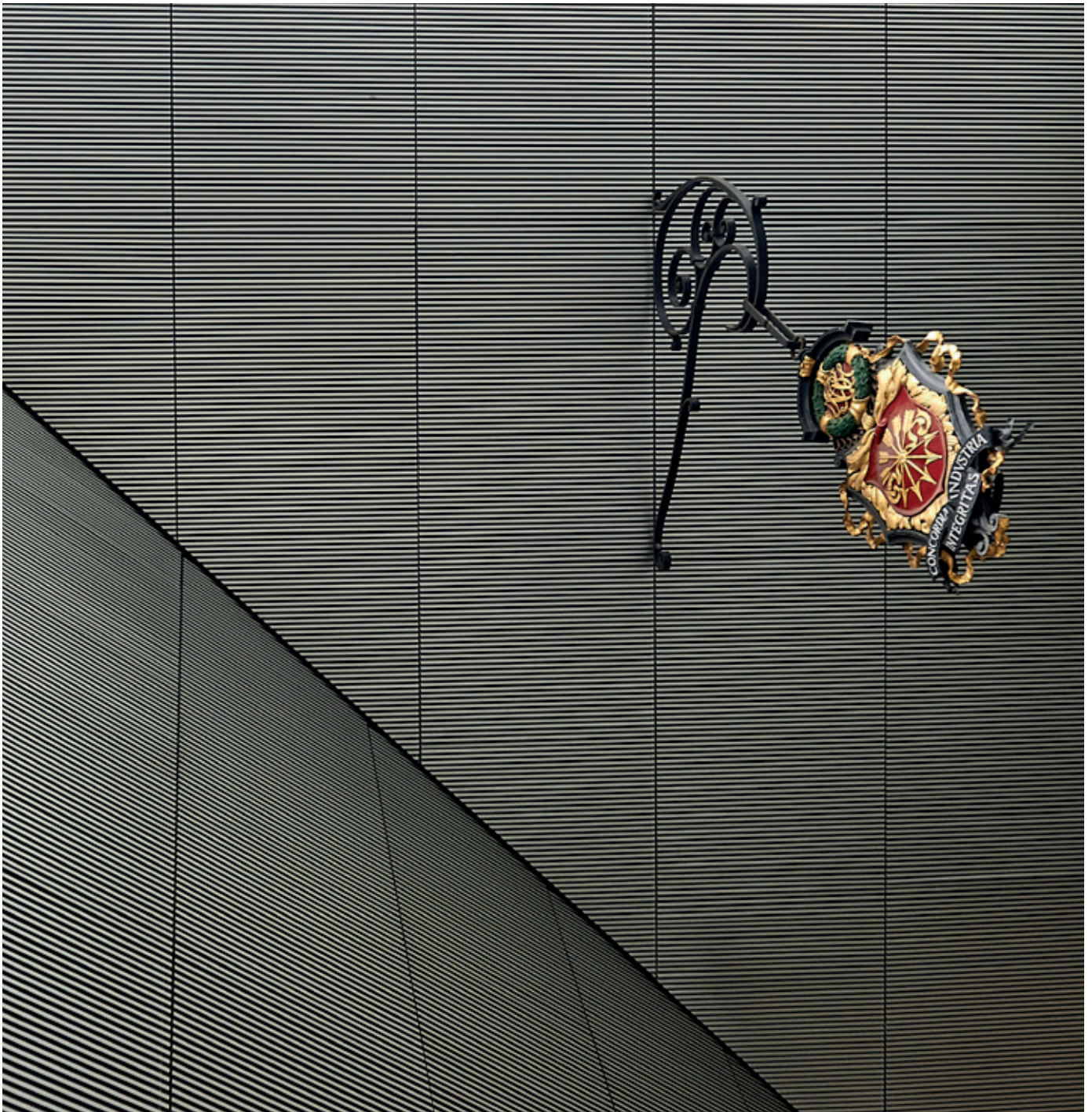


Perspectivas de mercado



La fiesta de cumpleaños | El pesimismo no es profundidad

Número 45 | Junio 2018



Preámbulo

La recuperación de Estados Unidos celebra su cumpleaños. ¡Nueve años este mes!

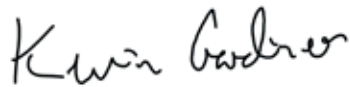
La fiesta de cumpleaños no será excesiva. Este debe ser uno de los ciclos económicos menos queridos de la historia. Su significado, sus personajes aparentemente siniestros y sus inevitables pausas han sido críticamente diseccionadas como una obra de Harold Pinter.

Muchos expertos no querrán celebrar una recuperación que dijeron que no sucedería, que retrocedería rápidamente a una situación de “doble caída” o que implosionaría ante el primer aumento de los tipos de interés de la Reserva Federal.

Las posibles celebraciones se verán eclipsadas por renovadas preocupaciones geopolíticas. Entre estas destacan la formación de un nuevo gobierno poco ortodoxo en Italia, las elecciones no programadas en España, el aparente estancamiento en las negociaciones sobre el Brexit y, por supuesto, los persistentes riesgos planteados por una idiosincrásica administración estadounidense, como, por ejemplo, los peligrosos enfrentamientos por los aranceles. Mientras tanto, los puntos de conflicto en un Oriente Medio cada vez más tenso parecen estar volviendo a cambiar.

No obstante, a medida que el repunte de Estados Unidos se adentra en su décimo año —a poco más de un año de haberse convertido en el ciclo alcista más largo de la historia—, muestra pocas señales de sobrecalentamiento y aún tiene gasolina en el depósito.

Con la próxima recesión y/o crisis financiera en Estados Unidos aún ausentes en el horizonte, seguimos viendo con optimismo el clima de inversión. Nosotros abogamos por continuar protegiendo las carteras, no por una reestructuración de carácter defensivo.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management

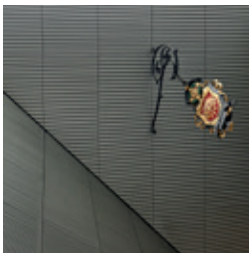


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2018 Rothschild Wealth Management
Fecha de publicación: Junio de 2018
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Mayo de 2018.
Fuentes de gráficos y cuadros:
Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

La fiesta de cumpleaños

“Mire, señor, está usted un poco deprimido para ser un hombre que cumple años”
Harold Pinter, *The Birthday Party*

La Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), registrador oficial del ciclo económico de Estados Unidos, fecha el repunte actual desde junio de 2009. La expansión más larga jamás lograda duró exactamente 10 años (finalizó en marzo de 2001), por lo que otro año supondría un récord.

Irónicamente, el ciclo en el que se recuperó la expresión de “estancamiento estructural” podría ser el más largo. Su llegada fue recibida a regañadientes. En las profundidades de la Gran Recesión, existía la creencia generalizada de que cualquier recuperación sería frágil y se vería eclipsada por el riesgo de la deuda y de la deflación. Fue el mayor “muro de la preocupación” del que tengamos recuerdo.

Sin embargo, no existían factores fundamentales en exceso negativos en las economías estadounidense y global. La crisis financiera de 2008 fue la culminación de las fechorías cometidas en los mercados de capitales liberalizados y sus organismos reguladores, no el síntoma de una economía en estado de quiebra.

La farsa financiera causó mucho daño, pero, a medida que se corrigieron los excesos y se solucionaron las cosas que funcionaron mal, siempre existió la posibilidad real de que el ciclo fuera razonablemente largo.

El crecimiento no ha sido espectacular, pero tampoco ha sido tan débil como muchos piensan. Más recientemente, el suave comienzo de 2018 parece haber sido (como habíamos pensado) errático.

El gasto privado de Estados Unidos ha crecido a un ritmo anualizado de casi el 3%, es decir, muy parecido a la fase anterior de auge económico. No hay señales de falta de inversiones que muchos proclaman. La recuperación de los beneficios ha sido la más fuerte de la historia (como era de esperar, siguiendo a la mayor caída).

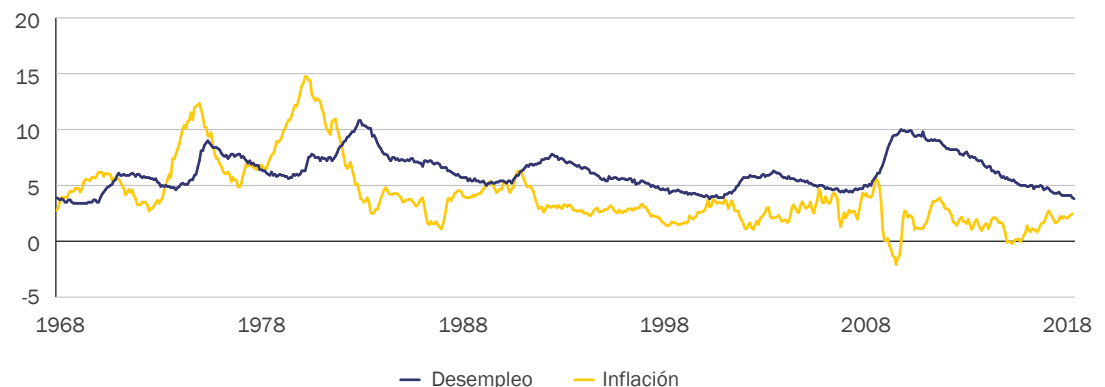
La tasa de desempleo no ha sido tan baja desde 1969 (cuando Inglaterra ostentaba el título de campeón mundial de fútbol). El subempleo también ha disminuido marcadamente, y la productividad del trabajo y la producción pueden haberse subestimado.

Hay pocas señales de sobrecalentamiento. La inflación sigue siendo moderada, aunque esto es menos destacable de lo que inicialmente pensamos: la inflación y el crecimiento no siempre han estado relacionados. La “curva de Phillips”, una correlación negativa entre la inflación salarial y el desempleo, es relativamente moderna.

De forma intuitiva, el crecimiento y la inflación deberían estar relacionados, ya que el

Figura 1: El desempleo en Estados Unidos no ha sido tan bajo desde que Inglaterra ganó el Mundial de Fútbol

Tasas de desempleo e inflación en Estados Unidos, %



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

crecimiento está impulsado en gran medida por la demanda. Pero si pensamos que la oferta está en el asiento del conductor —ya sea debido a la nueva tecnología, a los nuevos proveedores o a las nuevas prácticas de trabajo—, entonces la noción de “demasiado dinero a la búsqueda de muy pocos bienes” es menos convincente.

Mientras tanto, los desequilibrios sectoriales todavía no son motivo de preocupación. Los “déficits gemelos” se comportan bien: los déficits presupuestarios y por cuenta corriente de Estados Unidos suponen aproximadamente el 2% y el 3% del PIB, respectivamente, y la brecha entre los dos es uno de los secretos mejor guardados de este ciclo, es decir, el superávit del sector privado.

Al adentrarnos en el décimo año de un repunte, sin que los consumidores y las empresas estadounidenses se hayan endeudado imprudentemente, sino que, por el contrario, estén suministrado liquidez al conjunto de la economía, cabe destacar que es poco menos que sensacional.

Esto puede cambiar. Y el déficit público subirá marcadamente a medida que los recortes de impuestos y el aumento del gasto tengan efecto. Los aranceles no evitarán que el déficit por cuenta corriente estadounidense aumente (si lo consiguen, aparecerán preocupaciones que detallamos abajo). Todavía podría producirse demasiada demanda como para estar tranquilos.

El mes pasado sugerimos que la causa de la eventual desaparición de este ciclo probablemente será anticuada: el riesgo de aumento de la inflación y de los tipos de interés. Pero claramente todavía no estamos en esa situación.

El pesimismo no es profundidad

“Mantengamos un poco de perspectiva. No todos los problemas son sinónimo de Crisis, Peste, Epidemia o Amenaza Existencial, y no todos los cambios suponen el Fin de Esto, la Muerte de Aquello o el Amanecer de una Nueva Era. No confundamos el pesimismo con la profundidad...”

Steven Pinker, *Enlightenment Now*

No extraigamos conclusiones sombrías de forma precipitada

La respuesta a la formación, caída y posterior resurrección de un nuevo gobierno en Italia y al derrumbe del gobierno de España muestra que el pesimismo sigue siendo un escenario predeterminado común.

Aparentemente, nos enfrentamos a la ruptura del euro y de la Unión Europea (UE) en general, el comercio mundial está a punto de colapsar, hemos entrado en una nueva era de inseguridad geopolítica y la democracia occidental está condenada al fracaso.

Todavía no hemos atajado la deuda ni encontrado nuevos empleos para cuando los robots nos hayan sustituido.

Si una divisa devaluada llevara a la prosperidad económica, el Reino Unido habría sido uno de los países destacados en la posguerra.

¿De verdad? El último libro de Steven Pinker no solo actualiza las razones objetivas para cuestionar la visión de “apocalipsis ahora” sobre la actualidad, sino que arroja luz sobre la máquina de generar noticias en sí misma. Quienes eran aprendices de escritor durante la adolescencia reconocerán lo que dice Pinker sobre el encanto de las generalizaciones llamativas o, al menos, deberían hacerlo.

Sin duda, en algún momento, se producirá otra recesión económica y otra crisis financiera. El mes pasado revisamos algunas posibles primeras señales de alerta: vimos algunas luces ámbar, pero pocas luces rojas parpadeantes. Actualmente estamos igual.

Italia: drama, no crisis

Para adaptar un viejo dicho: “Las cosas en Roma no destilan esperanza, pero, aun así, no son graves”. La inestabilidad política es una situación habitual.

La coalición de Liga/Movimiento 5 Estrellas está reavivando la posibilidad de que se produzca un Italexit, después del Brexit, aunque esto parece prematuro. Hasta el momento, la reacción de los mercados ha sido más moderada.

Una alianza de populistas de izquierda y de derecha no es ninguna sorpresa. Ambos consideran que los problemas de Italia son culpa de agentes externos, aunque no coincidan en sus nombres.

La Liga fue en origen un partido político separatista del norte del país, pero más recientemente ha adoptado una visión nacionalista y fuertemente contraria a la inmigración. El Movimiento 5 Estrellas es un partido político de reciente creación, sensibilizado con el medio ambiente y primordialmente antisistema. Ambos tienen una actitud crítica hacia el euro.

Sobre el papel, la coalición es euroescéptica, xenófoba y temeraria, pero no todas sus ideas son malas. No parece que la situación vigente sea óptima. El PIB de Italia está volviendo a crecer, aunque por debajo de los niveles observados en 2005.

La “renta ciudadana” propuesta por el Movimiento 5 Estrellas es una idea barajada desde hace largo tiempo en las finanzas públicas: suaviza la compleja relación entre impuestos y prestaciones públicas que puede disuadir a las personas de aceptar un empleo. La noción de la Liga de tipos de gravamen “planos” también es creíble: los códigos impositivos más simples son mejores.

Sin embargo, si se fijan en niveles costosos, estas políticas podrían hacer resurgir el endeudamiento, una violación de las directrices del euro y un aumento adicional de la ya elevada ratio de deuda pública de Italia.

Mientras tanto, revertir la reforma de las pensiones podría hacer que sea más fácil (incluso) para los italianos dejar de trabajar. Terminar con los rescates bancarios y reducir algunos requisitos de capital podría debilitar el sistema bancario.

Pero las políticas de coalición, inicialmente al menos, podrían impulsar el crecimiento, como en Estados Unidos, donde los expertos contrarios al presidente Trump pasaron por alto el impacto potencial de la reducción de impuestos.

Esto debe tenerse en cuenta: posponer la resolución de los problemas permite ganar tiempo, y el tiempo puede ser valioso (incluso cuando los tipos de interés son bajos). Ese camino podría ser largo. La deuda del gobierno italiano está principalmente en manos de inversores nacionales, y su vencimiento medio (siete años) no es corto. La deuda privada no es un problema.

Sin embargo, el resultado más probable es que nada cambie demasiado. Gobernar es difícil: que se lo pregunten al presidente Trump. Deben tomarse decisiones difíciles, hay que trabajar, y siempre es más fácil criticar que crear. Los grandes egos no hacen concesiones fácilmente, especialmente si tienen que mantener la “popularidad”.

También existen los controles y los equilibrios constitucionales: el presidente, las regiones, la pequeña mayoría, el hecho de que los votantes italianos no son tan euroescépticos como su nuevo gobierno.

En realidad, culpar al euro de la deficiente evolución económica de Italia —como hacen muchos comentaristas incluso fuera de Italia— simplemente no resistiría la realidad. Si una divisa devaluada llevara a la prosperidad económica, el Reino Unido habría sido uno de los países destacados en la posguerra. Las divisas también pueden convertirse en chivos expiatorios.

Si el pobre rendimiento económico de Italia es crónico, no urgente, también puede serlo la amenaza que su nuevo gobierno representa para el euro, en caso de que materialice sus pretensiones. Los gobiernos italianos en las últimas décadas han durado de media poco más de un año.

Mientras tanto, la atención del mercado se centrará en el presupuesto previsto, que probablemente se presentará y comunicará a la UE después del verano.

El riesgo político y el fin de la democracia

El nuevo gobierno de España no tendrá un mandato convincente hasta que se celebren las elecciones generales (en 2020 a lo más tardar), y afronta la difícil tarea de tratar de mantener unidas las diversas fisuras regionales y nacionales. Su economía se encuentra en

mejor forma cíclica que la de Italia, su deuda es menor y su electorado es más entusiasta con respecto al euro. El resultado más probable es la incertidumbre y la deriva.

En general, el riesgo político de la zona euro ha revivido ligeramente. Al margen, esto hace que un ciclo fuerte de inversión de capital, un BCE más restrictivo y un euro exuberante sean (incluso) menos probables que antes. Aunque, con una visión descendente (top-down), todavía preferimos firmemente las acciones a los bonos, incluso ahora.

La política occidental en general (Suiza aparte) parece febril en los últimos tiempos. Fiel a la forma, afrontamos una avalancha de análisis que proclaman el fin inminente de la democracia.

Algunos columnistas y escritores desconocen la distinción entre representación y delegación. Es fácil olvidar los límites prácticos de esto último (a pesar de los notables esfuerzos de Suiza, siendo el ejemplo más reciente, el referéndum de *Vollgeld*). La igualdad de derechos hace que el mercado político sea menos eficiente que el comercial. Tenemos exactamente un voto cada uno. No todos podemos participar en todas las decisiones.

La democracia en la práctica no se trata de elegir políticas “óptimas” a partir de un menú de opciones. No puede ser así, como lo han demostrado escritores tan diversos como Kenneth Arrow y Jean-Jacques Rousseau (y esto supone que las opciones del menú al menos son consistentes internamente, en comparación con el tipo de “bufé libre”).

En cambio, al igual que el capitalismo, puede ser simplemente el sistema menos malo. Esto no es una crítica. Al igual que con el capitalismo, de nuevo, las noticias sobre su muerte son prematuras. Puede que no nos guste lo que hacen los votantes, pero el hecho de que puedan hacerlo nos dice que la democracia está viva y en buen estado.

Cuando los recién elegidos comienzan a cambiar las reglas electorales, entonces nos preocupamos.

Los aranceles de Trump

Una guerra comercial en toda regla merecería titulares aterradores.

Los acuerdos comerciales actuales no son perfectos (una de las razones para pensar que en última instancia la razón prevalecerá, véase más abajo). Los ganadores (gobiernos y proveedores nacionales) siempre pueden compensar a los perdedores (consumidores).

No obstante, encarecer las importaciones probablemente empeorará la situación del ciudadano medio. A menos que se les devuelvan inmediatamente los aranceles —en cuyo caso, ¿para qué molestarse? —, ya que el poder adquisitivo es menor y las opciones menos atractivas.

Si los productos nacionales son sustitutos cercanos de las importaciones, los consumidores podrían pasarse a ellos por completo. No se recaudarían ingresos arancelarios, y los proveedores nacionales se beneficiarían de mayores ventas (y posiblemente de los precios). Sin embargo, los consumidores seguirían siendo menos felices: podrían haber comprado productos y servicios locales desde el primer momento, pero decidieron no hacerlo. Además, no siempre existen alternativas nacionales.

Están produciéndose diversas escaramuzas: los aranceles nuevos y propuestos por Estados Unidos sobre paneles solares, acero, aluminio y automóviles; las decisiones de Estados Unidos sobre los derechos de propiedad intelectual y la transferencia de tecnología; y las respuestas de los principales socios de Estados Unidos, especialmente la UE, Canadá, México y, por supuesto, China.

Los desequilibrios comerciales no siempre son el resultado de prácticas “desleales”. Por lo general, reflejan ciclos comerciales divergentes o problemas estructurales.

Estados Unidos ha tenido un déficit por cuenta corriente de forma prácticamente continuada en las últimas décadas, y ahora tiene aproximadamente 8 billones de dólares en pasivos internacionales netos. Pero esto último también puede verse influido por el comportamiento relativo de los mercados estadounidenses, que son vistos normalmente por los mercados con ecuanimidad. Los activos tangibles y las inversiones de capital de los consumidores estadounidenses ascienden aproximadamente a 64 billones de dólares.

Las decisiones de Estados Unidos parecen ser una apuesta arriesgada asumida sin que exista una necesidad obvia. Pero el juego no está equilibrado. Como hemos observado, China, y no Estados Unidos, es la gran economía más protegida. Los motivos de Estados Unidos son razonables en algunos aspectos, incluso si no estamos de acuerdo con la forma en que los ha planteado.

La desafortunada charla de los economistas sobre la superabundancia de ahorro en Alemania, Japón, China y/o Arabia Saudí no ha ayudado. Ha parecido como si los desequilibrios fueran el resultado deliberado de estrategias nacionales. Trump ha estado escuchando.

Las medidas tomadas hasta la fecha son manejables, ya que suponen pequeñas fracciones de un punto porcentual del PIB de Estados Unidos. Hemos visto signos de disposición a hacer concesiones incluso por parte de Estados Unidos (el más notorio, tal vez, la actitud “comprensiva” hacia el fabricante de móviles chino ZTE). China ha mostrado una postura relativamente constructiva —como habíamos sugerido—, reconociendo la necesidad de seguir adelante con la apertura de su propia economía (su cuenta de capital está mayormente cerrada, por ejemplo). Su aceptación de una responsabilidad más global tal vez ayude a explicar su apoyo entre bambalinas a las negociaciones con Corea del Norte.

¿Conclusión?

En nuestra opinión, la incertidumbre en torno a la UE y las tensiones comerciales justifican el uso de protección para la cartera, no una reestructuración más defensiva.

En términos de las observaciones de Steven Pinker citadas anteriormente: si esperamos que algo termine, podría ser el escepticismo hacia el persuasivo diagnóstico de 1989 de Francis Fukuyama acerca de que el mundo en realidad está volviéndose más liberal, no menos (“El fin de la Historia y el último hombre”).

Una cosmovisión individualista, orientada hacia el mercado y racional —lo que Pinker nos recuerda que debemos llamar “progreso”— aún puede estar en ascenso. Y sí, eso significa que tomemos en serio el posible fin del final de “El fin de la Historia”.

Conclusiones de inversión

Nuestros gestores de carteras han estado manteniendo alguna protección ante la reactivación de la volatilidad. No obstante, seguimos pensando que el clima de inversión es favorable y que las valoraciones bursátiles son justas, pero no exageradas: 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 para las subidas, el riesgo de tipos de interés sigue siendo moderado y tanto una guerra comercial como una crisis geopolítica más amplia pueden evitarse. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.

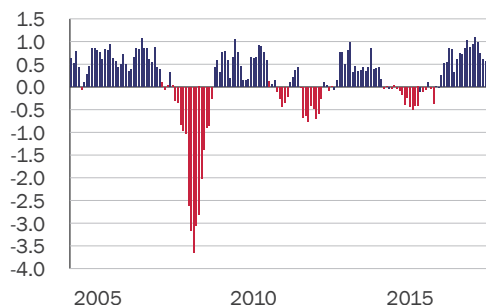
- Incluso ante la inestabilidad reciente, la rentabilidad de la mayoría de los activos de deuda pública permanece firme por debajo de las tasas de inflación probables. Tampoco hay muchas posibilidades de que los bonos corporativos de alta calidad generen rentabilidades reales positivas, pero sus rendimientos han aumentado un poco más y, en esta etapa del ciclo económico, todavía los preferimos 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, hemos sido más neutrales y percibimos 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 incluso menos opiniones firmes de lo habitual: pocos desajustes importantes han surgido recientemente. El dinamismo cíclico ha retrocedido en Estados Unidos, pero el dólar no está barato y el aumento de los tipos de interés puede estar ya descontado. La libra esterlina se ha visto afectada negativamente por las continuas tensiones sobre el Brexit y otro cambio en las previsiones con respecto a los tipos de interés en el Reino Unido, aunque a largo plazo parece estar en un nivel competitivo. Los riesgos actuales parecen centrarse en el euro, que se ha depreciado solo ligeramente ante la incertidumbre italiana. Queda cierto tiempo para que veamos tipos de interés más altos y los datos económicos locales todavía decepcionan. No obstante, somos escépticos ante el escenario de desastre, y es asequible. El yuan es caro en relación con la tendencia, pero está respaldado por datos más firmes y una liberalización más lenta. Por su parte, el yen está barato, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. Todavía destacamos solamente el franco suizo entre las grandes divisas: se ha recuperado, pero dudamos que su atractivo como refugio se mantenga durante mucho tiempo. A largo plazo, sigue siendo caro, y esperamos que finalmente retome su tendencia a la baja.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

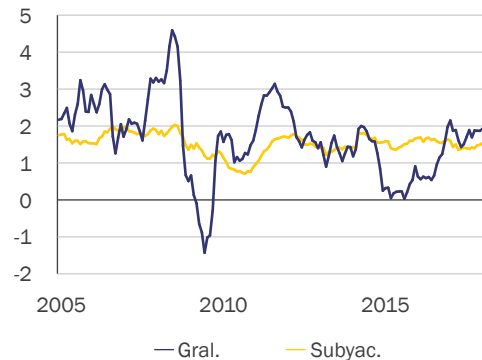
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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



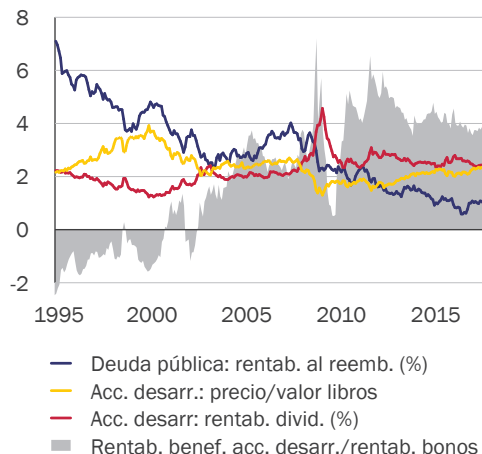
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.8	-1.7	1.9
Gilt RU 10a	1.2	-0.7	10.5
Bund alemán 10a	0.3	1.2	5.6
Bonos gob. suizo 10a	-0.1	0.4	1.9
Bonos gob. japonés 10a	0.0	0.3	3.8
Crédito global: grado inversión (USD)	1.9	1.4	7.2
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.2	1.7	17.1
Emergentes (USD)	5.4	-0.0	12.3

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	23.9
Desarroll.	2.4	10.1	23.7
Emergen.	2.5	14.6	25.0
EE.UU.	1.9	13.0	32.6
Zona euro	3.1	1.4	10.5
RU	4.1	4.6	21.5
Suiza	3.3	-1.2	4.0
Japón	2.1	13.2	6.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	105	-1.6	4.5
Euro (EUR)	123	2.6	10.1
Yen (JPY)	90	-0.3	16.6
Libra esterl. (GBP)	78	1.6	-13.5
Franco suizo (CHF)	153	-3.9	-5.4
Yuan (CNY)	137	5.9	-3.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	202	10.9	-9.6
Crudo Brent (\$/b)	75.4	44.2	15.0
Oro (\$/onza)	1,299	2.3	9.1
Metales indus. (1991 = 100)	279	23.5	18.9
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	17.0	73.5	23.0
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	63.0	16.5	-23.8

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

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).