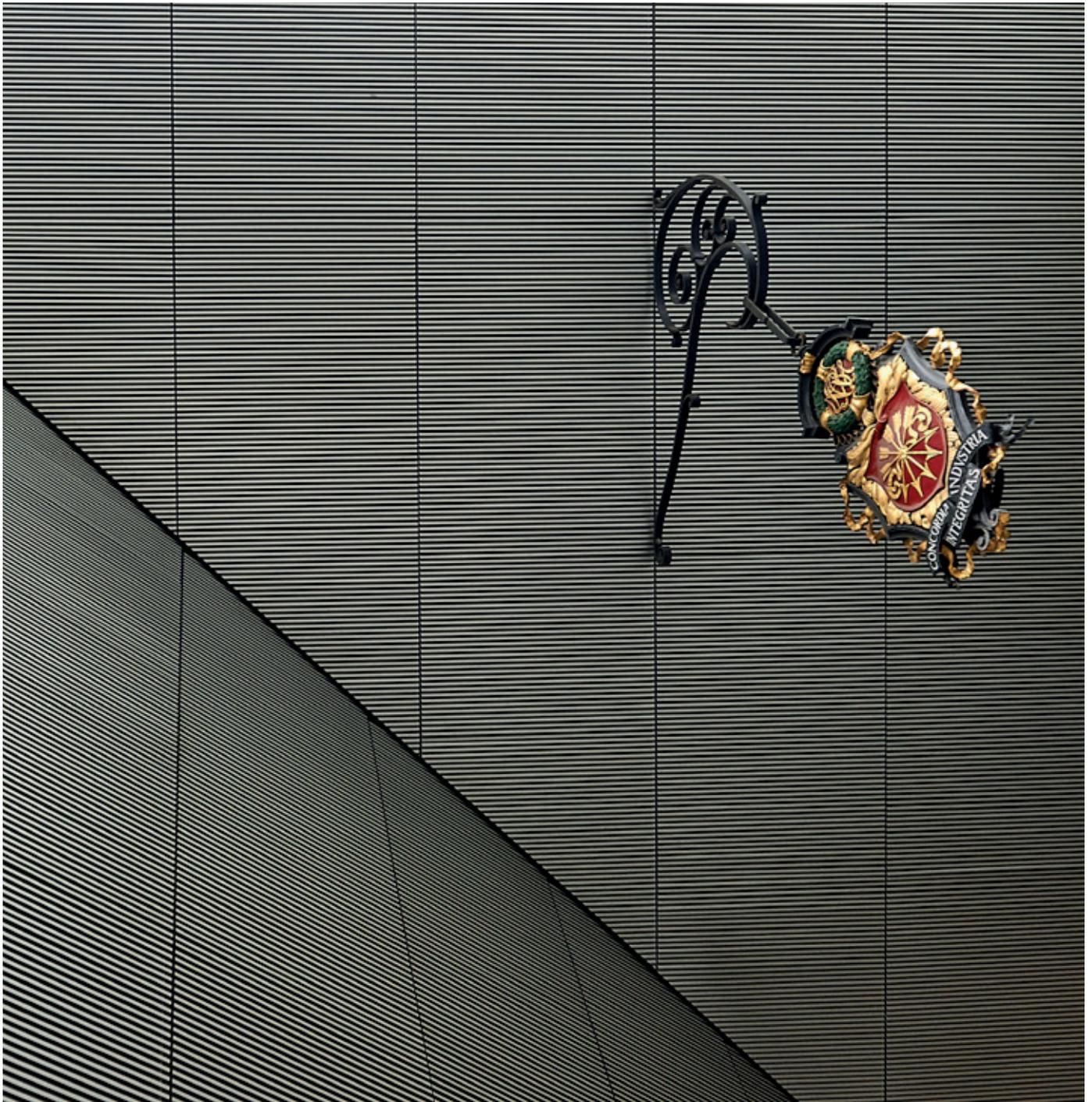


Perspectivas de mercado



Elevando el techo | Una digresión lógica

Número 46 | Julio 2018



Preámbulo

Una guerra comercial total tal vez se esté convirtiendo en la amenaza más inmediata para el ciclo económico actual. Los mercados emergentes han sido los más afectados hasta el momento. Cuentan con algunos de los proveedores más orientados a Estados Unidos y también son vulnerables a la apreciación del dólar y al aumento de los tipos de interés estadounidenses.

Las tácticas y la puesta en escena de la administración de Estados Unidos no son tranquilizadoras. Pero los diagnósticos persistentemente erróneos de los economistas sobre la superabundancia de ahorro en Europa y Asia y el mercantilismo han avivado el resentimiento de Estados Unidos. No obstante, todavía parece prematuro posicionar las carteras para el peor escenario.

En general, seguimos considerando que el comercio y otras tensiones geopolíticas (incluidas las incertidumbres asociadas con el nuevo gobierno italiano, ya hace un mes) son manejables. Por otro lado, todavía existen relativamente pocas señales de exceso macroeconómico.

Nos preocupa menos un déficit en el crecimiento —o la singularidad de la inteligencia artificial que supuestamente se avecina— que la complacencia de los bancos centrales y cierto resurgimiento eventual de la inflación. Asimismo, seguimos aconsejando a los inversores que mantengan cierta protección de la cartera, pero que se abstengan de una reestructuración defensiva espectacular.

La siguiente edición de Market Perspective se publicará en septiembre.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management

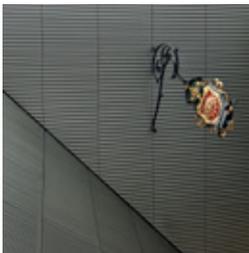


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa que funciona en su interior.

© 2018 Rothschild Wealth Management
Fecha de publicación: Julio de 2018
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Junio de 2018.
Fuentes de gráficos y cuadros:
Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Elevando el techo

Preocupaciones comerciales, pero hay cierto margen de gasto

Los riesgos comerciales son obvios, pero recordemos que el punto de partida es uno en el que los aranceles en general han sido históricamente bajos, no altos; no nos encontramos en la década de 1930. Las medidas que están sobre la mesa todavía no suponen una cantidad que cambie las reglas del juego (figura 1).

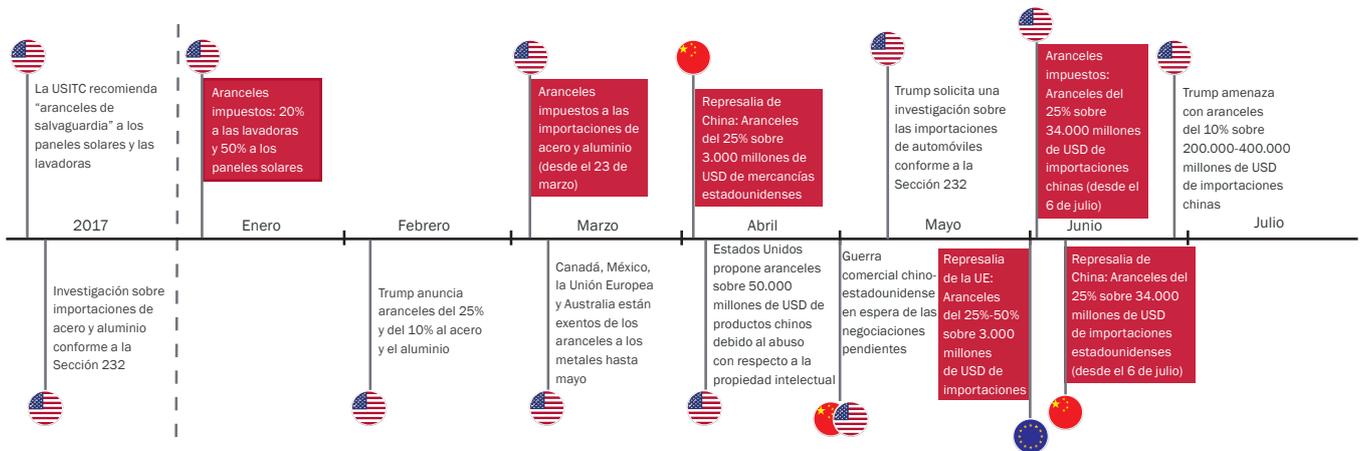
No podemos predecir cómo se desarrollarán los acontecimientos, pero, como hemos señalado, creemos que el sentido común prevalecerá en última instancia. Mientras tanto, analizamos de forma rápida dos áreas en las que las perspectivas de crecimiento cíclico pueden ser más brillantes de lo que se piensa.

La vivienda puede impulsar un mayor crecimiento en Estados Unidos

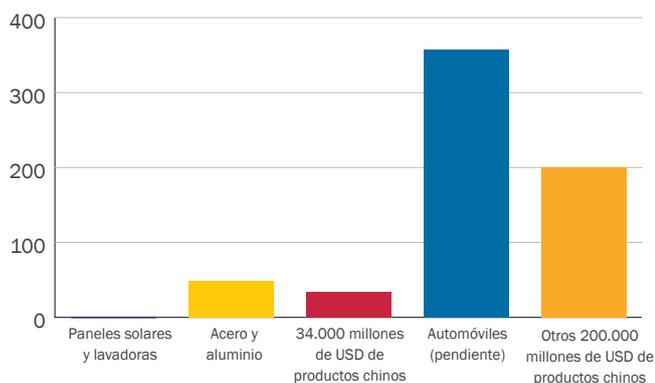
¿Puede el tan desacreditado consumidor estadounidense mantener viva la expansión de la economía del país? Ahora en su décimo año de expansión, si conseguimos llegar al undécimo, se convertirá en el ciclo más largo de la historia. Los consumidores representan la mayor parte de la economía estadounidense (como en la mayoría de los casos), por lo que, si todavía tienen combustible en el depósito, las probabilidades apuntan a que el ciclo se alargará.

Figura 1: Cronología del proteccionismo

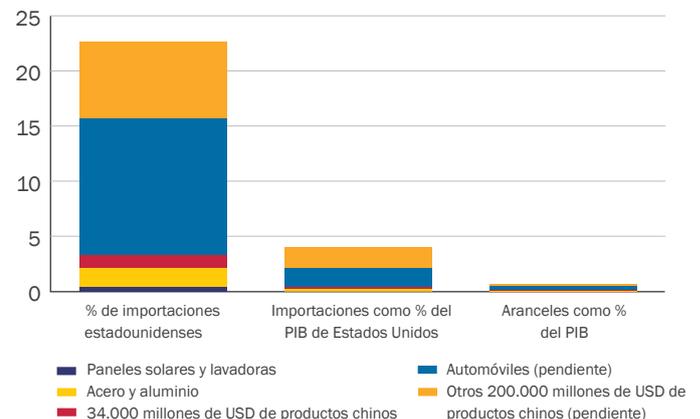
Acontecimientos clave en la actual escaramuza



Importaciones estadounidenses sujetas a nuevos aranceles por valor (miles de millones, USD)



Las importaciones de Estados Unidos están sujetas a nuevos aranceles en términos relativos (%)



Fuente: Bloomberg, Capital Economics, FT, Rothschild & Co Notas: 1. El rendimiento pasado no es un indicador fiable de rentabilidad futura. 2. Se supone que las tasas arancelarias aplicables a "Automóviles" se aplican multilateralmente a una tasa del 25%. Se ha supuesto una tasa arancelaria del 10% sobre otros 200.000 millones de USD de importaciones chinas.

En realidad, los consumidores —individuos y hogares— no solo “consumen”, es decir, compran cosas que satisfacen necesidades y deseos inmediatos (como comida, ropa, alquiler y transporte). También invierten en bienes de capital, principalmente en casas nuevas. Esto puede ser una parte importante del ciclo económico.

Tendemos a pensar en la “inversión” como algo superior al “consumo”. El placer diferido se considera mejor que la gratificación instantánea. Sin embargo, como aprendimos en la década de los 2000, los compradores de viviendas no siempre son tan pacientes como nos gustaría pensar.

La vivienda puede ser tan propensa al gasto excesivo como las ventas minoristas. Los desembolsos de capital son menores que en el caso del consumo, pero más volátiles.

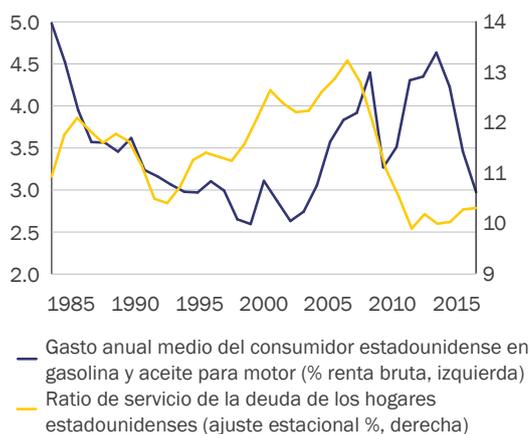
Entonces, si los hogares estadounidenses van a mantener vivo este ciclo, necesitamos ver de cuánto margen disponen para seguir gastando, tanto en consumo como en inversión.

No es fácil. Los depósitos de combustible de los consumidores son más flexibles que los de los automóviles.

Es cierto que su renta real generalmente no varía mucho y que la mayor parte de su crecimiento está impulsado por unas pocas variables clave.

En la actualidad, los impuestos están cayendo, el crecimiento del empleo aparenta ser estable y los salarios se ajustan ampliamente a la inflación. Los riesgos que plantea el encarecimiento del petróleo (para los salarios reales) y el aumento de los tipos de interés (para las rentas netas de inversión) parecen manejables: los precios del crudo son menos importantes que antaño y los cargos por intereses siguen siendo bajos (figura 2).

Figura 2: Petróleo y tipos de interés en perspectiva



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal, BLS, Rothschild & Co

La renta real disponible de los hogares ha crecido recientemente a un ritmo sólido, aunque poco emocionante, de poco menos del 2%. Esta situación podría cambiar, pero quizá no de forma espectacular ni pronto.

La flexibilidad real proviene del margen que los consumidores tienen para variar la cantidad de renta que gastan. Cuanto más confiados se sientan, mayores serán sus tasas de gasto (y menores sus tasas de ahorro).

La confianza refleja todo tipo de cosas: un mercado laboral que está adquiriendo rigidez, por ejemplo, y/o cambios en los tipos de interés (que afectan tanto a la renta disponible como a la atracción relativa del gasto en el presente en oposición al futuro).

También puede reflejar el balance agregado de los consumidores estadounidenses. Pueden disponer colectivamente de los activos (gastar efectivo ahorrado e inversiones) y/o aumentar los pasivos (pedir prestado). El sistema bancario estadounidense tiene una vez más fondos prestables, lo que hace que la última opción sea plausible.

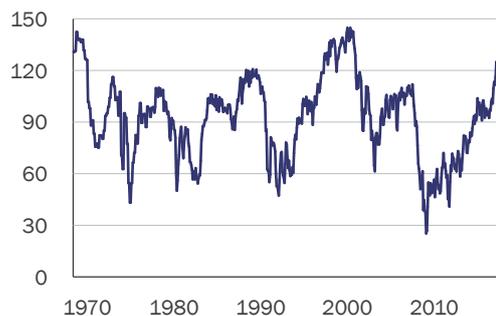
Junto a la creciente renta real, la confianza del consumidor estadounidense es actualmente alta (figura 3). El desempleo es bajo y el patrimonio neto de los consumidores es fuerte (cinco veces el PIB estadounidense —a pesar de toda la deuda— y 4,7 veces por encima del máximo anterior a la crisis). El escenario predispone para que las tasas de gasto aumenten (y las tasas de ahorro caigan).

Esto de hecho ha estado sucediendo. Entonces, ¿qué parte de la flexibilidad potencial en el comportamiento del gasto del consumidor se ha utilizado?

La tasa de gasto en consumo ha recuperado los niveles más altos registrados en los últimos

Figura 3: La confianza del consumidor estadounidense es alta

Índice de confianza del consumidor de The Conference Board (encuesta)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

años (figura 4). Pero el gasto en vivienda nueva no (tal vez debido a la larga sombra proyectada por la crisis relacionada con la vivienda que surgió hace exactamente 10 años).

Esto ayuda a explicar por qué el sector privado estadounidense todavía tiene un excedente de flujo de efectivo (los lectores habituales recordarán que lo señalamos a menudo en estas páginas). Y deja incompleta la recuperación del mercado de la vivienda. La ratio de inicios de construcción de viviendas per cápita permanece muy por debajo no solo del máximo de 2005 alimentado por las hipotecas de alto riesgo (subprime), sino también de las tendencias a más largo plazo (figura 5).

Con los tipos de interés e hipotecarios reales todavía bajos, incluso después de las siete subidas del precio del dinero decretadas por la Reserva Federal hasta la fecha, y con la confianza en niveles elevados, creemos que el gasto en inversión en vivienda puede aumentar aún más.

En lo tocante a las carteras, favorecemos los activos relacionados con el crecimiento frente a los activos refugio. Pensamos que las acciones financieras de Estados Unidos en particular todavía tienen margen. Se benefician del aumento de los tipos de interés, pero también de los préstamos hipotecarios que se producirán si/cuando los consumidores estadounidenses inviertan más en nuevas viviendas.

¿Cerrar la apuesta sobre la austeridad del Reino Unido?

Actualmente, el Reino Unido piensa en la situación general del país, por lo que quizá pueda disculpársele que pase por alto la tendencia cada vez más favorable del endeudamiento del gobierno.

El déficit está disminuyendo de manera constante y más rápido de lo que sugieren las previsiones oficiales más recientes. Como proporción del PIB, vuelve a estar por debajo del 2%, su nivel más reducido desde comienzos de la década de 2000. La ratio de deuda pública está tocando techo (por fin) y se sitúa en un manejable 86%.

Esta tendencia puede continuar. Las proyecciones de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria se basan en un pronóstico de crecimiento muy decepcionante para el Reino Unido inferior al 1,5% entre 2018 y 2022.

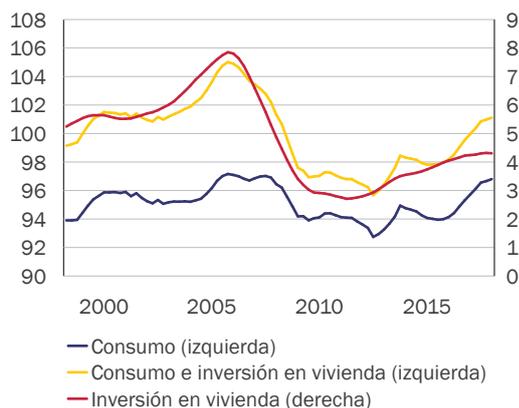
Si el déficit continúa reduciéndose más rápido de lo que implican los planes actuales del ministro de economía, la contención del gasto de los ministerios se relajará. El gasto adicional propuesto para el servicio nacional de salud (NHS) puede resultar más financiable de lo que incluso el gobierno parece pensar.

Por supuesto, incluso antes de una flexibilización fiscal, es probable que el Banco de Inglaterra endurezca la política monetaria (la orientación prospectiva ha vuelto a cambiar implícitamente hace poco). La combinación de políticas posterior a la crisis —ajuste de la política fiscal, política monetaria expansiva— puede revertirse.

Esto podría eventualmente apuntalar a la libra esterlina, lo que resulta competitivo. Nuestro instinto apunta a que el gasto público será más expansivo que la política monetaria. Todavía puede hacerse sentir también en el ámbito político.

Figura 4: Tasas de gasto de los hogares estadounidenses

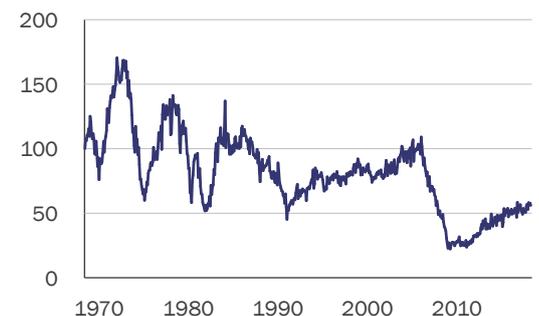
Gasto del consumidor e inversión en vivienda (% renta disponible, 4T media móvil)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

Figura 5: Recuperación incompleta de la vivienda en Estados Unidos

Inicios de construcción de viviendas per cápita en Estados Unidos



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

Una digresión lógica

“Y reza para que haya vida inteligente allá en el espacio...”, Eric Idle

Dejemos de lado el ciclo económico por un momento y analicemos rápidamente otro tema que preocupa a muchos inversores: la proximidad de la inteligencia artificial y su impacto en la economía.

A medida que los robots aprenden a caminar, crecen los temores de que la singularidad —cuando la inteligencia artificial supere a la inteligencia humana— puede estar próxima. No contentos con hacer todos nuestros trabajos, los robots supuestamente pueden optar por tomar el control del mundo.

No estamos convencidos y consideramos que la mayor parte de la tecnología es abrumadoramente buena para las personas y las empresas, algo que debe aceptarse y no ser motivo de temor.

El procesamiento y la destreza ciertamente avanzan rápidamente —en los últimos tiempos, literalmente a pasos agigantados. Desde hace mucho tiempo, los robots compiten con los humanos en el ajedrez y cada vez se aproximan más a las acciones físicas humanas (correr y saltar no son tareas sencillas). Gran parte de lo que leemos en Internet está escrito por un robot (prometemos que no es el caso con este informe).

¿Pero no existe una distinción entre informática e inteligencia? Los ordenadores son sin duda capaces de procesar información más rápido y de una manera más analítica que nosotros, pero ¿les otorga esto la capacidad de pensar?

La denominada amenaza del “maximizador de clips” —en la cual los robots, programados únicamente para hacer tantos clips como sea posible, dedican cada vez más recursos globales a ello y causan todo tipo de daños en el proceso— puede convertirse en realidad algún día. Pero, ¿los maximizadores de clips pensarán y serán capaces de anticipar la respuesta humana a sus acciones?

Gran parte de lo publicado sobre el tema escapa a las intenciones de este comentario. Pero ocasionalmente algo parece aclarar en cierta medida el asunto. El libro de Douglas Hofstadter *Gödel, Escher, Bach* es un buen ejemplo. Un comentario de un blog reciente relacionado con el brexit es otro buen ejemplo.

El autor del blog —que jugó un papel prominente para precipitar el azote actual del Reino Unido— claramente toma en serio la historia de las ideas y el desarrollo del análisis lógico. Publicaron un útil resumen de la teoría de números.

No podemos hacer ningún comentario sobre las matemáticas, pero estamos interesados en los usos que pueden darse a las matemáticas en el ámbito de las finanzas y la economía. (El autor del blog quizá esté equivocado pensando que tiene un papel más importante que desempeñar, pero eso es otro asunto).

El documento contenía dos citas intrigantes. No estaban dirigidas específicamente a la inteligencia artificial, pero reforzaban un escepticismo instintivo sobre algunas afirmaciones que se estaban haciendo al respecto.

La primera es un poco sucinta:

“No puede darse una descripción epistemológica completa de un idioma A en el mismo idioma A, porque la verdad de las oraciones en A no puede definirse en A”. Kurt Gödel

La segunda parece digerible de forma más inmediata:

“El problema general de la verificación del software no puede solucionarlo un ordenador”. – Michael Sipser

Ambas citas se relacionan con la imposibilidad de que un sistema lógico completo y consistente esté contenido en un solo idioma (ya sea inglés o una teoría de conjuntos). Ningún lenguaje está exento de paradojas (el “teorema de incompletitud” de Gödel resultó serlo así para los axiomas que comprenden la teoría de los números).

Si un robot va a liberar a las personas de la tarea de programar, tal vez debamos ser conscientes de esas paradojas, que requieren el uso de otro lenguaje definido independientemente del sistema integrado en el cerebro.

No obstante, la capacidad para establecer un motivo, reconocer la paradoja y pasar de un marco de referencia a otro ha evolucionado en nuestro propio sistema relacional durante muchos siglos y no sabemos cómo lo ha hecho. Entonces, ¿cuáles son las posibilidades de que algo que nosotros mismos programamos haga lo mismo rápidamente?

Volvamos a preocuparnos por la guerra comercial: los robots no pueden cuidar de sí mismos.

Conclusiones de inversión

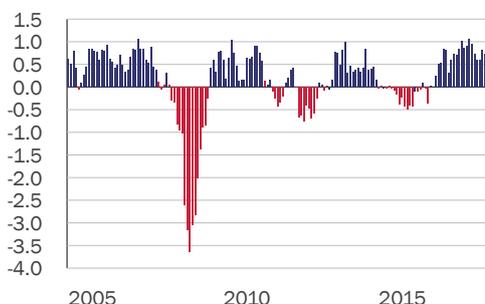
Nuestros gestores de carteras continúan manteniendo cierta protección ante la aparición de volatilidad. No obstante, seguimos pensando que el clima de inversión es favorable y que las valoraciones bursátiles son elevadas, pero no prohibitivas: una reestructuración más defensiva de la cartera podría dejarnos varados si los mercados repuntan. Los recortes fiscales y el crecimiento en Estados Unidos han restituido cierto margen, el riesgo de tipos de interés sigue siendo moderado y los riesgos geopolíticos pueden ser manejables. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.

- La mayoría de las rentabilidades de la deuda pública permanecen firmemente por debajo de las tasas de inflación probables. También es improbable que los bonos corporativos de alta calidad ofrezcan rentabilidades reales positivas, pero en esta fase del ciclo económico seguimos prefiriéndolos a la deuda pública. En la actualidad vemos los bonos y el efectivo como un seguro para las carteras.
- En la zona euro y el Reino Unido, seguimos favoreciendo los bonos de duración relativamente baja. En Estados Unidos, somos más neutrales y vemos cierto atractivo en los bonos indexados a la inflación. El crédito de grado especulativo sigue teniendo algún respaldo cíclico y de la política monetaria, pero ha perdido el margen de maniobra a largo plazo: después de los probables impagos y pérdidas, las rentabilidades podrían tener dificultades para igualar a la inflación.
- Seguimos inclinándonos por las acciones frente a los bonos en la mayoría de las regiones, incluso en el Reino Unido (donde los principales índices están en todo caso impulsados por las tendencias globales). Tenemos pocas convicciones regionales, pero continuamos favoreciendo una combinación de valores de crecimiento cíclico y estructural frente a sectores más defensivos similares a los bonos.
- La negociación en divisas no aporta valor de manera sistemática y tenemos poca convicción actualmente: recientemente han surgido pocos desajustes importantes. El dinamismo cíclico ha vuelto a dirigirse hacia Estados Unidos y el carry de los tipos de interés es el más amplio desde hace muchos años, pero gran parte de esto puede estar descontado. La libra esterlina se ha visto socavada por las tensiones actuales sobre el brexit, pero la combinación de políticas nacionales está cambiando y la previsión a largo plazo parece competitiva. Los riesgos actuales siguen centrados en el euro, donde los tipos de interés más elevados quedan lejos todavía, los datos económicos locales son peores y las fallas políticas son visibles. No obstante, somos escépticos ante el escenario de desastre, y es asequible. El yuan se ha apreciado en relación con la tendencia y la política monetaria está adoptando un cariz expansivo, pero (como Trump nos recuerda) sigue siendo muy competitivo a largo plazo en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). El yen está barato, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. Todavía destacamos solo el franco suizo entre las grandes monedas. Dudamos que su encanto renovado como activo refugio sea atractivo por mucho tiempo. Sigue siendo caro y esperamos que finalmente retome su tendencia a la baja.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

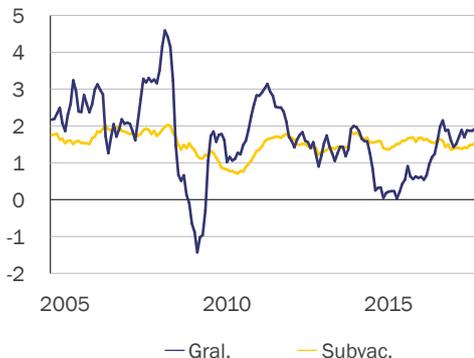
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Índice compuesto de los componentes a futuro de las encuestas de manufacturas de China, Alemania, Japón, Reino Unido y EE.UU. ponderados de forma general por el PIB

Inflación G7

%, interanual



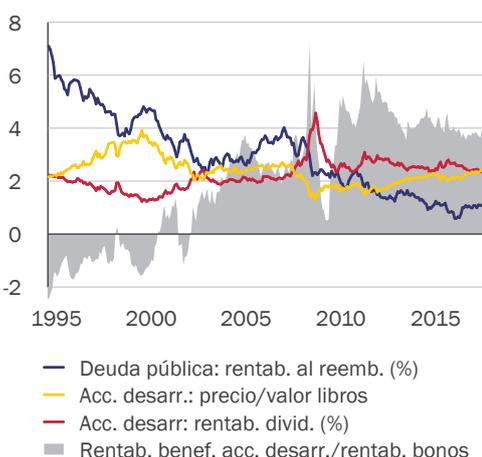
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: valoraciones relativas



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Bonos seleccionados

Rentab. actu., rentab. recientes divis. loc.

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Tesoro EE.UU. 10a	2.9	-2.0	2.9
Gilt RU 10a	1.3	0.6	12.1
Bund alemán 10a	0.3	2.4	7.5
Bonos gob. suizo 10a	-0.1	0.8	2.9
Bonos gob. japonés 10a	0.0	0.5	4.1
Crédito global: grado inversión (USD)	2.0	1.5	8.8
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.5	1.1	18.3
Emergentes (USD)	5.8	-1.2	12.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

Rentab. divid., rentab. recientes divis. loc. (índices MSCI)

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	10.6	27.9
Desarroll.	2.4	10.7	28.1
Emergen.	2.6	10.4	25.4
EE.UU.	1.9	14.1	37.3
Zona euro	3.2	2.7	12.5
RU	4.1	7.7	28.6
Suiza	3.3	-0.2	8.3
Japón	2.1	8.1	8.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

Índices ponder. comerc., nominal (1980 = 100)

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	107	0.8	6.0
Euro (EUR)	125	3.1	10.8
Yen (JPY)	90	1.0	14.9
Libra esterl. (GBP)	77	1.0	-15.9
Franco suizo (CHF)	154	-4.2	-5.6
Yuan (CNY)	134	2.8	-4.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	200	16.6	-10.4
Crudo Brent (\$/b)	79.4	67.5	28.1
Oro (\$/onza)	1,253	0.6	6.2
Metales indus. (1991 = 100)	268	15.7	19.2
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	16.1	40.6	-14.6
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	51.2	-6.4	-43.0

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 30 de Junio 2018.

Notas

En Rothschild Private Wealth ofrecemos una perspectiva objetiva a largo plazo sobre la inversión, estructuración y protección de activos para preservar y acrecentar el patrimonio de nuestros clientes

Ofrecemos una amplia gama de servicios de asesoramiento a algunas de las familias, empresarios, fundaciones y organizaciones de caridad más ricos y exitosos del mundo

En un entorno en el que suele dominar el pensamiento a corto plazo, nuestra perspectiva a largo plazo nos diferencia. Creemos que la preservación como primer enfoque es el enfoque adecuado para la gestión del patrimonio.

Bruselas

Avenue Louise, 166
1050 Bruselas
Bélgica
+32 2 627 77 30

Fráncfort

Börsenstraße 2-4
60313 Fráncfort del Meno
Alemania
+49 69 40 80 260

Ginebra

Rue de la Corraterie 6
1204 Ginebra
Suiza
+41 22 818 59 00

Guernsey

St Julian's Court
St Julian's Avenue
St Peter Port
Guernsey, GY1 3BP
Islas del Canal
+44 1481 705194

Hong Kong

16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
República Popular de China
+852 2525 5333

Londres

New Court
St Swithin's Lane
Londres EC4N 8AL
Reino Unido
+44 20 7280 5000

Manchester

82 King Street
Manchester M2 4WQ
Reino Unido
+44 161 827 3800

Milán

Via Agnello 5
20121 Milán
Italia
+39 02 7244 31

París

29 avenue de Messine
75008 París
Francia
+33 1 40 74 40 74

Singapur

North Tower
1 Raffles Quay #10-02
Singapur 048583
+65 6535 8311

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 71 11

Información importante

Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co con fines meramente informativos y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso de que Rothschild & Co lo autorice expresamente por escrito, queda prohibida la copia, reproducción, distribución o transmisión de este documento, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a ninguna otra persona. Este documento no constituye una recomendación personal o una oferta o invitación a comprar o vender títulos o cualquier otro producto bancario o de inversión. Nada de lo que figura en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal.

El valor de las inversiones y los ingresos que estas generan pueden subir o bajar, y usted podría no recuperar el importe de su inversión original. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura. Invertir para obtener rendimiento entraña la aceptación de riesgos: no puede garantizarse el cumplimiento de los objetivos de rentabilidad. Si cambiara su perspectiva respecto a sus objetivos de inversión y / o su tolerancia a la rentabilidad y el riesgo, póngase en contacto con su asesor personal. Cuando una inversión conlleva exposición a una divisa extranjera, las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden provocar que el valor de la inversión y los ingresos que esta genera suban o bajen. Es posible que los ingresos se obtengan a costa de las rentabilidades del capital. Los rendimientos de la cartera se considerarán como "rentabilidad total", lo que significa que las rentabilidades se derivan tanto de la revalorización como de la depreciación del capital, según se refleja en los precios de las inversiones de su cartera, y de los ingresos recibidos de las mismas mediante dividendos y cupones. Las inversiones en carteras discretionales reales o a modo de ejemplo que figuran en este documento se detallan con fines meramente ilustrativos y están sujetas a cambios sin previo aviso. Al igual que el resto de este documento, no deben considerarse una solicitud o recomendación para una inversión diferente.

Aunque la información y los datos que aquí figuran se han obtenido de fuentes consideradas fiables, no se ofrecen garantías, ya sea de forma expresa o implícita, sobre su fiabilidad y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co no acepta responsabilidad u obligación alguna con respecto a la imparcialidad, precisión o integridad de este documento, la información en la que se basa, o la fiabilidad que se le otorgue. En particular, no se ofrecen garantías respecto al alcance o la razonabilidad de cualesquiera pronósticos, estimaciones, objetivos o proyecciones que figuran en este documento.

Asimismo, todas las opiniones y datos utilizados en este documento están sujetos a cambios sin previo aviso.

Rothschild Wealth Management (UK) Limited distribuye este documento en el Reino Unido. La legislación u otras normativas podrían restringir la distribución de este documento en ciertas jurisdicciones. En consecuencia, los destinatarios del mismo deben informarse acerca de todos los requisitos legales y reglamentarios, y cumplirlos. Con el fin de descartar cualquier posible duda, queda prohibida la copia, el envío o la obtención de este documento en Estados Unidos, o su distribución en dicho país o a una persona estadounidense.

Las referencias a Rothschild & Co que figuran en este documento aluden a cualquiera de las sociedades del Rothschilds Continuation Holdings AG Group que operan bajo el nombre de "Rothschild" y no necesariamente a ninguna compañía de Rothschild & Co en concreto. Las compañías de Rothschild & Co fuera del Reino Unido y las sociedades del Rothschild Trust Group no están autorizadas para operar bajo la Ley Británica de Mercados y Servicios Financieros de 2000 y, en consecuencia, en la eventualidad de que los servicios sean prestados por cualquiera de estas sociedades, no regirán las salvaguardas previstas por el sistema reglamentario británico para clientes particulares, ni podrá accederse a indemnización alguna bajo el Plan de Indemnización de Servicios Financieros del Reino Unido. Si tiene alguna pregunta acerca de este documento, de su cartera o de cualquiera de nuestros servicios, póngase en contacto con su asesor personal.

El Rothschild Group está integrado por siguientes empresas fiduciarias y de gestión patrimonial (entre otras):

Rothschild Wealth Management (UK) Limited. Inscrita en Inglaterra con el nº 4416252. Sede social: New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) de Reino Unido.

Rothschild Bank International Limited. Sede social: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Autorizada y regulada por la Comisión de Servicios Financieros (Financial Services Commission) de Guernsey.

Rothschild Bank AG. Sede social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, Suiza. Autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, FINMA).