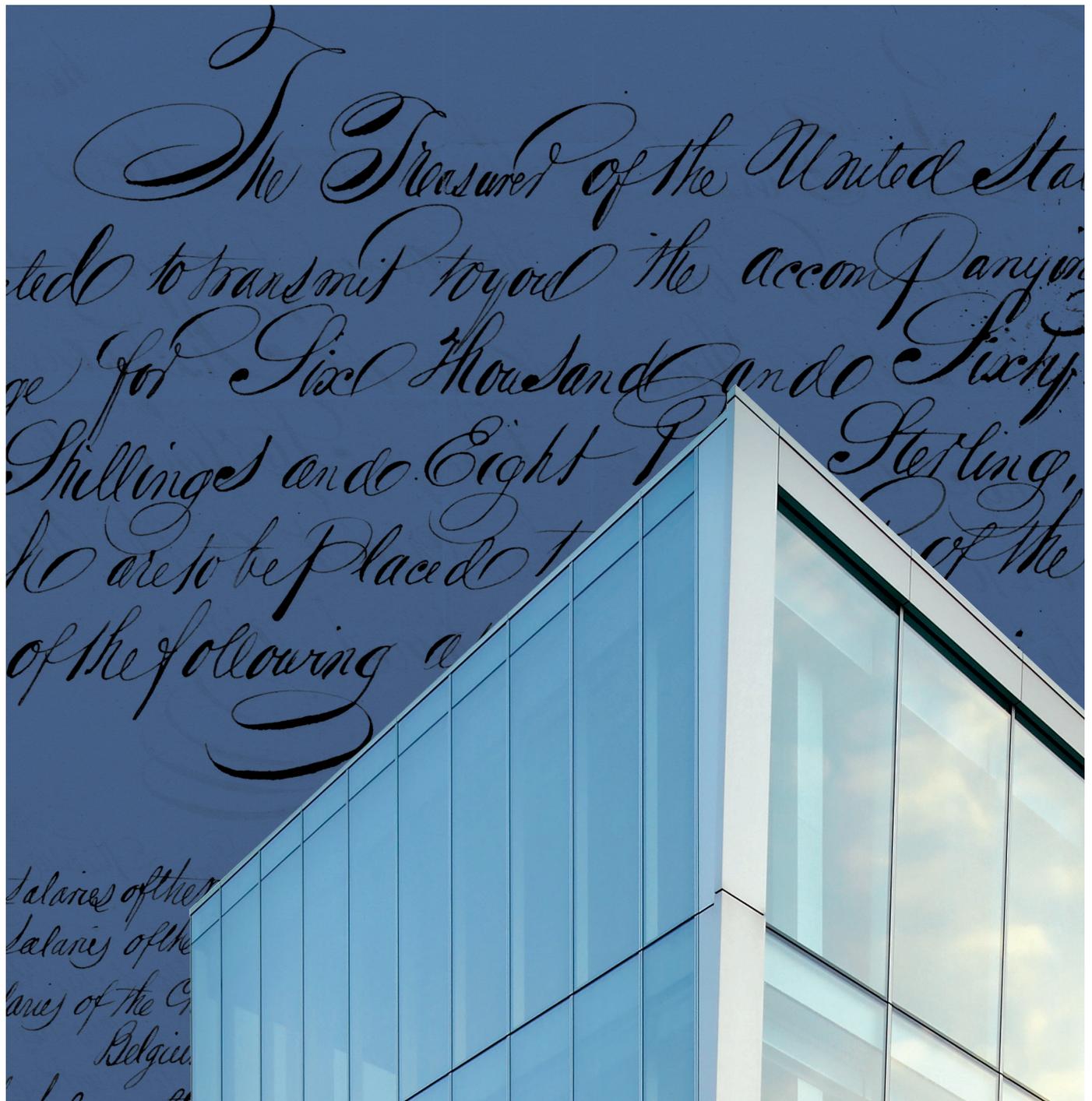


# Perspectivas de mercado



Ángeles y demonios

Número 32 | Febrero 2017



# Prólogo

*“No somos enemigos, sino amigos. No debemos ser enemigos. Aunque la pasión pueda haber creado tensiones en nuestros lazos de afecto, no debe romperlos. Los acordes místicos de la memoria, que desde los campos de batalla y las tumbas de los patriotas llegan a cada corazón y a cada hogar de esta amplia nación, se unirán al coro de la Unión cuando vuelvan a ser entonados, como seguramente lo serán, por la parte más noble de nosotros mismos.*

— Lincoln, primer discurso inaugural, 1861

Occidente todavía está viendo cómo se tambalean sus creencias, tras el resultado de las elecciones estadounidenses, donde los votantes mostraron su descontento, y ante la perspectiva del *Brexit*, y afronta una carrera presidencial en Francia poco apetecible. Las tensiones envuelven a Oriente Medio, la crisis de los refugiados continúa, y el mundo aguarda nerviosamente para averiguar si el recién descubierto papel de China conlleva conquistar un imperio.

La economía global tiene más fuerza de lo imaginado el 8 de noviembre, y podría ser más resistente de lo temido, al menos a nivel cíclico.

Los mismos riesgos políticos podrían haberse exagerado. Pero incluso si no ha sido así, los acontecimientos pasados no siempre han afectado a las inversiones de la manera en que se esperaba. Y al igual que con la economía, el punto de partida geopolítico podría ser más resistente de lo que percibimos en general.

Nuestra conclusión —tal y como hemos indicado a lo largo de los diversos estados de ánimo que han marcado el periodo posterior a 2008— es que el clima de inversión puede seguir siendo moderado, y que aún es pronto para echar el cerrojo. Un “muro de preocupación” sugiere que aún hay algunas malas noticias descontadas implícitamente, incluso en los niveles en que se hallan los mercados a día de hoy.



## Kevin Gardiner

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

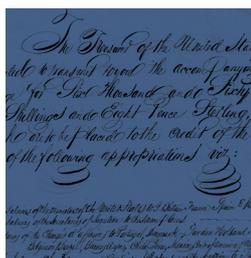


Imagen de portada:  
Primer plano: Nuestra oficina de New Court (Londres)  
Al fondo: Carta dirigida a Nathan Mayer Rothschild del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, de 21 de noviembre de 1834, sobre transacciones mercantiles de carácter general. Por cortesía de The Rothschild Archive.

© 2017 Rothschild Wealth Management  
Fecha de publicación: Febrero de 2017  
Valores: todos los datos a fecha de 10 de Febrero de 2017.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Ángeles y demonios

El riesgo político no siempre es riesgo de mercado

Muchas hipótesis fantásticas respecto a las políticas han hecho aguas. El proteccionismo campa a sus anchas como no se había visto desde hace muchos años, la fragmentación del euro y la UE es una posibilidad seria y algunas alianzas geopolíticas que databan de mucho tiempo —y también distanciamientos— se están cuestionando.

Se nos dice que esta es una época de gran incertidumbre, que la tensión geopolítica rara vez ha sido mayor. Aunque sería poco inteligente ignorar los riesgos, estos tiempos podrían no ser tan excepcionales. E incluso si lo son, podrían no afectar a las inversiones de la forma en que prevemos.

## La economía global muestra una cierta reactivación

Una cuestión sutil pero quizás importante.

Por primera vez en al menos unos años, las expectativas de crecimiento económico comienzan a mejorar.

Esto ha tenido poco que ver con una nueva “reflación” global deliberada y se ha convertido en un tema de debate recurrente desde las elecciones estadounidenses, pero de momento es una suposición más que una realidad.

Si la economía global parece más resistente de lo que se temía a principios de noviembre es porque para empezar estaba en mejor forma a nivel subyacente (como habíamos sugerido que podría ser el caso).

A menudo señalamos que los acontecimientos tienen que considerarse en su contexto más amplio: hay muchas piezas en movimiento en el mundo de la inversión. Este es otro ejemplo de eso.

Si el nivel de riesgo en el mundo ha aumentado, lo ha estado haciendo a la par de una mejora del ciclo económico global. El riesgo ha sido muy visible para las tesis de consenso; la mejora del telón de fondo cíclico no tanto.

En otras palabras, si la percepción del riesgo no ha aumentado, colectivamente podríamos estar ante una perspectiva de inversión claramente más prometedora. Así las cosas, no podemos garantizar que vaya a producirse un deterioro neto.

Asimismo, dos consideraciones específicas sugieren que la perspectiva del mercado de valores en particular podría ser más sólida de lo que imaginábamos. En Estados Unidos, la posibilidad de un fuerte recorte de los impuestos a las empresas es algo que no se tomó en serio antes del 9 de noviembre. En el Reino Unido, un aumento de los beneficios empresariales gracias a la divisa no parecía probable hasta mediados de 2016. En parte vendrá a expensas de las compañías cotizadas no británicas, pero las ganancias serán mucho más visibles que las pérdidas.

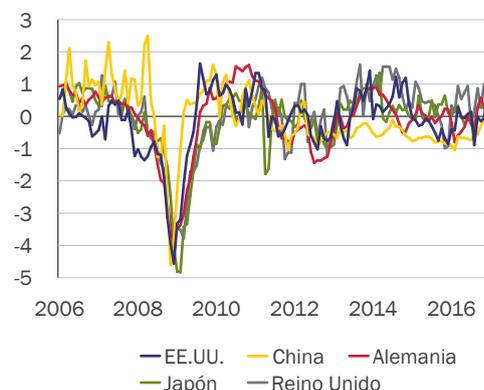
Ambos casos apuntan a que nuestro pronóstico convencional sobre la rentabilidad futura del mercado —habitualmente basada en parte en la previsión de decrecimiento de los beneficios— podría haber tenido que revisarse al alza independientemente de la perspectiva económica.

Esto quiere decir que el margen de subida de los mercados estadounidense y británico podría ser más amplio de lo imaginado —es posible que las rentabilidades futuras no hayan caído mucho, aunque los mercados hayan subido—, según sugieren nuestros pronósticos de crecimiento de beneficios, basados en gran medida en la economía.

La figura 1 actualiza algunos de los principales indicadores económicos por los que nos

## Figura 1: Encuestas de manufacturas

Los indicadores preliminares sugieren que la economía global sigue boyante.



Fuente: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co

guiamos: componentes prospectivos de algunas encuestas de manufacturas creíbles y muy tenidas en cuenta. Indica que el debate en torno a la próxima recesión en Estados Unidos, al colapso de China, y a la posibilidad de que el crecimiento británico sufriera un gran varapalo después del referéndum ha sido (una vez más, en este prolongado ciclo posterior a la crisis) prematuro.

Los datos del PIB de las grandes economías confirman formalmente esta impresión subjetiva para el cuarto trimestre de 2016 al menos. Algunos acontecimientos dignos de mención incluyen un crecimiento en la zona euro ligeramente más rápido que en Estados Unidos (aunque esto refleja en parte un aumento de las importaciones estadounidenses, posiblemente un indicio de reabastecimiento ante la previsión de un crecimiento más rápido a comienzos de 2017); España manteniéndose como la gran economía occidental que creció con más rapidez (seguida del Reino Unido); y de nuevo, la ausencia de una desaceleración perceptible en China (crecimiento interanual entre el 6,5% y el 7% por séptimo trimestre consecutivo).

Al menos, el crecimiento occidental no se ha producido como consecuencia de un nuevo e imprudente endeudamiento. En Estados Unidos, el flujo de efectivo del sector privado sigue gozando de buena salud, incluso en el octavo año de expansión: los excesos cíclicos han sido moderados, y los consumidores en particular siguen teniendo gasolina en el depósito.

Dirigimos ahora nuestra atención hacia la actual incertidumbre política. Opinamos que la necesidad económica más apremiante podría ser la normalización de la política monetaria —tipos de interés más altos— para combatir cierta inflación subyacente. El riesgo de una recesión y una deflación inminentes se ha disipado.

Dicho esto, sigue pareciéndonos probable que solo la Reserva Federal eleve los tipos de interés en los meses más inmediatos (ha subido los tipos dos veces hasta la fecha, a finales de 2015 y a finales de 2016, y parece posible que vuelvan a decretarse aumentos durante 2017).

El Banco de Inglaterra ha reconocido que la economía británica es ligeramente más sólida de lo que se había temido, y podría comenzar a cambiar su postura respecto a los tipos más avanzado el año, pero muestra pocos indicios de pensar que tiene que actuar con prontitud.

También sigue pareciendo poco probable que el BCE y el Banco de Japón inicien siquiera el proceso de normalización este año (no consideramos la moderada reducción del

volumen de las compras de bonos del BCE como significativa).

### **Los riesgos políticos podrían ser exagerados**

La incertidumbre política ha aumentado en mayor medida en Occidente. Pero las políticas de la nueva administración estadounidense podrían no hacer tanto daño como se había temido; una victoria del Frente Nacional en Francia no es un hecho; y un *Brexit* duro no debería ser ni una sorpresa ni una catástrofe para Gran Bretaña (ni para la UE).

## **La gran economía más protegida del mundo es China, no EE.UU.**

Los mecanismos de controles y balances en la constitución de Estados Unidos pueden estar sobrevalorados, pero existen, como puede verse en las impugnaciones legales y políticas a recientes políticas y nombramientos.

Las reacciones de los socios comerciales de América a los aranceles propuestos y otras políticas proteccionistas podrían no materializarse necesariamente como se había temido (recuerden, según están las cosas, la gran economía más protegida del mundo es China, no Estados Unidos). La nueva administración parece habérselo pensado mejor respecto al concepto de “una sola China”.

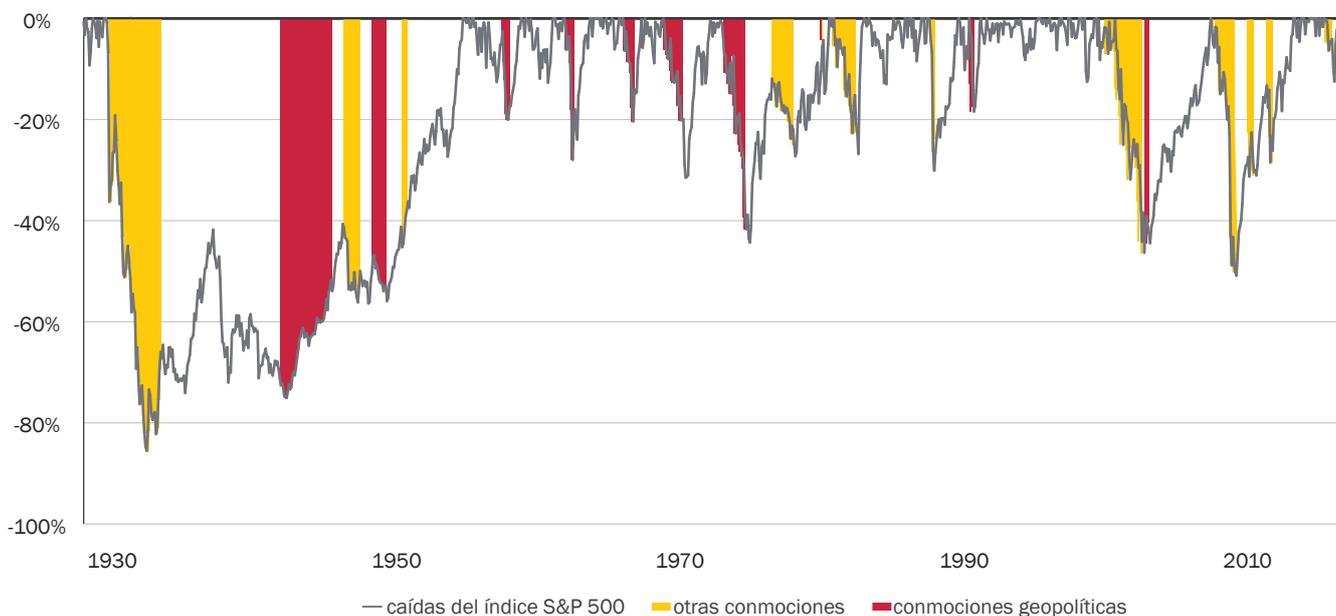
Asimismo, no todas las políticas del nuevo presidente apuntan hacia un crecimiento más lento. La expansión fiscal —bajadas de impuestos y algún gasto en infraestructuras— es capaz de proveer un impulso cíclico que podría neutralizar o revertir el efecto neto de sus políticas sobre el crecimiento estadounidense y el global, al menos durante un tiempo.

Una victoria del Frente Nacional en Francia el 7 de mayo dejaría, por primera vez, a un jefe de estado de la zona euro abogando por una ruptura de la moneda única. Pero podría no tener los medios parlamentarios para hacer que ocurra. Como destacamos en diciembre, los motivos de los votantes podrían no ser los que los expertos dicen que son. La campaña de Macron nos recuerda que el populismo no siempre es el coto de los extremistas.

La primera ministra británica, Theresa May, ha reconocido de hecho en público lo que siempre ha parecido estar bastante claro: la participación en el mercado único podría no ser compatible

## Figura 2: Descensos acumulados en la bolsa estadounidense de los máximos a los mínimos

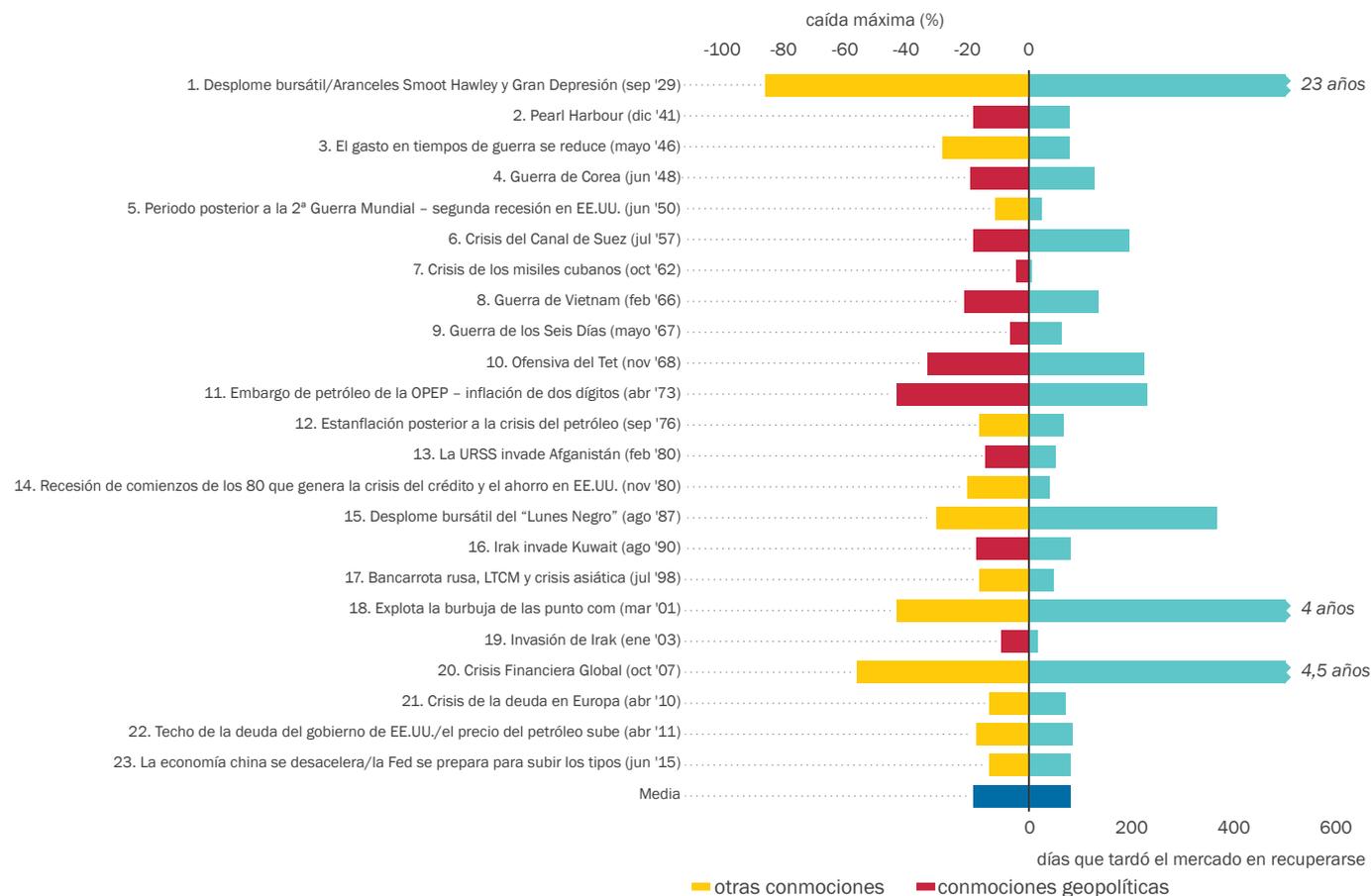
El índice S&P 500 ha sufrido notables caídas asociadas a determinados acontecimientos mundiales (ver la figura 3).



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Figura 3: Acontecimientos mundiales seleccionados

Caídas del índice S&P 500 y días que tardó el mercado en recuperarse.



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Los datos de caídas relacionadas con los acontecimientos mundiales seleccionados reflejan un grado de subjetividad, comenzando cada periodo sombreado un mes antes del inicio de cada acontecimiento. El sombreado no recoge la duración total de cada acontecimiento, sino que refleja un periodo razonable que puede describirse claramente en el gráfico con fines de formateado.

con abandonar la UE y restringir la libre circulación de personas. Podríamos sugerir que lo que se está diciendo de que el Reino Unido tiene una posición negociadora fuerte podría seguir siendo más un deseo que una realidad, pero también reiteraríamos nuestra corazonada de que el *Brexit*, cuando llegue, será malo pero no supondrá un cambio radical para las empresas británicas.

Otros riesgos políticos son la posibilidad de comicios anticipados en Italia y un ganador euroescéptico en las elecciones generales del 15 de marzo en los Países Bajos.

No podemos aportar valor intentando predecir los resultados exactos en ninguno de estos casos. Pero podemos señalar que hay un amplio abanico de posibilidades, y que no todas serían perjudiciales para las inversiones.

Como resulta obvio, pensar que estos acontecimientos políticos podrían no ser tan dañinos como se temía no implica que los apoyemos.

### Los acontecimientos graves no siempre han golpeado a los mercados

Algunos acontecimientos sin duda cambian el mundo. Pero no siempre tienen el impacto económico y en el mercado que podría esperarse.

Los mercados pueden ser estrechos de mente: a menudo se concentran de forma cruel en los beneficios de las empresas y en las tasas de descuento. Los conflictos y las crisis humanitarias con frecuencia pueden dejarles indiferentes.

Algunas veces, el impacto económico de acontecimientos lamentables es (nocivamente) positivo, como ha ocurrido con el impacto del

rearme en las empresas. Algunas veces, las posibilidades de que esos acontecimientos sucedan están descontados implícitamente en los mercados de antemano (un argumento desgranado en profundidad con referencia a la Segunda Guerra Mundial por el difunto Barton Biggs en *Riqueza, Guerra y Sabiduría*). Como es habitual, en los mercados financieros, el contexto lo es todo.

La figura 3 superpone una selección de conmociones geopolíticas y crisis en el mercado de valores estadounidense, y muestra que algunos acontecimientos muy amenazadores estuvieron asociados con movimientos del mercado insignificantes o incluso positivos: la crisis de los misiles cubanos, la invasión de Irak en 2003, e incluso Pearl Harbour.

Algunas veces, hay una consecuencia directa y perjudicial para el mercado. La Ley Smoot Hawley de aranceles empeoró sin duda el clima económico desde 1930. Las subidas de precios de la OPEP en 1973/4 contribuyeron claramente a la estanflación occidental. Y en 1917, el mercado de San Petersburgo cerró 74 años.

### ...aunque los mercados pueden caer por otras razones

Debemos recordar, por supuesto, que no todas las conmociones económicas y en los mercados son políticas. De hecho, algunas no tienen una causa inmediatamente obvia: los desencadenantes/catalizadores pueden ser esquivos.

Por ejemplo, el mix de producción/inflación ya se había deteriorado notablemente antes de que la OPEP cuadruplicara los precios del petróleo. El *crash* de 1987, el auge y caída en torno a 2000 y la Crisis Financiera Mundial de 2008 tuvieron sus orígenes en las subjetivas actuaciones de los propios mercados.

La Figura 3 recoge los descensos más visibles del mercado de valores estadounidense: puede decirse que en torno a la mitad han tenido unos desencadenantes claramente políticos.

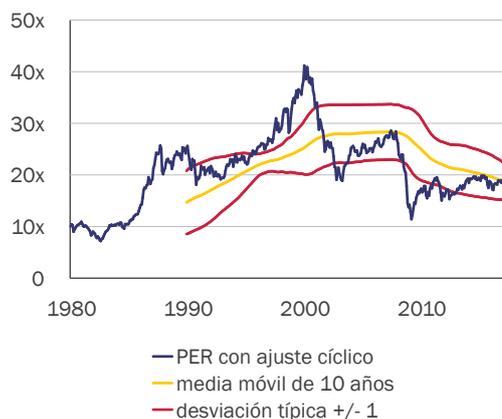
### La geopolítica podría no ser tan lúgubre para empezar

Preocuparse está en la naturaleza humana: nadie vive para siempre. Y cada generación quiere pensar que está viviendo una época especial. Los últimos diez años aproximadamente no han supuesto, sin embargo, la época más peligrosa de la historia, sino probablemente la que menos.

Es evidente cuando se piensa en ello. Enfermedades, catástrofes, delitos violentos, guerras civiles y conflictos organizados son menos comunes que en cualquier otra época de la historia escrita, una tendencia registrada de

**Figura 4: Las valoraciones bursátiles siguen siendo anodinas**

PER con ajuste cíclico del mundo desarrollado.



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

forma cuidadosa y amena en *Los Ángeles que Llevamos Dentro* (2011), de Steven Pinker. Las políticas de defensa de Estados Unidos y la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas eran literalmente una locura (MAD, término que en inglés significa “loco” y que también es el acrónimo MAD, “Mutual Assured Destruction” o “Destrucción mutua asegurada”, que define dichas políticas).

Esta tendencia apacible no puede darse por hecha. La clásica película antibelicista, *La Grande Illusion*, reflejaba en 1937 el título de un libro publicado en 1910, *La Gran Ilusión*, que sostenía que una guerra europea era impensable: un momento desafortunado para ambos. Y hoy día, los estados nación no son los únicos usuarios potenciales de armas de destrucción masiva. Pero el progreso ha sido real, y la catástrofe no es inevitable.

### ¿Por qué parece entonces que sí lo es?

No nos damos cuenta de la relativa estabilidad de hoy día en parte porque, como dice Pinker, las personas importan más en la actualidad. Cuando gran parte del mundo estaba gobernado ideológicamente, religiosamente o simplemente feudalmente, las personas no contaban. Se supone que Stalin dijo que “la muerte de una persona es una tragedia, pero la muerte de un millón es una estadística”, y su ideología hizo más que la de ningún otro (exceptuando a Mao) para lograr dichas estadísticas.

En parte también es porque cuando algo horrible ocurre en la actualidad, lo sabemos instantáneamente, incluso con imágenes detalladas, a través de las redes sociales e Internet.

Los medios de comunicación juegan un papel también, aunque quizás no el que se les atribuye comúnmente. No inventan nuestras preocupaciones, pero sí nos las devuelven ampliadas, a menudo envueltas en una narración convincente y acompañadas de un panorama general.

Los ingresos de los medios de comunicación no dependen de que se hagan buenos análisis —¿quién comprueba la fiabilidad siquiera de los comentaristas más brillantes?— sino de lograr la máxima difusión y de los ingresos por publicidad. Y probablemente pocas personas están dispuestas a pagar por leer que los acontecimientos de hoy pueden tener escasa importancia.

En diciembre, señalamos que desconfiamos del panorama general que goza de popularidad actualmente y que describe el *Brexit*, a Trump, el referéndum italiano y el escepticismo respecto a

la UE como sintomáticos de un rechazo a la globalización.

Por el contrario, nos preguntamos si lo que estos acontecimientos y sentimientos en realidad tienen en común es simplemente el deseo de los votantes de culpar a alguien por lo que perciben como sus desgracias, algo más o menos coherente con el deseo de luchar contra la autoridad, por una vez.

No hay un modelo determinista, y los panoramas generales a menudo son caricaturas. Si se nos insistiera, diríamos que la proclamación del fin de la economía liberal es prematura. Con nuestras disculpas a los amantes de la historia, esto significa, con referencia al libro de 1992 de Francis Fukuyama, que, por el contrario, podríamos estar ante el final del final de *El Fin de la Historia*.

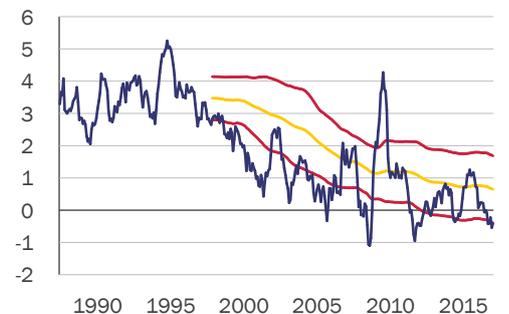
### Conclusiones de inversión

La economía global, liderada por Estados Unidos, muestra cierto impulso, probablemente algo más de lo que en general se preveía a finales de 2016. Esto podría ayudar a contrarrestar la considerable incertidumbre en torno a los objetivos y capacidades de la nueva administración estadounidense, que en ningún caso podrían tener un impacto negativo tan grande sobre la situación económica como se temía.

Por otro lado, los recortes de impuestos en Estados Unidos y una libra esterlina barata sugieren que en al menos dos grandes mercados existe la posibilidad de que la rentabilidad sorprenda al alza, indicando que el margen de subida puede no ser tan limitado como podrían apuntar los recientes movimientos del mercado. Aconsejamos mantenerse posicionados para el crecimiento y un moderado

### Figura 5: Los bonos siguen estando caros

Las rentabilidades de la deuda pública del mundo desarrollado generan menos inflación actual (%).



— rentabilidad de los bonos de deuda pública globales de 7 a 10 años menos inflación anual de precios al consumo del G7  
— tendencia a 10 años — desviación típica +/- 1

Fuente: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co

repunte de la inflación, y creemos que todavía se pueden lograr rentabilidades superiores a la inflación.

- El ciclo económico y las valoraciones siguen favoreciendo a las acciones como la probable fuente de esas rentabilidades por encima de la inflación. Los rendimientos de la mayoría de los bonos de deuda pública —siendo los títulos del Tesoro de EE.UU. a largo plazo una excepción obvia— se mantienen por debajo de las tasas de inflación actuales, mientras que las acciones siguen presentándose relativamente baratas (figuras 4 y 5). Los beneficios empresariales están volviendo a crecer a medida que las pérdidas del sector petrolero se disipan.
- Últimamente, las acciones han estado rindiendo más que los bonos otra vez, y en tal medida que gran parte del terreno relativo perdido desde 2000 se ha recuperado. Esto podría ser alarmante: 2000 fue el año en que explotaron las burbujas de los sectores tecnológico, de medios de comunicación y de telecomunicaciones. Pero las acciones están menos caras que entonces, tanto en términos absolutos como relativos.
- En la actualidad consideramos los bonos y el efectivo en gran medida como seguros de la cartera, y que deben mantenerse en las divisas nacionales de los inversores. Los tipos de interés están bajos en la mayoría de los mercados y la cobertura puede ser costosa. El valor está regresando lentamente a los títulos del Tesoro estadounidense, pero los rendimientos aún no son atractivos.
- En general, seguimos prefiriendo bonos corporativos (crédito) de alta calidad frente a la deuda pública, pero después del fuerte rendimiento registrado se están quedando sin margen de subida relativo, y también es improbable que ofrezcan rentabilidades reales positivas. Creemos que la mayoría de los bonos de mercados emergentes, incluso aquellos denominados en divisas fuertes, son los más vulnerables a los aumentos de tipos de interés en Estados Unidos.
- En las carteras en dólares, somos más optimistas respecto a los bonos ligados a la inflación y de duración corta, y menos con relación a la renta fija privada con grado especulativo. Dicho esto, los mayores rendimientos de los últimos meses han recortado la duración del mercado y el riesgo ajustado al valor del mercado de algunos bonos. Pensamos que la deuda pública británica ligada a índices ya está descontando

la inflación importada que probablemente seguirá a la caída de la libra.

- En los mercados de valores, en nuestras estrategias *top-down* hemos cancelado una aversión duradera (que ya habíamos reducido, como señalamos en diciembre) a los mercados asiáticos desarrollados excluyendo Japón (principalmente Australia y Hong Kong), a expensas de una visión más neutral del mercado estadounidense (que ha tenido una evolución relativamente buena en los últimos años). Nuestra convicción regional es baja actualmente: nuestras regiones preferidas ahora son sólo Europa sin el Reino Unido y Asia emergente (pese al riesgo a corto plazo relacionado con los tipos estadounidenses) y el mercado por el que menos nos inclinamos es el Reino Unido. Dicho esto, preferimos las acciones a los bonos locales en la mayoría de las regiones.
- Europa continental probablemente esté descontando una buena parte del riesgo político de este año, mientras que su crecimiento relativo parece un poco menos atenuado de lo habitual. Los indicadores principales de los mercados asiáticos emergentes siguen mejorando, contrarrestando los riesgos presentados por las subidas de tipos en Estados Unidos, y su atractivo a largo plazo no ha variado, incluso cuando se reanuda la desaceleración en China. Pese a su resistente economía y beneficios, el Reino Unido afronta inquietudes a nivel local, y a menudo se mantiene rezagado respecto a unos mercados al alza.
- Continuamos prefiriendo una combinación de sectores cíclicos y de crecimiento estructural a los sectores similares a los bonos, tales como servicios públicos, consumo básico y telecomunicaciones.
- La convicción respecto a las divisas sigue siendo baja. En una visión a un año seguimos colocando a la libra esterlina en el nivel más alto entre las grandes divisas: creemos que reaccionó de forma exagerada al referéndum del *Brexit*, y pensamos que los tipos de interés británicos subirán más avanzado el año. El dólar ocupa el segundo lugar, luego el euro y el yen, después del franco suizo y el yuan en la última posición. Nuestras opiniones respecto al dólar y el franco parecen caducas, pero los argumentos cíclicos a favor y en contra de ellas no han cambiado y de momento las mantenemos.

## 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).