlos para recuperar cierto margen de maniobra para estar en condiciones de gestionar cualquier crisis futura, ¿cómo se puede lograr esto?

¿Cómo se puede reducir la deuda pública?

El primer paso, por supuesto, es volver a un déficit más moderado para detener el aumento de la deuda. Esto no debería ser difícil de conseguir porque las medidas de apoyo que se están llevando a cabo sólo muy raramente son permanentes. Ya se trate de medidas de trabajo a corto plazo o del envío de cheques de ayuda a los hogares, esos costes desaparecerán una vez que la economía se recupere.

¿Cómo se puede reducir aún más la deuda? En teoría, hay tres soluciones:

- El endurecimiento fiscal. Consideramos que este escenario es poco probable a muy corto plazo, ya que los gobiernos probablemente quieran asegurarse primero de que la recuperación económica sea sostenible. Es más probable que esto sea una cuestión a partir de finales de 2021.
- Una mejora espontánea debido a un clima económico muy positivo. Las extraordinarias medidas de estímulo lanzadas en todo el mundo podrían desencadenar un fuerte repunte de la economía, especialmente si el panorama de la salud evoluciona más favorablemente de lo esperado.
- Dilución mediante un rápido aumento del PIB nominal, que a su vez está vinculado a una política fiscal y monetaria extremadamente acomodaticia.

¿Qué podemos esperar en términos concretos? ¿Es posible un ajuste fiscal drástico?

Como hemos dicho, el regreso a los déficits razonables -digamos un déficit primario inferior al 2% del PIB- debería producirse de forma natural cuando la economía se recupere y las medidas de estímulo puntuales hayan quedado atrás.

Vemos sólo un riesgo muy pequeño de que los gobiernos se vean obligados a aplicar duras políticas de austeridad. De hecho, en nuestra opinión, hay dos escenarios principales:

- El crecimiento nominal sigue siendo contenido a pesar del actual aumento de la oferta monetaria.

El BCE no tiene por qué retirar su apoyo y los estados miembros no están bajo presión para acelerar sus medidas de reducción de la deuda.

- El crecimiento nominal se estabiliza con el tiempo a una tasa de más del 6% anual durante un período prolongado (2-3 años quizás).

El BCE será entonces empujado a adoptar una política menos acomodaticia y a reducir sus compras de deuda pública. El aumento de los tipos de interés será inevitable, pero sólo tendrá un impacto gradual en el volumen de la deuda, sólo afectará a las nuevas emisiones (alrededor del 12% del volumen anual), y probablemente se producirá más lentamente que la aceleración del crecimiento nominal. La relación entre la deuda y el PIB disminuirá automáticamente. En efecto, en este escenario de fuerte crecimiento nominal, el déficit primario probablemente volverá a disminuir hasta el 1% del PIB, sin que se requiera ningún esfuerzo particular: la mayor parte de la deuda pública se emite a un tipo fijo cercano al 1% en promedio.

En ambos escenarios, los gobiernos no parecen estar bajo presión para endurecer abruptamente la política fiscal. El verdadero riesgo para los agentes económicos privados no es tanto el riesgo de un ajuste fiscal como el riesgo de ver sus inversiones erosionadas por la inflación. El sector privado es, en efecto, estructuralmente un acreedor y por lo tanto el gran perdedor si la inflación se acelera. Por eso los bancos centrales son independientes de los gobiernos, ya que estos últimos, estructuralmente endeudados, no son los más creíbles para mantener la inflación bajo control.

¿Hay que temer una nueva crisis en los llamados países periféricos?

Los países que se encuentran en el centro de la crisis de la eurozona en 2011-12 están entre los más afectados por la pandemia Covid-19, siendo España e Italia los más afectados. Incluso antes de la crisis actual, Italia estaba luchando por restablecer sus finanzas públicas y tenía que negociar anualmente con la Comisión Europea para evitar que se desencadenara un procedimiento de déficit excesivo.

| | Budget balance in % | | | Debt / GDP in % | | |
|---|------------------------|------|------|--------------------|-------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Espagne  | -2,6 | -9,5 | -6,7 | 95,5 | 113,4 | 114,6 |
| Grèce  | 0,4 | -9,0 | -7,9 | 179,2 | 200,8 | 194,8 |
| Italie  | -1,6 | -8,3 | -3,5 | 134,8 | 155,5 | 150,4 |
| Portugal  | 0,2 | -7,1 | -1,9 | 117,6 | 135,0 | 128,5 |

Source: IMF

Como muestran las estimaciones del FMI, el ya alto nivel de deuda de estos países aumentará significativamente. La perspectiva de apoyo del BCE será importante para evitar cualquier nueva crisis. De hecho, la eurozona está ahora equipada para evitar los crecientes diferenciales que pesaban tanto en 2011-12, ya sea a través del Mecanismo de Estabilidad Europeo, o a través del BCE y su 23 transacciones. Las compras del BCE en el marco del PEPP (programa relacionado con la pandemia, Pandemic Emergency Purchase Programme por sus siglas en inglés) también podrían extenderse durante el tiempo que se necesite para volver a la normalidad.

Otro factor positivo para estos países es la creación del fondo de recuperación de la Comisión Europea. Se están llevando a cabo negociaciones sobre el fondo, pero la oposición de los cuatro frugales sigue siendo limitada. Alemania ha adoptado una postura mucho más constructiva, que debería facilitar la consecución de un acuerdo.

Por lo tanto, se puede argumentar que el riesgo de una nueva crisis en los países periféricos es limitado a corto plazo porque, a diferencia de lo que ocurre en 2011-12, no se quiere "castigar" a los países por la mala gestión de sus finanzas públicas. Sin embargo, a largo plazo, a menos que una aceleración del crecimiento nominal permita reducir la carga de la deuda, esta cuestión seguirá siendo probablemente un tema pendiente.

Conclusión

La crisis de Covid-19 representa un gran impacto en la economía, así como en los déficits públicos y los niveles de deuda. Las medidas de QE establecidas por los bancos centrales están proporcionando una panacea a corto plazo. Si bien el cóctel de déficit público y relajación cuantitativa es poderoso a corto plazo, y sus limitaciones son bastante lejanas, no deja de plantear interrogantes, y especialmente el del posible impacto en la inflación. Una aceleración crearía un problema de credibilidad del banco central, pero resolvería en parte el problema del aumento de la deuda pública. Sin embargo, esto no sería una buena noticia para los inversores en bonos del Estado, que verían el poder adquisitivo de sus inversiones erosionado por el aumento de los precios. Creemos que este riesgo es mayor que el de que los impuestos suban bruscamente, pero tiene la ventaja de ser más fácil de manejar: nada obliga a los inversores a invertir en bonos del Estado a una tasa cercana al 0%.

Contacto con los medios:

Sophie Jabin

Tel. directo: 670 531 981

sophie@djabin.com

Acerca de Lazard Frères Gestion

Lazard Frères Gestion es una entidad de gestión de activos francesa que pertenece al grupo *Lazard* fundado en 1848 en Nueva Orleans (representa en diciembre de 2013, 187.000 millones de dólares de activos gestionados en el mundo). La entidad cuenta con los medios y el alcance de un gran grupo internacional: cubre todo el espectro de activos, tiene presencia en las principales zonas geográficas y cuenta con un equipo de investigación a nivel mundial compuesto por más de 100 analistas especializados en la gestión de activos. Con más de un centenar de colaboradores, *Lazard Frères Gestion* gestiona en París 14.100 millones de euros por cuenta de inversores institucionales y privados. La gestión financiera y el asesoramiento sobre inversiones constituyen el corazón de su expertise.

Sobre Lazard Fund Managers

Lazard Fund Managers es resultado del esfuerzo de distribución de *Lazard Frères Gestion* y *Lazard Asset Management*, para ofrecer fondos UCITS a clientes de toda Europa continental.

Lazard, una de las principales firmas de asesoramiento financiero y gestión de activos del mundo, opera desde 43 ciudades en 27 países en América del Norte, Europa, Asia, Australia, América Central y América del Sur. Para obtener más información sobre *Lazard*, visite www.lazard.com. Sigue a *Lazard* en @Lazard y http://www.lazardfundmanagers.com/es/es_es

Información importante

La información y las opiniones presentadas se han obtenido o derivado de fuentes que *Lazard* considera confiables. *Lazard* no se responsabiliza por su exactitud o integridad. Todas las opiniones expresadas en este documento son a partir de la fecha de publicación y están sujetas a cambios. Este documento es proporcionado por *Lazard Asset Management LLC* o sus filiales ("*Lazard*") solo con fines informativos. Nada de lo aquí contenido constituye asesoramiento de inversión o una recomendación relacionada con cualquier seguridad, producto básico, derivado, servicio de gestión de inversiones o producto de inversión. Las inversiones en valores, derivados y productos básicos implican riesgos, fluctuarán en el precio y pueden generar pérdidas. Ciertos activos mantenidos en las carteras de inversión de *Lazard*, en particular carteras de inversión alternativas, pueden implicar altos grados de riesgo y volatilidad en comparación con otros activos. Del mismo modo, ciertos activos mantenidos en las carteras de inversión de *Lazard* pueden negociarse en mercados menos líquidos o eficientes, lo que puede afectar el rendimiento de la inversión.

El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros. Este documento está dirigido solo a personas que residen en jurisdicciones donde su distribución o disponibilidad es consistente con las leyes locales y las autorizaciones regulatorias locales de *Lazard*. Las entidades de *Lazard* que han emitido este documento se enumeran a continuación, junto con importantes limitaciones en sus actividades autorizadas

Publicado y aprobado en el Reino Unido por *Lazard Asset Management Limited*, 50 Stratton Street, Londres W1J 8LL. Incorporado en Inglaterra y Gales, número de registro 525667. *Lazard Asset Management Limited* está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority. *Lazard Fund Managers (Ireland) Limited*, Sucursal en España, está registrada en la CNMV con el número 18, tiene su domicilio social en Paseo de la Castellana, 140, Piso 10, letra E, Madrid y es una sucursal de *Lazard Fund Managers (Ireland) Limited*, constituida en Irlanda y supervisada por el Banco Central de Irlanda.