

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 30 de Marzo 2016

N°11

En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Mercados de Monedas (pág. 4)
- Productos (pág. 7)
- Anuncios (pág. 8)

Perspectivas Económicas

Como ya hemos venido tematizando en nuestra Carta Trimestral, el desempeño de la economía global en 2016 estará marcado principalmente por los cuatro factores que analizaremos a continuación.

- Primero, la debilidad de las economías emergentes, principalmente la desaceleración de la economía china debido al proceso de rebalanceo desde los sectores manufactura y construcción hacia consumo y servicios.
- Segundo, la tendencia negativa en el precio de las materias primas y su impacto en los países productores y en las empresas de ese sector.
- Tercero, las divergencias en la política monetaria global y sus consecuencias en los tipos de cambio. Por un lado, un proceso gradual de normalización de la política monetaria en Estados Unidos e Inglaterra. Y por otra parte, bancos centrales como, el europeo, el japonés, el suizo, pasando al inusual territorio de las tasas de interés negativas.
- Cuarto, el aumento de la incertidumbre, reflejada en una mayor volatilidad en el mercado de capitales.

El primer trimestre del año ha mostrado un repunte en el precio de las materias primas y

una Reserva Federal (Fed) más cautelosa en cuanto al ritmo al que se llevará a cabo el repliegue de las condiciones monetarias.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de enero redujo las proyecciones de crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial para el 2016 del 3.6% al 3.4%. Igualmente, para el 2017 el FMI ajustó a la baja su proyección de crecimiento de 3.8% a 3.6%.

Las condiciones en el mercado laboral de muchas economías desarrolladas dan señales de fortaleza y la actividad económica ha continuado recuperándose, aunque de manera moderada y heterogénea. Sin embargo, el panorama de la economía mundial sigue perturbado por la incertidumbre generada por la debilidad de las economías de los mercados emergentes. Teniendo en cuenta que estas economías representan cerca de un 40% del PIB mundial, su recuperación se convierte en un factor clave para el crecimiento mundial.

Analicemos ahora el ambiente macroeconómico actual desde la óptica de las perspectivas regionales.

La economía estadounidense sigue mostrando señales de fortaleza con un crecimiento que ronda el 2.5% en 2015. En comparación con las proyecciones de octubre, el FMI redujo en enero su estimación del crecimiento real de 2.8% a 2.6% para el 2016 y el 2017. El ajuste en las proyecciones se atribuye al retroceso de los inventarios y a la disminución en la inversión privada, sobre todo en el sector minero, a lo cual se suma la fortaleza del dólar que impacta negativamente la actividad manufacturera. Con una tasa de crecimiento de 3%, el consumo sigue siendo el

motor de la economía. Este se ha visto estimulado gracias a las mejores condiciones en el mercado laboral y financiero, los efectos positivos de los bajos precios del petróleo en el ingreso real de los hogares y el mejor desempeño del mercado inmobiliario. La tasa de desempleo muestra una tendencia decreciente, situándose en 4.9% en febrero, lo que representa un nivel cercano al de antes de la crisis. Hasta el momento la generación de nuevos empleos no ha repercutido en un aumento sustancial de los salarios nominales y por consiguiente ha creado pocas presiones inflacionarias. A pesar de que la Fed incrementó la tasa de interés en diciembre en 0.25%, en su comunicado de marzo dejó en claro que los aumentos futuros de tasa serán graduales y que los mismos seguirán dependiendo de la evolución de la tasa de inflación, la cual continúa por debajo de su objetivo; del comportamiento de la tasa de cambio y de factores externos como el comportamiento de la economía china.

La actividad económica en la zona del euro continúa con una tendencia positiva y menos fragmentada. La reactivación de la demanda agregada y principalmente el repunte del consumo privado, unido a la política monetaria expansiva, han neutralizado el mediocre desempeño de la exportaciones y por consiguiente han impulsado el crecimiento económico. El FMI estima para la zona euro una tasa de crecimiento de 1.7% para el 2016 y el 2017. La dinámica del crecimiento económico seguirá determinada por los efectos positivos de la política monetaria y el mejoramiento de las condiciones financieras. En su última reunión el Banco Central Europeo (BCE) decidió ampliar su programa de flexibilización cuantitativa (QE), aumentando la compra mensual de activos hasta 80 mil millones de euros y haciendo extensivas sus compras a bonos de deuda corporativa. Así mismo redujo la tasa de depósitos en 0.10% para alcanzar un nivel negativo de -0.40%. La economía alemana estaría acelerándose en 2016 gracias al repunte de la demanda interna.

El FMI prevé que el crecimiento estaría a un nivel del 1.7% en 2016 y 2017. A pesar de que la economía francesa sigue dando señales de reactivación, el FMI redujo su predicción de crecimiento para el 2016 del 1.5% al 1.3% y para el 2017 del 1.6% al 1.5%. La economía italiana seguirá recogiendo el fruto de las reformas estructurales, creciendo a una tasa de 1.3% en 2016 y 1.2% en 2017. A pesar de la incertidumbre política que se está viviendo en España debido a la ausencia de acuerdo que permita la creación de un nuevo gobierno, y asumiendo la continuidad de las reformas económicas, el FMI proyecta que la economía española seguirá marcando un acento positivo en 2016 y en 2017 con un crecimiento esperado de 2.7% y 2.3% respectivamente.

El panorama económico del Reino Unido sigue marcado por el referendo, acerca de la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, que se llevará a cabo en junio. La posibilidad de un *Brexit* ha generado un ambiente de incertidumbre que no es propicio para la toma de decisiones de inversión de largo plazo. En este contexto el FMI estima un crecimiento económico de 2.2% en 2016 y 2017 basado en el buen desempeño del mercado laboral y del consumo privado.

La economía japonesa no acaba de alzar vuelo. No obstante una política monetaria y fiscal expansiva, el crecimiento económico del segundo y tercer trimestre del 2015 fue negativo. Sin embargo, el FMI proyecta un repunte del crecimiento en 2016, con un estimado de 1%, mientras que para el 2017 la economía se estaría desacelerando nuevamente y creciendo a una tasa de 0.3%. Mientras la inversión privada sigue decepcionando, se observa un buen desempeño de las exportaciones y un repunte del consumo, el cual sigue beneficiándose de un mercado laboral saludable.

El proceso de desaceleración de la economía china sigue en curso. La inversión agregada continúa creciendo a una tasa más

baja pero en línea con el realineamiento de la economía. El FMI proyecta un crecimiento de 6.3% en 2016 y 6% en 2017. El proceso de transformación de una economía exportadora a una economía de consumo seguirá implicando un debilitamiento de la manufactura, de las exportaciones y de la inversión agregada, particularmente en el sector de la construcción, acompañado de un efecto amortiguador derivado de un fortalecimiento del consumo interno, de un mercado laboral sólido y de un crecimiento del ingreso de los hogares.

Aunque se vislumbra **una mejora gradual de la situación económica de los mercados emergentes**, se prevé que su recuperación pueda tardar hasta el 2017. Vale la pena aclarar que el comportamiento de estas economías y su vulnerabilidad a *shocks* externos no es homogéneo. Brasil sigue en medio de una fuerte inestabilidad política. A finales de marzo el partido de la coalición, Partido de Movimiento Democrático de Brasil (PMDB), decidió retirarle el apoyo a la presidenta Dilma Rousseff y abandonar el gobierno. En lo que va del año se ha registrado una recuperación de los mercados de capitales. Sin embargo, en el ámbito económico Brasil sigue presentando presiones inflacionarias y su moneda ha sufrido una fuerte devaluación. El FMI estima que el crecimiento en 2016 se estará situando en un nivel negativo de -3.5%. Mientras tanto la India continuará con un crecimiento robusto. El FMI estima que la economía de la India crecerá a una tasa de 7.5% en 2016.

Las divergencias en la política monetaria global y las consecuencias de tener tasas de interés negativas

La política monetaria se refiere a la acción de los bancos centrales que busca afectar la cantidad de dinero y crédito en la economía y por ende influenciar la actividad económica. Los instrumentos de política monetaria más comunes son la tasa de interés de referencia y

las operaciones de mercado abierto, donde los bancos centrales compran activos financieros aumentando la cantidad de dinero. El objetivo primordial de un banco central es controlar la inflación y promover la estabilidad de precios.

Después de más de 8 años de política monetaria expansiva en las principales economías desarrolladas, el crecimiento de la economía global no termina por consolidarse y la inflación continúa por debajo de los objetivos de los principales bancos centrales, e incluso en algunas economías desarrolladas como la de la zona del euro, la suiza y la japonesa se observan tendencias deflacionarias. Esto ha llevado a que los bancos centrales de estas economías hayan tomado medidas de política monetaria extremas, como llevar sus tasas de referencias a niveles negativos. El objetivo principal es desincentivar las colocaciones que hacen los bancos comerciales frente a sus bancos centrales y desalentar el ahorro; y por consiguiente incentivar la generación de crédito, la inversión, el consumo y así la actividad económica. Se espera que un mayor dinamismo económico conduzca hacia los niveles de inflación objetivo de los bancos centrales. No obstante, la efectividad de estas medidas genera mucha controversia dentro de los economistas. Los opositores basan sus argumentos en:

- La generación de crédito seguirá dependiendo del apetito de riesgo de los bancos y del nivel de capitalización que les permita absorber las posibles pérdidas.
- Las tasas de interés de los depósitos difícilmente pueden ser llevadas a nivel negativos, porque los ahorradores pueden cambiarse a mantener efectivo (billetes) u otros activos como los metales preciosos.
- Reducen los márgenes de intermediación del sector bancario.
- Un sector financiero en dificultades puede contagiar otros sectores económicos.

El rumbo de la economía en 2016 seguirá marcada por la fuerte volatilidad de los mercados financieros, así como por las dinámicas que se desarrollen en el ambiente macroeconómico y en especial por las decisiones de política monetaria y fiscal que se tomen en las principales economías. Por lo tanto, sigue siendo importante que el inversionista se mantenga vigilante y siga una estrategia de inversión diversificada.

Mercados de Monedas

El mercado de monedas es el más grande y líquido del mundo. El Banco de Pagos Internacionales reportó en su última encuesta trienal¹ que durante el año 2013 se efectuaron transacciones por un valor diario promedio de USD 5.3 millones de millones. A manera de comparación, los dos mercados de acciones² más grandes de los EEUU transaron, en conjunto y para ese mismo año, un promedio diario de USD 90 mil millones. Durante la crisis de 2008-2009, y a pesar de las circunstancias, el mercado de monedas mantuvo un nivel de liquidez inesperadamente alto.



El mercado de monedas es muy especializado y sus principales actores son, en su mayoría, bancos de gran tamaño. No obstante lo anterior, se le considera menos organizado y

¹ Bank for International Settlements Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover 2013

² NYSE Euronext y NASDAQ OMX

transparente que el mercado de acciones. Esto debido a que buena parte del volumen ocurre en transacciones cuyos detalles no son hechos públicos y debido a que tampoco cuenta con un regulador único.

A pesar de lo anterior, los mercados de monedas son esenciales para el comercio y para las inversiones de capital entre países. Es de notar que una parte importante del volumen diario no tiene que ver con comercio sino con operaciones de cobertura de riesgo cambiario y especulación.

Es importante mencionar que las monedas cotizan en pares y, por lo tanto, el precio siempre es relativo a la valoración relativa entre dos monedas. De hecho, una moneda podría estar al mismo tiempo apreciándose con respecto a algunas y depreciándose contra otras.

Riesgo Cambiario y Especulación

El riesgo cambiario existe cada vez que se asume una exposición a monedas extranjeras y debido a que los precios de éstas pueden cambiar en el tiempo. Un movimiento adverso en el precio de las monedas puede ocasionar un desempeño final peor a lo esperado.

La cobertura busca eliminar o reducir el efecto de dichas fluctuaciones en el valor de las monedas.

La especulación, por el contrario, implica intentar predecir dichos movimientos para posicionarse adecuadamente y generar ganancias.

El riesgo cambiario proviene de los movimientos de corto plazo, los cuales suelen tener una magnitud menor a 2% diario y son difíciles o imposibles de predecir; y por los movimientos de mediano plazo pero de magnitud mucho mayor. Para este tipo de movimiento algunos buscarán protección (cobertura) y otros intentarán exponerse (especulación).

Los mercados de monedas utilizan por lo general dos instrumentos:

- La transacción **Spot** implica un intercambio de monedas dos días después de la transacción;
- la transacción **Forward** implica un intercambio de monedas en el futuro (1, 2, 3, 6 o 12 meses) a precios pactados en el presente;

Monedas

Las monedas, junto al himno y la bandera, han sido históricamente una parte fundamental de los conceptos de soberanía y nación. No obstante lo anterior, algunos países han preferido atar o sustituir sus monedas con otras (Ecuador y Panamá con el USD, por ejemplo) o incluso utilizar monedas comunitarias (19 de los 28 países de la Comunidad Europea con el EUR).

Vale la pena hacer notar que el concepto de monedas flotantes con libertad de acceso se asocia a una porción minoritaria de ellas. En el último reporte del Fondo Monetario Internacional³ se indica que sólo 29 de 190 países dejan fluctuar sus monedas sin imponer controles (flotación libre). Esta estadística es aún más notable cuando consideramos que, de los 29, 18 pertenecen a la zona euro. Lo anterior indica claramente que las monedas son algo que la mayoría de los países intenta controlar.

Gobiernos y Bancos Centrales

El rol político y económico de las monedas hace que la mayoría de los países intenten controlar su valor de diversas formas. Si bien el objetivo de política económica suele ser la estabilidad, una moneda fuerte otorga poder de compra a la población pero reduce la

competitividad relativa de la producción interna y del sector exportador; viceversa en el caso de una moneda débil. Debido a lo anterior, las monedas suelen ser influenciadas por los gobiernos a través de los bancos centrales, bien sea mediante influencias en el precio, controles de cambio, o ambos.

Un par de ejemplos ilustran lo anterior. El precio del CNY (Yuan de China) ha sido controlado durante varios años por el Banco del Pueblo Chino buscando utilizarlo como pilar del crecimiento económico. De forma similar, el Banco Nacional Suizo decidió durante la crisis fiscal europea (2011) ponerle un techo de 1.20 al valor que el CHF (franco suizo) llegaría a tener versus el EUR (euro), intentando con ello proteger las condiciones de intercambio entre los exportadores suizos y sus clientes europeos. Ver gráfico a continuación.



Las monedas derivan su valor relativo de las presiones de oferta y demanda. Éstas a su vez deberían responder a variables macroeconómicas como balanza de pagos y el atractivo relativo de las inversiones en una u otra moneda. A lo anterior hay que sumarle la posibilidad de intervenciones por parte de los bancos centrales que alejen a las monedas de sus valores de equilibrio.

Afortunadamente, los bancos centrales de los países desarrollados son entes públicos que deben brindar explicaciones periódicas acerca de sus actuaciones. Es por esta razón que los inversionistas permanecen muy atentos a cualquier indicio de cambio en la política de los gobiernos y bancos centrales, buscando anticipar ajustes bruscos o cambios de tendencias de mediano plazo.

³ International Monetary Fund Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014

Paridad

Para poder estimar si una moneda se encuentra cerca de su valor de equilibrio vale la pena conocer tres conceptos de paridad:

Paridad de Intereses con Cobertura. Este concepto indica que, a igualdad de condiciones, debería existir una relación entre la tasa de cambio Forward a un determinado plazo y las correspondientes tasas de interés para el par de monedas subyacentes. De no existir dicha relación, se darían oportunidades de arbitraje que forzarían a un restablecimiento del equilibrio. Los estudios indican que este concepto de paridad suele respetarse y que las diferencias pueden ser explicadas por alguna diferencia en los riesgos.

Paridad de Intereses sin Cobertura. Este concepto es similar al anterior pero en este caso el inversionista no utiliza una operación Forward para cubrir el riesgo sino que estima a priori lo que será la tasa Spot al momento de revertir su exposición en moneda extranjera. Bajo este concepto, la inversión en una moneda con expectativas de devaluación debería ofrecer un rendimiento superior para compensar este riesgo. Una consecuencia directa de este concepto es que la tasa Forward debería ser un reflejo no sesgado de la tasa Spot futura. Los estudios indican que esto por lo general no ocurre y las monedas con intereses más altos tienden a apreciarse, al menos en el corto plazo. A raíz de esto se ha hecho muy popular la estrategia de "Carry Trade" (ver explicación más adelante).

Paridad de Poder de Compra. Este concepto de paridad establece que la devaluación o apreciación entre las monedas debería reflejar la diferencia en la inflación de precios en cada moneda. En esencia este concepto dice que un país de alta inflación debería ver su moneda depreciarse para poder restablecer su competitividad. Los estudios indican que esta paridad no es respetada en períodos cortos de tiempo pero que, a largo plazo, se ha observado una reversión en aquellas monedas

que muestran sobre-valoraciones o sub-valoraciones acentuadas. Otra posible contradicción a esta paridad proviene del efecto Balassa-Samuelson, el cual explica que aquellas economías con mejoras en la productividad suelen tener ingresos personales en aumento y por ello son capaces de ver sus precios subir sin que ello conlleve a una eventual depreciación en su moneda.

Cobertura y Especulación

Existen varias estrategias para obtener cobertura o especular en los mercados de monedas.

La estrategia más simple de cobertura consiste en revertir la exposición a monedas extranjeras mediante operaciones en instrumentos Forward. A manera de ejemplo, al comprar un bono o acción denominado en moneda extranjera se podría vender en el mercado Forward el mismo monto contra la moneda base del inversionista eliminando de esa manera el riesgo cambiario.

Por el contrario, las estrategias de especulación suelen girar en torno a las siguientes:

Carry Trade. Consiste en tomar prestado en una moneda con tasas de interés bajas para invertir en una moneda que ofrece tasas de interés más altas. Como se mencionó anteriormente, las monedas con tasas de interés más altas han tendido a apreciarse, contradiciendo el principio de paridad y favoreciendo esta estrategia. La estrategia será rentable mientras la moneda de la inversión se aprecie o permanezca estable, e incluso si se devaluara menos que el diferencial de tasas. Esta estrategia conlleva riesgos debido a alteraciones abruptas (devaluación o control de cambios) en la moneda de la inversión.

Un ejemplo de Carry Trade podría implicar tomar prestado al 0.2% en CHF, hacer el cambio Spot, y colocar en USD al 2.5%.

Trend Following. Consiste en tomar posiciones largas en las monedas que han venido apreciándose y/o cortas en las que han estado depreciándose. Lo anterior se sustenta en un supuesto, confirmado por algunos estudios, de sostenimiento de las tendencias en plazos suficientemente largos como para poder aprovecharlas. Si bien se puede usar el mercado Spot, usualmente se toman posiciones en contratos Forward aprovechando la ausencia de flujos de caja iniciales y el apalancamiento financiero implícito (ver discusión más abajo).

Value. Consiste en tomar posiciones largas (comprar) las monedas más devaluadas desde el punto de vista de Paridad de Poder de Compra y/o tomar posiciones cortas (vender) las monedas más apreciadas en la expectativa de que en algún momento cercano se observarán reversiones hacia la paridad. Los períodos de divergencia en la paridad de poder de compra han llegado a durar entre diez y quince años por lo que es de suma importancia escoger bien el momento de establecer la exposición.

Productos

MBS a través de su mesa de tesorería ofrece acceso a ciertos mercados de monedas (USD, EUR, CHF, GBP, JPY, Oro) mediante transacciones Spot y Forward, tanto para cobertura como especulación. La renovación de transacciones Forward se hace utilizando un Swap que incluye una operación Spot para restablecer la exposición y una nueva operación Forward.

Las operaciones Forward tienen ciertas ventajas en cuanto a que no requieren desembolso al momento de establecerlas. Esto otorga ciertas ventajas como la posibilidad de establecer estrategias de monedas sin necesidad de alterar la composición del portafolio de inversión. Otra ventaja es el apalancamiento financiero que se obtiene en el uso de Forwards.

Para cubrir el riesgo de pérdidas, el banco exige entregar en garantía suficiente colateral como para cubrir el mayor entre el 15% del valor del Forward o la pérdida del cliente, realizada o no realizada, en cualquier momento.

Al establecerse esta garantía se estará consumiendo valor pignorativo de los activos en cuenta, restando de esta manera capacidad para apalancamientos sucesivos.

Las peculiaridades de los contratos Forward también exigen la firma de un contrato especial donde se establecen los términos y condiciones.

Las operaciones en mercados de cambio, especialmente aquellas que utilizan apalancamiento financiero, pueden dar lugar a ganancias o pérdidas importantes. Es por esta razón que se desaconseja el uso de estos instrumentos a aquellas personas que no tienen la capacidad financiera para afrontar las pérdidas o a quienes no comprenden bien las características de estos mercados o cómo funcionan estos instrumentos.

Recomendamos conversar con su Gerente de Relación acerca de las estrategias de monedas para evaluar la idoneidad en su situación específica.

Indicios FATCA

- La ley FATCA que entró en vigencia el 30 de Junio de 2014 tiene como principal objetivo detectar los bienes que los contribuyentes fiscales norteamericanos tienen depositados en cuentas fuera de los EEUU.
- Uno de los requisitos de FATCA indica que, en aquellos casos donde existan indicios de una posible responsabilidad fiscal en los EEUU, se deberá establecer si existe responsabilidad fiscal o no.
- Los indicios incluyen un lugar de nacimiento en EEUU, direcciones o números de teléfono en los EEUU, instrucciones de pago recurrentes hacia los EEUU, y existencia de apoderados con domicilio en los EEUU, entre otras.
- La manera de desvirtuar estos indicios y establecer la condición de sujeto no fiscal en EEUU es diligenciando una planilla W-8BEN y una copia del pasaporte para cada titular de la cuenta; documentación de la renuncia a la ciudadanía en el caso de los nacidos en EEUU; o explicaciones de la razón para el uso de una dirección o teléfono en los EEUU indicando el propietario del mismo.
- La regulación FATCA también requiere documentación adicional en el caso de cuentas de compañías personales (PIC) para poder descartar la responsabilidad fiscal en los EEUU de alguno de los beneficiarios económicos.
- FATCA exige que la documentación sea recibida en buen orden y dentro de un plazo predefinido. De no cumplirse lo anterior, la cuenta deberá ser reportada a las autoridades norteamericanas en la fecha correspondiente.
- Nuestros Gerentes de Relación o Asistentes lo estarán alertando en caso que su cuenta presente alguna de las características antes señaladas.

Anuncios

- Les recordamos que a través de empresas afiliadas contamos con una línea muy completa de **productos fiduciarios**. Los fideicomisos y estructuras similares permiten agregar un nivel adicional de confidencialidad así como establecer reglas de administración y distribución que le permitirán manejar su patrimonio de forma más segura y efectiva. Si tiene interés en conocer más acerca de los **fideicomisos** por favor no dude en preguntarnos.
- ¡Visítenos en primavera! Suiza cuenta con 60 mil kilómetros de rutas de senderismo adecuadamente señalizadas y esta es la estación ideal para recorrerlas. Cuando pase por Zúrich no dude en visitarnos, ¡estaremos muy complacidos de recibirlos!
- Desde el pasado 27 de Marzo nuestra diferencia horaria con Venezuela es +6 horas y 30 minutos.

Mercantil Bank (Schweiz) AG
Kasernenstrasse 1, 3er piso
8004 Zürich, Suiza

T: +0800 134 1143 (Gratis Vzla.)
T: +41 43 344 4555 (Central)
F: +41 43 334 4550

www.mercantilbanksuiza.com

Avisos Legales

La información presentada es de carácter general y no constituye una oferta, solicitud, o recomendación personalizada para adquirir o disponer de alguna inversión, o para iniciar alguna transacción.

Esta publicación no está dirigida a ninguna persona que se encuentre en una jurisdicción donde por cualquier causa su publicación esté prohibida.

Usted acuerda que no publicará, difundirá, retransmitirá, reproducirá, o explotará comercialmente, el contenido de esta publicación. Sin embargo, usted podrá descargar e imprimir copias físicas para su uso personal.

La información contenida en esta publicación ha sido obtenida por Mercantil Bank (Schweiz) AG ("MBS") a partir de fuentes consideradas confiables. Si bien MBS ha tomado precauciones razonables para asegurarse de que la información es precisa en el momento de su publicación, MBS no garantiza la exactitud, fiabilidad e integridad de dicha información, la cual está sujeta a cambios sin previo aviso.

Al utilizar dicha información, usted libera y exonera a MBS de cualquier responsabilidad por pérdidas, daños y perjuicios, directos o indirectos, que puedan resultar de tal uso. La información suministrada en esta publicación no debe considerarse, por consiguiente, como una referencia única para las decisiones de inversión u otras que vaya a tomar. Por favor, consulte a su Gerente de Relación antes de tomar cualquier decisión sobre sus inversiones.