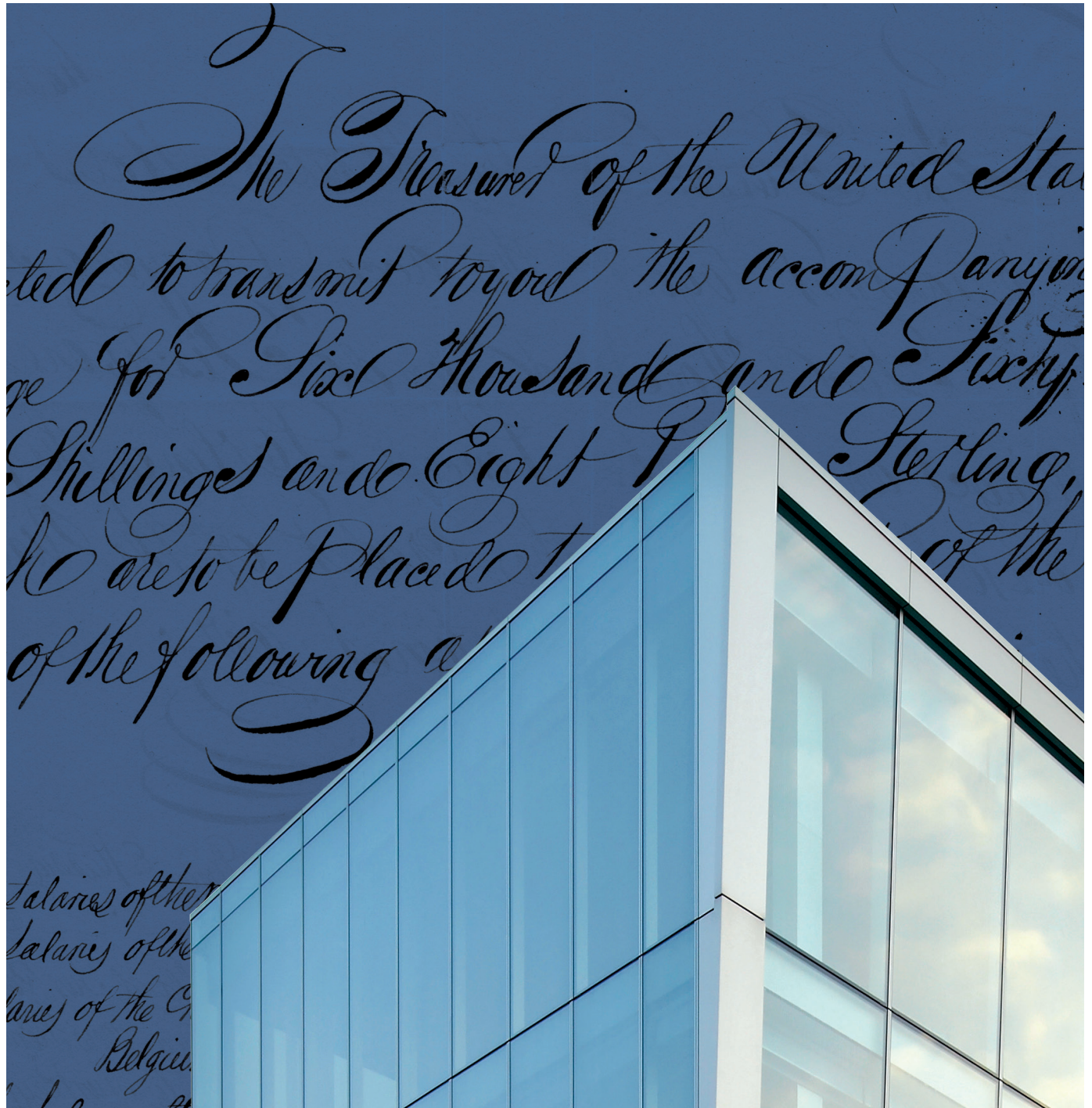


# Perspectivas de mercado



EE. UU., S.A.: Comportamiento favorable | «Expediente IPC»

Número 30 | Noviembre 2016



# Prólogo

«... la gente había perdido la confianza en el gobierno  
Y sólo podría recuperarla redoblándose los esfuerzos.  
En ese caso, ¿no sería más fácil para el gobierno  
Disolver al pueblo y elegir otro?» – Brecht

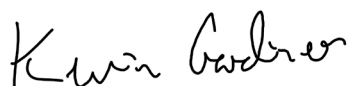
¿Democracia en crisis o democracia en acción? Algunos de los comentarios más voraces vertidos sobre las elecciones estadounidenses —como ha sucedido aquí con las reacciones al referéndum sobre la Unión Europea— parecen algo paternalistas. Las alternativas son peores, recuerden.

Si bien no esperábamos este desenlace, en septiembre sugerimos que un resultado así no tendría por qué afectar sustancialmente a las previsiones de inversión a largo plazo. A pesar de esto y otras incertidumbres políticas, las perspectivas macroeconómicas vuelven a resultar prácticamente estables. Los datos de crecimiento han evolucionado a mejor y las opiniones sobre un mal comportamiento de «EE. UU., S.A.» parecen exageradas.

Por otra parte, la teoría de la conspiración popular del momento —la idea de que los bancos centrales y los gobiernos se confabularán para reducir el valor de la deuda a través de la inflación— nos parece errónea.

Sí que nos preocupa la ampliación de la misión de los bancos centrales. Sin embargo, tratar de liquidar el valor real de la deuda generando inflación deliberadamente sería como hacer frente a la humedad prendiendo fuego a su propia casa.

Dicho esto, una vez más percibimos pocas razones para pensar que el ciclo económico y las carteras de inversión a largo plazo se disponen a descarrillar —por la presidencia de Trump, la política de la Unión Europea, los excesos empresariales o los caballeros templarios—.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

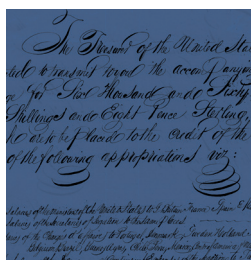


Imagen de portada:  
Primer plano: Nuestra oficina de  
New Court (Londres)  
Al fondo: Carta dirigida a  
Nathan Mayer Rothschild del  
Departamento del Tesoro de  
Estados Unidos, de 21 de  
noviembre de 1834, sobre  
transacciones mercantiles de  
carácter general. Por cortesía  
de The Rothschild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

© 2016 Rothschild Wealth Management  
Fecha de publicación: Noviembre de 2016  
Valores: todos los datos a fecha de 31  
de Octubre de 2016.  
Fuentes de gráficos y cuadros:  
Rothschild & Co y Bloomberg a menos  
que se indique lo contrario.

# EE. UU., S.A.: Comportamiento favorable

Las nubes más evidentes que se ciernen sobre el horizonte de la inversión actualmente son políticas, no económicas

Donald Trump será el 45º presidente de los Estados Unidos. Apenas sorprende la volatilidad de los mercados —la incertidumbre ha subido con fuerza—, si bien es posible que los efectos económicos a largo plazo sean menos profundos que las repercusiones políticas.

Nuestro razonamiento, que concebimos por primera vez en septiembre —y no es que esperáramos este resultado—, se asienta sobre los numerosos contrapesos —implícitos y explícitos— a los que se enfrenta incluso el presidente más idiosincrático. En él, también se reconoce que los mercados de todo el mundo responden a múltiples factores dinámicos. El proteccionismo resultaría inequívocamente negativo para la economía mundial, aunque las rebajas de impuestos y el aumento del gasto público en Estados Unidos podrían traducirse en un impulso cíclico; todavía no está claro cuál será el equilibrio entre ambas promesas. Los mercados son insensibles y a menudo indiferentes a la evolución global, sea cual fuere su calado.

El referéndum sobre la reforma constitucional de Italia del 4 de diciembre es otra de las nubes de incertidumbre que se ciernen sobre el horizonte. En caso de que se rechace la reforma, la incertidumbre seguirá creciendo y ganarán fuerza las elecciones anticipadas y la posible salida de Italia de la Unión Europea. Italia es

miembro fundador de la Unión Europea y del euro. Si se dispusiera a abandonar el proyecto europeo, dicha evolución podría ser un terremoto para Europa y los mercados de capitales de todo el mundo.

Sin embargo, pensamos que es improbable que suceda. La cadena de acontecimientos desde que se impusiera el «no» el 4 de diciembre hasta que Italia decidiera abandonar la Unión Europea sería muy larga y compleja, incluso en mayor medida dada la ausencia de un proceso político más decisivo que las reformas pretenden impulsar (de ahí, la paradoja sobre la Unión Europea que describimos en octubre: lo más recomendable para un votante italiano que desee abandonar la Unión Europea es que vote a favor del statu quo).

La tercera nube que se perfila en el horizonte es qué implica exactamente la salida del Reino Unido de la Unión Europea: cuándo se producirá y, ahora, qué función desempeñará el parlamento en el proceso. Los perjuicios inmediatos para la economía del Reino Unido siempre se exageraron en los estudios —emocionales— realizados una vez celebrado el referéndum, si bien sí es posible que se produzcan ciertos daños reales a largo plazo.

Incluso una salida «suave» del Reino Unido de la Unión Europea podría pesar sobre el entorno

**Figura 1: La libra en raras ocasiones ha sido más asequible**

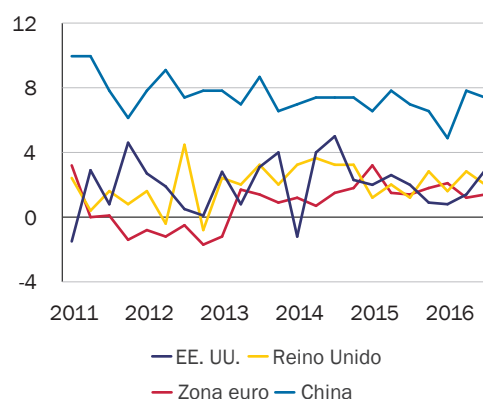
Tipo de cambio real de la libra esterlina ponderado por el comercio: índice y media móvil de 10 años



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

**Figura 2: El crecimiento del PIB ha sido respetable**

Ritmo anualizado desestacionalizado, %



Fuente: Datastream, Rothschild & Co



empresarial. Una salida «dura» implicaría una mayor fricción para el sector empresarial británico (en forma de aranceles y/o regulación) en sus futuros contactos con sus socios de la Unión Europea.

De manera implícita, hemos dado por hecho que la vía «dura» será la que probablemente terminará imponiéndose. La idea de una opción «moderada» puede que no sea más que una ilusión. La capacidad de negociación del Reino Unido puede exagerarse y la dinámica negociadora posible no es sencilla dados los diferentes ciclos políticos de los diversos socios. La libre circulación de personas es un componente fundamental del mercado único.

Dicho esto, siempre hemos defendido que la salida del Reino Unido de la Unión Europea no cambiará las reglas del juego. Tal y como estamos viendo, las empresas pueden percibir el Reino Unido como un lugar atractivo en el que invertir incluso a pesar de estas posibles fricciones.

El Reino Unido suele crecer menos lentamente que el resto de Europa: cuenta con mercados internos más liberales, impuestos favorables a las empresas y una población con un crecimiento más dinámico (incluso sin más inmigración).

El debate público también se olvida a menudo de que las economías en crecimiento son la norma. Los perjuicios derivados de la salida del Reino Unido de la Unión Europea implican que la calidad de vida podría ser menor de lo que hubiera sido en otra situación, no que sea peor en términos absolutos.

Por otra parte, la libra esterlina en raras ocasiones ha estado más barata en términos

reales (Figura 1). Una moneda barata difícilmente es una estrategia viable para lograr resultados positivos en el futuro, si bien puede ofrecer un impulso cíclico. De hecho, si estamos en lo cierto sobre la posible resiliencia del Reino Unido, la libra ya habría presentado una reacción desproporcionada antes del último descenso, al igual que el Banco de Inglaterra.

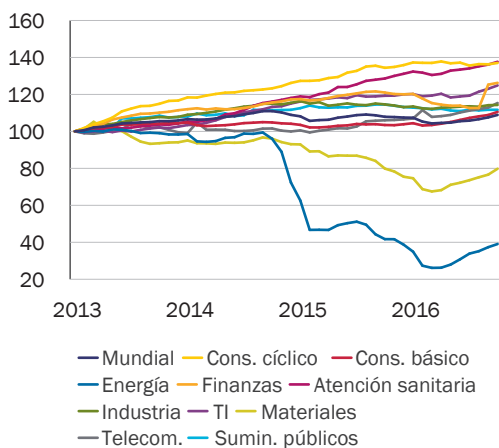
## Una moneda barata difícilmente es una estrategia viable para lograr resultados positivos en el futuro, si bien puede ofrecer un impulso cíclico.

Nubarrones políticos aparte, la situación económica vuelve a ser relativamente clara este mes. Si acaso, los riesgos para el crecimiento han virado en una dirección positiva. Los datos del PIB correspondientes al tercer trimestre muestran que la ralentización de China se ha detenido por el momento, mientras que el crecimiento en Estados Unidos avanzó moderadamente por encima de la tendencia tras defraudar durante varios trimestres. El crecimiento del Reino Unido y la zona euro — como habíamos aventurado, a pesar del ruido generado por la decisión del primero de abandonar la Unión Europea— se situó próximo a la tendencia (Figura 2). El crecimiento parece haber seguido adelante a un ritmo razonable de cara al cuarto trimestre.

Dada esta situación, los temores en torno a la deflación deberían ceder lentamente. De hecho, las rentabilidades de los bonos han subido

**Figura 3: Se reanuda el crecimiento de los beneficios empresariales**

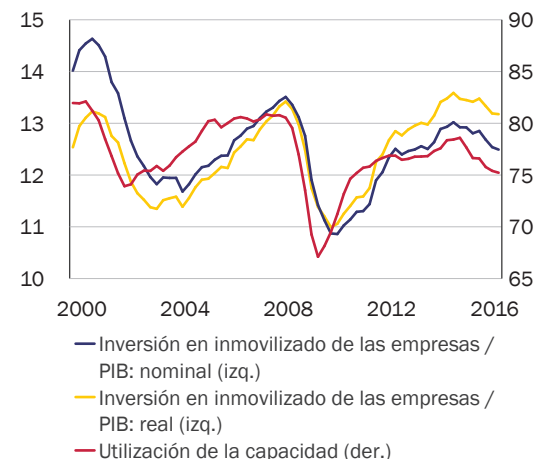
Beneficios por acción, índices, monedas locales



Fuente: IBES, MSCI, Datastream, Rothschild & Co. Nota: el alza del sector financiero en septiembre refleja una recomposición

**Figura 4: Inversión de las empresas de EE. UU.: no existe carencia de capacidad**

Gasto de capital no residencial del sector privado (% PIB, media móvil 4T) y uso de la capacidad industrial (%)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

ligeramente en las últimas semanas, si bien desde mínimos históricos. Sin embargo, la Reserva Federal sigue siendo el único gran banco central que podría subir los tipos de interés a corto plazo pronto (con supeditación a la volatilidad de los mercados tras las elecciones). El Banco de Inglaterra ha tenido que volver a modificar sus orientaciones prospectivas para tonarse menos moderado en esta ocasión, si bien a dicho organismo parece no sonrojarle su reducción de los tipos en agosto, decisión que es improbable que revierta pronto.

## Uno de los numerosos mitos sobre el ciclo actual es la idea de que EE. UU., S.A. no ha realizado inversiones.

Dada esta coyuntura, la situación podría resultar propicia para una revaluación positiva de la rentabilidad y la situación financiera de las empresas. Los beneficios del mundo desarrollado se están estabilizando dado el desvanecimiento de las pérdidas del sector del petróleo y la minería y las apuestas más optimistas de los analistas con respecto a las ganancias de cara a los doce próximos meses vuelven a subir (Figura 3).

Numerosos expertos siguen defendiendo que, al menos en Estados Unidos, las finanzas de las empresas se encuentran en una situación precaria. Afirman que las empresas han realizado repartos excesivos, mediante la

recompra de acciones a la par que sus pagos de dividendos ordinarios, limitando de este modo la inversión y apalancando en exceso los balances. Percibimos escasos indicios de ello.

Uno de los numerosos mitos sobre el ciclo actual es la idea de que EE. UU., S.A. no ha realizado inversiones. Sí las ha llevado a cabo: hasta el recorte del gasto en el sector energético el pasado año, el peso de la inversión empresarial en el PIB no había sido mayor por lo general (Figura 4: la proporción de efectivo resultó más moderada, lo cual pone de manifiesto bienes de equipo más económicos). Puede que ésta sea la razón por la que no escuchamos a muchas empresas afirmar que simplemente no pueden satisfacer la demanda: existe una gran capacidad (de nuevo, Figura 4).

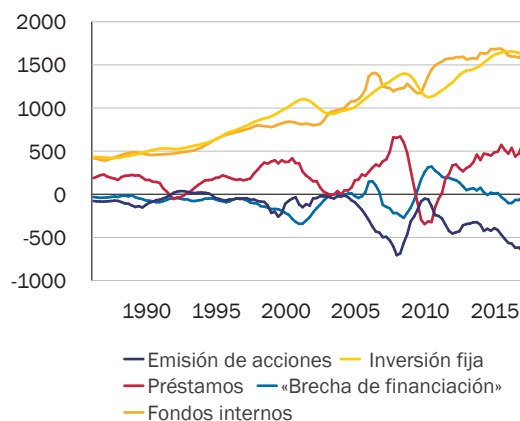
Este gasto de capital se ha financiado, como es habitual, en gran medida con fondos generados a escala interna (Figura 5). Existe una «brecha de financiación», si bien resulta poco relevante desde una perspectiva histórica (debemos recordar, por otra parte, que los consumidores estadounidenses siguen gozando de un amplio superávit en cuanto a flujos de efectivo y que el conjunto del sector privado es, incluso en el octavo año de expansión, proveedor neto de liquidez, no consumidor de ella).

Las recompras de acciones llevan buena parte de dos décadas siendo una práctica habitual. Varían significativamente a lo largo del ciclo y los préstamos, que no capital interno, son la fuente de fondos más visible (de nuevo, Figura 5).

Esta toma en préstamo adicional podría ser un problema si los balances de las empresas fueran frágiles, pero en conjunto parecen robustos. El

**Figura 5: La inversión en inmovilizado de las empresas estadounidenses se financia a escala interna**

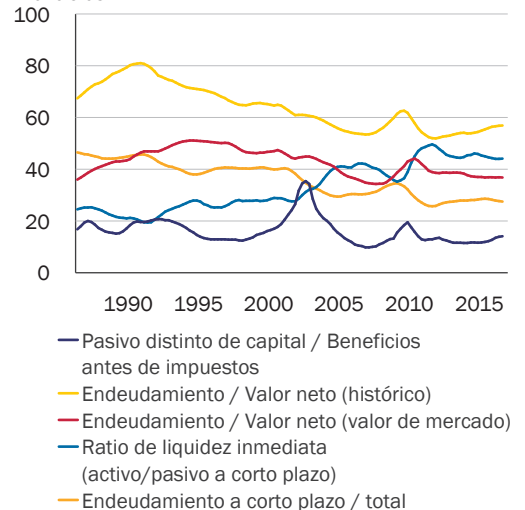
Fuentes y usos de fondos de empresas no financieras de EE. UU. (billones de USD a un tipo anual, media móvil 4T)



Fuente: Reserva Federal, Datastream, Rothschild & Co

**Figura 6: Los balances de las empresas de EE. UU. parecen irrelevantes**

Préstamos y ratio de liquidez inmediata de las empresas no financieras



Fuente: Reserva Federal, Datastream, Rothschild & Co

pasivo con respecto a los beneficios o el valor neto no resulta especialmente elevado, los préstamos a corto plazo han caído en relación con los préstamos a largo plazo y las ratios de liquidez inmediata (activo a corto plazo con respecto a pasivo a corto plazo) parecen situarse en niveles adecuados (Figura 6). Los gastos por intereses y el peso del pasivo a tipo variable con respecto a los préstamos de bonos con cupón fijo también son bajos (no se muestran).

A partir de esta lectura, se concluye que las recompras de acciones ilustran una reorganización de los balances más que una posible limitación de las operaciones. No existen indicios de que estén afectando sustancialmente al crecimiento potencial de Estados Unidos. Tampoco parece que hayan inflado indebidamente las valoraciones de los títulos; que pudiéramos esperar que así fuera es un aspecto discutible de la teoría de las finanzas corporativas.

Siempre existen buenas razones para pensar que esta expansión sería prolongada y todavía existen pocos signos del exceso de confianza corporativa que podría ser una de las posibles causas de su desaparición. Habrá otra recesión y otra crisis financiera en Estados Unidos en algún momento —ambas no siempre se producen a la vez—, pero puede que aún no.

### Conclusión para las inversiones

A pesar del presidente Trump, seguimos decantándonos por una visión del mundo «pragmática».

El ciclo económico, liderado por Estados Unidos, se encuentra en una fase de madurez, aunque no presenta especial debilidad y todavía muestra pocos excesos. Llevamos mucho tiempo sosteniendo que China se ha ralentizado

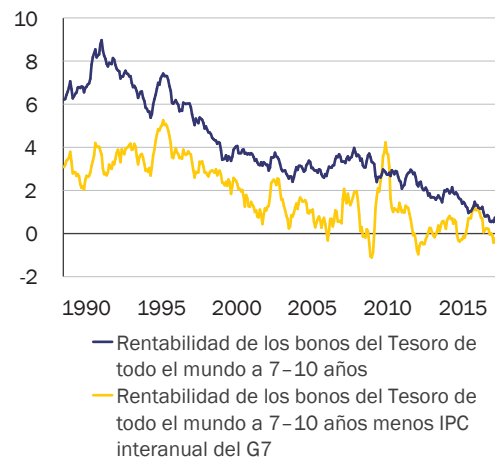
—que no desplomado— y últimamente ni siquiera se ha frenado. Europa continental está mostrando señales de que está creciendo a un ritmo ligeramente mayor con respecto a su tendencia, habitualmente apagada; como pensamos, se exageraron los temores a que el referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea imprimiera efectos dramáticos. Entretanto, la inflación sigue siendo moderada y parece improbable que los bancos centrales —incluida la Reserva Federal, especialmente tras las elecciones— vayan a normalizar sus condiciones monetarias rápidamente.

Desde una perspectiva descendente o macro, éstas son las conclusiones de inversión que extraemos:

- El ciclo económico y las valoraciones apuntan a los mercados bursátiles como fuente de rentabilidad más probable para los inversores.
- Las rentabilidades de los bonos, en realidad, han subido ligeramente en las últimas semanas, si bien continúan en niveles muy bajos y en numerosos casos siguen en terreno negativo. Esta situación no resulta tan alarmante como parece. Descontando la inflación corriente, las rentabilidades fueron más negativas en un pasado no tan lejano (Figura 7). No obstante, parece poco probable que los bonos vayan a preservar el patrimonio real de los inversores a partir de ahora y las emisiones con vencimientos más largos pueden resultar volátiles.
- Los precios de las acciones han subido considerablemente desde el inicio de la crisis, pero también los beneficios empresariales: la mayoría de las ratios de valoración se encuentran bien ancladas en sus rangos

**Figura 7: Bonos, caros pero sin burbuja**

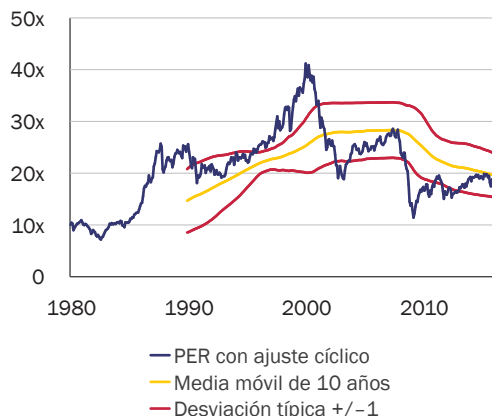
Rentabilidades de la deuda pública del mundo desarrollado menos inflación corriente (%)



Fuente: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co

**Figura 8: Las valoraciones bursátiles siguen siendo poco relevantes**

PER con ajuste cíclico del mundo desarrollado



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

históricos (Figura 8). Es probable que los recientes descensos en las ganancias de los sectores del petróleo y la minería hayan finalizado y los beneficios totales vuelven a crecer.

- Actualmente, consideramos los bonos y el efectivo un seguro y un contrapeso frente a un mundo de crecimiento más lento. Así pues, deberían mantenerse en las monedas locales de los inversores: el riesgo de cambio hace que resulten más volátiles. En todo caso, los tipos de interés de todo el mundo han convergido en gran medida, especialmente teniendo en cuenta los costes de cobertura.
- Es probable que se produzca cierto proceso de normalización a largo plazo de los tipos de interés en la mayoría de las regiones, aunque las perspectivas cíclicas varían. Eminentemente, nos decantamos por bonos corporativos (renta fija privada) de alta calidad frente a la deuda pública, si bien también es improbable que dicha clase de activos ofrezca rentabilidades reales positivas. En la actualidad, percibimos escasa atracción en los bonos de mercados emergentes (incluso aquéllos denominados en monedas sólidas).
- Creemos que los tipos de interés subirán y la solvencia se deteriorará, antes en Estados Unidos que en Europa. Como resultado, en las carteras en dólares estadounidenses, nos mostramos más optimistas acerca de los bonos indexados a la inflación y de duración corta y menos acerca de 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.
- Las cotizaciones pueden continuar apuntando lentamente al alza con beneficios y dividendos; estaríamos posicionados a escala regional y sectorial para ello.
- Nuestro mayor optimismo se centra en Estados Unidos, Europa (excluido el Reino Unido) y los países asiáticos emergentes y el menor en el Reino Unido y los países asiáticos desarrollados (excluido Japón) (aunque incluso allí preferimos acciones a bonos). Creemos que los mercados emergentes pueden ofrecer una rentabilidad relativa positiva (opinábamos lo contrario hasta la primavera).
- El mercado estadounidense es relativamente caro y se enfrenta al alza de los tipos de interés, aunque puede ser que el crecimiento aún no se haya descontado plenamente. Los valores de Europa continental también parecen asequibles y que, incluso, tienen presente un menor crecimiento. En las economías emergentes de Asia, se exageraron los temores a otra crisis similar a la de 1997 y el atractivo estructural de la región permanece intacto, incluso aunque se reanude la ralentización de 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. La caída de la libra esterlina ha impulsado las rentabilidades del Reino Unido en moneda local, si bien su divisa sigue ofreciendo rendimientos negativos en términos de dólares y euros.
- Preferimos una combinación de sectores estadounidenses cíclicos y de crecimiento estructural —tecnología, bancos y energía, por ejemplo— frente a sectores similares a los bonos, como servicios públicos de suministro y consumo básico. Seguimos mostrándonos indiferentes con respecto a los valores vinculados a materias primas distintas del petróleo. Ostentamos menos puntos de vista en Europa: pensamos que los valores financieros se pueden recuperar en mayor medida, si bien se trata de un sector muy volátil.
- La convicción de divisa debe ser baja. Aparte de la libra esterlina —la cual consideramos que está mostrando una reacción exagerada al referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea y por eso se ha desplazado hacia arriba en nuestra clasificación de divisas cíclicas—, las monedas importantes han mostrado una relativa estabilidad en los últimos tiempos a pesar de las predicciones bajistas de los expertos (euro, yen y renminbi) y alcistas (dólar).
- No obstante, todavía clasificamos el dólar en un nivel alto (por detrás de la libra esterlina): como sucede con las acciones estadounidenses, no se encuentra en niveles asequibles, si bien presenta atractivo cíclico. Calificamos 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 pronunciadas. La relajación/degradación de los controles de capitales de China compensa su superávit comercial.

# «Expediente IPC»

Es improbable que haya fuerzas ocultas conspirando para reducir el valor de la deuda a través de la inflación

No es inevitable que se produzca un fuerte aumento de la inflación.

Las probabilidades de que se produzca uno por causas naturales parecen muy escasas. Existen pocas presiones «directas en cuanto a costes» e «indirectas en cuanto a demanda» y parece incluso más remoto un tercer tipo de inflación, que responda a unas expectativas «autocumplidas», como sucede con el sueldo en las negociaciones salariales.

Hay que reconocer que ningún modelo de inflación funciona adecuadamente, pues la inflación podría llegar inesperadamente. No obstante, de igual forma, podríamos disfrutar de un crecimiento sostenido sin inflación que lo acompañe, tal y como sucedió a finales del siglo XIX.

El Reino Unido es el que mayor riesgo corre en este sentido. Se trata de un infractor consumado y el fuerte descenso de la libra esterlina está impulsando al alza los precios de las importaciones. Sin embargo, aunque la inflación importada podría aportar en torno al 4% al índice de precios al consumo (IPC), podría tratarse de un incremento definitivo tras el cual la inflación podría retroceder, tal y como sucedió en 2012. Esta coyuntura no se asemeja a las anticuadas «crisis de la libra esterlina».

¿Qué sucedería si se produjera un incremento

impulsado por la política monetaria? Los bancos centrales de mayor peso parecen sentir la necesidad de actuar ante la imposibilidad de alcanzar sus objetivos de inflación.

Una cosa es tratar de crear algo más de inflación por motivos cíclicos; otra es que conspiren con los gobiernos para reducir a través de la inflación el valor de la carga de la deuda real que, según se dice en general —pensamos que de manera errónea—, está lastrando el crecimiento.

**Tratar de liquidar el valor real de la deuda generando inflación deliberadamente sería como hacer frente a la humedad prendiendo fuego a su propia casa.**

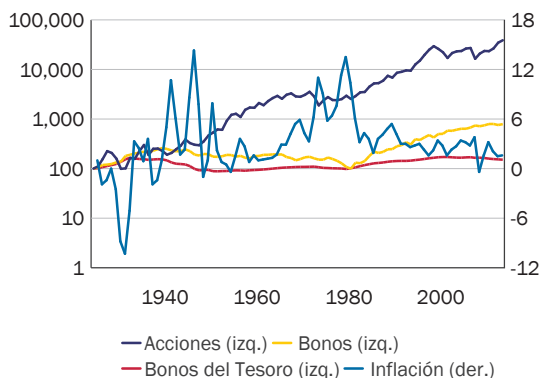
No nos convence ni siquiera la idea de «algo más». La inflación no es algo «positivo». Este proceder podría no impulsar el crecimiento; el desempleo en Estados Unidos y el Reino Unido es bajo, no alarmantemente elevado; y podría resultar complicado devolver a la lámpara al genio de la inflación para reducir el valor de la deuda. La ampliación del papel de los bancos centrales que tratan de evitar un «estancamiento estructural» que podría no existir es nuestra mayor preocupación. Sin embargo, numerosos expertos suponen actuaciones más drásticas.

Dudamos que las autoridades vayan a ser tan insensatas. Tratar de liquidar el valor real de la deuda generando inflación deliberadamente sería como hacer frente a la humedad prendiendo fuego a su propia casa. No existe ninguna pregunta acuciante para la que la respuesta apropiada sea «lanzar dinero desde un helicóptero».

La liquidez de la expansión cuantitativa —compras de bonos por parte de los bancos centrales— parece haber impreso un efecto moderado sobre la inflación, al contrario de lo que ha sucedido con los precios de la renta fija. Sin embargo, esto no significa que, de llevarse a

**Figura 9: Activos financieros e inflación del Reino Unido, 1920–2015**

Precios reales de los bonos del Tesoro, la deuda pública y la renta variable (niveles, índices, escala logarítmica) e inflación (% interanual)



Fuente: Barclays Equity Gilt Study, Datastream, Measuring Worth, Rothschild & Co



cabo nuevas inyecciones directas, éstas también fueran a tener un efecto escaso. La política monetaria actúa de forma interrumpida, como cuando se tira de un ladrillo sobre una mesa utilizando una goma elástica: se arrastra ligeramente y no sucede nada; vuelve a tirarse y... nada; tira de nuevo y el ladrillo sale volando por la mesa hasta estrellarse contra su cara.

Pocas cosas resultan más destructivas que la caída del valor del dinero: la falsificación de efectivo es un arma secreta en tiempos de guerra. Eliminar las deudas suena progresista hasta que uno se da cuenta de que las personas con grandes cantidades en préstamo suelen también tener importantes activos, que los hogares con rentas bajas están tan desprotegidos como los titulares de bonos y que quienes saldrían ganando serían probablemente aquellos afortunados de contar con más activos reales con los que empezar.

Por tanto, no creemos que vayan a tratar de crear un maremoto de inflación, si bien sí parece probable un impulso cíclico moderado (no solamente en el Reino Unido). Naturalmente, no existen medios de protección perfectos contra la inflación, ni siquiera moderada. Las acciones son participaciones de una empresa y también podrían considerarse activos reales, si bien, tal y como nos recuerda la Figura 9, aunque las acciones son los activos que con mayor contundencia han superado la inflación a largo plazo, no son inmunes a las disrupciones a corto plazo si aquélla amenaza con descontrolarse.

## 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).