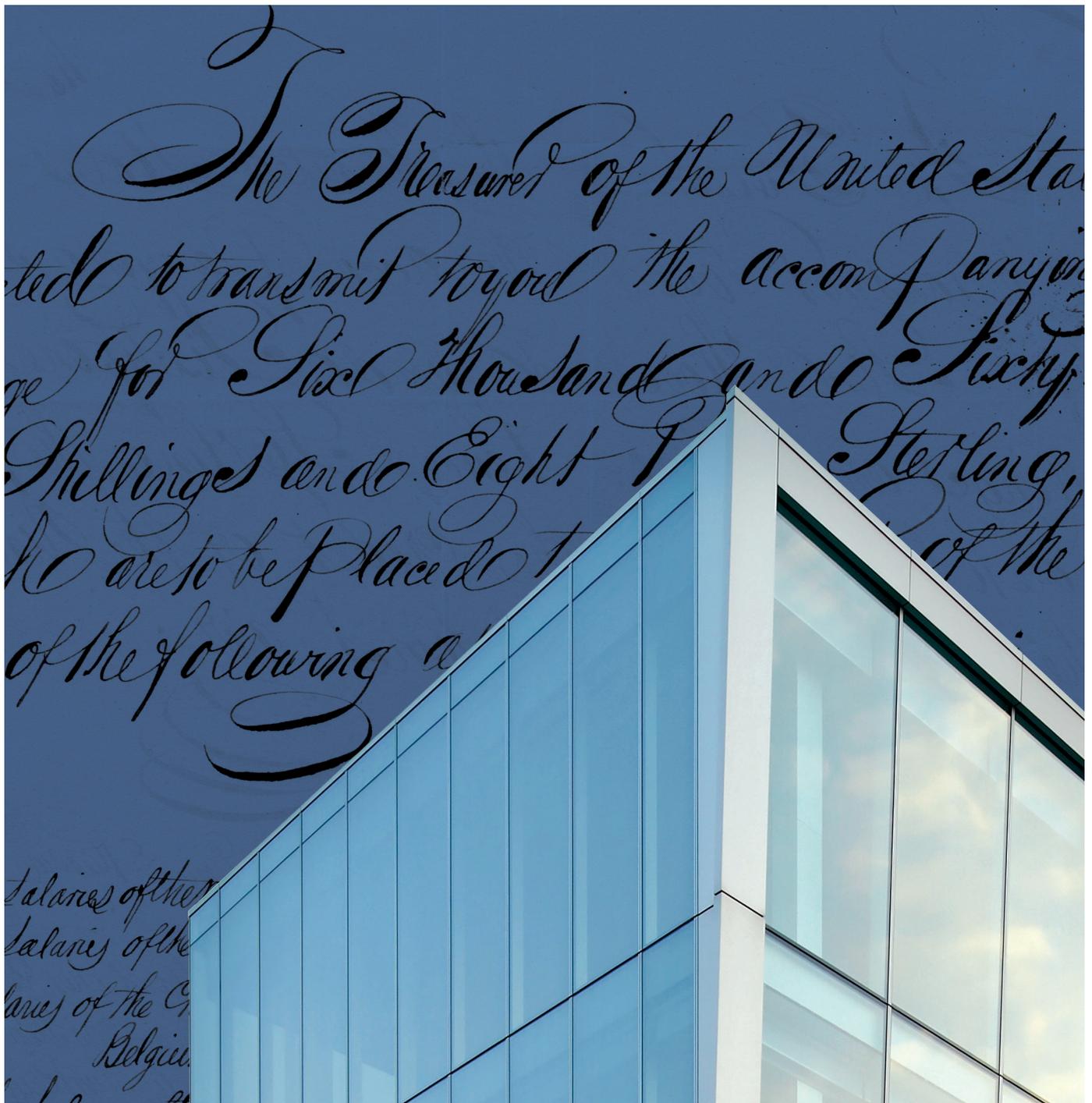


# Perspectivas de mercado



Riesgo de falta de acontecimientos

Número 34 | Abril 2017



# Prólogo

Hace ya algunos meses que venimos señalando que las nubes más visibles en el cielo inversor son políticas, no económicas. Aunque producen intranquilidad, pensamos que no han sido lo suficientemente grandes como para suponer una amenaza que alterase el clima de inversión.

La administración Trump puede tener más en común con sus predecesoras de lo que se había temido. Y no solo por los mecanismos de control y contrapeso, que solo son relevantes si hay algo que controlar y equilibrar. Por supuesto, una actitud de «aquí no está pasando nada» en Estados Unidos no está en absoluto libre de riesgos.

En Europa, la visión populista parece (aún) menos creíble después de los resultados electorales en los Países Bajos y el Sarre alemán en marzo. Ya queda menos de un mes para que concluya la campaña de las elecciones presidenciales francesas: independientemente de quien gane, creemos que el país permanecerá en la UE y en la moneda única.

En Reino Unido el Artículo 50 por fin se ha activado, pero, pese a los esfuerzos de los redactores de titulares de prensa, probablemente traiga tedio y no un drama. Seguimos considerando que la salida del Reino Unido de la UE será cara, pero no cambiará las reglas del juego.

Por otro lado, la brecha que se ha abierto entre los datos estadounidenses «blandos» (sin verificar) y «duros» (fehacientes) no tiene que ser motivo de preocupación, sobre todo en esta época del año. Un crecimiento persistente con un riesgo de inflación moderado no es (una vez más) un mal entorno de inversión.

No obstante, seguimos recelando de los intentos de averiguar el momento en que se producirá una corrección a corto plazo. Pese a las persistentes preocupaciones —o quizás a causa de ellas—, creemos que el clima de inversión puede seguir siendo fructífero.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

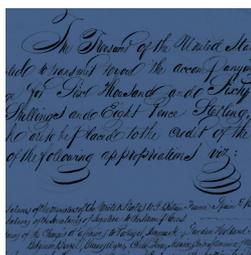


Imagen de portada:  
Primer plano: Nuestra oficina de New Court (Londres)  
Al fondo: Carta dirigida a Nathan Mayer Rothschild del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, de 21 de noviembre de 1834, sobre transacciones mercantiles de carácter general. Por cortesía de The Rothschild Archive.

© 2017 Rothschild Wealth Management  
Fecha de publicación: Abril de 2017  
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Marzo de 2017.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Riesgo de falta de acontecimientos

Política sutil, economía sencilla

«Lo haré...  
No sé aún qué va a ser, mas será  
el terror de la tierra».  
El rey Lear

«Y así se acaba el mundo.  
No con un estallar, con un sollozo».  
Los hombres vanos

## Esas nubes políticas: novedades

¿Se ha malinterpretado la naturaleza de la incertidumbre política planteada por la nueva administración estadounidense?

La creencia generalizada se ha anclado en la perspectiva de unas políticas alarmantes por su audacia y por romper moldes: aranceles, muros, derogaciones legislativas y reformas.

Sin embargo, aunque el presidente habló de una ruptura con la forma de operar de Washington, los nombramientos de su gabinete han sido convencionales. ¿Es Trump contrario a la destrucción del *establishment*, quizás? Actualmente en la capital de EE.UU. hay quienes señalan que más que drenando una ciénaga lo que está es perdido en una.

En verdad, el resurgimiento de la *Realpolitik* no es ninguna sorpresa. Podría, no obstante, tranquilizar a los inversores que estén preocupados por el proteccionismo, que es quizás la amenaza más

obvia que la nueva administración representa para la economía mundial.

Así, la primera cumbre entre Estados Unidos y China transcurrió sin incidentes.

Hemos señalado anteriormente que China, y no Estados Unidos, es la gran economía que más protegida está (figura 1). Es solo que los gobernantes chinos no son plenamente conscientes de ese hecho, pero tienen previsto cambiarlo gradualmente. ¿Cómo, si no, puede China ocupar lo que percibe como su lugar legítimo en la economía y los mercados de capitales globales?

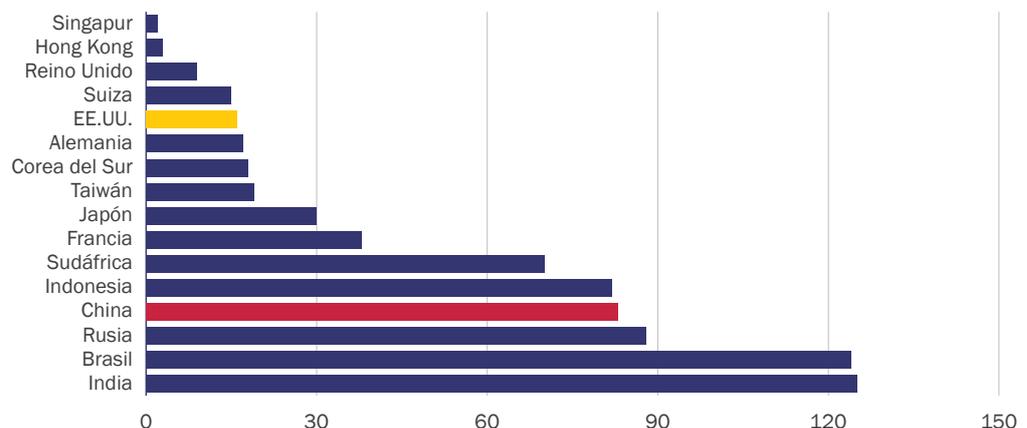
Así, según se informa, el presidente Xi está haciendo algunas concesiones que probablemente habría hecho en algún momento en cualquier caso. Y ello podría recibirlo con agradecimiento un presidente Trump que necesita una victoria pública, pero a quien sus asesores habrían advertido del peligro económico, y de las dificultades burocráticas, de utilizar el gran garrote que agitó en la campaña electoral.

Por otro lado, la respuesta del presidente Trump a los últimos y horribles acontecimientos en Siria ha sido sorprendente porque es casi convencional: otros presidentes recientes quizás hubiesen hecho lo mismo.

De forma más general, el énfasis que pusimos después de noviembre en los legendarios

## Figura 1: China es la gran economía menos abierta

Indicadores compuestos de apertura económica: países seleccionados, clasificaciones medias (1 = óptima)



Fuente: Fundación Heritage, BIRD, Foro Económico Mundial, Rothschild & Co. El gráfico muestra las clasificaciones medias del informe «Economic Freedom» («Libertad económica») de 2017 de la Fundación Heritage, del informe «Ease of Doing Business» («Facilidad para hacer negocios») de 2017 del BIRD y del informe «Enabling Trade» («Facilitar el comercio») de 2016 del Foro Económico Mundial.

«controles y contrapesos» constitucionales estadounidenses había asumido que habría algo que controlar y equilibrar. ¿Pero qué sucede si la estrategia del nuevo presidente tiene aún menos rumbo del que habíamos imaginado?

¿Qué ocurre si el verdadero riesgo es, en cambio, (más) disfuncionalidad en el corazón de las decisiones políticas en Estados Unidos?

Si esto es así, los inversores no pueden relajarse. En lugar de un inminente riesgo de acontecimientos de fuerte repercusión, podrían afrontar un punto muerto cada vez más enquistado que finalmente socave la capacidad de gobernar el país y deje un vacío, más que un torbellino, en el centro de la geopolítica: una especie de «riesgo de falta de acontecimientos».

Como hemos sugerido, incluso un Congreso «controlado» por los republicanos podría no hacer la voluntad del presidente, como vimos con la falta de votación en torno a la reforma sanitaria. Las elecciones de mitad de mandato que podrían suponer cierta recuperación de los demócratas se celebrarán tan solo dentro de 19 meses. Asimismo, otro «cierre» del gobierno relacionado con el presupuesto se convertirá en una posibilidad a partir de mayo. ¿Más de lo mismo?

Tomando esta perspectiva, las nubes políticas en Estados Unidos siguen estando presentes. Pero podrían encontrarse más lejos y ser menos nítidas de lo que se había temido inicialmente.

En Europa, no obstante, el cielo podría haberse despejado un poco: la visión populista quizás parece menos convincente que antes (y nosotros éramos escépticos al respecto para empezar). Entre los recientes acontecimientos figuran los siguientes:

- los populistas resultaron ser menos populares de lo esperado entre los votantes neerlandeses;
- la canciller Merkel demostró ser más popular de lo esperado en el Sarre alemán;
- uno de los populistas franceses parece popular entre los inversores, y
- el populismo británico, ahora que el Artículo 50 se ha activado formalmente, hasta ahora ha traído tedio y no un drama (a pesar de los titulares de prensa).

### Novedades sobre el brexit

En relación a esta cuestión, podría ser útil recordar a los lectores por qué creemos que el probable impacto que tendrá en las inversiones la futura salida del Reino Unido de la Unión Europea seguirá siendo relativamente bajo.

No es porque esperemos una resolución rápida y favorable. Hemos asumido que el desenlace final será hacia el extremo «duro» de las 57 variedades de *brexit* que se están ofreciendo.

La postura negociadora del Reino Unido está ligeramente debilitada por el hecho de que sus socios saben nuestro precio de reserva: el Reino Unido va a abandonar la UE y a endurecer los controles sobre la inmigración. Además, los socios tienen menos que perder que el Reino Unido: la proporción del PIB británico representada por las exportaciones visibles a la UE (12%) es mucho mayor que la cantidad del PIB de la UE representado por exportaciones similares al Reino Unido (3%).

El Reino Unido tiene un déficit comercial combinado de bienes y servicios del 2 % del PIB británico con la UE, y algunos expertos sugieren que podría dejar de comerciar con la UE y obtener una ganancia equivalente. En realidad, el Reino Unido no fabrica muchas de las cosas que importa, y dejar de comerciar completamente sería como cortarnos la nariz para fastidiar a nuestra cara.

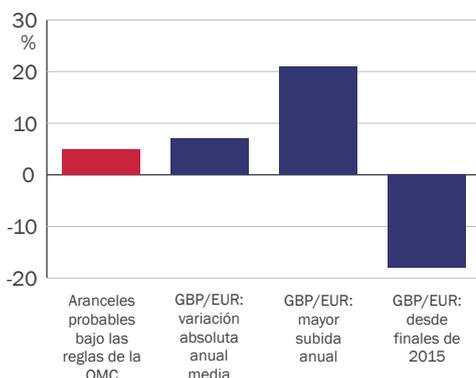
El “peor” desenlace más realista —la opción de la Organización Mundial del Comercio (OMC)— es quizás menos desalentador de lo que suena.

Si no se firmaran nuevos acuerdos comerciales, con la consiguiente vuelta al enfoque de la «nación más favorecida» integrado en las normas de la OMC, no significaría que el comercio entre el Reino Unido y la UE cesara, ni que el Reino Unido «perdiera» acceso a los mercados de la UE.

En cambio, probablemente supondría la reimposición de aranceles sobre al menos la parte de las exportaciones británicas que van a la UE (y probablemente sobre las importaciones británicas desde la UE, a menos que el Reino Unido se sienta especialmente magnánimo o liberal).

**Figura 2: Aranceles y volatilidad de los tipos de cambio estimados**

Aranceles probables bajo las reglas de la OMC sobre exportaciones e importaciones británicas, y fluctuaciones de la libra esterlina desde 1996 (%)



Fuente: Civitas, Datastream, Rothschild & Co

Las estimaciones de estos aranceles sugieren que podrían situarse en una media de alrededor del 5% en todo el comercio visible. Pero por ejemplo la volatilidad rutinaria de los tipos de cambio es comparable en magnitud. Desde 1996 la variación anual absoluta media del tipo de cambio libra esterlina/euro (o su equivalente previo a 1999) se ha situado en torno al 7%, y en un año (1997) el tipo de hecho subió más de un 20 % sin que ello supusiera el fin del mundo para los productores británicos.

## Dentro de 5 a 10 años, cuando la economía británica sea confortablemente mayor que hoy, los desalentados defensores de la permanencia en la UE deberían esperar que se les dijera que tal crecimiento fue el resultado de marcharse.

Desde finales de 2015, los productores británicos se han beneficiado de una mejora de la competitividad, ya que el tipo de cambio ha caído alrededor de un 18%.

Los aranceles son permanentes, mientras que los tipos de cambio de las divisas no suelen serlo, pero una carga del 5 % está lejos de ser insalvable. Y quizás eran el doble de grandes cuando el Reino Unido se incorporó a la CEE en 1973: en otras palabras, el refugio que provee el comercio libre de aranceles dentro de la UE es hoy día la mitad de valioso que inicialmente, reflejo de la progresiva liberalización del entorno del comercio global.

Las fricciones relativas a la ausencia de aranceles —inspecciones, certificaciones, etc.— pueden ser igual de importantes, si vuelven a introducirse, que los aranceles. En la actualidad, una gran parte de las manufacturas está integrada verticalmente en fronteras nacionales, y las configuraciones logísticas just-in-time son importantes. Pero estas restricciones, como los aranceles, no han impedido a otros países comerciar rentablemente con la UE.

Sospechamos que incluso el sector de los servicios financieros seguirá en pie cuando el Reino Unido deje de pertenecer a la UE. No hay un «mercado único» en finanzas que abandonar,

y el Reino Unido tiene una posición sólida en virtud de su cultura, idioma y huso horario. Asimismo, es fuerte a nivel global en áreas como los seguros especializados y las operaciones en divisas. Los servicios financieros no han llegado tarde a la fiesta de la economía británica: han sido una parte importante de la producción británica desde antes de la revolución industrial.

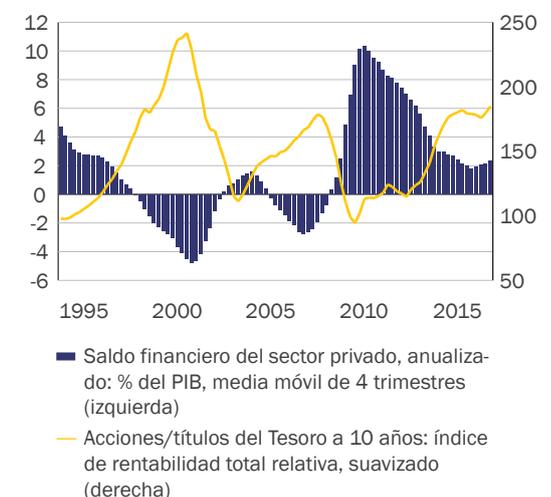
Esto no significa que creamos que abandonar la UE sea bueno para las empresas en el Reino Unido o en el resto de la UE: no lo creemos. En la actualidad, una gran parte del comercio de Reino Unido con la UE se halla prácticamente libre de fricciones: es difícil imaginar que les pueda ir mejor marchándose, o que perder el libre comercio con la UE se compensará mediante otros acuerdos comerciales mejores en otros lugares.

Asimismo, a medida que pasa el tiempo, las simples cargas administrativas y comunicativas impuestas por el abandono de la UE se hacen cada vez mayores, por no hablar de la probabilidad de tener que pagar una considerable comisión de salida (¿entre el 2% y el 3% del PIB?). ¿Somos los únicos que no recordamos haber visto nada sobre esta comisión durante la campaña del referéndum, incluso por parte del bando favorable a la permanencia?

Pero las economías pueden ser resilientes, y la del Reino Unido es relativamente dinámica: los impuestos son bajos y la mano de obra es flexible y está creciendo. Nos parece que los costes, aunque son reales, podrían perderse en la colada.

### Figura 3: Superávit financiero del sector privado de EE.UU.

Ahorro menos inversión privados como % del PIB, media móvil del 4T, %



Fuente: Reserva Federal, Datastream, Rothschild & Co

Lo cual significa que dentro de 5 a 10 años, cuando la economía británica sea confortablemente mayor que hoy, los desalentados defensores de la permanencia en la UE deberían esperar que se les dijera que tal crecimiento fue el resultado de marcharse.

### **Mayor riesgo político y mercados más amplios**

Si la amenaza de una conmoción política inminente en Estados Unidos o la UE se ha disipado, otras nubes geopolíticas podrían estar aumentando de tamaño. Las tensiones en Oriente Medio, Corea del Norte, Sudáfrica, el mar de la China Meridional, Turquía, Ucrania y el terrorismo presentan riesgos variados pero muy claros.

Hay que recordar, no obstante, que los mercados financieros son capaces de mostrar una cruel indiferencia ante las conmociones humanitarias y políticas. A menos que los resultados de la rentabilidad corporativa y las tasas de descuento se vean afectados significativamente, los mercados de capitales son capaces de ignorar incluso acontecimientos políticos importantes.

Hay que tener presente también que el punto de partida es un mundo que en los últimos tiempos, pese a todos los peligros que transmite rápida y gráficamente, ha sido más seguro y menos violento (y más próspero) que en cualquier momento de la historia documentada, un argumento desgranado de forma convincente por Steven Pinker en su libro *Los ángeles que llevamos dentro*, publicado en 2011.

### **Continúa la favorable combinación de crecimiento/inflación**

Los indicios apuntan a que el crecimiento económico global ha continuado a un ritmo respetable en 2017, produciéndose tan solo un incremento moderado de la presión inflacionaria subyacente.

Podría parecer otra cosa en Estados Unidos, donde los expertos están advirtiendo de una brecha entre los sólidos datos «blandos» (como las encuestas) y las débiles cifras «duras» (como el PIB). Pero el año pasado escribimos en este mismo informe, y el año anterior también, sobre la posible estacionalidad residual de los datos del PIB del primer trimestre, y sobre el papel que pueden jugar los inventarios y las importaciones.

En cualquier caso, no todos los datos «duros» han sido débiles: las tendencias de las solicitudes semanales de subsidio de desempleo, por ejemplo, continúan en mínimos de los últimos 43 años, y la tasa de paro vuelve a hallarse en los niveles de 2007.

Como siempre, el contexto es más importante que los decimales. Seguimos considerando que

el persistente superávit de flujo de efectivo existente en el sector privado —reflejo de unos saludables niveles de ahorro personal— es gasolina para el depósito de la madura expansión estadounidense (figura 3).

La cuestión fundamental para los inversores es la rentabilidad de las empresas, y los indicios apuntan a que los datos del primer trimestre mostrarán un nuevo repunte, ya que la debilidad del sector petrolero continúa disipándose y otros segmentos siguen avanzando.

## **La reestructuración de las carteras en un intento de evitar un revés podría dejarnos varados si los mercados suben.**

El crecimiento también se perfila bastante saludable —en torno a una tendencia más apagada a largo plazo— en la zona euro. En China estamos observando el más suave de los aterrizajes suaves; tan suave, de hecho, que podría confundirse con un renovado despegue.

Todo lo cual nos deja con la atención puesta en la normalización de los tipos de interés como el obstáculo económico más probable que encontrarán los inversores en los meses inmediatos. Sin embargo, de momento solo la Reserva Federal (Fed) ha comenzado a hacerlo formalmente. Después de las tres subidas de tipos desde finales de 2015, y existiendo la probabilidad de que se decreten más en 2017, la Fed está por fin hablando de normalizar su balance también, esto es, de permitir que sus participaciones de bonos venzan gradualmente.

Por su parte, el Banco Popular de China ha elevado algunos tipos monetarios a corto plazo en los últimos meses, pero su tipo de referencia, cuya evolución tiene un gran impacto, permanece sin cambios. En la zona euro, el Reino Unido y Japón, los respectivos bancos centrales mantienen una postura públicamente acomodaticia.

Y esta es la razón por la que seguimos pensando que si la inflación reanuda la subida, atizada por una política monetaria excesivamente generosa, es el riesgo económico subyacente del que debemos preocuparnos más. Pero de momento, incluso en Estados Unidos y el Reino Unido, el crecimiento de los salarios y los precios sigue siendo relativamente deslucido.

## Conclusiones de inversión

Nuestro equipo de inversión ha llevado a cabo muchas deliberaciones, pero las opiniones no han cambiado.

Si los mercados hubieran subido solo a causa de las suposiciones respecto a las probables políticas del presidente Trump, y ahora parece —como se ha expuesto más arriba— que su administración tiene escasa dinámica, entonces podríamos tener que reconsiderar nuestro asesoramiento de inversión.

Sin embargo, hemos estado haciendo hincapié en que la economía global y la rentabilidad de las empresas probablemente estaban en mejor forma de lo que se reconoció en general en un primer momento. Las iniciativas de la nueva administración —siempre y cuando se formulen e implementen— podrían ofrecer más margen de subida (al igual que podría ofrecerlo cierta reducción del riesgo político en Europa).

Cierta cautela está justificada. Ahora hace ya más de un año que no ha habido un revés importante en el mercado —las breves ventas posteriores al referéndum de junio y la pequeña corrección de mediados de marzo en realidad no cuentan— y la expansión estadounidense está bien adentrada en su octavo año: los relojes tácticos avanzan. Esa normalización monetaria todavía podría acelerarse. El calendario se está volviendo menos favorable (como en el dicho «vende en mayo...»).

No obstante, adoptamos una visión relativamente a largo plazo, y seguimos pensando que el clima de inversión es ampliamente positivo para los activos vinculados al crecimiento.

- Las acciones no están baratas, pero tampoco están caras de forma alarmante, y creemos que siguen siendo la fuente más probable de rentabilidades de inversión que superen a la inflación. En este contexto, la reestructuración de las carteras en un intento de evitar un revés podría dejarnos varados si los mercados suben.

En cambio, los rendimientos de la mayoría de los bonos gubernamentales continúan por debajo de las tasas de inflación actuales y (pensamos) futuras, y se perfilan caros. Consideramos que en la actualidad los bonos y el efectivo son un seguro para la cartera, no fuentes de rentabilidades que superen a la inflación.

- Los bonos corporativos de alta calidad (renta fija privada) siguen siendo más atractivos que la deuda pública, pero su potencial de subida relativo ahora se presenta más reducido. También parece improbable que arrojen unas

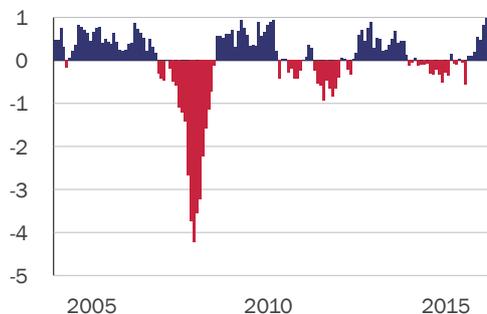
rentabilidades reales positivas. Los bonos de los mercados emergentes, incluso aquellos denominados en divisas fuertes, pueden seguir siendo vulnerables a los aumentos de los tipos de interés en Estados Unidos.

- En general, continuamos inclinándonos por bonos con una duración relativamente baja. En las carteras en dólares, somos más optimistas respecto a los bonos ligados a la inflación, y menos en relación con la renta fija privada con grado especulativo. La deuda pública británica vinculada a índices ha estado descontando cierta inflación importada adicional, mucha de la cual aún no ha hecho acto de presencia.
- Desde un punto de vista puramente top-down, nuestra convicción regional respecto a las acciones sigue siendo reducida. Las preferimos a los bonos en la mayoría de las regiones. Las regiones preferidas son Europa, sin el Reino Unido, y Asia emergente (pese al riesgo relacionado con los tipos estadounidenses). El mercado por el que menos nos inclinamos es el Reino Unido.
- Seguimos privilegiando una combinación de sectores cíclicos y de crecimiento estructural frente a segmentos más defensivos similares a los bonos.
- La convicción respecto a las divisas ha caído aún más: el crecimiento de la zona euro ha sorprendido de la manera más favorable, menoscabando nuestra confianza en la posición menos positiva que mantenemos en el euro, y nuestra paciencia respecto a la libra esterlina sigue poniéndose a prueba (creemos que reaccionó exageradamente al resultado del referéndum). No obstante, a un año vista, continuamos clasificando las grandes divisas de más a menos atractivas, de la siguiente manera: libra esterlina, dólar, franco suizo, yen, euro y yuan.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

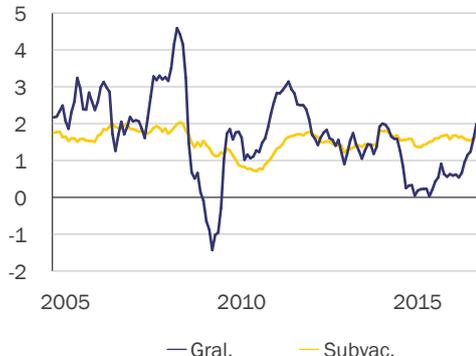
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

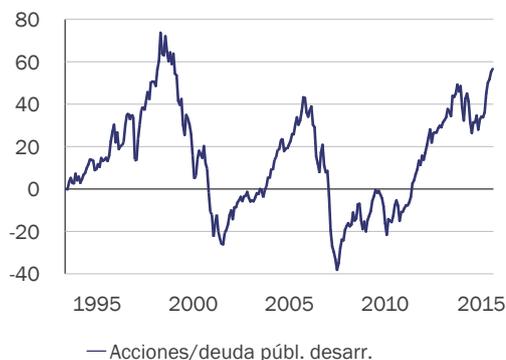
## Inflación G7

%, interanual



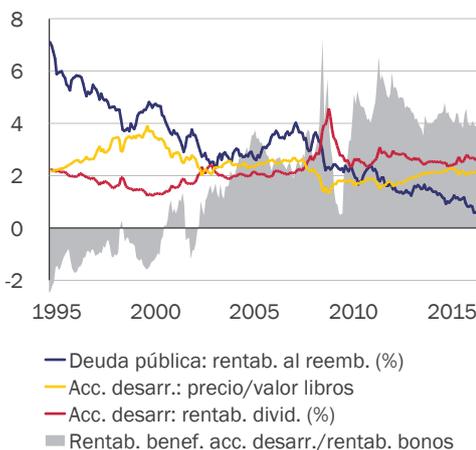
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	2.4	-2.6	9.8
Gilt RU 10a	1.1	4.5	20.5
Bund alemán 10a	0.3	1.4	14.3
Bonos gob. suizo 10a	-0.1	-1.8	9.5
Bonos gob. japonés 10a	0.1	-0.8	6.5
Crédito global: grado inversión (USD)	1.6	1.1	11.2
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.6	15.1	17.8
Emergentes (USD)	4.7	8.6	17.1

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	17.0	26.5
Desarroll.	2.4	17.2	27.5
Emergen.	2.4	15.1	17.8
EE.UU.	1.9	16.7	31.3
Zona euro	3.0	19.7	24.6
RU	3.9	23.5	23.4
Suiza	3.2	14.0	11.9
Japón	1.9	13.5	29.0

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	334	5.2	25.8
Euro (EUR)	263	-2.3	-3.6
Yen (JPY)	481	3.4	5.7
Libra esterl. (GBP)	100	-9.0	-7.2
Franco suizo (CHF)	310	0.7	8.4
Yuan (CNY)	35	-4.7	6.0

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	186	9.0	-39.0
Crudo Brent (\$/b)	52.8	33.4	-51.0
Oro (\$/onza)	1,249	1.4	-2.7
Metales indus. (1991 = 100)	235	26.2	-7.9
Volatilidad acc. implíc. (VIX)	12.4%	-11.3	-10.9
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	60.7	-11.8	-1.8

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de marzo de 2017.

## 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 Brussels  
Bélgica  
+32 2 627 77 30

### Islas del Canal

St Julian's Court  
St Julian's Avenue  
St Peter Port  
Guernsey, GY1 3BP  
+44 1481 713713

### Manchester

82 King Street  
Manchester M2 4WQ, Reino Unido  
+44 (0)161 827 3832

### Singapur

One Raffles Quay, North Tower  
1 Raffles Quay #10-02  
Singapur 048583  
+65 6532 0866

### Fráncfort

Börsenstraße 2-4  
60313 Fráncfort del Meno  
Alemania  
+49 69 40 80 26 15

### Hong Kong

16th Floor Alexandra House  
18 Chater Road  
Central Hong Kong SAR  
República Popular de China  
+852 2116 6300

### Milán

Via Agnello 5  
20121 Milán  
Italia  
+39 02 4537 0955

### Zúrich

Zollikerstrasse 181  
8034 Zúrich, Suiza  
+41 44 384 71 11

### Ginebra

Rue du Commerce 3  
1204 Ginebra, Suiza  
+41 22 818 59 00

### Londres

New Court  
St Swithin's Lane  
Londres EC4N 8AL  
+44 (0)20 7280 5000

### París

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

## 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).