

Cómo afrontar los riesgos en una economía global fragmentada



MICHAËL LOK CIO del Grupo y Co-CEO de la división Asset Management

comienzos de 2018, el inversor estaba exultante: proseguía el crecimiento mundial sincronizado, al igual que en 2017, y quedaba confirmado que la crisis había quedado finalmente atrás. No obstante, aunque los mercados financieros conservaban su atractivo, la normalización de la política monetaria, junto al hecho de que las valoraciones hubieran alcanzado niveles muy elevados (rozando máximos históricos), el hecho de que la rentabilidad de la renta fija rozara por el contrario mínimos históricos, y la presencia de diferenciales de crédito extremadamente bajos, llevaron muy pronto al inversor a presentir que en este año la rentabilidad iba a ser más baia con una mayor volatilidad de los mercados. Aunque todo parece indicar que los mercados aguantarán en 2019, empiezan a surgir diferencias en el entorno económico: en nuestra opinión, la desincronización de las economías será el tema predominante del próximo año.

Estados Unidos sigue por delante en lo que respecta al ciclo económico y monetario, lo que ha provocado la apreciación del dólar americano. Europa ha logrado finalmente superar la situación de deflación posterior a la crisis, pero la recuperación del Viejo Continente no es especialmente fuerte y el crecimiento no es generalizado. En cuanto a los países emergentes, se ha producido una dislocación, en la que Asia ha logrado seguir por el buen camino, mientras que Europa Central y Oriental, América Latina y Oriente Medio están experimentando una gran dispersión.

En un clima de gran tensión geopolítica, especialmente en Europa y Oriente Medio, la desincronización está disminuyendo la visibilidad y aumentando los riesgos. Entretanto, el endurecimiento de las políticas monetarias de los distintos bancos centrales va a seguir aumentando la presión sobre los tipos de la renta fija a largo plazo y es posible además que se apliquen nuevos aranceles a los productos chinos y quizás también a los fabricantes de automóviles japoneses y europeos.

Nuestro enfoque, centrado en el riesgo, ha hecho que mantuviésemos una exposición de duración corta para capear las ventas masivas de renta fija a lo largo de todo el 2018, mientras que la rotación hacia soluciones de deuda no corporativa nos ha aportado protección frente a la volatilidad de los mercados de renta fija. En 2019 hemos previsto mantener la exposición de duración corta en el mercado estadounidense. Respecto a la renta europea, aconsejamos al inversor que negocie con cautela estos valores, aunque dado que el Viejo Continente va con tres años de retraso sus mercados de renta fija tendrían que apreciarse y aumentar la pendiente de la curva.

Dada la moderación de las previsiones de rentabilidad para 2019 de las clases de activos tradicionales, aconsejamos al inversor que se posicione de forma táctica tanto en productos estructurados como en estrategias de hedge fund, con el fin de limitar el riesgo de caída en un periodo de aumento de la volatilidad.

En la actualidad las empresas se enfrentan a una mayor presión de costes y a un menor crecimiento de sus beneficios. La exposición en renta variable con protección del capital ofrece cobertura frente la creciente incertidumbre. Nuestras preferencias han cambiado, y en detrimento de la energía favorecemos la inversión en innovación bottom up tanto en el sector tecnológico como en el sector de la salud. Estratégicamente, el inversor tiene la oportunidad de cambiar sus preferencias ajustando al mismo tiempo los horizontes temporales, dando más peso a las tendencias a largo plazo y al análisis de las empresas para generar valor. En especial, la inversión de impacto social y medioambiental (impact investing) sigue creciendo a medida que los millennial acceden a los mercados de inversión.

Examinaremos estas cuestiones y otras más en las páginas siguientes. Como siempre, nos complace poder trabajar junto a usted para concebir la cartera de inversión que responda a sus expectativas y necesidades.



ÍNDICE



6

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Desincronización mundial

8

INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS

Espiral de incrementos salariales e inflación

10

DINÁMICA DE LA DEUDA

Deuda pública, deuda privada



11

IMPACT INVESTING

Armonizar las ganancias sociales y financieras

12

RENTA VARIABLE

Disminuye la brecha de la renta variable 14

SECTORES

Sector de la salud: la innovación crea nuevas oportunidades





15

MATERIAS PRIMAS

Es hora de mirar más allá del petróleo: los metales industriales 16

MERCADO DE DIVISAS

Las turbulencias mundiales y económicas respaldan la apreciación del dólar

18

CHINA

¿Otra guerra fría?



20

GUERRA COMERCIAL

El riesgo de guerra comercial apunta ahora a Europa y ya no a China

21

EUROPA

Italia: aún queda tiempo para solucionarlo 22

BREXIT

¿Brexit duro o Brexit blando?



UN MUNDO DESINCRONIZADO

Es altamente probable que en 2019 se desacelere el crecimiento mundial y que este sea más desigual desde el punto de vista geográfico. Todo indica que Estados Unidos conservará el papel de motor del ciclo económico y que China no se apeará de la carrera por el liderazgo mundial. El resto de países tendrá que adaptar sus propias estrategias a las de estas dos superpotencias económicas y políticas.

odo parece indicar que en 2019 la actividad económica sufrirá una ralentización. En 2016 el crecimiento se propagó a la totalidad de las áreas geográficas; en 2017 fue fuerte y destacó su sincronización entre todas las economías. Con el año 2019 ya a las puertas, comienza a ser evidente que 2018 ha sido un año de transición, en el que han aumentado los riesgos y en el que todas las áreas geográficas fueron aproximándose a la fase final de madurez del ciclo.

En 2019, es de prever que el crecimiento alcance el 3,5%, cifra algo inferior a la previsión del FMI del 3,7% y a la tasa de 2018, también del 3,7%. Todo parece indicar que será menor el dinamismo económico de la totalidad de las áreas geográficas y que a su vez aumentará la desincronización entre ellas. Son varios los factores que provocarán estas diferencias de ritmos entre las distintas áreas, entre los que destacan el aumento de los riesgos políticos y las diferencias entre las demandas nacionales, más fuertes unas que otras, sin olvidar no

Todo parece indicar que el crecimiento fuerte se limitará a Estados Unidos

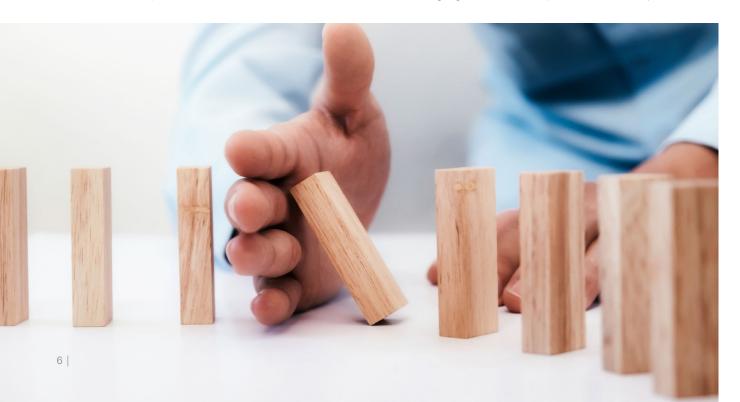
obstante la influencia de la evolución de las relaciones comerciales internacionales y el endurecimiento de la política monetaria.

A medida que vaya desacelerándose, el crecimiento retornará gradualmente a su tasa potencial, una combinación del crecimiento de la población activa y de las ganancias de productividad, lo que aumentará las disparidades que muy probablemente van a surgir entre países. Desde el año 2016 la actividad económica de todas las áreas geográficas

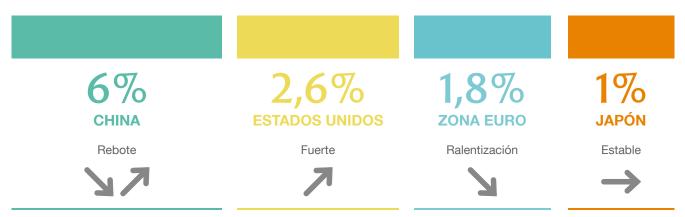
ha sido superior al nivel potencial, lo que se ha debido en algunos casos a los estímulos derivados de políticas expansivas y en otros a la mejora del comercio mundial y a los precios más favorables de las materias primas. No obstante, una tasa tan elevada de crecimiento solo puede mantenerse con el respaldo de las políticas económicas adecuadas e impulsada por factores motores del crecimiento que funcionen a toda potencia. Sin embargo, tanto la inversión como el consumo han caído en todos los países con la excepción de Estados Unidos y el crecimiento del comercio mundial ha sufrido una ralentización, al ponerse en entredicho los beneficios de la globalización.

Estados Unidos sigue siendo el motor del ciclo

Si bien se prevé que la desaceleración afecte a la totalidad de las economías, en Estados Unidos sería menos pronunciada que en el resto de países desarrollados, y el crecimiento



CRECIMIENTO DEL PIB DE 2019



tendencia de la demanda nacional

Fuente: UBP

alcanzará allí el 2,6% en 2019 (en comparación con el casi 3% de 2018). La inversión y la demanda interna de Estados Unidos se verán respaldadas por la reforma de la fiscalidad de las empresas, por la persistencia de los bajos tipos de interés y por los incentivos que están recibiendo las empresas para que creen empleos en territorio nacional. Es posible que vuelvan a ponerse sobre la mesa varios de los planes de desarrollo de infraestructuras de los que se habló al principio de la presidencia de Donald Trump, lo que estimularía la demanda del sector público.

No obstante, todo indica que este boom económico quedará restringido a Estados Unidos y se prevé que otras áreas geográficas registren un claro empeoramiento. El crecimiento de la zona euro, que fue del 2,5% en 2017 y del 2,1% en 2018, se ha previsto que alcance el 1,8% en 2019, sin que rebase siguiera la cifra del 2%. La tensión comercial con Estados Unidos está afectando a Europa, y aunque se ha librado del arancel al acero, no hay garantía alguna de que los fabricantes europeos de automóviles vuelvan a salir bien parados en caso de una modificación de los aranceles. No hay que olvidar que a Europa le ha costado un cierto tiempo reconstruir el capital perdido durante la crisis financiera y su crecimiento potencial seguirá siendo moderado mientras persistan la fragilidad estructural y las restricciones fiscales en economías como Grecia e Italia. Pese a la voluntad política del presidente francés, el proyecto europeo está todavía a la espera de una redefinición clara y se enfrenta ahora a la amenaza que suponen aquellos ejecutivos abiertamente en contra de la política presupuestaria de la Comisión y de ciertos principios fundamentales, como la libre circulación de personas. Entretanto, marzo de 2019 cada día está más cerca: el tiempo se acaba pero las negociaciones para la salida del Reino Unido de la UE siguen atascadas (véase página 22).

Gracias a la estabilidad política de Japón el ejecutivo logrará completar la transformación económica y social del país. No obstante, el crecimiento potencial se encuentra estancado en una tasa inferior al 1% como resultado del envejecimiento demográfico y de la ralentización de la inversión pública. Se prevé un incremento moderado del consumo y pese a la elevada inversión privada y al aumento de la automatización, no parece muy probable que el crecimiento de 2019 sea muy superior a dicha cifra.

China: ¿socio o rival comercial?

Todo parece indicar que el crecimiento económico chino se estabilizará el próximo año en torno al 6%. Si bien poco antes de que finalice el presente año, acaba de comenzar una fase de desaceleración, no se puede acusar a las medidas proteccionistas estadounidenses de ser responsables de ello. Prácticamente la totalidad de las exportaciones chinas a Estados Unidos soportaron este año el aumento de los aranceles y China respondió con medidas similares a los productos estadounidenses, lo que dio inicio a una peligrosa escalada, muy perjudicial para el comercio mundial (véase página 20). Frente a esta amenaza y con el objetivo de moderar la desaceleración, China ha optado por medidas expansivas de política económica, que han estimulado ciertos sectores (como el inmobiliario) y

servido para financiar sectores estratégicos. El enfrentamiento comercial podría durar aún bastante tiempo y es posible que China vuelva a adoptar nuevas medidas de estímulo (véase página 15).

Partiendo de nuestro análisis del crecimiento económico, opinamos que existe la posibilidad de que China y Estados unidos alcancen a algún tipo de distensión. No obstante, aunque encuentren ámbitos en los que puedan alcanzar un compromiso y se llegue a un acuerdo como el que existió con Japón en los años ochenta, es de prever que de cuando en cuando se produzcan fricciones, como también ocurrió entonces (véase página 18).

Las previsiones de crecimiento de otros países emergentes también cayeron a raíz del endurecimiento de las políticas monetaria y fiscal, derivado de las presiones que sufrieron en 2018 un cierto número de divisas emergentes. Los países más frágiles, entre los que destacan Argentina y Turquía, corren el riesgo de entrar en recesión. En otros, como Indonesia y la India, la actividad económica podría verse afectada en cierta medida por el endurecimiento de la política económica a principios de 2019, aunque se prevé que rebote conforme avance el año. Así pues, todo hace pensar que en 2019 las disparidades entre países emergentes serán grandes: es de prever que el crecimiento asiático aguante bien gracias a la estabilización de China mientras que en América Latina las perspectivas de que se produzca un rebote dependerán de las respectivas políticas económicas que adopten Brasil y Argentina.

ESPIRAL DE INCREMENTOS SALARIALES E INFLACIÓN

Pese al elevado crecimiento económico el aumento de los salarios y de la inflación ha sido hasta ahora moderado. No obstante, aumenta la presión en el mercado laboral y a su vez en los salarios, y este fenómeno no solo afecta a Estados Unidos. Si comienzan a retroalimentarse las subidas salariales y la inflación es de prever que los bancos centrales endurezcan considerablemente las políticas monetarias.

trás quedaron los años en los que la deflación era el principal riesgo; en 2018 las cosas han cambiado y los mercados han comenzado a vigilar la aparición de señales de sobrecalentamiento a medida que el ciclo económico alcanza su madurez en muchos países. En el cuarto trimestre del año, excepto en Japón, la inflación ha alcanzado los valores obietivo de los principales bancos centrales. Este incremento se debe principalmente al rebote de las cotizaciones de las materias primas y a la volatilidad de las divisas. En Estados Unidos y el Reino Unido las tasas de inflación han rondado el 3% y tanto en la zona euro como en uno de sus principales miembros, Alemania, han superado el umbral del 2%. En nuestra opinión y a menos que se produzca un acontecimiento grave vinculado a las materias primas o a las divisas, el año próximo la inflación se estabilizará entre el 2% y el 2,5% en Estados Unidos y en torno al 2% en Europa. En cuanto a los mercados emergentes, todo indica que la inflación aumentará automáticamente en aquellos países cuyas divisas sufrieron en 2018 una fuerte depreciación pero se prevé que disminuya posteriormente, una vez que la demanda se haya moderado gracias al endurecimiento de la política monetaria.

Los mercados financieros han respondido bien al cambio de tendencia de la inflación entre 2015 y 2018 y las expectativas a medio plazo basadas en los bonos ligados a la inflación apuntan a una tasa de en torno al 2% en Estados Unidos y Europa.

Puesto que varios países desarrollados ya se encuentran en la fase final de madurez del ciclo, el principal riesgo para las economías, las autoridades monetarias y los mercados de renta fija es que se produzca un aumento muy rápido de la inflación, fruto del incremento de los salarios. Este aumento obligaría a los

bancos centrales, y en especial a la Reserva Federal, a tener que replantearse las estrategias actuales de subida gradual de los tipos de interés y a adoptar un enfoque más drástico.

Escasez de empleados en el mercado laboral y aumento de los salarios

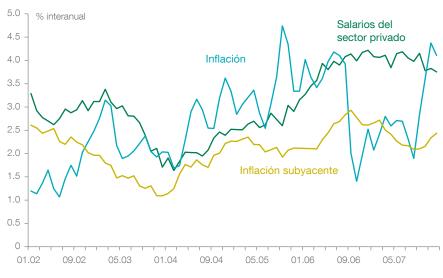
En Estados Unidos, al llegar a la madurez el ciclo de crecimiento, el mercado laboral ha empezado a dar señales de escasez y se han formado cuellos de botella, que afectan tanto a los trabajadores cualificados como a los no cualificados. Varias grandes cadenas de distribución han tenido que aumentar significativamente su sueldo base y las presiones podrían aumentar si se aprueba un nuevo plan de estímulo económico. La falta de trabajadores cualificados también

Es posible que salarios e inflación vuelvan a correlacionarse

empieza a notarse en otros países. En Japón, los salarios base comienzan a aumentar con mayor rapidez como respuesta a los incentivos del ejecutivo.

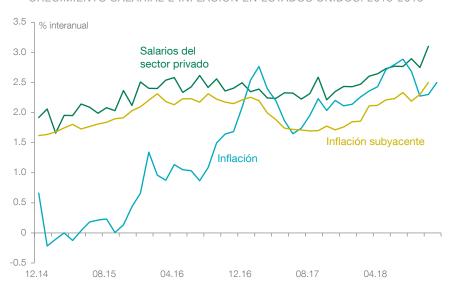
También Alemania se enfrenta a la escasez de mano de obra, al igual que el Reino Unido, que se ve afectado por la disminución de las entradas de trabajadores extranjeros a raíz del Brexit.

CRECIMIENTO SALARIAL E INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS: 2002-2007



Fuentes: Reserva Federal, US Bureau of Labor Statistics

CRECIMIENTO SALARIAL E INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS: 2015-2018



Fuentes: Reserva Federal, US Bureau of Labor Statistics

Estas presiones sobre los salarios podrían empezar a ser más palpables y provocar que el IPC subyacente (excl. productos energéticos y alimentación) aumente más rápido de lo esperado. Hasta ahora estos índices tan solo han reflejado de forma parcial el rebote del índice mundial, pero todo indica que los precios subirán en 2019 dada la estabilidad de la demanda y la caída del desempleo. El peligro reside en que vuelvan a correlacionarse inflación subyacente y salarios, como ocurrió en el periodo 2005-2007, cuando los incrementos

salariales provocaron el aumento del IPC, lo que obligó a los bancos centrales a modificar sus estrategias.

Un eventual cambio de ritmo en el proceso de normalización de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal provocaría una fuerte perturbación en los mercados monetarios, que no han descontado todavía por completo las tres subidas de tipos que la institución ha previsto llevar a cabo en 2019. Si los salarios y la inflación inician una escalada, es posible que la Reserva Federal tenga que optar por

subir los tipos cuatro veces o incluso más, y que dichas subidas asciendan a 50 puntos básicos en vez de los 25 actuales. Si esto ocurre, los tipos de los bonos a largo plazo subirán con gran rapidez y aumentará la pendiente de la curva de rendimientos.

Si aumenta la inflación salarial en la zona euro, es posible que Alemania presione para que el BCE lleve a cabo ajustes más drásticos de los inicialmente previstos por su presidente, Mario Draghi (en estos momentos está previsto que la primera subida de tipos se produzca en el tercer trimestre de 2019). No obstante, el cambio de la presidencia del BCE en 2019 podría ser decisivo, y transformarse en el punto de inflexión que aleje a la institución del famoso «haré lo que sea necesario», la declaración de 2012 con la que dieron inicio las medidas de expansión cuantitativa. En cuanto al Banco de Inglaterra, este vigilará muy de cerca la inflación y las repercusiones del Brexit sobre el mercado laboral y es posible que incremente una vez más los tipos de referencia. De producirse esta eventual escalada de salarios e inflación, podría hundir el crecimiento económico y los mercados financieros, que ya se están enfrentando a un endurecimiento de la política monetaria mayor del que habían previsto. Todo indica además que los mercados van a contar con menor liquidez debido a los planes de la Reserva Federal de reducir su balance y del BCE de poner punto final a la expansión cuantitativa.



DEUDA PÚBLICA, Deuda privada

El volumen de la deuda ha ido en aumento desde el inicio de la crisis financiera. En la actualidad los bancos centrales han comenzado a endurecer sus políticas monetarias y la liquidez empieza a disminuir. Ni los tipos de interés a largo plazo ni los diferenciales de crédito reflejan todavía los riesgos más importantes y es posible que los mercados estén mostrando un ligero exceso de complacencia.

medida que las políticas monetarias comienzan a aplicar enfoques menos acomodaticios, sorprende el ininterrumpido aumento de la deuda mundial. La gran liquidez y los tipos de interés bajos propiciaron la creación de deuda y el apalancamiento financiero. Transcurridos diez años desde el inicio de la crisis, la deuda total en relación al crecimiento ha aumentado de forma muy notable. En especial, en las principales plazas financieras la deuda de los agentes económicos ha crecido más que en ningún otro lugar, lo que ha exacerbado las disparidades y creado fragilidades entre áreas de un mismo país y entre sectores.

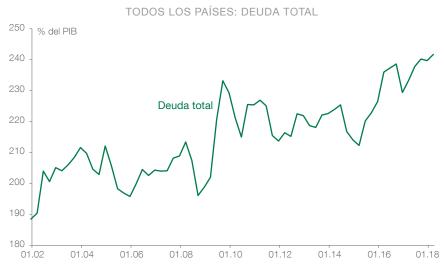
En Estados Unidos, el aumento del endeudamiento público es la principal preocupación del FMI, muy por delante del aumento de la deuda empresarial, pues el apalancamiento actual de las empresas es moderado v así seguirá siéndolo mientras la rentabilidad de estas continúe siendo elevada. La deuda de los hogares sigue una tendencia ligeramente alcista, pero estos no tienen dificultades para devolverla dada la tendencia al alza de los salarios. En el caso de la zona euro, su principal debilidad es la deuda pública, que solo comenzó a retroceder ligeramente a partir de 2016 y cuyo ratio con relación al PIB desde el inicio de la crisis sigue siendo alto. Ha bajado el ratio de endeudamiento privado con relación al PIB, pero las empresas están empleando más apalancamiento y la dependencia de los hogares de su patrimonio inmobiliario ha aumentado a través de la deuda hipotecaria. En China, ha aumentado con rapidez tanto la deuda de los hogares como la deuda empresarial, y las empresas han incrementado su apalancamiento. La tendencia es similar

en otros países emergentes. Los riesgos en China, vinculados al sector bancario no regulado, ya han sido descontados. Los datos indican que la deuda pública en los países emergentes se mantuvo estable en el periodo comprendido entre 2007 y 2015 y que comenzó a crecer en 2016, aunque sin llegar al 100% del PIB.

La configuración de la deuda mundial deja entrever que un endurecimiento drástico de las políticas monetarias podría constituir un grave peligro, especialmente para el sector público, al que los bajísimos tipos de interés le han resultado extremadamente beneficiosos. Es más, la financiación de los países desarrollados todavía depende en gran medida del capital extranjero, como también ocurre en el caso del sector privado de los países emergentes. Mientras los indicadores de confianza se mantengan, los mercados de capitales no tendrán motivos de preocupación.

Los tipos de interés bajos y la abundante liquidez alimentan la dependencia de la deuda... ¿sensación de déjà-vu?

Ahora bien, no hay que olvidar que pese al endurecimiento de las políticas monetarias, los tipos de la deuda pública a largo plazo siguen siendo muy bajos y los diferenciales de crédito muy estrechos, por lo que se cuenta con muy poco margen para absorber cualquier shock o deterioro de la calidad crediticia.



Fuentes: BIS, UBP

VINCULAR Ganancias sociales Y financieras

Toda estrategia de inversión aspira a generar valor: ese es su objetivo. La inversión de impacto social y medioambiental también, pero su punto de partida es una definición más amplia de valor, un valor que englobe tanto los beneficios financieros como los no financieros.

roject finance y private equity son desde hace tiempo los ámbitos en los que estaba presente la inversión de impacto social y medioambiental. No obstante, ha ido cobrando importancia la noción de que la inversión aporte no solo rentabilidad financiera sino también beneficios para la sociedad, lo que ha dado pie a que aumente tanto la base de inversores interesados en la inversión de impacto social y medioambiental como la presencia de esta inversión en activos más líquidos. El desarrollo de la inversión de impacto social y medioambiental dentro del universo de la renta variable cotizada constituye una interesantísima oportunidad de aumentar tanto la facilidad de llegar a los inversores como la eficiencia que logra este tipo de inversión.

La manera más efectiva hoy en día de obtener estos datos de carácter no financiero es a través del intercambio activo con la empresa Asignar capital a sociedades cotizadas que a través de sus productos y servicios buscan dar solución a las cuestiones más acuciantes de nuestro tiempo es una manera de captar la evolución que está teniendo lugar en el crecimiento estructural, evolución que favorece a este tipo de empresas innovadoras, y de recibir al mismo tiempo un «dividendo» no financiero, por decirlo así.

Por muy apasionante que sea esta evolución, el hecho de «crear valor» en un sentido mucho más amplio, exige el ser capaz de evaluarlo, es decir, de cuantificar tanto los beneficios financieros como los no financieros. De esta forma el inversor final tendrá una imagen mucho más completa del «impacto» de su inversión en ambos ejes.

Más allá de los indicadores tradicionales, como la rentabilidad de la acción, el inversor interesado en el impacto social y medioambiental tiene que poder saber, por ejemplo, cuánta energía limpia se produce (o cuanto CO_2 deja de producirse) y qué tipo de innovación puede lograrse con cada millón de dólares invertido.

Dado que muchos de estos datos no financieros no se auditan, que raramente se comparan entre empresas y que por lo general no se incluyen en las cuentas anuales de las empresas o en sus informes de responsabilidad social empresarial, la manera más efectiva hoy en día de obtener estos datos relevantes y útiles pero de carácter no financiero es a

La inversión de impacto social y medioambiental tiene como punto de partida una definición más amplia de "valor"

través de la gestión activa, dada su capacidad de recabarlos, y su posición ventajosa para hacerlo, gracias al contacto constante que mantiene con las empresas.

Este es el quid de la inversión con impacto social y medioambiental en el universo de la renta variable cotizada: un compromiso real con las empresas que puede generar unos beneficios no financieros sin precedentes, que, junto a los beneficios financieros previstos, pueden realmente aportar un gran valor, en el sentido amplio del término, tanto al propio inversor como a la sociedad en su conjunto.









ASIGNAR CAPITAL A SOCIEDADES QUE BUSCAN DAR SOLUCIÓN A LAS CUESTIONES MÁS ACUCIANTES DE NUESTRO TIEMPO ES UNA MANERA EFICAZ DE CAPTAR LA EVOLUCIÓN QUE ESTÁ TENIENDO LUGAR EN EL CRECIMIENTO ESTRUCTURAL

DISMINUYE LA BRECHA De la renta variable

Todo parece indicar que en 2019 disminuirá la rentabilidad adicional que ha logrado la renta variable estadounidense frente a la de otras áreas geográficas en los últimos cinco años. El inversor debería comenzar a prestar atención a Japón, mercado en el que las valoraciones actuales de la renta variable rondan los mínimos de 2008 y en el que el crecimiento de los resultados de las empresas ha superado al de sus homólogas europeas y estadounidenses desde 2013.

esde el final de la crisis de la zona euro en 2013, la renta variable estadounidense ha batido, en su divisa base, a la renta variable de las principales áreas geográficas. Su rentabilidad ha sido un 25% superior a la japonesa, un 40% superior a la europea y casi un 52% superior a la de los mercados emergentes. No obstante, prevemos que en 2019 este periodo de «singularidad estadounidense» llegará a su fin.

Las razones de que la rentabilidad estadounidense haya sido superior durante un periodo tan largo se atribuyen por lo general a una acertada combinación de políticas proactivas, flexibilidad de la economía nacional y la gestión de la empresa orientada a la creación de valor para el accionista, cuyo objetivo fundamental es la maximización de la riqueza de este. Desde principios de los años noventa, estos factores han contribuido a la rentabilidad superior de las empresas estadounidenses frente a la de sus homólogas europeas y japonesas, gracias al mayor crecimiento de sus resultados empresariales.

No obstante, el periodo de «singularidad estadounidense», que se inició en 2013, se ha debido a otro factor, que no ha sido la ya mencionada rentabilidad adicional que han percibido los accionistas, sino la propensión del

inversor a pagar más por las acciones de dichas empresas estadounidenses; en otras palabras, el crecimiento del PER.

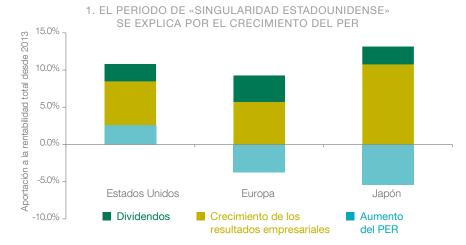
En este periodo, el crecimiento de los PER estadounidenses ha sido un elemento muy importante de esta rentabilidad superior de la renta variable estadounidense frente a la renta variable japonesa y europea. Desde 2013, los resultados empresariales estadounidenses han aportado casi seis puntos porcentuales a la rentabilidad total CAGR (Tasa compuesta de crecimiento anual), que ha ascendido al 11%, pero también han sido seis los puntos porcentuales que han aportado las empresas europeas a su respectiva rentabilidad total, y en el caso de Japón, los resultados de sus empresas aportaron casi once puntos porcentuales a la rentabilidad total (véase gráfico 1).

Sin el aumento de los PER estadounidenses y sin el declive de los PER japoneses y europeos, la renta variable estadounidense en su conjunto se habría quedado rezagada con relación a la europea y a la japonesa en dicho periodo ya que las aportaciones de los dividendos y de los resultados empresariales estadounidenses no fueron superiores a las de sus homólogas europeas y japonesas.

Un motivo de peso para esta mayor propensión del inversor a pagar más por las acciones estadounidenses, que queda reflejada en estos PER más elevados, es la supremacía de la que goza el sector tecnológico de este país. Pero por mucho que pese al inversor, pensamos que la excepcional subida de los PER del sector tecnológico a nivel global que comenzó en 2013 está llegando a su fin (véase la sección Recuadro tecnológico).

En adelante, dado que los PER de las tecnológicas dejarán de impulsar el crecimiento generalizado de los PER, prevemos que esta excepcional rentabilidad estadounidense desaparezca en 2019 (véase gráfico 2).

Pese a que en Japón el sector tecnológico también es muy importante, la renta variable japonesa no ha seguido la misma trayectoria que la estadounidense. De hecho y pese a que



Fuentes: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP



3. RENTA VARIABLE JAPONESA: LAS VALORACIONES SE SITÚAN EN LOS MÍNIMOS DE 2008 40 35 30 PER MSCI Japan 25 20 15 10 5 07 11 12 14 15 06 08 09 10 13 16 17 18

Fuentes: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

los resultados de las empresas niponas han crecido un 63% desde 2013 en comparación con el crecimiento del 31% de los resultados de las empresas estadounidenses, el inversor en renta japonesa, aún hoy, está pagando por ella un 25% menos, si nos guiamos por el PER, que ha caído a 13,3, un nivel que no se había visto desde los mínimos alcanzados en 2008 al inicio de la crisis financiera mundial (véase gráfico 3).

Es de prever que en 2019 los factores macroeconómicos jueguen a favor del inversor en renta variable japonesa, ya que el crecimiento del país es elevado, el banco central ha optado por mantener sus políticas acomodaticias (y no endurecerlas, a diferencia de Estados Unidos y Europa) y el valor del yen está en un nivel históricamente bajo.

Resulta alentador constatar que la renta variable europea comparte rasgos con la japonesa; a finales de 2018 su PER ha caído hasta la cifra de 16, prácticamente la mitad de los valores máximos alcanzados en 2016.

Si bien a diferencia de Japón, las valoraciones europeas son todavía muy superiores a los mínimos de 2008, el inversor debe ser consciente de que la última vez que la renta variable europea obtuvo una rentabilidad superior a la estadounidense fue en el periodo 2003-2007, y entonces coincidió con una fase en la que el sector tecnológico obtuvo una rentabilidad inferior a la de la renta variable mundial. Puesto que se prevé que el sector tecnológico pierda brío, pronosticamos que la renta variable europea comenzará a cerrar la brecha que la separa de su homóloga estadounidense.

No obstante, a diferencia del inversor japonés, el inversor europeo tendrá que afrontar la retirada de estímulos del BCE y toda una serie de acontecimientos de orden político, desde el conflicto por el presupuesto italiano (véase página 21) hasta el Brexit (véase página 22), pasando por las elecciones al Parlamento Europeo, de manera que es posible que no estime conveniente aumentar el riesgo en 2019.

Por el contrario y puesto que estas cuestiones nos parecen de carácter transitorio en el contexto de la reforma de la Unión Europea, aconsejamos al inversor que, en especial, considere una oportunidad táctica el descuento en valoraciones ligado a la eventual fragmentación de la UE, excesivo a nuestro parecer.

En conjunto, si bien en los últimos años el inversor se ha apoyado en la rentabilidad de la renta variable estadounidense, y en especial de su sector tecnológico, en 2019 tiene la posibilidad de apostar por otros factores más sostenibles que el persistente crecimiento del PER como motor de la rentabilidad de sus inversiones. Si bien hay oportunidades de este tipo en todas las áreas geográficas, y en particular se pueden captar gracias a una selección de activos prudente en áreas temáticas como la inversión de impacto social y medioambiental (véase página 11) y el sector de la salud (véase página 14), y también en el sector tecnológico para aquel inversor con un verdadero interés en la innovación, desde el punto de vista geográfico, puede ser una buena idea que el inversor preste mayor atención a Japón por un lado, y por motivos tácticos, también a Europa.

Se avecina un cambio para el sector tecnológico mundial

Desde 2013, el sector tecnológico a nivel mundial ha logrado una rentabilidad récord del +18,8% anual y ha batido con creces a la renta variable mundial en su conjunto (+10,4%) e incluso a los valores de tipo «crecimiento» (+11,8%).

Los factores de los que depende este extraordinario desempeño han cambiado recientemente, lo que podría indicar que esta elevada rentabilidad tenderá a moderarse. Antes de 2018, tanto los beneficios empresariales, como los dividendos y el aumento de los PER, contribuían a crear la rentabilidad que recibía el inversor en valores tecnológicos. De hecho, tan solo el crecimiento de los PER ha aportado una contribución que equivale a la mitad de la rentabilidad lograda entre 2013 y 2017.

En el presente año, la totalidad de la rentabilidad del sector tecnológico mundial se ha debido al crecimiento de los resultados empresariales y los PER, por su parte, han disminuido (véase gráfico 2). Pese a la caída de los PER en octubre de 2018, todo indica que en adelante se estabilizarán y es poco probable que vuelvan a caer en los próximos meses.

Es más, puesto que las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales a 5 años ya están en el 20%, es muy improbable que se produzcan ajustes inesperados al alza en la opinión actual de consenso en relación a esta variable. De hecho, dado que los principales indicadores adelantados apuntan a que la economía estadounidense, en particular, ya ha alcanzado su máximo de ciclo, es de prever que se ralentizará el aumento del gasto de capital de las empresas estadounidenses, con lo que desaparecerá uno de los principales motores de estos elevados beneficios empresariales, mejores de lo previsto, que han caracterizado al año 2018.

Para el inversor en el sector tecnológico mundial, en 2018 ha dado inicio una nueva fase de adopción de un ciclo largo. De manera semejante a lo ocurrido en el periodo 2002-2012, tras el estallido de la burbuja punto. com de 2000-2001, el inversor tendrá que conceder sobre todo importancia al crecimiento de los beneficios empresariales e identificar aquellos factores bottom-up, verdaderamente innovadores, que actúen como motor de la rentabilidad del sector.

No obstante, a diferencia de 2002, cuando la penetración tecnológica era todavía baja y su tendencia creciente, y la economía estadounidense se encontraba en la fase inicial de la recuperación, en 2019 el inversor en este sector se enfrentará a una situación muy distinta, pues esta economía se encuentra en la fase final del ciclo y el propio sector es mucho más maduro. Todo indica que el inversor tendrá que dotarse de estrategias de gestión activa con el fin de seleccionar empresas innovadoras para poder superar los obstáculos cíclicos del sector, cada vez más presentes.

(Para más información, véase UBP Spotlight: A Regime Change Ahead for Global Technology, agosto de 2018)

SECTOR DE LA SALUD: La innovación crea nuevas oportunidades

Siguen muy vigentes las tendencias seculares del crecimiento del sector de la salud (el envejecimiento demográfico, la demanda de los mercados emergentes y el aumento del número de personas que cuentan con algún tipo de seguro médico básico) pero en nuestra opinión, al inversor le convendría centrarse en ámbitos innovadores que supongan una diferenciación, como las compañías biotecnológicas de tamaño mediano, la tecnología médica y las empresas de tecnología de la información aplicada al sector de la salud.

I mercado mundial de la salud sigue creciendo con gran rapidez, impulsado por el envejecimiento demográfico, la demanda de los países emergentes y el aumento del número de personas que cuentan con algún tipo de seguro médico básico, factores que seguirán impulsando la demanda de los tratamientos más vanguardistas y eficaces: a nivel mundial, se prevé un aumento del 4,1% anual del gasto en salud en el periodo 2017-2021, en comparación con el crecimiento del 3,1% del periodo 2012-2016. Se prevé además que el gasto total de las principales áreas geográficas mundiales alcance los 8,7 billones de USD en 2020 (en comparación con los 7 billones de USD de 2015).

Los informes del sector destacan que, en conjunto, el 60% del crecimiento total de las ventas estadounidenses de los 45 principales productos farmacéuticos en los últimos tres años (crecimiento que ha sido superior al 20%) se debe a los incrementos del precio medio. No obstante, prevemos que los beneficios de estas subidas de precios seguirán menguando ya que también disminuye el crecimiento de la demanda de dichos productos. Esta tendencia se debe en parte al compromiso de numerosas empresas farmacéuticas de no subir los precios en 2018 a raíz de las presiones que han sufrido desde el ámbito político estadounidense.

Ante la desaparición de este crecimiento derivado del incremento de los precios, el inversor tendrá que centrarse en la innovación como fuente principal de rentabilidad.

En particular, la innovación terapéutica y tecnológica, que cuenta con el potencial de transformar el mercado biofarmacéutico estadounidense (mercado que asciende en la actualidad a un billón de dólares anuales), representa una gran oportunidad pues ha crecido considerablemente el número de autorizaciones de nuevos fármacos v aumentan los presupuestos de I+D destinados a campos de investigación en los que hay necesidades sin cubrir. Hemos identificado seis áreas en el ciclo de innovación actual: inmunooncología, terapias genéticas, enfermedades raras, obesidad, dolencias neurológicas y tecnologías de la información aplicadas al sector de la salud.

La diferenciación del producto y la innovación en el servicio son la nueva oportunidad de crecimiento secular del sector

Para el inversor, el centrarse simplemente en las principales farmacéuticas mundiales con el fin de captar estas tendencias de crecimiento ha dejado de ser una estrategia viable. Bernstein Research destaca que casi el 50% de los fármacos más vendidos, aquellos con ventas

que superan los mil millones de USD, proceden en la actualidad de sociedades biotecnológicas y de empresas tecnológicas del ámbito médico de mediano tamaño, que a su vez necesitan inversores para poder desarrollarse.

Además, dado que el mercado mundial de la salud destaca por su ineficiencia, opinamos que en el ámbito de las tecnologías de la información aplicadas al sector de la salud existen grandes oportunidades. La consultora Gartner, especializada en el ámbito tecnológico, estima que los proveedores estadounidenses de asistencia sanitaria gastaron en 2017 aproximadamente 42.000 millones de USD en tecnologías de la información, es decir, algo más del 1% del gasto estadounidense en salud. Si el gasto promedio en tecnologías de la información de las empresas del ámbito de la salud ascendiera al 3,3%, que es la media de lo que gastan las empresas estadounidenses de otros sectores, las empresas especializadas en tecnologías de la información aplicadas al sector de la salud tendrían una oportunidad de aumentar su volumen de negocios hasta los 70.000 millones de USD.

Si bien perdurarán en el sector de la salud varios de los factores motor del crecimiento secular que ya estaban presentes en décadas anteriores, se hace necesario cambiar de posicionamiento, y en detrimento de los títulos muy estables y que reparten dividendos, centrarse en la interacción de una multitud de factores cambiantes, para no apearse así del tren de la innovación y la eficiencia en el sector de la salud.

70.000MILLONES DE USD

es el volumen de facturación potencial de las empresas de tecnologías de la información aplicadas al sector de la salud **50**%

de los fármacos más vendidos han sido desarrollados por farmacéuticas de pequeño y mediano tamaño



MÁS ALLÁ DEL PETRÓLEO: LOS METALES INDUSTRIALES

Tendría que producirse un shock de la producción para que aumentara la cotización del crudo en 2019. No es probable que esto ocurra y en cambio sí que se prevé que disminuya la oferta de los metales de uso industrial.

omo se señaló en el informe Perspectivas 2018 de UBP, opinamos que la energía y los conglomerados de materias primas industriales se encuentran en las primeras fases de un cambio del ciclo a largo plazo, que sucede al mercado bajista experimentado en la primera mitad de la presente década. La divergencia en 2018 entre las cotizaciones del crudo y las cotizaciones de las materias primas industriales oculta los fundamentos subyacentes y resalta las oportunidades con las que en 2019 contará el inversor para ir más allá del sector energético y prestar atención a los metales.

Los mercados del crudo han experimentado un rally desde los recortes de producción adoptados por Arabia Saudí y Rusia en 2017, adelantándose a lo que pensábamos que sería un desequilibrio más acentuado entre oferta y demanda hacia el año 2020. A principios de 2018 la decisión de estos dos grandes productores bastó para crear escasez y aumentar la cotización, que pasó del mínimo de 27 USD por barril hasta el máximo alcanzado en el verano de 2018 de 80 USD por barril.

No obstante, a mediados de año, el factor que impulsaba las subidas de cotización se tornó más especulativo centrándose en la prolongación de las sanciones a la venta de crudo iraní, que disminuyeron la oferta. Pese a ello, la dinámica subyacente de la producción y la demanda se tornó desfavorable para la producción por primera vez desde 2017, ya que en junio de 2018 y según los cálculos de la IAEA esta comenzó una vez más a ser mayor que la demanda.

Dado que el exceso de capacidad productiva de la OPEP se encuentra en niveles mínimos en estos momentos, se admite que un eventual shock de la producción provocaría nuevos aumentos de la cotización del crudo. No obstante, puesto que la relación entre oferta y demanda evoluciona en contra del inversor, la relación rentabilidad-riesgo de los mercados

omo se señaló en el informe energéticos ya no favorece el que los precios Perspectivas 2018 de UBP, opinamos suban más del nivel actual.

A diferencia del brusco aumento de las cotizaciones del crudo en 2018, las cotizaciones de los metales de uso industrial han sufrido caídas generalizadas durante buena parte del año, lo que se ha debido principalmente a la desaceleración del crecimiento chino y al agravamiento de la conflictiva relación comercial entre Estados Unidos y China. No obstante, ha seguido aumentando la presión por insuficiente

Tras tres años en los que la producción ha sido inferior a la demanda está surgiendo una nueva oportunidad para los metales de uso industrial

producción de los principales metales, de lo que resultaron las condiciones fundamentales que respaldaron los precios de la energía a finales de 2017.

Es evidente que sería necesario un cambio y un rebote del crecimiento chino para que a su vez pudiera producirse en 2019 un rebote de los metales de uso industrial. Si bien todo indica que el conflicto comercial persistirá en el año entrante, ante la ralentización del crecimiento del PIB chino, que tiende hacia el umbral del 6%, las autoridades chinas han optado por las políticas de estímulo con el fin de estabilizar la economía. Puesto que los aranceles estadounidenses aumentarán en enero de 2019 y el crecimiento chino se sitúa ya muy cerca del umbral del 6%, es muy probable que las políticas expansivas algo





Todo indica que los metales experimentarán un rally en 2019, semejante al experimentado en 2018 por el petróleo



Sigue vigente el papel defensivo del oro

dubitativas del segundo semestre de 2018 se tornen mucho más proactivas en el año entrante.

Así pues, puesto que en 2018 ya ha habido un periodo de insuficiencia de la producción en la mayoría de los metales, y puesto que es posible que esta insuficiencia persista en 2019 y que la demanda china se estabilice o incluso mejore en vez de continuar deteriorándose, sería conveniente que el inversor considerara que las políticas proactivas de estímulo de las autoridades chinas podrían actuar como factor catalizador de la demanda de los metales de uso industrial en 2019.

El respaldo de los fundamentales del oro, no obstante, sigue sin ser especialmente fuerte y la dinámica indica que en 2019 la producción seguirá superando a la demanda. Dada la apreciación del dólar americano y la subida ininterrumpida de los tipos de interés estadounidenses a lo largo de la curva de rendimientos, todo indica que las cotizaciones de este metal han tocado techo por ahora. En los próximos meses, el inversor en este metal tendrá que confiar en la posibilidad de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad geopolítica que actuarían como factor catalizador de la cotización. A favor de este inversor se sitúa el hecho de que persisten toda una serie de peligros, a consecuencia de los cuales el oro sigue conservando en el entorno actual un papel importante en las carteras.

LAS TURBULENCIAS MUNDIALES Y ECONÓMICAS RESPALDAN LA APRECIACIÓN DEL DÓLAR

En 2019, el crecimiento económico desincronizado, junto a la creciente inestabilidad política, tanto a nivel nacional como internacional, seguirán alimentando la volatilidad de los mercados de divisas, de manera que es de prever que el dólar americano mantenga los niveles de cotización en los que se ha situado durante buena parte de 2018.

racias a la estabilización del crecimiento económico y al crecimiento de los diferenciales entre el tipo de interés estadounidense y los tipos de interés de sus principales socios comerciales perdurará el respaldo con el que cuenta el dólar americano.

Pese a que los mercados ya están descontando dos subidas adicionales de tipos en 2019, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, y otros dos miembros con voto del FOMC (el comité en el que se establece la política de la institución), han hecho declaraciones a finales de 2018 con un matiz más restrictivo, lo que indicaría que es posible que haya en 2019 más subidas de tipos que en 2018, al contrario de lo que se preveía.

Es más, el desplazamiento del proceso de normalización hacia el tramo a diez años de la curva de rendimientos estadounidense muy probablemente provocará que la divergencia con los tipos de interés a largo plazo mundiales siga aumentando en 2019, aumento que favorecerá al dólar americano.

Desde el punto de vista político, celebradas ya las elecciones al Congreso de mitad de mandato el pasado mes de noviembre, todo indica que los peligros que se ciernen sobre el dólar llegarán con la sesión del Congreso en la que se tratará la amenaza de parálisis de la administración si no se aprueba su financiación antes del 7 de diciembre de 2018.

En la zona euro, gracias a la favorable evolución económica el Banco Central Europeo ha anunciado la retirada del programa de expansión cuantitativa y se prevé que esta será gradual de manera que no perjudique a la recuperación, todavía frágil.

De hecho, en el último trimestre de 2018 ya han aparecido las primeras señales de que la economía de la zona euro ha alcanzado el máximo del ciclo. Esta tendencia se ha visto ampliada por la lentitud del crecimiento de los principales mercados emergentes, que para la zona euro son socios comerciales más importantes proporcionalmente que los Estados Unidos.

Dado que no se prevé que el BCE aumente los tipos hasta al menos el segundo semestre de 2019, y ni siquiera esta fecha se da por segura, las divergencias tanto en el crecimiento de la zona euro como en tipos de interés con Estados Unidos dificultarán la apreciación del euro en el transcurso del año. Prevemos no obstante que en las próximas semanas se resuelva la confrontación entre Italia y la Unión

en relación al presupuesto del país alpino, y que pueda producirse una apreciación táctica de la moneda única cuando disminuya la prima de riesgo italiana, muy probablemente a principios de 2019. No obstante, dado que las elecciones al Parlamento Europeo se celebrarán en mayo de 2019, prevemos que resurja una cierta incertidumbre en el ámbito político a mediados de año.

Todo indica que la cotización de la libra esterlina está reflejando el moderado crecimiento económico británico y la ralentización de su sector inmobiliario. Si bien ha habido avances en relación al acuerdo de salida de la UE, se diría que en los mercados de divisas la posibilidad de que en marzo finalmente se produzca un «Brexit duro» está algo infravalorada.



YUAN: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (BASADO EN EL IPC DE LA MANUFACTURA)

Es de prever que el inversor en el yen japonés experimente una trayectoria similar a la de sus homólogos de la Europa de los 27. Es muy probable que las políticas reactivas del Banco de Japón den lugar a que en 2019 la divergencia de tipos de interés siga influyendo en contra de la apreciación del yen. En el ámbito nacional, con el aumento de los impuestos al consumo previsto para octubre de 2019, la política económica nacional tenderá a favorecer que el yen no se aprecie, de manera que el tipo de cambio no sea un lastre para la economía, todavía convaleciente.

Es más, al igual que en Europa, la dependencia de Japón de la actividad exportadora se traduce en que la debilidad de las economías emergentes contribuye a que aumente la brecha entre el crecimiento de este país y el crecimiento estadounidense.

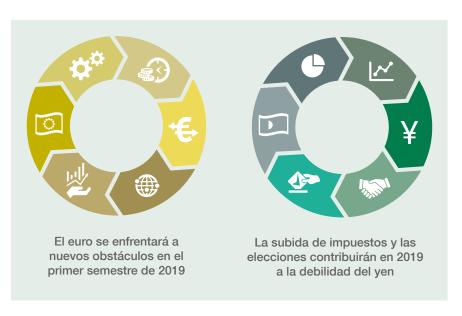
Por razones tácticas, el papel del yen como valor refugio provocará muy probablemente episodios periódicos de apreciación de esta divisa al aumentar la inestabilidad geopolítica. No obstante, opinamos que dichos episodios serán transitorios, aunque será posible utilizarlos en operaciones de trading, y en 2019 daremos preferencia por lo general a un sesgo a favor de la depreciación del yen japonés.

Desde mediados de 2018 el yuan se ha depreciado considerablemente, lo que ha atenuado la repercusión de los aranceles estadounidenses sobre las exportaciones chinas (véase página 18). Todo indica que el yuan seguirá depreciándose dado que el 1 de enero de 2019 entrará en vigor una nueva tanda de aranceles. A menos que se produzca una rápida escalada de las tensiones comerciales (véase página 20), prevemos que el efecto de la depreciación

140 - Devaluación competitiva

120 - 80 - 94 99 04 09 14 19

Fuentes: UBP, Bloomberg Finance L.P.



del yuan se vea ampliado por la decisión de aumentar la liquidez en el país, decisión que tiene por objetivo contrarrestar el impacto de los aranceles en la economía china. Es de prever pues que la trayectoria bajista seguida en el segundo semestre de 2018 persista en 2019 aunque a un ritmo más moderado.

¿OTRA GUERRA FRÍA?

Todo parece indicar que el conflicto comercial de 2018 entre Estados Unidos y China refleja en realidad un enfrentamiento de carácter estratégico entre las dos mayores economías del mundo. Desde el punto de vista económico, el encontronazo se asemeja a lo ocurrido entre Estados Unidos y Japón en los años ochenta y al igual que entonces, las decisiones de política interna crearán en 2019 oportunidades tácticas para el inversor en China.

ueron muchos los que pensaron que el ataque al comercio internacional del presidente estadounidense a principios de 2018 era tanto una maniobra táctica para conseguir mejores resultados en la nueva negociación del Tratado de libre comercio de América del Norte (y así fue) como una estrategia política para cumplir las promesas de campaña (también correcto). Lo que entonces pasó desapercibido fue el hecho de que este viraje de la política comercial estadounidense correspondía al primer movimiento de una campaña mucho más amplia cuyo objetivo final es el aislamiento de China, rival estratégico de Estados Unidos en la escena mundial.

Este objetivo comenzó a entreverse al rechazar el gigante americano los intentos chinos de reducir el superávit comercial bilateral en cerca del 50% en la primavera de 2018. En septiembre, la naturaleza de los aranceles más recientes impuestos por Estados Unidos revelaban la intención de este país de adoptar

un enfoque estratégico y a largo plazo en la guerra comercial (véase la publicación de UBP, Spotlight: US-China Trade War: From Checkers to Chess, de septiembre de 2018).

En octubre, John Bolton, asesor de seguridad nacional, confirmó la existencia de esta estrategia de aislamiento, al afirmar: «[China] tiene que modificar su comportamiento, en el ámbito comercial, en el ámbito internacional, militar y político, en un gran número de ámbitos...».

Dado que China ha respondido aplicando aranceles al conjunto de las importaciones estadounidenses, la fase de represalias recíprocas ya casi ha concluido pese a que el 1 de enero de 2019 está previsto que aumenten de nuevo los aranceles estadounidenses a las importaciones chinas. Como señalamos en nuestro análisis de la guerra comercial (véase página 20), el siguiente paso para aislar a China podría ser que Estados Unidos se centrara el próximo año en presionar a Europa.

Si bien existe el peligro de que Estados Unidos siga incrementando la presión sobre China, de producirse una pausa, China contaría con un cierto tiempo para concebir una política interna más proactiva, de forma parecida a lo que hizo Japón a principios de los años ochenta, cuando tuvo que enfrentarse al gigante norteamericano en su propio episodio de guerra comercial.

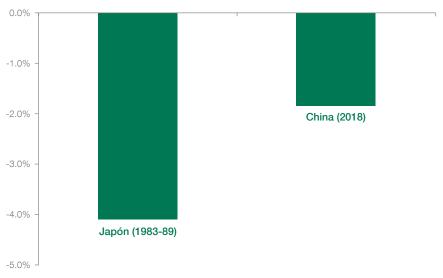
Aunque China ya ha ido ajustando sus políticas a la evolución del entorno comercial, buena parte de la tarea ha recaído en el yuan, que se ha depreciado un 10% desde al agravamiento del conflicto en abril de 2018. De hecho, estimamos que dicha depreciación del 10% frente al dólar americano ha contrarrestado en gran medida el coste adicional que los importadores estadounidenses soportan al adquirir bienes chinos.

Resulta interesante constatar que también se produjo este mismo fenómeno en el caso de Japón en los años ochenta. Frente a la amenaza de los aranceles estadounidenses, Japón aceptó «reducir voluntariamente» el volumen de sus exportaciones de automóviles ante el enorme excedente comercial con el que contaba en relación a Estados Unidos. La depreciación del 22% del yen frente al dólar americano entre 1981 y 1985 amortiguó el impacto de esta medida sobre los fabricantes japoneses de automóviles y sobre la economía nipona en su conjunto.

En el caso de China, dada la nueva subida de los aranceles del 25% prevista para el año entrante, pensamos que este país, al igual que Japón en los ochenta, permitirá que las presiones sobre el yuan, mediante el umbral, psicológicamente importante, del tipo de cambio de 7 yuanes por dólar, amortigüen el efecto de estos sobre la economía nacional.

No obstante, no hay que olvidar que en el caso del enfrentamiento con Japón, en 1985 Estados Unidos respondió agresivamente al

VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES



Fuentes: FMI, UBP

« [China] tiene que modificar su comportamiento, en el ámbito comercial, en el ámbito internacional, militar y político, en un gran número de ámbitos...»

JOHN BOLTON, ASESOR DE SEGURIDAD NACIONAL ESTADOUNIDENSE (OCTUBRE DE 2018)

percibir manipulación de la divisa y obligó a Japón a apreciar el yen en un 30% frente al dólar. En 1988, el yen se había apreciado un 50% frente al billete verde.

Dado que es muy probable que China trate de evitar llegar a este punto, está aplicando políticas a las que también recurrió Japón, tanto para atenuar las repercusiones de las medidas estadounidenses sobre la economía del país como para reducir por motivos estratégicos su dependencia de las exportaciones a Estados Unidos.

De hecho, China se ha volcado en la firma de acuerdos de libre comercio con otras grandes economías desarrolladas. No obstante, en su voluntad de aplicar esta estrategia de aislamiento, Estados Unidos ha mostrado que no le importa obligar a sus principales socios comerciales a tener que elegir entre el libre comercio con ellos o con China, pero no con los dos (véase página 20). Es más, de forma bilateral, Estados Unidos ha ejercido su influencia sobre Japón para que este país no entre a formar parte de zonas de libre comercio regionales, con el fin de evitar que la tercera economía del mundo quede dentro de la zona de influencia económica de China.

En consecuencia, sospechamos que China tendrá a su vez que emplear la herramienta

final aplicada por Japón en los ochenta para amortiguar la repercusión de las medidas estadounidenses: la reflación interna. Entre 1983 y 1989, los tipos de interés ajustados a la inflación cayeron del 4% a casi el 0%, lo que provocó una burbuja de activos de la que, aún hoy, Japón no se ha recuperado por completo.

China se ha mostrado reticente hasta ahora a adoptar abiertamente medidas semejantes a las aplicadas por Japón en los ochenta. No obstante, y al igual que Japón reaccionó a su brusca desaceleración económica en 1986 tras la revaluación del yen instigada por Estados unidos, dado que el crecimiento del PIB chino tiende gradualmente hacia el umbral crítico del 6%, es muy probable que China decida adoptar a finales de 2018 medidas de política económica que estimulen con más fuerza la economía nacional.

De hecho, los tipos de interés reales chinos (interbancario a 3 meses) ya han caído, y han pasado de cerca del 3% a principios de 2018 al 1% en octubre, lo que parecería indicar que China transita ya por la senda que recorrió Japón en su día.

Si como se prevé estas medidas más voluntariosas de estímulo cristalizan en 2019, aumentará el PER de la renta variable china onshore (acciones A), y superará el valor

actual de 11, con lo que alcanzará un nivel en el que ya se situó en los intentos previos de reflación, en 2008 y 2014. La renta variable china offshore (acciones H), que cotiza en Hong Kong y en la que tiene un gran peso el sector bancario, se negocia todavía más barata, con un PER de 7, una cifra que aún es superior al mínimo histórico de 5,5. Resulta alentador constatar que las acciones H tienen rentabilidades por dividendo del 3%, un nivel que se perdió durante la crisis financiera mundial de 2008-2009 y que cuentan con el sólido respaldo de las tasas de reparto de dividendos, de tan solo el 20%.

En resumen, aunque esta nueva «Guerra Fría» entre Estados Unidos y China ha levantado un número considerable de escollos para el gigante asiático, la experiencia japonesa de los ochenta recuerda la aparición de oportunidades para inversores oportunistas gracias a la adopción de la que, a nuestro parecer, será una amplia batería de medidas de estímulo de la economía nacional china.

Dado que es posible que Estados Unidos continúe aumentando la presión sobre la economía china, lo haga directamente o a través de sus socios comerciales, sería aconsejable recurrir a estrategias con protección del capital o de opciones con el fin de mitigar el riesgo del inversor.

China puede guiarse por el ejemplo japonés de los ochenta

El crecimiento del PIB chino, en el umbral crítico del 6%, provocará la adopción de medidas de estímulo Optar por estrategias con protección del capital o de opciones con el fin de mitigar el riesgo del inversor







EL RIESGO DE GUERRA Comercial apunta ahora A Europa y ya no a china

Si bien a finales de 2018 la preocupación del inversor en relación a la guerra comercial se ha centrado en la conflictiva relación entre Estados Unidos y China, es posible que en 2019 el gigante americano intente presionar a Europa con la intención de continuar aislando a China por motivos estratégicos y de reorganización del comercio mundial.

rente a la decisión estratégica de Estados
Unidos de aislar a China, muy semejante
a su actuación con Japón en los ochenta
(véase página 18), es posible que el inversor
esté prestando demasiado atención al
conflicto comercial en el que se han enzarzado
las dos mayores economías del mundo.

Si bien existe el peligro de que Estados Unidos continúe la escalada de las tensiones con China tras el Año Nuevo, existe otra amenaza para los mercados y la economía mundial, que de momento está pasando desapercibida, y es la posibilidad de que los dirigentes estadounidenses centren sus esfuerzos en Europa con el fin de lograr este mismo objetivo estratégico: el aislamiento económico de China.

Existe otra amenaza
que de momento
está pasando
desapercibida: la
posibilidad de que
Estados Unidos
centre sus esfuerzos en
Europa con el fin de
lograr el aislamiento
de China



Si bien muchos consideraron la firma del nuevo acuerdo entre Estados Unidos, México y Canadá como una señal importante de que las tensiones comerciales pueden disiparse tras meses de difíciles negociaciones, la celebración de este feliz desenlace ha hecho olvidar una cláusula importante del pacto, la que autoriza a los firmantes, y en particular a Estados Unidos, a desvincularse de él si los otros socios firman acuerdos de libre comercio con «economías que no son economías de mercado» (léase China).

Esta cláusula podría ser una prueba más de que el objetivo final de la guerra comercial estadounidense es el aislamiento estratégico del gigante asiático. Si esta hipótesis es correcta y si Estados Unidos está realmente tratando de aislar cada vez más a China, es posible que trate de forzar al Viejo Continente a firmar un acuerdo comercial semejante que restrinja el acceso de China a Europa. Al igual que los aranceles sobre el acero y el aluminio ejercieron una presión creíble sobre Canadá y México para que aceptaran negociar el nuevo tratado, es posible que Estados Unidos

considere que blandir de nuevo la amenaza de aplicar aranceles a las exportaciones europeas de automóviles funcione en el caso de Europa.

Resulta alentador para Europa el hecho de que Alemania haya aceptado abrir el mercado de gas alemán a las importaciones de gas natural estadounidense y si dicho acuerdo se extendiera a todo el Viejo Continente esto podría contribuir a aliviar las presiones sobre el conjunto de la relación comercial entre Europa y Estados Unidos. No obstante, si no ocurre así, mientras que los aranceles al aluminio y el acero hubieran tenido un efecto moderado sobre el crecimiento de las distintas áreas geográficas y sobre el crecimiento mundial, unos aranceles similares sobre el sector del automóvil y su cadena de suministro, o incluso simplemente la amenaza de que pudieran adoptarse, podrían perjudicar gravemente a la economía mundial en 2019.



ITALIA: AÚN QUEDA TIEMPO Para solucionarlo

Persiste la preocupación en relación a la deuda italiana pero se puede evitar que cristalice en el marco del enfrentamiento actual entre el país alpino y la UE.

finales de 2018 Italia se ha enzarzado en un enfrentamiento con la UE a raíz de su presupuesto y han surgido de nuevo las dudas en relación a la amenaza que el país alpino supone para la integridad de la zona euro; todo ello culminó en una subida del tipo del bono italiano (BTP) hasta cerca del 3.7%.

Si estos niveles se mantienen, habrá que cuestionarse la capacidad de Italia de seguir pagando su elevadísima deuda actual ya que tan solo la subida de los costos de financiación está sobrepasando la capacidad de la economía italiana de reembolsar la deuda. Es más, nuestras previsiones indican que si el tipo supera el 4% de forma sostenida, la banca italiana, uno de los principales compradores de deuda italiana, se vería acuciada por la falta de capital y necesitaría captarlo en un mercado reacio a comprar dicho papel.

Si bien esta situación no es nueva en el caso italiano, esta vez se produce cuando el BCE se ha propuesto dar por concluido el programa de compra de deuda pública de la zona euro (incluida evidentemente la italiana). En 2018, el BCE adquirió la nada desdeñable cantidad del 20% de la deuda pública emitida por Italia. En 2019 este porcentaje caerá al 5%, y esta disminución muy probablemente ejercerá una presión adicional sobre los rendimientos de la deuda italiana, pues estos bonos tendrán que encontrar otro comprador.

Si esto ocurre a inicios de año, los rendimientos de la deuda pública italiana podrían superar el umbral del 4% ya citado, lo que aumentaría el riesgo de insolvencia del sistema bancario del país alpino.

Aunque esta eventualidad preocupa el inversor, pensamos que tras un periodo de

Se logrará alcanzar un acuerdo y la zona euro se alejará nuevamente de la zona de peligro

agravamiento a finales de año, se logrará alcanzar un acuerdo y la zona euro se alejará nuevamente de la zona de peligro. Desde el punto de vista político, la coalición La Liga-Cinco Estrellas, al igual que otros gobiernos populistas que han llegado al poder, tiene que demostrar que está dispuesta a cumplir sus promesas de campaña, especialmente al principio del mandato. A nuestro parecer, la coalición se encuentra en estos momentos en dicha fase de su ciclo político.

No obstante, estos gobiernos también tienen que conservar el poder, y cuando se hace inevitable, cambiar las prioridades de sus programas políticos. Por todo ello, pensamos que tras el periodo de confrontación de finales de 2018 se abrirá un periodo propicio al acuerdo. El que la UE aceptara clasificar como «gasto excepcional» parte de las propuestas de gasto del ámbito de la inmigración y las infraestructuras para que quedaran así fuera del ciclo presupuestario habitual, sería una posible solución, a cambio de que Roma hiciera concesiones en algunos de los programas de gasto más polémicos.

Las fechas exactas de este periodo de negociación dependerán muy probablemente de una combinación entre el nivel alcanzado por los tipos de la deuda italiana a diez años, cuyas fluctuaciones en el intervalo del 3,5%-4% es de prever que aceleren el ritmo de la negociación, y la fecha de conclusión del programa de compra de bonos del BCE, al finalizar 2018. Dado que los rendimientos ya se han adentrado en el territorio del 3,5%-4%, es posible que el final del programa de compra de deuda del BCE sirva para hacer más patente el peligro que se cierne tanto sobre la sostenibilidad de la deuda italiana como sobre la solvencia de su sector bancario si no se llega a algún tipo de acuerdo a más tardar a principios de 2019, de manera que ambas partes tienen buenos motivos para encontrar una solución en las próximas semanas.



EL FINAL DE LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA DEL BCE

constituye un riesgo a largo plazo si no hay más reformas en Italia.



CON EL TIPO DE LA DEUDA PÚBLICA ITALIANA AL 4%

habrá motivos para alcanzar un acuerdo entre Italia y la UE.

¿BREXIT DURO O Brexit Blando?

El Reino Unido saldrá de la Unión Europea el próximo 29 de marzo, pero de momento ninguna de las dos partes está lista para la separación: prosiguen las negociaciones y no se ha adoptado todavía ningún plan definitivo. Es la primera vez que un país deja la Unión Europea y los posibles desenlaces, completamente distintos los unos de los otros, están provocando gran agitación en los mercados financieros.

El proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea es complejo y conlleva una gran incertidumbre. La fecha límite es el 29 de marzo de 2019 y de momento no se han fijado ni las condiciones de la separación ni cómo se articularán las futuras relaciones; sigue habiendo varios desenlaces posibles.

El primer paso de la negociación es el acuerdo sobre las condiciones de la salida. Transcurrido el periodo de transición de un año, el Reino Unido tendrá que haber firmado acuerdos comerciales que redefinan su relación con la Unión Europea y con todos sus demás socios comerciales. No obstante, el acuerdo de salida ha sido aplazado ya en varias ocasiones a causa de la cuestión de la frontera irlandesa, un punto muy sensible tanto para la UE como para el Reino Unido.

La cuestión crucial para el Reino Unido es si seguirá teniendo acceso al Mercado Único Europeo tras el periodo de transición. Las normas que rijan dicho acceso serán menos importantes al final que el impacto económico del acuerdo sobre la circulación de bienes, personas y capital.

Si el Reino Unido pierde este privilegio, su economía se verá gravemente perjudicada: en este escenario se prevé que el crecimiento económico caiga un promedio del 5% pero esta caída podría llegar a un escalofriante 8%-10% si otros socios comerciales, como Estados Unidos, aplazaran la firma de nuevos acuerdos. La industria británica, así como su sector financiero, los servicios y la agricultura se verían profundamente afectados. A consecuencia de todo ello se produciría una recesión, se adoptarían políticas monetarias

expansivas y la libra esterlina sufriría una devaluación; existe además el peligro de que la zona euro pierda medio punto de crecimiento. A su vez, los activos británicos sufrirían presiones, con la excepción de aquellos a los que favoreciera la depreciación de la libra.

Por otro lado, si se mantiene la circulación de bienes, las perspectivas del Reino Unido no son tan malas. Tras un periodo de crecimiento muy moderado, se produciría una recuperación impulsada por el aumento del comercio, y los sectores que sufrieron debido al referéndum de salida de junio de 2016 experimentarían un rally. Desde que se conoció el resultado de la consulta, la economía británica se ha quedado rezagada con relación a otros países desarrollados,

Acceso al Mercado Único: esa es la cuestión

en torno a casi el 2%. Si todo va bien y la confianza mejora, el crecimiento británico podría volver a situarse en torno al 2%. Esta recuperación impulsaría el alza de los activos británicos y la apreciación de la libra esterlina, pero es posible que el banco central tuviera que moderar el sobrecalentamiento y se viera obligado a aumentar los tipos de interés con rapidez, lo que ejercería presiones sobre los tipos de la deuda.





MICHAËL LOK
CIO del Grupo y Co-CEO de la división de Gestión de Activos

Con más de veinte años de experiencia en la gestión de activos y de patrimonio, Michaël Lok se incorporó a UBP en 2015 en el puesto de responsable de gestión de inversiones. Antes de entrar a formar parte de UBP, fue responsable mundial de gestión de activos en Indosuez Wealth Management (del Grupo Crédit Agricole), donde desarrolló una gama de OICVM para la banca privada, un conjunto de mandatos dirigidos a personas de muy elevado patrimonio y una serie de soluciones de inversión destinadas

a los mercados asiático y latinoamericano. Con anterioridad, ocupó los puestos de responsable de inversión y responsable de gestión de riesgo y gestión cuantitativa de la cartera. Fue también gestor de cartera en Banque Martin Maurel y en HSBC France (antiguo CCF). Cuenta con dos másteres: uno en el campo de las finanzas (Diplôme d'Études Supérieures Spécialisées) y otro en banca y finanzas (Diplôme d'Etudes Approfondies), ambos por la Universidad de Aix-en-Provence (Francia).



NORMAN VILLAMIN
Chief Investment Officer (CIO) de la división Banca Privada

Norman Villamin se incorporó a UBP en noviembre de 2015 en el puesto de responsable de servicios de inversión y de tesorería y trading de UBP Zúrich, y en 2016 fue nombrado Chief Investment Officer (CIO) de la división Private Banking. Con más de veinte años de experiencia en la gestión de patrimonio tanto en el ámbito del asesoramiento como en el discrecional, Norman Villamin ha desempeñado su trabajo en Hong Kong y en Singapur en

los puestos de CIO de Coutts International, de responsable de análisis de inversión y de asesoramiento en el área Asia-Pacífico de Citi Private Bank, de responsable de research del área Asia-Pacífico de HSBC y de responsable de la estrategia del área Asia-Pacífico de Morgan Stanley. Es titulado en gestión de empresas por la Universidad de Michigan y cuenta con un máster en gestión de empresas por la Universidad de Chicago.



PATRICE GAUTRY
Responsable de los Economistas de UBP

Se incorporó a UBP (en Ginebra) en febrero de 2000 y es responsable del departamento de investigación económica y temática. Entre 1991 y 1999 fue responsable de la estrategia de inversión y económica del departamento de gestión institucional de activos de HSBC Group en su sede de París. Entre 1988 y

1991 fue gestor de SICAV y de carteras de fondos de inversión europeas en la sociedad Ecofi-Finance Group. Cuenta con un máster en investigación económica (Diplôme d'Etudes Approfondies) del HEC-CESA Paris/Universidad de Orléans, con la especialización de divisas, finanzas y banca.

Fotografías: Portada ©WIN12_ET/Shutterstock.com; página 6 ©ijeab/íStockphoto.com; página 9 ©MF3d/íStockphoto.com; página 11 ©kamisoka/ iStockphoto.com; página 14 ©artisteer/íStockphoto.com; página 15 ©dani3315/íStockphoto.com; página 16 ©maxsattana/íStockphoto.com; página 20 ©Brasil2/íStockphoto.com; página 22 ©mediaphotos/íStockphoto.com

Aviso Legal

El presente documento es de carácter comercial y contiene INFORMACIÓN GENERAL relacionada con servicios o instrumentos financieros y refleja exclusivamente la opinión de Union Bancaire Privée, UBP SA o de cualquier otra entidad del Grupo UBP («UBP» en lo sucesivo) en la fecha de publicación de este. Es posible que recoja recomendaciones de carácter general pero no constituve ni una oferta ni una propuesta de compra, suscripción o venta de divisas, productos o instrumentos financieros, ni para optar por una determinada inversión o participar en una estrategia de trading concreta en ninguna de las jurisdicciones en las que dicha oferta o propuesta pudiera no estar autorizada, ni está dirigido a aquellas personas a las que pudiera estar jurídicamente prohibido dirigir dicha oferta o propuesta. El presente documento tiene únicamente por objetivo presentar una perspectiva general que permita el intercambio de pareceres con el fin de evaluar el grado de interés del cliente. No tiene por objeto sustituir al folleto ni a ningún otro documento legal relativo a un instrumento financiero concreto, que pueden obtenerse de forma gratuita solicitándolos a UBP o en el domicilio social del fondo en cuestión cuando se trate de un fondo. Las opiniones recogidas en este documento no tienen en cuenta las circunstancias, objetivos o necesidades individuales de cada cliente. En el presente documento UBP no evalúa la idoneidad ni la conveniencia de los instrumentos o servicios financieros descritos para ningún cliente en particular, ni tampoco garantiza la rentabilidad futura de estos. El cliente que desee obtener más información sobre un instrumento financiero concreto puede solicitarla a UBP o a su gestor de relación. Cuando el cliente esté valorando la posibilidad de invertir, la información relativa a los riesgos que entraña cada instrumento financiero se le proporcionará a su debido tiempo, por separado y antes de que tome la decisión de inversión. En todos los casos, el cliente deberá tomar sus propias decisiones de manera independiente en relación a los títulos e instrumentos financieros mencionados en el presente documento y valorar personalmente los méritos o la pertinencia de dicha inversión. Antes de realizar cualquier transacción, se ruega al cliente que lea atentamente las advertencias de riesgo y la reglamentación recogidas en el folleto o en otros documentos legales y le instamos a que solicite la opinión profesional de su asesor o asesores en los ámbitos financiero, legal, contable y fiscal en relación a sus objetivos de inversión, a su situación financiera y a sus necesidades concretas. La información general que en él se recoge no es independiente de los intereses de UBP o de otras partes vinculadas, lo que podría entrar en conflicto con los intereses personales del cliente. UBP ha establecido políticas para tratar los casos de conflicto de intereses. Es posible que las inversiones recogidas en el presente documento comporten riesgos que resulten difíciles de cuantificar e integrar en la valoración de la inversión. En general, los productos que tienen un alto nivel de riesgo, como los productos derivados y estructurados, o las inversiones alternativas o no tradicionales (como los hedge fund, private equity, los fondos inmobiliarios, etc.) resultan adecuados únicamente para aquellos clientes capaces de entender y asumir los riesgos que entrañan. La suma invertida no está libre de riesgo y existe la posibilidad de que el inversor no recupere parte o la totalidad de la suma invertida. Las inversiones están expuestas a las fluctuaciones de los tipos de cambio y estas pueden aumentar o disminuir el valor de la inversión. Las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden aumentar o disminuir la rentabilidad del cliente y/o el valor de la cartera. El cliente podría estar expuesto al riesgo cambiario si un instrumento financiero o la inversión subyacente de un instrumento financiero están denominados en una divisa distinta de la moneda de referencia de la cartera de dicho cliente o en una divisa distinta de la del país de residencia de dicho cliente. Si desea más información sobre riesgos, le aconsejamos que consulte el folleto titulado "Characteristics and risks of certain financial instruments". La información recogida en el presente documento no es el resultado de un análisis financiero con arreglo al significado que dan a dicho término las Directivas sobre Independencia de la Investigación Financiera de la Asociación de Banqueros Suizos - ABS (Directives on the Independence of Financial Research) ni constituye un informe de inversiones con arreglo a las normas de la Unión Europea relativas a los mercados de instrumentos financieros. En principio, la normativa de la Unión Europea no se aplica a las entidades de UBP no situadas en la UE, entre las que se encuentran, entre otras, Union Bancaire Privée, UBP SA en Suiza (sujeta a la legislación suiza), en Hong Kong, en Singapur y la filial de Dubái. Se ha hecho lo posible por garantizar que el contenido del presente documento sea basado en información y datos objetivos emitidos por fuentes consideradas fidedignas. No obstante, UBP no puede garantizar que la información recopilada de buena fe sea precisa y completa. Existe la posibilidad de que un cambio de circunstancias posterior a la publicación afecte a los datos recopilados y a las opiniones recogidas en el presente documento. Por consiguiente, la información recogida en el presente documento puede variar en cualquier momento y sin previo aviso. UBP no garantiza, expresa o implícitamente, la información, las proyecciones, ni ninguna de las opiniones aquí expuestas ni se hace responsable de los posibles errores, omisiones o posibles tergiversaciones recogidos en el documento. UBP no garantiza que se actualizará el presente documento ni que se corregirán los errores que en él pudieran haberse detectado después de su publicación. El presente documento puede hacer referencia a la rentabilidad pasada de los instrumentos financieros. La rentabilidad pasada no es necesariamente una indicación de la rentabilidad futura. El valor de los instrumentos financieros puede aumentar o disminuir. Son proyecciones factuales todas las afirmaciones recogidas en el presente documento que no se refieran a la rentabilidad pasada o se remitan a hechos históricos. Las proyecciones factuales no garantizan la rentabilidad futura. Las proyecciones financieras recogidas en el presente documento no constituyen previsiones o presupuestos y son ejemplos puramente ilustrativos basados en una serie de expectativas e hipótesis de trabajo actuales que pudieran no llegar a convertirse en realidad. La rentabilidad, los resultados, el valor de mercado y las perspectivas reales de un instrumento financiero pueden ser considerablemente distintas de las que indican explícita o implícitamente las proyecciones factuales del presente documento ya que todo rendimiento provisional u objetivo está sujeto, de manera inherente, a una gran incertidumbre de carácter económico, de mercado u otra naturaleza que puede influir desfavorablemente sobre la rentabilidad. UBP no se hace responsable de actualizar las proyecciones factuales ante la aparición de nuevas informaciones, porque se produzcan hechos futuros que influyan sobre ellas o por otras razones. Las cifras de rentabilidad recogidas en el presente documento no tienen en cuenta las comisiones de cuenta, otras comisiones, los gastos derivados de la emisión o reembolso de los títulos ni ningún otro coste, ni tampoco los impuestos con los que puedan ser gravados. El tratamiento fiscal de cualquier inversión depende de las circunstancias personales del cliente y puede evolucionar en el tiempo. UBP no ofrece en el presente documento asesoramiento fiscal alguno. El presente documento no refleja necesariamente las circunstancias particulares del cliente. El presente documento es confidencial y se destina al uso exclusivo de la persona a la que se le ha hecho entrega. Queda prohibida su reproducción total o parcial. UBP prohibe expresamente que el presente documento sea facilitado a otras personas, en parte o en su totalidad, sin la autorización por escrito de UBP y declina toda responsabilidad en relación a las actuaciones de terceros a este respecto. El presente documento no será distribuido en los Estados Unidos de América ni facilitado a personas estadounidenses, ni se distribuirá en aquellas jurisdicciones en las que su distribución por parte de UBP esté sujeta a restricciones. UBP ha sido autorizado y está regulado en Suiza por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA - Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers).

Reino Unido: UBP cuenta en el Reino Unido con la autorización de la Autoridad de Regulación Prudencial (Prudential Regulation Authority), está regulado por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) y está sujeto a la regulación limitada de la Autoridad de Regulación Prudencial (Prudential Regulation Authority).

Dubái: El presente documento comercial ha sido publicado por Union Bancaire Privée (Middle East) Limited, sociedad regulada por la Autoridad Dubaití de Servicios financieros (DFSA, Dubai Financial Services Authority). Se destina al uso exclusivo de clientes profesionales y/o contrapartes de mercado y ninguna otra persona cuenta con autorización para emplearlo. Los productos y servicios financieros de los que trata el presente documento se pondrán únicamente a disposición de aquellos clientes que cumplan con el requisito de ser cliente profesional y/o contraparte de mercado. El contenido del presente documento se facilita únicamente a título informativo. El presente documento no deberá ser considerado una oferta o propuesta ni de compraventa de productos financieros ni de participación en estrategias de trading en ninguna jurisdicción.

Hong Kong: UBP es un banco autorizado, regulado por la Autoridad Monetaria de Hong Kong (HKMA - Hong Kong Monetary Authority) y es una institución registrada regulada por la Comisión de Títulos y Futuros (SFC -Securities and Futures Commission) únicamente para las actividades de tipo 1,4 y 9 en Hong Kong. Únicamente se autoriza la oferta y venta de títulos en Hong Kong si los documentos empleados 1) van dirigidos a «inversores profesionales» con arreglo a la definición de la Ordenanza de Títulos y Futuros, capítulo 571 de las Leyes de Hong Kong (SFO, Securities and Futures Ordinance, Laws of Hong Kong, chapter 571) y son conformes a la normativa recogida en dicha Ordenanza o 2) entran en la categoría de «folleto» con arreglo a la definición de la Ordenanza de Empresas, capítulo 32 de las Leyes de Hong Kong (Companies Ordinance [CO], Laws of Hong Kong, chapter 32) o constituyen una oferta pública con arreglo a la definición de dicha OC. Excepto en los casos en los que la normativa de Hong Kong lo autorice, está prohibido que una persona publique en Hong Kong o en otro lugar, o tenga en su posesión con la intención de publicarlo, todo documento publicitario, propuesta o documento relacionado con títulos, dirigido al público de Hong Kong, que pueda ser leido por este o al que este pueda tener fácilmente acceso excepto en el caso de que dichos títulos se destinen únicamente a vinversores profesionales» con arreglo a la definición de la SFO.

Singapur: UBP es un banco de inversión regulado por la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS- Monetary Authority of Singapore), es asesor financiero exento con arreglo a la ley relativa a la asesoría financiera (Financial Advisers Act, chapter 110) de Singapur, autorizado a desempeñar ciertos servicios de asesoría financiera y de acuerdo con la sección 99(1)(b) de la Ley de Títulos y Futuros (Securities and Futures Act, cap. 289) cuenta también con una exención para realizar ciertas actividades reguladas. El presente documento no ha sido registrado como folleto ante la Autoridad Monetaria de Singapur. Por consiguiente, el presente documento o cualquier otro documento o material en el que se recojan recomendaciones generales, tan solo podrá ser distribuido o facilitado, sea directa o indirectamente, en Singapur, 1) a aquellas personas que sean inversores institucionales con arreglo a la sección 274 de la Ley de Títulos y Futuros (SFA - Securities and Futures Act, Cap. 289) de Singapur o 2) a aquellas personas que sean personas relevantes con arreglo a la sección 275(1) o cualquier persona conforme a la sección 275(1A) de la SFA y de acuerdo con las condiciones recogidas en la sección 275 de la SFA o 3) de conformidad con lo dispuesto en las demás disposiciones aplicables de la SFA.

Luxemburgo: UBP ha sido registrado ante la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier), la autoridad de supervisión luxemburguesa.

Italia: Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, opera en Italia en virtud del pasaporte europeo otorgado a la sociedad matriz, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., el cual es válido en todo el territorio de la Unión Europea. Por lo tanto, la sucursal está autorizada a ofrecer los servicios y ejercer las actividades para las que la sociedad matriz, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., ha recibido la autorización en Luxemburgo, donde está regulada por la autoridad luxemburguesa de supervisión, la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Mónaco: El presente documento no constituye una oferta pública o propuesta equivalente con arreglo a las leyes del Principado de Mónaco, pero puede ponerse a la disposición a título informativo de los clientes de la sucursal monegasca de Union Bancaire Privée, UBP SA, banco regulado y sujeto en el ámbito de las actividades bancarias a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución (ACPR - Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) y a la supervisión de la Comisión de Control de las Actividades Financieras (Commission de Contrôle des Activités Financières) en el ámbito de las actividades financieras.

Noviembre de 2018