

# Perspectivas de mercado



Causa y mercado de divisas | Tecnología v.2

Número 41 | Febrero 2018



# Prólogo

La reaparición de la volatilidad es inquietante, aunque previsible, como ya hemos escrito aquí en numerosas ocasiones. El crecimiento salarial en Estados Unidos parece ser la causa inmediata. De hecho, la subida de los salarios hace poco más que restaurar una tendencia anterior. De cualquier manera, los bonos han estado caros. Y, después de 15 meses consecutivos de rendimientos positivos, el índice S&P 500 realmente no necesitaba una excusa para sufrir una corrección: las valoraciones de las acciones también eran más altas de lo habitual. No obstante, hemos estado –y todavía estamos– preparados para cambios de tendencia, no para colapsos. En el caso de las acciones, creemos que finalmente todo saldrá bien.

La volatilidad del mercado de divisas también aumentó en 2018. A pesar de su repunte como “refugio” en los últimos días, el dólar estadounidense ha sido el principal perdedor, ampliando la caída de 2017, mientras que la libra esterlina ha registrado las mayores ganancias. ¿Debería esto afectar a nuestras perspectivas de inversión? Pensamos que no, o al menos, todavía no.

Globalmente, los tipos de cambio son un juego de suma cero, por lo que dejan intacto el atractivo de las acciones y los bonos. Su impacto en las rentabilidades regionales puede ser débil: pueden ser más efecto que causa, lo que parece estar sucediendo en la actualidad.

Por otra parte, el ciclo económico sigue gozando de buena salud, de ahí esa inquietud relacionada con la inflación. Las acciones son más volátiles, pero el perjuicio permanente si la inflación aumenta lo sufrirán los bonos. Y los bonos vinculados a la inflación no están exentos de riesgos, por lo que se debe estar atento a los rendimientos reales.

Finalmente, con muchos inversores rememorando el auge y la caída durante la fase de expansión del año 2000 liderada por la tecnología, vemos cómo el sector ha evolucionado entretanto.



## 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: Febrero de 2018  
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Enero de 2018.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Causa y mercado de divisas

Un dólar estadounidense débil no necesita hacer mucho daño

El retroceso en el dólar estadounidense se debe principalmente a las noticias económicas positivas publicadas en otros lugares del mundo durante la mayor parte del año pasado y a su previa fuerte apreciación.

En la zona euro, por ejemplo, las bajas expectativas dejan más margen para sorpresas positivas y otras perspectivas sobre los tipos de interés. Y la libra esterlina, después del referéndum sobre la permanencia en la UE y algunos datos erráticos de la balanza de pagos, ya había descontado, en nuestra opinión, demasiadas noticias negativas.

¿Estos movimientos importan? Si son lo suficientemente grandes, podrían comenzar a ser más causa que efecto, y actuar como una especie de estabilizador automático, reequilibrando las noticias económicas más a favor de Estados Unidos y amortiguando el crecimiento y la inflación en Europa y el resto del mundo.

Estados Unidos estaría efectivamente importando inflación y exportando riesgo de deflación. La apreciación del euro podría endurecer las condiciones monetarias de la zona euro, frenando el crecimiento y haciendo que el BCE sea menos propenso a comenzar a subir los tipos de interés.

No obstante, en nuestra opinión, la bajada del dólar estadounidense aún no es lo suficientemente grande como para que esto sea una consideración importante. Además, comenzó en fuertes niveles a finales de 2016, con Estados Unidos exportando efectivamente riesgo de inflación.

No esperábamos que los datos de la zona euro fueran tan sólidos o que el dólar estadounidense mostrara tanta debilidad, aunque estos factores no suponen una sorpresa importante. Adoptamos una posición neutral hacia el dólar estadounidense la primavera pasada y llevamos pensando desde hace tiempo que, por ejemplo, la renta variable de la zona euro es atractiva.

Las divisas no son siempre los principales condicionantes de las carteras. Afectan por supuesto al rendimiento de la inversión, pero su impacto puede ser moderado.

Con una exposición considerable a acciones, los inversores tendrán seguramente alguna

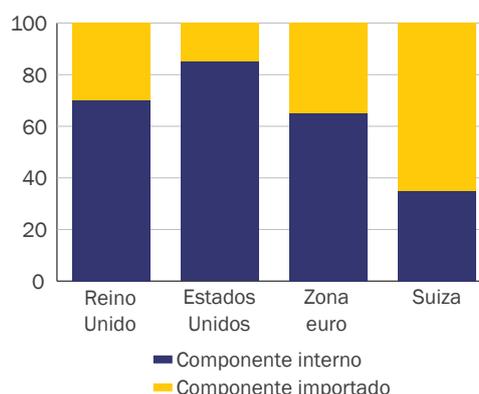
exposición cambiaria. La mayoría de las compañías blue-chip comercian, operan o compiten internacionalmente.

La depreciación del dólar estadounidense hace que aumente el valor de los beneficios internacionales de las compañías americanas en dicha divisa, y la cotización de las acciones a menudo aumentará (a menos que, la depreciación, refleje una crisis interna que provoque un descenso de los beneficios estadounidenses totales). El valor de las acciones estadounidenses para los propietarios extranjeros podría caer, pero menos que el descenso del dólar estadounidense.

Un propietario de acciones cuya divisa local esté cayendo probablemente recibirá mayores rentabilidades que los inversores de otros lugares, pero solo en términos locales. Las carteras en dólares estadounidenses han registrado recientemente mayores rentabilidades que otras. Por ejemplo en 2016, las carteras en libras esterlinas evolucionaron particularmente bien gracias a este efecto divisa. Esas rentabilidades más altas ayudan a compensar cualquier inflación local adicional generada por los menores tipos de cambio. Esto sugiere una regla empírica para la exposición a divisas. Si las importaciones representan un tercio de sus gastos, entonces tal vez una parte similar de sus inversiones debería estar en activos extranjeros (en términos generales: ambas cifras solo pueden ser aproximaciones).

**Figura 1: Inflación importada y local**

Importaciones como proporción del gasto interno (%)



Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Así que los inversores suizos podrían –si están de acuerdo con que el franco suizo pueda bajar o subir en estos momentos– desear grandes posiciones de activos en divisa extranjera (que, para confundir las cosas, podrían incluir algunas acciones blue chip suizas, ya que obtienen la mayor parte de los beneficios fuera Suiza). Los inversores estadounidenses deberían tener posiciones más pequeñas de activos no estadounidenses (figura 1). Los inversores del Reino Unido podrían estar en algún punto intermedio (su mercado bursátil local, como el de Suiza, es más internacional que la mayoría).

Otros inversores también pueden beneficiarse de mayores rentabilidades locales en las carteras denominadas en divisas depreciadas, pero solo si evitan el riesgo cambiario mediante coberturas. Esto no es tan sencillo como parece. Los movimientos de divisas son difíciles de predecir y la cobertura no es gratuita.

En general, las inversiones deben elegirse según sus posibles retornos: la divisa de denominación es solo una característica entre otras muchas.

La previsión del tipo de cambio no es una fuente predecible de la rentabilidad de la inversión, sobre todo ahora que la inflación y los tipos de interés han convergido, y algunas de las grandes monedas presentan aparentes desajustes importantes (figura 2).

### El crecimiento global impulsa los rendimientos de los bonos

Por otra parte, el crecimiento económico mundial continúa pareciendo saludable y distribuido relativamente de forma equitativa, con pocos signos de excesos. En particular, los consumidores estadounidenses siguen actuando como proveedores netos de liquidez en el noveno año de expansión económica.

Como hemos apuntado, los mercados están registrando finalmente un poco más de riesgo de inflación, y los rendimientos de los bonos han aumentado fuera de los rangos de negociación recientes en los mercados de Estados Unidos y en los principales de la zona euro. Los rendimientos reales también han subido (figura 3) y, en última instancia, pueden llegar a ser una mayor amenaza para los precios de los bonos que la inflación (que aún se comporta de forma notable, incluso después de la publicación de los datos salariales en Estados Unidos).

Las expectativas sobre los tipos de interés también están desestabilizando la renta variable. No obstante, con el aumento robusto de los beneficios corporativos y los recortes fiscales en Estados Unidos, que parecen restaurar cierto margen, las valoraciones bursátiles siguen siendo menos caras de lo que muchos temen. La volatilidad siempre es inquietante, pero seguimos preparados para cambios de tendencia, no para colapsos.

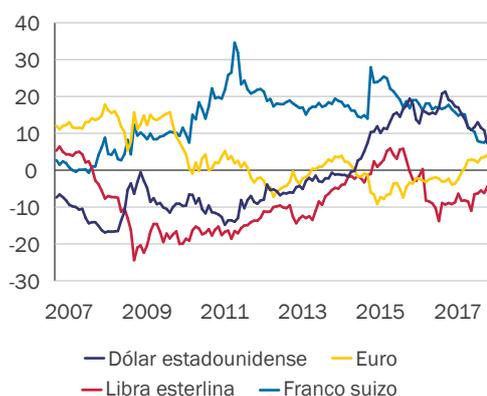
### Los secretos del brexit no sorprenden

Finalmente, y de manera más local, observamos que los informes recientes de estimaciones “secretas” del gobierno británico sobre el coste del brexit no son tan desalentadores como parecen.

Los costes se calculan en relación con una situación hipotética en la que el Reino Unido no abandona la UE. Pero esa es solo una de las muchas y posibles alternativas que el Reino Unido podría escoger. El único escenario visible será el resultado: la vida fuera de la UE. Y, en esa situación, el Reino Unido puede ser colectivamente más próspero que actualmente, no menos.

**Figura 2: Divisas ponderadas por el comercio**

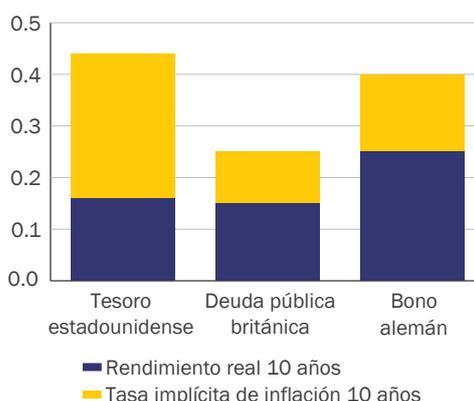
Desviación de la media móvil de 10 años (%)



Fuente: JPM, Bloomberg, Rothschild & Co

**Figura 3: Los rendimientos de los bonos no dependen solo de la inflación**

Variación de los rendimientos desde el 30 de noviembre de 2017 (%)



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Los costes notificados, incluso del resultado simulado “más duro”, equivalen a aproximadamente medio punto porcentual del PIB anual durante 15 años. Si el crecimiento tendencial se encuentra en el rango del 2%-3%, hablar de “estancamiento estructural” no es convincente, ya que la economía puede

absorber ese impacto y aun así obtener ganancias significativas.

Esto será a pesar de abandonar la UE, no a causa de ello. No obstante, este matiz puede pasarse por alto.

### Conclusiones de inversión

Las acciones cotizan moderadamente caras y se ha garantizado cierta protección. Sin embargo, todavía creemos que una reestructuración más sustancial de la cartera correría el riesgo de dejarnos varados si los mercados se recuperan. Los recortes fiscales han restaurado cierto margen en el mercado estadounidense; globalmente, los beneficios están creciendo, el riesgo de tipo de interés sigue siendo moderado y la tensión política parece manejable. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen la inflación a largo plazo.

- La deuda pública se ha debilitado, pero sigue siendo cara (y más que las acciones), con el apoyo de las compras de los bancos centrales. La mayoría de los rendimientos se mantienen por debajo de los tipos de inflación probables. Seguimos prefiriendo los bonos corporativos de alta calidad (renta fija privada), aunque tampoco es probable que generen rentabilidades reales positivas. Consideramos en la actualidad los bonos y el efectivo como parte del seguro de 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 cierta atracción en los bonos indexados a la inflación. El crédito de grado especulativo tiene, de momento, respaldo cíclico y de política monetaria. No obstante, creemos que el margen de largo plazo se agotó hace algunos meses, y, después de los posibles incumplimientos y pérdidas, las rentabilidades podrían tener dificultades para igualar la inflación.

- No intentamos replicar los mercados tácticamente, pero, a medio y largo plazo, preferimos las acciones a los bonos en la mayoría de los lugares, incluso en el Reino Unido (donde los índices importantes están, en cualquier caso, impulsados por las tendencias mundiales). Seguimos prefiriendo una combinación 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 nuestras convicciones son incluso inferiores a lo habitual. La libra esterlina se ha recuperado según nuestras previsiones tras ser objeto de sobreventa por el referéndum sobre la permanencia en la UE y hemos dejado de percibir su atractivo relativo. El Banco de Inglaterra puede subir los tipos más rápido de lo que esperan los mercados, pero el contexto político interno parece aún más precario que en 2017. El dólar estadounidense ha caído hacia el valor razonable, pero todavía está por encima de él, y las expectativas de mayores tipos de interés están descontadas. El euro se ha ido recuperando y las sorpresas económicas han sido más positivas, pero ya no es barato. El yuan está caro en relación con la tendencia, pero el más suave de los aterrizajes suaves para la economía china –y una liberalización más lenta– continúa apoyándolo. El yen japonés está barato, pero no proporciona un catalizador cíclico. El franco suizo es la única gran moneda que destacamos, aunque negativamente: sigue estando caro y su condición de refugio seguro tiene menor importancia ahora que el riesgo para el euro ha disminuido.

# Tecnología v.2

¿Un nuevo déjà vu?

El índice de rentabilidad total de los mercados bursátiles desarrollados volvió a revisar recientemente su máximo histórico de 2000 en relación con los bonos (página 6). Con la tecnología liderando el camino de nuevo, los paralelismos con el episodio anterior han inquietado a muchos inversores.

La tecnología –junto con los sectores de telecomunicaciones y medios de comunicación, el bloque TMT– se consideraba entonces como un “nuevo paradigma”: si no se compartía esta visión, simplemente no se “entendía”. La escasez era aparentemente una cosa del pasado en la “era de la información”. Las valoraciones fueron ignoradas. Al agregar el término “puntocom” al nombre, los precios de las acciones aumentaban y algunos fantasiosos modelos de negocio levantaron vuelo (como pets.com).

El resurgimiento del sector de TMT fue la culminación del repunte “irracionalmente exuberante” de finales de la década de 1990. Después de que el mercado alcanzara su nivel máximo en marzo de 2000, el NASDAQ y el S&P 500 cayeron un 73% y un 42%, respectivamente. Los índices más etéreos como los alemanes Neuer Markt y Dax cayeron aún más. Se eliminaron muchas operaciones apresuradas y

muchas compañías, y finalmente el índice Neuer Markt desapareció.

En 2000 se registraron las valoraciones más altas jamás vistas en los principales índices bursátiles. El S&P 500 alcanzó una ratio precio/beneficio (PER) a futuro de 27 veces y los bonos del Tesoro a 10 años rindieron un 6,4% (los niveles actuales son 19 veces y 2,7% respectivamente).

## ¿Cuál es el enfoque esta vez?

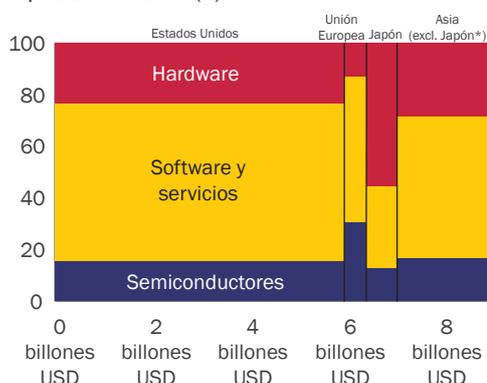
En cierto sentido, nunca es “diferente esta vez”: los repuntes y las caídas en el sector de las inversiones son un hecho habitual en los mercados. ¿Estamos asistiendo a una situación similar?

El enfoque ha avanzado. Las redes sociales, la computación en la nube y la tecnología cognitiva, incluida la inteligencia artificial, son el sello distintivo de la actualidad.

Poco después de la tercera revolución industrial (comunicaciones, automatización, fabricación aditiva, ciencia de materiales y nanotecnología), algunos ven una cuarta. El propio gobierno alemán cita la “Industria 4.0” a medida que se materializa el Internet de las cosas. Los vehículos autónomos y la energía alternativa se incluyen en la ecuación.

**Figura 4: Presencia global de la tecnología**

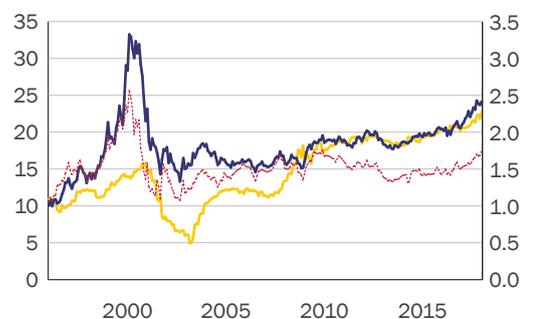
Subsector de tecnología regional MSCI seleccionado por capitalización bursátil (%)



\* Incluye a China, Corea del Sur y Taiwán.  
Fuente: MSCI, Bloomberg, Rothschild & Co

**Figura 5: Valoraciones tecnológicas en Estados Unidos**

El sector tecnológico estadounidense no es extraordinariamente caro en comparación con el mercado en general



— Capitalización bursátil: Tecnología estadounidense como % of Estados Unidos (izquierda)  
 — Beneficios: Tecnología estadounidense como % de Estados Unidos (izquierda)  
 ..... Tecnología estadounidense frente a ratio precio-valor contable de mercado bursátil estadounidense (derecha)

Fuente: MSCI, Bloomberg, Rothschild & Co

Más recientemente, una burbuja muy visible se ha inflado en torno a la tecnología que sustenta las criptomonedas. La tecnología blockchain es el equivalente actual a la burbuja puntocom.

Pero no todo el sector tecnológico actual es “nuevo”. Están los fabricantes tradicionales de hardware, incluidos los semiconductores, un componente esencial de muchos dispositivos fabricados, al igual que el acero en el pasado.

Este grupo incluye compañías como Taiwan Semiconductor (TSMC), HP, Intel, Samsung y Apple. Sus activos tangibles pueden ser grandes y pueden tener apalancamiento.

Las compañías de software establecidas tienen modelos de negocios increíblemente escalables y pocos activos tangibles. Para Microsoft es costoso crear y lanzar un nuevo sistema operativo, pero su posición en el mercado proporciona a la compañía un gran apalancamiento operativo.

Las compañías de “plataforma”, como eBay, Alibaba, Airbnb, Uber y Priceline, son una subcategoría importante, aunque la más destacada sea Amazon (ahora formalmente un minorista, no una compañía tecnológica). Sus soluciones de bajo coste provocan un efecto disruptivo enorme en los negocios tradicionales (otro eco de 2000).

Las redes sociales y las compañías de búsqueda, como Google (ahora Alphabet), Facebook y Snapchat, son más nuevas y dependen de los ingresos publicitarios. Sus enormes bases de usuarios les brindan una gran cantidad de datos para mejorar continuamente su oferta y afianzar su posición.

Las grandes compañías tecnológicas están activas en muchos subsectores (energía alternativa y vehículos autónomos, por ejemplo). Y muchas compañías industriales como GE tienen operaciones tecnológicas.

### **Menos banca de inversión y sesgo hacia Asia**

En comparación con 2000, parece que hay menos prisa por salir a bolsa. En todo el mundo hay aproximadamente 250 compañías tecnológicas cotizadas por valor de más de 1.000 millones de dólares estadounidenses. Tantos “unicornios” sugieren que los fundadores actuales se contentan con adoptar una visión a más largo plazo y retrasar una oferta pública inicial. La actividad de fusiones y adquisiciones en general es menos boyante que en 2000. Los acuerdos intersectoriales (más que) ambiciosos, como Vivendi-Seagram y AOL-Time Warner, parecen faltar en el presente.

También se ha producido un cambio geográfico en la presencia del sector tecnológico. Las

compañías estadounidenses aún pueden estar a la vanguardia, pero la globalización y la externalización de las cadenas de suministro, junto con un consumidor emergente y rico, han impulsado el sector en Asia, mientras que Europa se ha quedado retrasada (figura 4).

Las compañías tecnológicas representan casi la mitad de las 20 compañías más valiosas del mundo. Cuatro están radicadas en Asia: Samsung, TSMC, Tencent y Alibaba. Las dos últimas acceden a una base de consumidores nacionales de más de mil millones en un mercado cerrado en gran parte para muchas compañías occidentales. Ningún valor tecnológico europeo está incluido en la lista.

### **¿Ha dejado de recibir un trato preferente por los políticos?**

Las compañías tecnológicas de Estados Unidos obtenían tradicionalmente exenciones de impuestos y apoyo del gobierno. La política ahora es menos amigable, con una reacción violenta contra la influencia de los gigantes de Internet. Algunos críticos sugieren dividir tales compañías, al igual que la Ley Sherman hizo con Standard Oil a principios del siglo XX. Sin embargo, aunque los motores de búsqueda y las redes sociales siguen siendo gratuitos, tratarlos como monopolios puede ser polémico.

Entre otras inquietudes más generales mencionamos el impacto de la automatización en los empleos en un momento en que los desilusionados votantes y sus gobiernos afrontan las consecuencias de la desigualdad.

### **No obstante, los excesos son menores que en 2000**

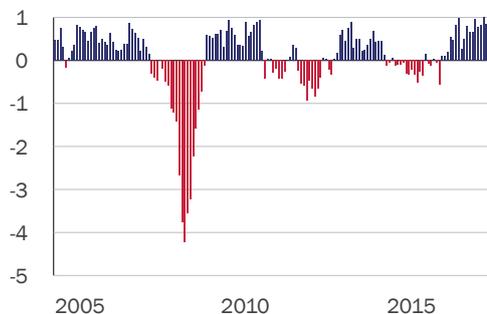
Las compañías tecnológicas más grandes están bien capitalizadas, tienen fuertes flujos de efectivo y son altamente rentables. Son caras, pero de forma menos evidente que en 2000 (figura 5). La ratio precio/beneficio (PER) del sector tecnológico estadounidense es 25 veces, frente a 64 veces en 2000. Este dato se sitúa ligeramente por encima de la media a largo plazo, pero no es excepcionalmente caro en relación con el mercado en general. La tecnología representa poco menos de un cuarto del mercado bursátil global, al igual que sus beneficios (aproximadamente). En 2000, estas proporciones eran del 35% y el 15%.

¿Cuál es la conclusión? El sector tecnológico ha sido propenso a los efectos de arrastre y contribuyó a una dramática sobrevaloración del mercado bursátil en 2000. Sin embargo, ofrece exposición al progreso técnico continuo en una amplia gama de actividades y su valoración actual global –como la del mercado en general– es más moderada que en 2000.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

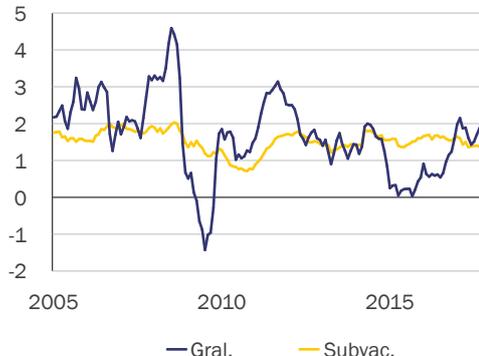
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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



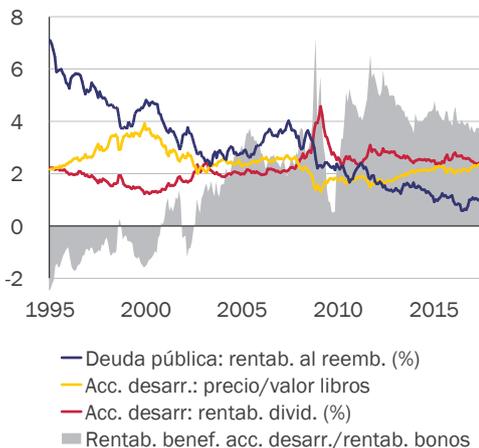
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	2.7	0.2	-1.2
Gilt RU 10a	1.5	0.8	4.9
Bund alemán 10a	0.7	-1.3	0.7
Bonos gob. suizo 10a	0.1	-0.9	0.3
Bonos gob. japonés 10a	0.1	0.4	2.6
Crédito global: grado inversión (USD)	1.8	2.7	5.5
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.3	7.4	24.7
Emergentes (USD)	4.7	6.6	19.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.2	22.8	38.2
Desarroll.	2.2	21.4	37.5
Emergen.	2.1	34.1	42.1
EE.UU.	1.8	25.5	47.2
Zona euro	2.8	17.4	24.0
RU	4.2	10.1	24.2
Suiza	3.1	15.7	22.5
Japón	1.9	21.2	32.1

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	101	-8.5	0.8
Euro (EUR)	126	6.6	10.3
Yen (JPY)	87	-4.0	6.9
Libra esterl. (GBP)	79	1.9	-9.6
Franco suizo (CHF)	154	-4.4	-5.7
Yuan (CNY)	135	2.3	-2.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	197	2.8	-9.8
Crudo Brent (\$/b)	69.1	24.0	30.3
Oro (\$/onza)	1,345	11.1	4.8
Metales indus. (1991 = 100)	283	20.6	20.1
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	13.5	12.9	-35.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	57.2	-21.1	-35.2

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Enero de 2018.

## Notas

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

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

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

### Bruselas

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

### Fráncfort

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

### Ginebra

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

### Guernsey

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

### Hong Kong

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

### Londres

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

### Manchester

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

### Milán

Via Agnello 5  
20121 Milán  
Italia  
+39 02 7244 31

### París

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

### Singapur

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

### Zúrich

Zollikerstrasse 181  
8034 Zúrich  
Suiza  
+41 44 384 71 11

## Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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