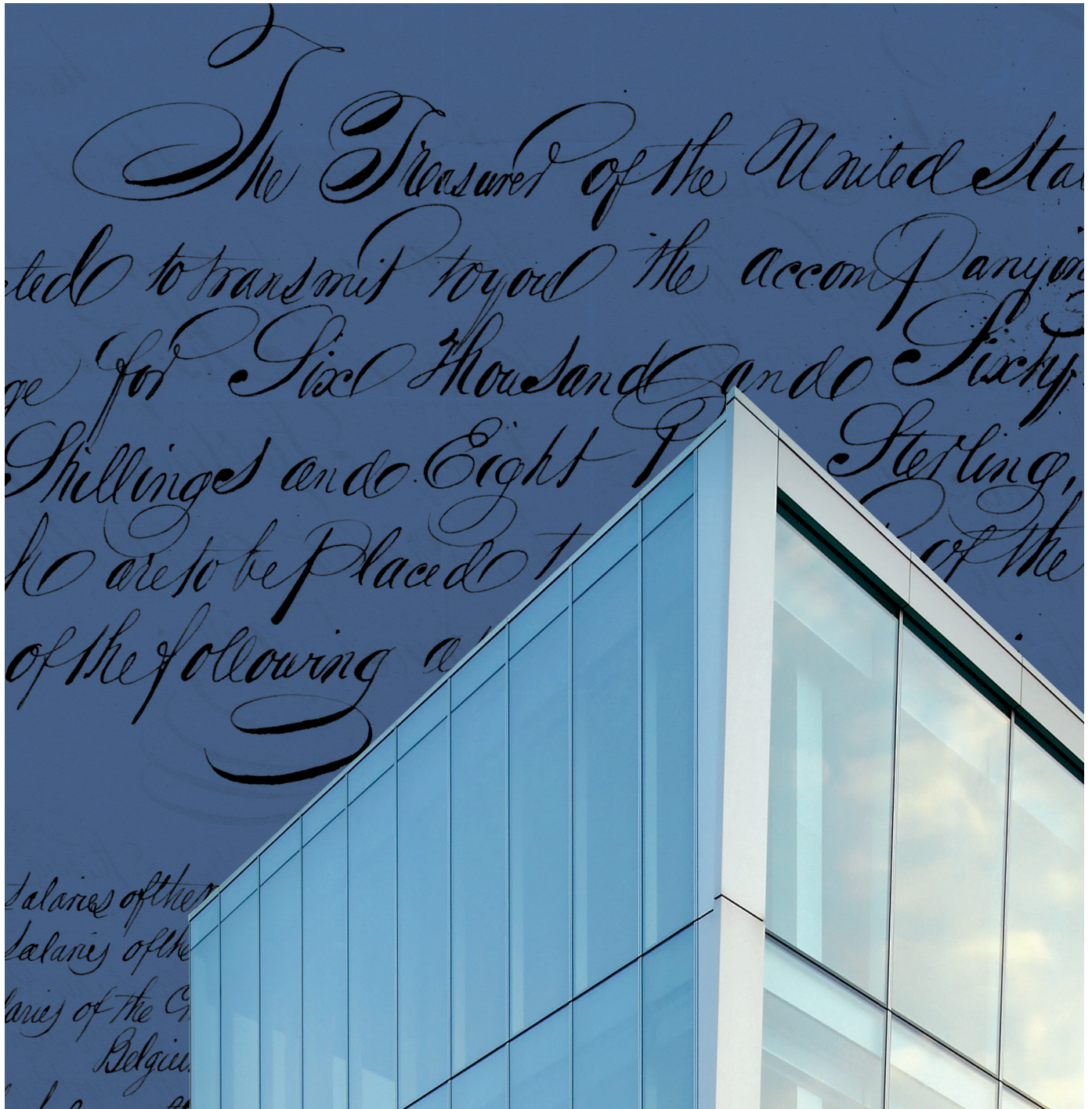


# Perspectivas de mercado



Economía política | ¿Hay un elefante en la sala?

Número 31 | Diciembre 2016



# Prólogo

“Oh, amigos, dejemos esos tonos” – Schiller/Beethoven/Unión Europea

“¡Anímate, Brian!” – Eric Idle, “La vida de Brian”

Todas esas previsiones para 2017 son el equivalente financiero de las tarjetas de felicitación de Navidad: de vivos colores, con buenos deseos, pero de corta vida.

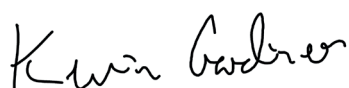
Así que no se ofendan por que no vayamos a enviarles una demasiado lujosa. Esta edición de *Market Perspective* no incluye predicciones revisadas y de una precisión falaz para el año próximo. Un asesoramiento adecuado no es sólo para las Navidades.

¡Pero hay que ver el ánimo imperante cuando el nuevo año se dispone a comenzar! Al Reino Unido se le ha augurado una “década terrible”; el presidente electo Trump ha conmocionado a muchos expertos hasta límites insospechados; y un “panorama general” tremendamente complicado parece en vías de pisotear lo que queda de la UE.

La perspectiva se presenta muy incierta en la actualidad. En realidad, siempre lo es. Preocuparse está en la naturaleza humana (el pesimismo de los medios de comunicación es una respuesta a la demanda de los clientes). Pero puede que ahora se esté exagerando.

En este artículo argumentamos que el ciclo económico actual todavía tiene recorrido, y en el segundo señalamos que el “panorama general” podría ser erróneo. Hasta que veamos unos indicios más claros de recesión en Estados Unidos, colapso en China, desaceleración inesperada en la UE o algo similar, creemos que las carteras a largo plazo deben mantenerse inclinadas hacia activos ligados al crecimiento.

La siguiente edición de *Market Perspective* se publicará en febrero. Deseamos a los lectores de todo el mundo un Nuevo Año lleno de paz y prosperidad.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

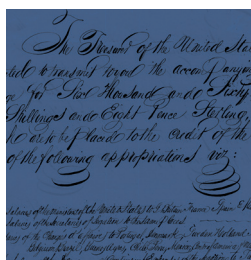


Imagen de portada:  
Primer plano: Nuestra oficina de  
New Court (Londres)  
Al fondo: Carta dirigida a  
Nathan Mayer Rothschild del  
Departamento del Tesoro de  
Estados Unidos, de 21 de  
noviembre de 1834, sobre  
transacciones mercantiles de  
carácter general. Por cortesía  
de The Rothschild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

© 2016 Rothschild Wealth Management  
Fecha de publicación: Diciembre de 2016  
Valores: todos los datos a fecha de 30  
de Noviembre de 2016.  
Fuentes de gráficos y cuadros:  
Rothschild & Co y Bloomberg a menos  
que se indique lo contrario.

# Economía política

Los nubarrones políticos no tienen por qué anunciar un clima de inversión tormentoso

Nuevamente, las nubes de inversión más visibles en la actualidad son políticas, más que económicas. La actividad global, lo crean o no, está acabando 2016 casi con un tono optimista.

Parece probable que el crecimiento en Estados Unidos y Europa haya permanecido próximo a la tendencia en el trimestre final del año, mientras que China, lejos de derrumbarse como muchos temían, puede haber estado ganando tracción (figura 1).

La expansión estadounidense se halla ahora bien entrada en su octavo año, lo que la convierte en otra relativamente prolongada. Tendrá que producirse otra recesión en algún momento, pero por ahora seguimos aconsejando darle a la economía de EE.UU. el beneficio de la duda.

Aun en esta avanzada fase, el sector privado estadounidense continúa mostrando pocos de los excesos cíclicos asociados con los grandes bochornos financieros de 2000 y 2007. Los flujos de efectivo siguen siendo positivos (figura 2), ya que los hogares estadounidenses, en particular, están financiando colectivamente todo el gasto y los desembolsos actuales con los ahorros.

Esto significa, y es una cuestión notable, que en su octavo año de expansión el sector privado estadounidense sigue actuando como una fuente de liquidez, y no como usuario de la misma. Esto no implica que no pueda producirse

una recesión, pero al menos elimina una posible necesidad de que haya una.

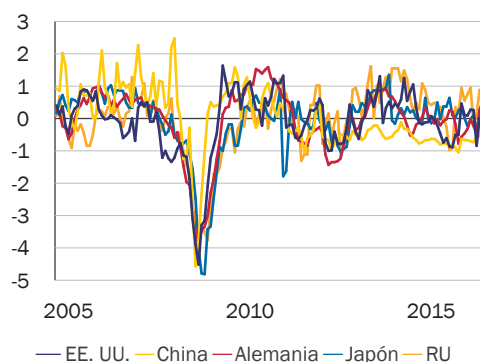
Creemos que Estados Unidos sigue siendo la gran economía más infravalorada. El argumento de la estancación estructural parece alejarse bastante de la realidad: la demanda agregada del sector privado ha aumentado al mismo ritmo (3%) en esta expansión que en la última, el crecimiento del empleo ha sido saludable y el nivel de paro medido es bajo. El famoso “panorama general” que pretende explicar el resultado de las elecciones no nos parece convincente (véase el segundo artículo).

Lo que quizás es más relevante para los inversores es que, pese a la creencia generalizada de que las ventas han sido estáticas en este ciclo, y que las empresas no tienen “capacidad para fijar los precios”, el crecimiento de los ingresos ha sido respetable y los márgenes de explotación han alcanzado máximos infrecuentes. Como destacamos el mes pasado, la idea de que las empresas estadounidenses no han estado invirtiendo también es errónea.

Los ingresos, los márgenes y la inversión en bienes de equipo sin duda cayeron en 2015 y comienzos de 2016, pero todo el descenso y más fue atribuible a los sectores del petróleo y la minería, que ahora están estabilizándose.

**Figura 1: Indicadores cíclicos fundamentales próximos a la tendencia**

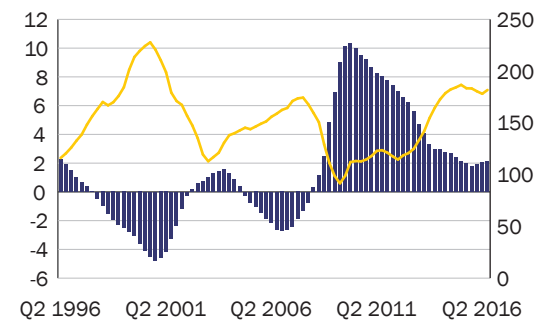
Selección de encuestas de manufacturas: desviaciones típicas de la tendencia



Fuente: Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

**Figura 2: Todavía hay escasos indicios de excesos en EE.UU**

Saldo financiero del sector privado, en % del PIB, media móvil 4T

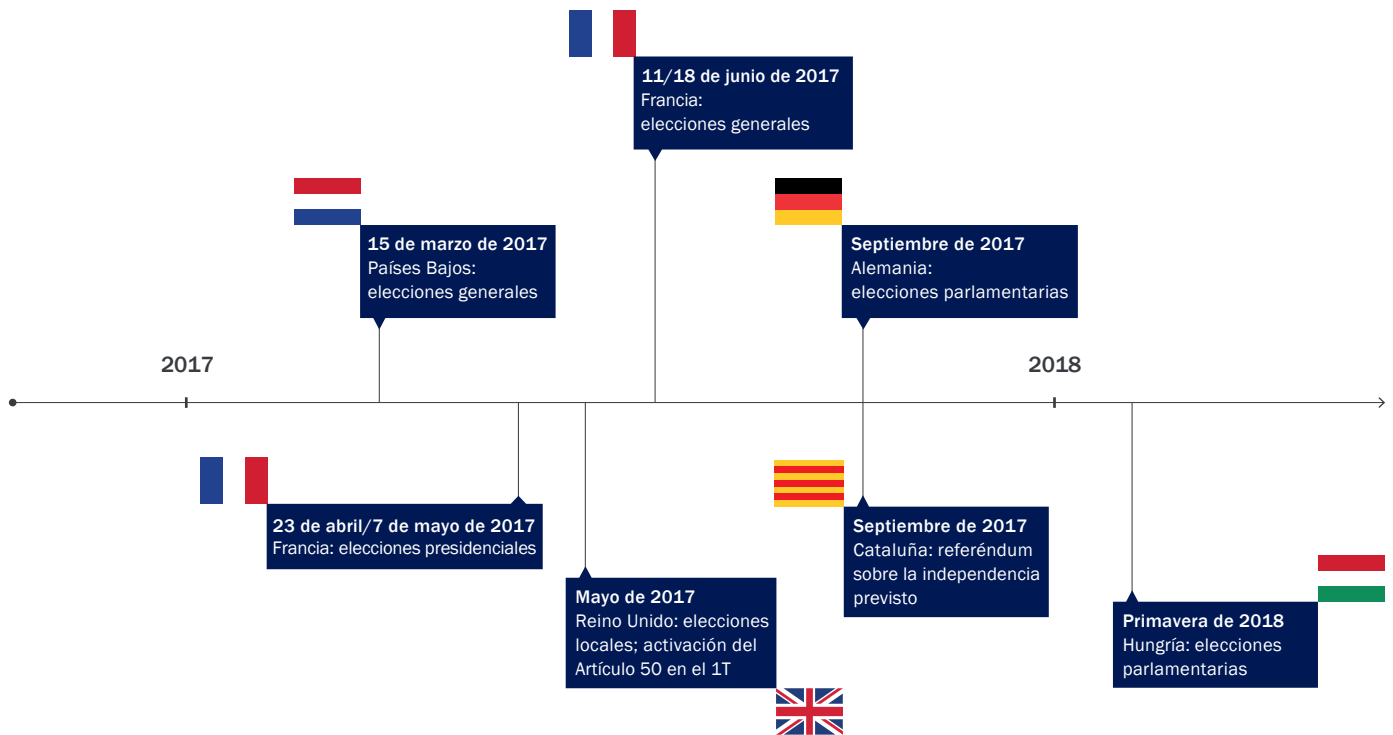


■ Saldo financiero del sector privado, anualizado: % del PIB, media móvil del cuarto trimestre  
— Valores/Títulos del Tesoro a 10 años: índice de rentabilidad total relativa, suavizado (DCHA.)

Fuente: Reserva Federal, Datastream, Rothschild & Co

### Figura 3: Un periodo de intensa actividad para los políticos europeos

Después de la inesperada decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea, hay abundantes oportunidades de que en el futuro se produzcan más acontecimientos políticos negativos en toda la región.



Fuente: Rothschild & Co, Bloomberg, The Economist, Financial Times

En este contexto, creemos que la probable subida inminente de tipos de interés en EE.UU. (en el momento de redactar este artículo) supone una confirmación de que la Reserva Federal está adoptando muy lentamente nuestra visión de las cosas. Si estamos en lo cierto, un aumento de los tipos en un cuarto de punto debería caer en saco roto; de hecho, la economía puede verse como el factor que está determinando la evolución de los tipos de interés, y no al revés. Esto, sin embargo, no es tan positivo para los inversores en bonos.

Hay que admitir que esto es antes de que las políticas del presidente electo hagan sentir su efecto. Dichas políticas probablemente tengan consecuencias no sólo en EE.UU., sino también a nivel global. Pero como hemos señalado antes, vistas con una mirada analítica e imparcial, pueden resultar ser expansionistas, no deflacionistas. Cíclicamente, las rebajas de impuestos podrían ganar la baza al proteccionismo, por así decirlo.

El riesgo de restricciones al comercio encabezadas por Estados Unidos y de una mayor tensión geopolítica más generalmente está en el origen de estos nubarrones políticos. A medida que avance 2017, y la exposición de la política económica y exterior estadounidense se plasme

en algo más que 140 caracteres, averiguaremos cuáles de dichos nubarrones son benignos y cuáles anuncian truenos.

En este momento, aconsejamos mantener la mente abierta, lo cual hay que admitir que no es fácil, cuando se trata de un presidente estadounidense tan idiosincrático. Pero si carecemos de la imaginación necesaria para ver que algunos de los nubarrones podrían ser benignos —y que incluso si no lo fueran, no tienen por qué fusionarse con los que pueblan el cielo europeo para crear ese “panorama general”— entonces no estamos haciendo bien nuestro trabajo como asesores de inversión. Casi siempre hay un desenlace alternativo posible.

Esto podría ocurrir incluso en el área de alto riesgo del debate sobre el comercio, que es donde comprensiblemente las políticas del presidente electo están suscitando más preocupación. La protección suele ser mala incluso para las industrias protegidas (las hace menos capaces de valerse por sí mismas).

Tal y como están las cosas, la gran economía más protegida no es Estados Unidos, sino China, y con diferencia (probablemente seguida algo de lejos por Japón). ¿Qué ocurriría si la torpe y

alarmante retórica del presidente electo tuviera el efecto de fomentar un mayor diálogo y más, no menos, apertura?

Hay que admitir que ello no se perfila probable a corto plazo. Si acaso, parece que últimamente China ha estado intentando limitar el descenso cíclico de su divisa reduciendo la permeabilidad de sus mercados. Pero aunque el yuan puede haber estado caro desde un punto de vista cíclico, estructuralmente siempre ha estado barato. Los datos de paridad del poder adquisitivo del FMI (una suerte de índice Big Mac de valoración absoluta de las divisas) indican que quizás esté infravalorado entre un 40% y un 50% frente al dólar.

## Los datos económicos en Europa, al igual que en EE.UU., han aguantado bien

Los asesores del presidente Xi ven los mismos datos del FMI que el presidente electo. Los controles de capitales y de otra índole en China son incluso más directamente visibles. Pero las condiciones de juego distan de ser iguales. Las empresas de China pueden comprar compañías extranjeras con facilidad, pero adquirir una empresa china es difícil. Los consumidores chinos pueden comprar propiedades inmobiliarias de pleno dominio en Londres, pero los consumidores británicos no pueden hacer lo mismo fácilmente en Beijing.

Supóngase que el nuevo presidente de EE.UU., hablando en voz alta y llevando un palo grande, se topara con una distensión económica en

### Figura 4: Bonos: todavía caros

Rentabilidades de la deuda pública del mundo desarrollado menos la inflación actual (%)



Fuente: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co

versión mejorada, similar a la de Reagan. El consenso actual no contempla siquiera la posibilidad de tal desenlace, pero sin duda tiene que considerarse cuando se evalúan las perspectivas de las inversiones ligadas al crecimiento.

Los nubarrones políticos no tienen por qué anunciar un tiempo tormentoso ni siquiera en Europa. El mapa electoral de 2017 está congestionado, y los comicios franceses y alemanes ciertamente tienen el potencial de producir grandes cambios.

Si acaso, la figura 3 minimiza las cosas: es posible que se celebren elecciones parlamentarias anticipadas en Italia; en justicia, las suele haber y el resultado del referéndum constitucional no cambió nuestra opinión de que las probabilidades de un Quitaly (el abandono del euro por parte de Italia) son escasas.

No obstante, las primarias republicanas en Francia ofrecieron un resultado inesperadamente claro. Si Fillon no es menos aceptable para la desencantada izquierda, podría ser no obstante un oponente más difícil de derrotar para el Frente Nacional. (Su líder es el única política veterana de los países centrales de Europa dispuesta a adoptar una postura explícitamente antieuropea y antieuro). Las políticas liberales de Fillon también podrían ser favorables para la economía por derecho propio, lo que supondría un impulso estructural para el empleo y las empresas.

La decisión de la canciller Merkel de volver a presentarse a las elecciones es otro estímulo potencial para el statu quo (y prueba de la abrumadora energía de la canciller).

Una vez más, esto no equivale a sugerir que los resultados favorables a los mercados necesariamente se impondrán, sino solo que las posibilidades de que no sea así podrían haberse minimizado. Y cuando miramos estos nubarrones varios, no vemos el “panorama general” que ven otros.

Por otro lado, los datos económicos en Europa, al igual que en EE.UU., han aguantado bien. No lo bastante, todavía, como para que el BCE consienta retirar su apoyo —es más, acaba de tomar la decisión de comprar bonos todavía durante más tiempo, aunque a un ritmo más reducido— pero suficiente como para permitir que el desempleo siga descendiendo lentamente y que los beneficios empresariales, al igual que en EE.UU., reanuden el crecimiento.

La figura 3 también omite las negociaciones en curso sobre el Brexit y debates que sin duda marcarán 2017. Seguimos pensando que lo más probable sea un desenlace “duro”. En el contexto

del “prosecco frente a pescado y patatas fritas”, señalaríamos que la cuestión a tener en cuenta es que mientras que los miembros de la UE venden al Reino Unido quizás el 3% de su PIB, las exportaciones británicas a sus socios representan más del 12% del PIB nacional. Además, el Reino Unido tiene que apaciguar a 27 negociadores nacionales distintos, y tiene las manos atadas por el resultado del referéndum.

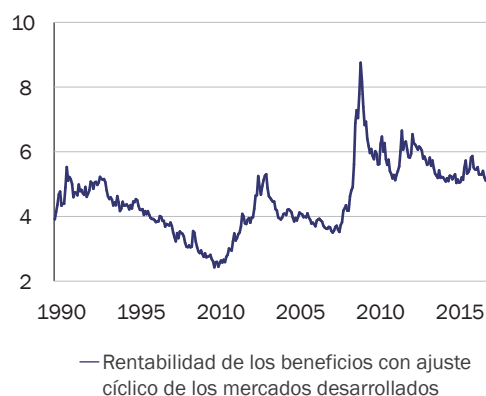
Pero nosotros hemos estado argumentando que incluso un Brexit “duro” no tiene por qué suponer un cambio radical para el Reino Unido. En el peor escenario de tipo OMC, los exportadores británicos de bienes podrían encontrarse afrontando unos aranceles de quizás un 5% (más sobre los alimentos y los coches y menos sobre otros productos), lo que supone un obstáculo competitivo pequeño cuando se considera junto a la devaluada libra esterlina. Las barreras no relacionadas con los aranceles, como los retrasos aduaneros y la ausencia del pasaporte para los servicios financieros, probablemente son más importantes, pero la libra, al igual que el Banco de Inglaterra, podría estar sobrestimando el impacto sobre el crecimiento británico.

Es irónico, quizás, que en octubre el volumen de ventas minoristas británicas registrara su mayor tasa de crecimiento interanual desde 2002.

Finalmente, 2017 sin duda estará marcado por las proclamas de un aterrizaje brusco de la economía china, tal y como ha ocurrido en los últimos años. Seguimos sintiéndonos incapaces de subirnos a ese tren: la falta de apertura significa que China no está tan conectada a los mercados de capitales globales, y ni siquiera a la economía mundial, como la gente presupone. Sus deudas son en gran medida un asunto

**Figura 5: Las valoraciones bursátiles vuelven a ser poco relevantes**

Rentabilidad de los beneficios con ajuste cíclico del mundo desarrollado (en %)



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

nacional, y si nos hemos equivocado respecto a China en los últimos seis meses es porque pensamos que la economía seguiría desacelerándose, cosa que no ha ocurrido.

Continuamos creyendo que el yuan bajará, pero un desplome parece improbable, dado que siguen aplicándose los controles de capitales y cuando en términos absolutos parece tan infravalorado.

Volviendo la vista atrás a 2016, hubo tres grandes acontecimientos políticos desfavorables que no esperábamos al comienzo del año: el Brexit, Trump y la dimisión de Matteo Renzi. En cada caso apuntamos que si llegaran a ocurrir, el impacto en los activos de riesgo podría no ser dramático. Cada vez, el impacto fue incluso menor de lo que podríamos haber adivinado.

## El ciclo económico y las valoraciones favorecen a la renta variable

¿Significa esto que los inversores hacen gala de un exceso de confianza? Lo dudamos: nosotros nos encontramos pocos inversores complacientes. En cambio, sospechamos que ha habido aún más noticias negativas descontadas implícitamente de lo que habíamos supuesto, y el panorama económico, en particular, ha sido mucho menos lúgubre de lo que muchos temían.

En general, hay una tendencia a considerar que la política es más importante para los mercados de lo que en realidad es. Cuando las cosas tienen un gran impacto personal en nosotros, es lógico pensar que tienen que tener un efecto más amplio. Lógico, pero posiblemente erróneo.

Si nos animamos a mirar al frente, pensamos que la economía política de 2017 volverá a ser manejable. En cambio, nuestras preocupaciones siguen centrándose en los riesgos a más largo plazo asociados con el acometimiento sigiloso de su misión por parte de los bancos centrales y con el hecho de que la política monetaria se mantenga demasiado relajada demasiado tiempo.

### Conclusiones de inversión

El ciclo económico liderado por Estados Unidos está maduro, pero aún no se encuentra frágil. La inflación es más probable que la deflación, pero incluso en EE.UU. y en el Reino Unido hay escasos indicios de un gran avance de la misma, y prevemos que las condiciones monetarias se normalicen lentamente (con EE.UU. a la cabeza,

y quizás el Reino Unido a la zaga en 2017). Desde una perspectiva macroeconómica, estas son las conclusiones de inversión que extraemos de este constante escenario de “ir tirando”:

- El ciclo económico y las valoraciones favorecen a las acciones como la fuente más probable de rentabilidades que superen a la inflación. Los rendimientos de los bonos han subido más, pero la mayoría de las rentabilidades de la deuda pública siguen estando por debajo de las tasas de inflación actuales. Las acciones en general parecen menos caras (figuras 4 y 5).
- En la actualidad consideramos los bonos y el efectivo como un seguro y un contrapeso de las carteras. Así pues, lo mejor es mantenerlos en las monedas locales de los inversores: el riesgo de cambio hace que resulten más volátiles. Los tipos de interés globales podrían comenzar a divergir, pero sólo un poco, sobre todo cuando se consideran los costes de cobertura.
- Mayormente preferimos bonos corporativos (crédito) de alta calidad frente a la deuda pública, pero también es improbable que ofrezcan rentabilidades reales positivas. Los bonos de mercados emergentes, por su parte, nos parecen poco atractivos (incluso los denominados en divisas fuertes).
- 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. A pesar del aumento de la inflación importada, seguimos recelando de las valoraciones de la deuda pública británica vinculada a índices y con vencimientos largos.
- En los mercados de renta variable, continuamos siendo más optimistas respecto a EE.UU., Europa sin el Reino Unido y Asia emergente (pese a la volatilidad a corto plazo ligada a los tipos de interés estadounidenses). El Reino Unido es el mercado del que tenemos una opinión menos positiva (aunque incluso allí preferimos las acciones a los bonos) y también en los mercados asiáticos desarrollados sin Japón (aunque somos menos negativos que antes respecto a estas plazas).
- Las acciones estadounidenses están más caras y se enfrentan a tipos de interés más elevados, aunque puede ser que el crecimiento aún no se haya descontado plenamente. Las acciones de Europa continental están baratas, incluso teniendo en cuenta su crecimiento más lento. Los indicadores preliminares de los países emergentes de Asia siguen mejorando, y los riesgos que presenta un dólar más fuerte y las subidas de tipos de interés en EE.UU. podrían haberse exagerado. El atractivo estructural de la región se mantiene, incluso cuando se reanuda la desaceleración en China.
- El Reino Unido y los países desarrollados de Asia (excluido Japón) se enfrentan a problemas locales y sectoriales que pueden impedirles participar plenamente del crecimiento global. No obstante, si los precios de las materias primas se mantienen estables, Australia en particular podría seguir comerciando más intensamente de lo que hemos estado previendo.
- Preferimos una combinación de sectores cíclicos y de crecimiento estructural — tecnología, bancos y energía, por ejemplo, y ahora atención sanitaria— frente a sectores similares a los bonos, como servicios públicos, consumo básico y ahora telecomunicaciones. Nos mantenemos indiferentes hacia los valores vinculados a materias primas distintas del petróleo.
- La convicción en el terreno de las divisas debería ser baja. A un año vista, después de la libra esterlina —que creemos reaccionó exageradamente al referéndum del Brexit, y elevó así nuestras clasificaciones cambiarias cíclicas— seguimos colocando alto al dólar: al igual que las acciones estadounidenses, no está barato, pero tiene atractivo cíclico. Situamos en un nivel bajo el franco suizo y el renminbi: su posición cíclica es más débil y las valoraciones (con respecto a la tendencia) son más caras.

# ¿Hay un elefante en la sala?

El famoso “panorama general” podría ser una caricatura engañosa

¿Qué tienen en común el Brexit, Trump e Italia?

La explicación difundida es que son parte del “panorama general” ilustrado por el ampliamente reproducido gráfico del “elefante” que figura más abajo.

Este gráfico clasifica percentiles de la distribución de la renta global horizontalmente, situándose los más pobres a la izquierda. El eje vertical muestra el crecimiento de las rentas reales a lo largo de dos décadas hasta 2008, cuando la integración global fue más rápida (recuérdese que China se incorporó a la OMC y la campaña de marketing de los países BRIC se lanzó en 2001).

El centro de atención se sitúa en el punto bajo de la trompa del elefante: la incapacidad del crecimiento de la renta en los percentiles 75 a 85 de mantener el ritmo del resto.

Esta es la “estrujada clase media” del mundo desarrollado, se arguye. Frustrada por haber sido dejada atrás por la globalización, se ha insolentado con el establishment occidental. Mil anécdotas en el Reino Unido, Estados Unidos e Italia parecen respaldar este argumento. El Brexit, Trump, “No grazie”, todo parece ser parte de una fuerte reacción contra la globalización.

La cual, de ser cierta, podría sugerir acontecimientos negativos el próximo año en Francia y Alemania, una amenaza existencial sobre el euro (que se ve como parte del enemigo

que es la globalización) y consecuencias de gran alcance para las empresas.

Nosotros no estamos convencidos. Los acontecimientos negativos de 2016 tenían algo en común, pero no necesariamente esto.

Los periodistas de la prensa seria tienen incluso más probabilidades que los comentaristas de los tabloides de creerse la “falacia narrativa”: no pagamos suscripciones premium por artículos inteligentes que leer porque “nadie sabe ná”. Pero la actualidad puede ser caótica y aleatoria.

Las personas que componen cada percentil no han sido las mismas a lo largo de todo el periodo examinado. Las poblaciones y las rentas de los países emergentes son las que más rápido han estado creciendo, y en 2008 los percentiles más altos incluyen unos trabajadores del mundo emergente relativamente más prósperos que en 1988.

De forma similar, el hecho de que se cita con frecuencia de que las rentas medias de los hogares estadounidenses apenas han crecido en términos reales en el último cuarto de siglo refleja en parte la cambiada composición de la fuerza laboral. Intuitivamente, las rentas reales estáticas no encajan con los drásticos cambios tecnológicos y de la calidad de los productos observados a lo largo de este periodo.

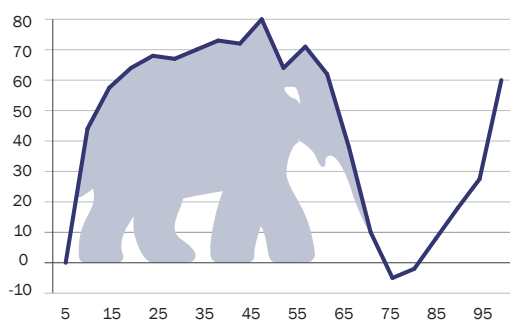
Para muchos trabajadores occidentales, los salarios reales se estancaron durante gran parte de la última década. Pero centrarse en los salarios reales de las personas que ya tenían trabajo ignora el satisfactorio hecho de que ahora hay mucha más gente trabajando (a tiempo completo).

Si ya hay una fuerte reacción contra la globalización y el sistema capitalista, Trump es un curioso abanderado de ello. En el Reino Unido, apenas en 2015 se eligió una administración conservadora favorable a las empresas.

No sería la primera vez en los últimos años que las creencias generalizadas han leído incorrectamente el ánimo popular (¿populista?). Recuérdese que después de 2008, los expertos extrapolaron la estupidez del sector financiero a la caída del capitalismo (algo que se ha predicho periódica y erróneamente al menos desde 1848).

## Figura 6: ¿Hay un elefante en la sala?

Cambios en la renta real (escala vertical, en %) en diversos percentiles de la distribución global de la renta, 1988-2008



Fuente: Grupo de expertos mundiales sobre la distribución de la renta de Lakner-Milanovic, Rothschild & Co



No estamos diciendo que no haya un factor común. Claramente lo hay: en cada caso, los votantes han respaldado un movimiento o a una persona, culpando a otro de sus problemas. Pero este estado de ánimo —el deseo de rebeldía— puede no persistir, al margen de lo pulcro que sea ese “panorama general”.

A riesgo de constatar lo evidente, es posible creer que la desigualdad no es el principal motor de los acontecimientos de la actualidad sin estar a favor de ella.

## 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).