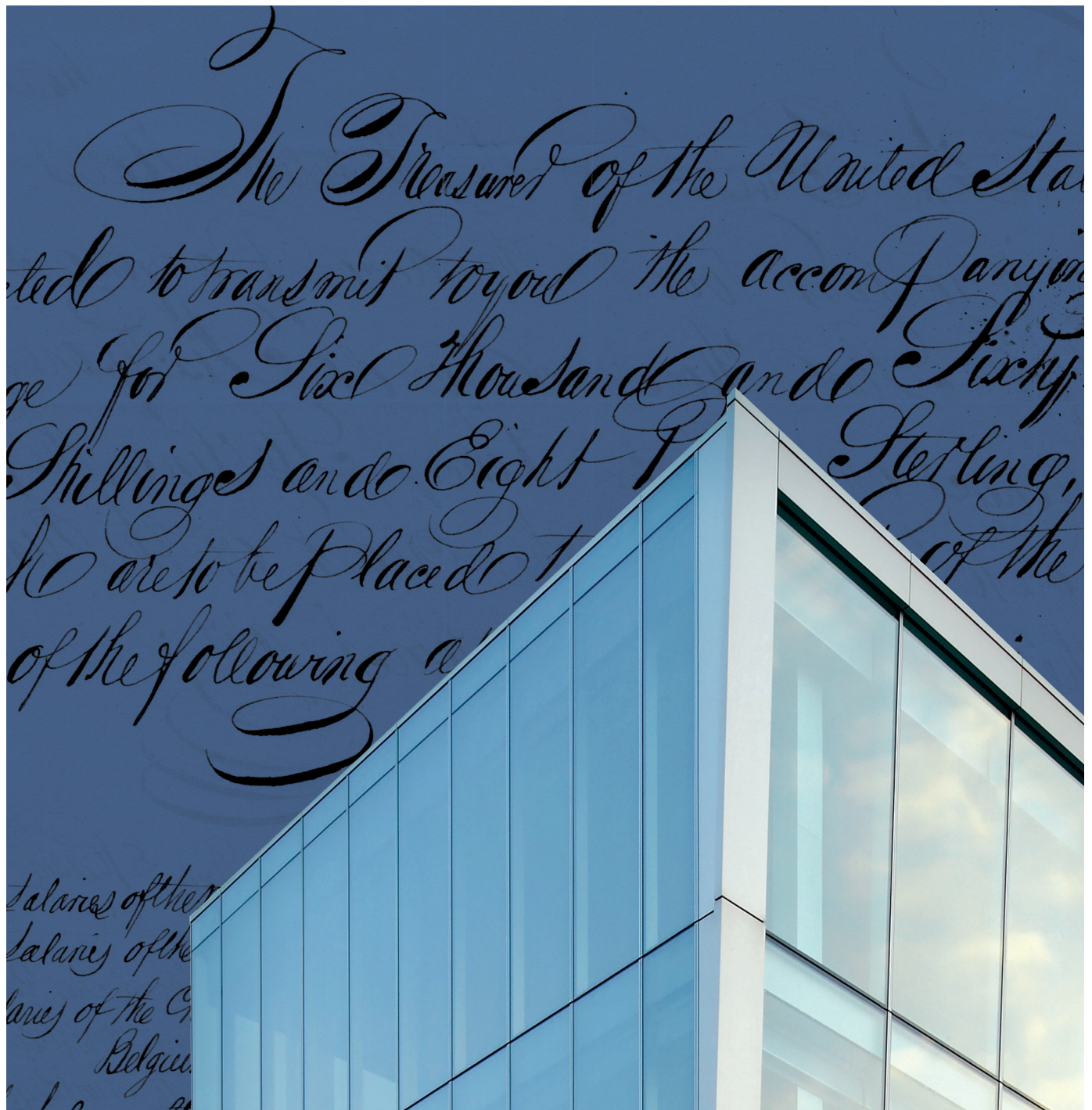


# Perspectivas de mercado



Perturbaciones lejanas | Territorios desconocidos

Número 29 | Octubre 2016



# Prólogo

Por si la madurez del ciclo económico, la política monetaria no convencional y el “estancamiento estructural” no fueran suficiente, este último mes hemos tenido que lidiar con: Brexit “duro” y Brexit “blando”, la posible salida de Italia de la Unión Europea, la incertidumbre relativa a la campaña electoral en Estados Unidos y las cuestiones de regulación bancaria con carácter retrospectivo.

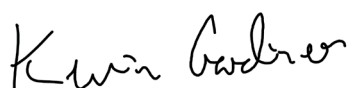
Las nociones de un Brexit “blando” no son más que ilusiones de los partidarios de que el Reino Unido se quede en la UE. Dicho esto, hemos argumentado que, si bien la economía del Reino Unido evolucionaría mejor dentro del mercado único, podrá sobrevivir e incluso prosperar en última instancia también fuera de la UE.

La salida de Italia de la UE es posible, aunque sin duda es menos probable que la del Reino Unido, entre otras cosas porque la victoria del “no” en el referéndum constitucional funcionaría en contra de una acción decisiva de cualquier tipo (una especie de paradoja dentro de la UE).

También seguimos pensando que en el caso de que las elecciones presidenciales en Estados Unidos arrojen un resultado inesperado, esto no tiene por qué traducirse en la calamidad financiera que todos temen, aunque los inversores prefieran no tener que comprobarlo.

La intervención accidentalmente desestabilizadora de las autoridades estadounidenses en la banca europea representa una situación aleccionadora. El riesgo inmediato es controlable, aunque supone otra fuente de conflicto (por así decirlo). ¿Qué representa realmente la soberanía monetaria de cualquier agente si la estabilidad bancaria puede condicionarse de manera tan directa por otro país?

De modo que 2016 sigue planteando algunas de las mayores pruebas para nuestra arraigada y mediocre visión del mundo. Sin embargo, esta visión permanece intacta.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

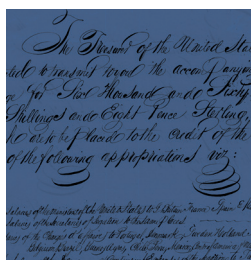


Imagen de portada:  
Primer plano: Nuestra oficina de New Court (Londres)  
Al fondo: Carta dirigida a Nathan Mayer Rothschild del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, de 21 de noviembre de 1834, sobre transacciones mercantiles de carácter general. Por cortesía de The Rothschild Archive.

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

# Perturbaciones lejanas

Los movimientos fuera del escenario principal pueden condicionar la acción de inversión

A riesgo de tentar a la suerte: se han producido pocas sorpresas importantes en los datos en las últimas semanas y las incertidumbres cíclicas parece inusualmente moderadas.

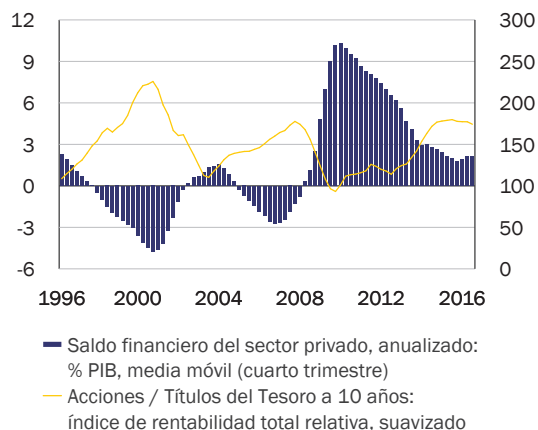
Lo más importante, en Estados Unidos, los datos de las encuestas sobre confianza de las empresas han rebotado y la tendencia de solicitudes de desempleo ha registrado sus niveles más bajos desde 1973. La tendencia en el flujo de caja del sector privado, encabezado por los hogares, aún se está desarrollando de forma saludable en territorio positivo (figura 1).

**Cada vez más, la responsabilidad recae en la Reserva Federal para explicar por qué no aumenta los tipos de interés en lugar de explicar las razones de por qué podría hacerlo.**

Los consumidores estadounidenses por lo tanto siguen siendo una fuente de liquidez para la economía en general, no una carga, y no están

**Figura 1: Pocos indicios de excesos cíclicos en EE. UU.**

El sector privado mantiene el superávit financiero



Fuente: Reserva Federal, Datastream, Rothschild & Co

recurriendo todavía al agresivo endeudamiento para financiar el gasto. Incluso después de otra larga expansión —ahora en su octavo año—, todavía existen pocos indicios de exceso cíclico.

La inflación general en Estados Unidos se está recuperando de los bajos niveles, al quedar excluida de la ecuación la caída en los precios del petróleo (de hecho, si la OPEP reduce la producción, tal como se acordó en septiembre, la inflación general a escala mundial podrá subir un poco más a causa del aumento de los precios del petróleo).

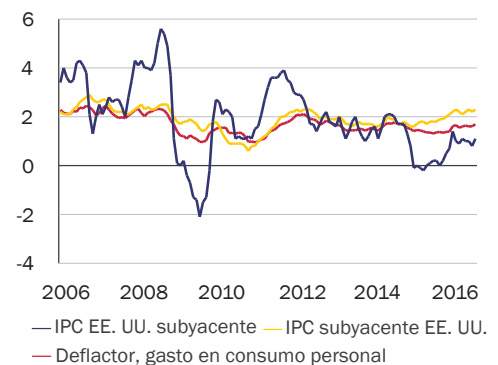
Más importante aún, con un rígido mercado laboral, y con la probable estabilización de los inventarios y de la utilización de la capacidad industrial tras los contratiempos relacionados con el sector del petróleo, la inflación subyacente está avanzando lentamente en Estados Unidos.

El índice de inflación elegido por la Reserva Federal es (inusualmente) un deflactor, el cual refleja con mayor rapidez cambios en los patrones de gasto, por lo que es probable que quede a la zaga de los índices de precios convencionales, aunque incluso así, está mostrando indicios de estar acercándose hacia el objetivo del 2% (figura 2).

Cada vez más, la responsabilidad recae en la Reserva Federal para explicar por qué no

**Figura 2: La inflación aumenta en EE. UU.**

Índice de precios al consumo general y subyacente (% interanual)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

aumenta los tipos de interés en lugar de explicar las razones de por qué podría hacerlo.

Desde una perspectiva de inversión, el momento de subida de los tipos de interés en Estados Unidos es probablemente menos importante que el contexto en el que este hecho se produzca.

Si el alza va acompañada, como esperamos, por la reanudación del crecimiento en los beneficios empresariales —a medida que los problemas para el sector de la energía desaparezcan y otros negocios se beneficien del crecimiento continuado liderado por el consumo—, los mercados bursátiles serán lo suficientemente capaces como para obviar la volatilidad asociada al aumento de los tipos.

Los indicadores cíclicos en otros lugares también apuntan a la continuación del crecimiento con una tendencia similar. Las encuestas sobre confianza de las empresas en Europa continental y en el Reino Unido se han mantenido estables, e incluso las realizadas en China se han estabilizado en los últimos meses (figura 3).

En el Reino Unido, en concreto, ahora está claro que fue la confianza, como intuimos, y no el gasto o los pedidos tangibles, lo que se desplomó el 24 de junio. Esto no quiere decir que el Brexit no tenga ningún impacto —véase a continuación—, sino que en los momentos iniciales se exageró la situación. En el caso de China, consideramos que todavía es demasiado pronto para sugerir que la desaceleración ha terminado, pese a que nunca hemos asumido el supuesto que apuntaba hacia el “colapso” de la economía de este país.

No obstante, a pesar del continuo y respetable crecimiento fuera de Estados Unidos, es probable que la Fed siga siendo durante algún

tiempo el único banco central que aplique ajustes en la política monetaria. La inflación subyacente no ha mostrado indicios en ningún lugar de convertirse en deflación en toda regla, aunque igualmente existen pocos signos de aceleración, y, como observamos el mes pasado, el pensamiento colectivo de “estancamiento estructural” sigue dominando el debate público.

Está previsto que el programa actual de compra de bonos del BCE finalice en marzo y se rumorea que las compras se puedan reducir antes de dicha fecha, aunque parece que existen pocas posibilidades de cualquier tipo de endurecimiento significativo en la política monetaria.

## El abandono de la UE con el fin de limitar la libre circulación de mano de obra probablemente también implique la salida del mercado único.

El Banco de Inglaterra todavía debe retractarse de sus preocupaciones públicas sobre las consecuencias del referéndum, y parece estar considerando todavía nuevas medidas de relajación tras la bajada de tipos de interés en agosto y la reintroducción del programa de compras de bonos, incluso aunque el tipo de cambio suponga una ligera relajación adicional de las condiciones monetarias. Sospechamos que en el futuro se producirá un cambio de postura, aunque no próximamente.

La última innovación monetaria del Banco de Japón es poco habitual. El establecimiento de un límite (situado en cero) en las rentabilidades de los bonos a 10 años no representa realmente un cambio significativo cuando los rendimientos corrientes siguen siendo negativos y se prevé continuar con el programa actual de compra de bonos.

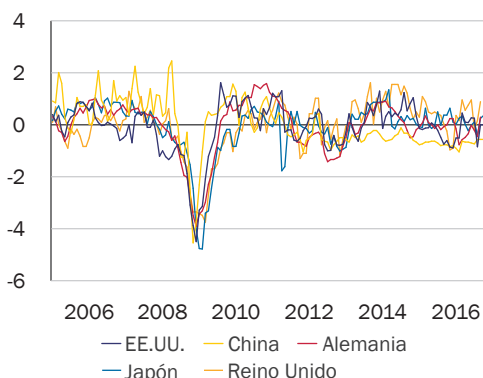
Para que así sea, se requiere todo tipo de supuestos de apoyo sobre las expectativas de inflación, impulsos fiscales pendientes y cuestiones similares. Nos preguntamos, y no es la primera vez en los últimos tiempos, cuál sería exactamente la pregunta que requiere una respuesta tan enrevesada.

Aunque no hay duda de que el Banco de Japón tiene la intención de adoptar una posición moderada.

(Más significativo, en nuestra opinión, es que los responsables de contabilidad de Japón parecen ser los últimos en afrontar la posibilidad de que

**Figura 3: Los indicadores cíclicos apuntan al crecimiento de tendencia**

Selección de encuestas de manufacturas: desviaciones típicas de la tendencia



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

el reciente crecimiento del PIB pueda haber sido subestimado. Aquí, en el Reino Unido, un informe provisional a cargo del catedrático Sir Charles Bean llegó a la misma conclusión a final del año pasado.

Hemos intuido desde hace tiempo que los recientes y deficientes datos de productividad y el “estancamiento estructural” percibido pueden reflejar en parte deficiencias estadísticas en lugar de tendencias más preocupantes. Se ha informado de que el Banco de Japón está experimentando con una medida alternativa para el PIB, lo cual sugiere que el crecimiento de 2014 se puede haber subestimado en más de un 3%, lo cual supone la diferencia entre la recesión notificada (caída del PIB del 0,9%) y una expansión saludable. Para mayor tranquilidad, los impuestos, el empleo y el flujo de caja corporativo son más fáciles de medir que el valor añadido digital.)

Centremos la atención en estas perturbaciones alejadas del escenario principal:

- La discusión acerca de un Brexit “duro” y un Brexit “blando” mantiene ocupados a los expertos y a la libra esterlina a raya, aunque hemos dado por hecho que el abandono de la UE con el fin de limitar la libre circulación de mano de obra probablemente también implique la salida del mercado único. Es fácil exagerar el poder de negociación del Reino Unido: económicamente, el resto de la UE es mucho más importante para el Reino Unido que el Reino Unido para la UE.

Aun así, es poco probable que un resultado “duro” —el que hemos tenido en mente todo el tiempo como resultado probable de la victoria del Brexit— se convierta en un factor que cambie las reglas del juego. Prevemos que la inversión empresarial se deteriorará en última instancia y que la City se verá golpeada con fuerza, aunque, cuando la situación se aclare, también esperamos que el Reino Unido siga siendo una de las grandes economías europeas más dinámicas. La mayoría de los aranceles actualmente son pequeños, la población del Reino Unido está creciendo y su legislación laboral y de gobierno corporativo es relativamente liberal.

- El referéndum de Italia sobre la reforma constitucional se celebrará ahora el 4 de diciembre, lo que concede al gobierno un poco más de tiempo para tratar de obtener apoyos. La victoria del “no” —que según las encuestas es probable— sería un gran golpe para el gobierno y el statu quo en general, y acentuaría los rumores sobre la posible marcha de Italia de la UE. Italia es miembro fundador de la UE y del euro, con una gran

economía y un importante mercado de bonos, por lo que su separación supondría un shock financiero mucho más importante que la salida del Reino Unido.

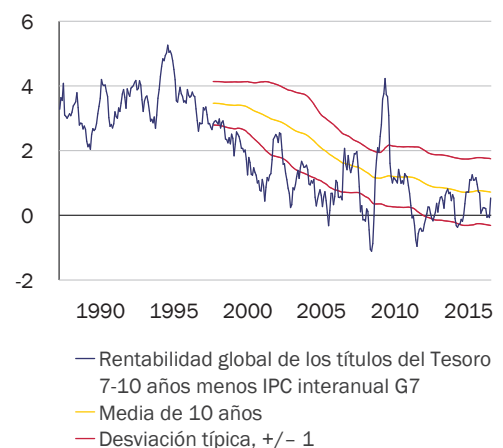
Sin embargo, la cadena de acontecimientos necesarios para que ocurra es larga y compleja, e irónicamente la situación se complicaría con una constitución sin reformar y farragosa. Un ciudadano italiano que genuinamente desee salir de la UE podría votar a favor de la reforma el 4 de diciembre (de hecho, se trata de una paradoja).

- Otra amenaza no económica a la estabilidad del mercado es la continua ausencia de gobierno en España. Deben acordarse los nuevos planes de gasto público y presupuestarios. La economía ha mejorado con más rapidez de lo previsto por muchos —el desempleo ha caído del 27% a principios de 2013 al 20%; sigue siendo demasiado alto, pero solamente en torno a un 2% por encima de su tendencia anterior de la entrada en vigor del euro—, aunque es probable que los excesos presupuestarios y el riesgo de que la UE tome medidas puedan ser factores desestabilizadores.
- Nuestro consejo con respecto a las elecciones de Estados Unidos (tal como indicamos el mes pasado): los inversores no deben precipitarse en cambiar las carteras a largo plazo anticipándose a un resultado chocante o en caso de que se materialice un resultado sorprendente.

Consideramos cinco factores de protección frente a políticas potencialmente extremas. En primer lugar, puede que Trump no gane. En segundo lugar, puede que no haya decidido todavía los detalles de las políticas que

**Figura 4: Bonos: caros pero sin burbuja**

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



Fuente: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co

aplicará en el cargo. En tercer lugar, tendrá asesores que podrán tratar de cambiar las posturas de Trump una vez haya logrado la victoria. En cuarto lugar, el Congreso —incluso aunque fuera republicano— puede actuar como un freno. Por último, existen muchas partes volubles: la economía y los mercados no están impulsados servilmente por una sola política ni incluso de hecho por el conjunto de las políticas públicas.

El belicoso proteccionismo de Trump sería aterrador, pero los planes de expansión fiscal podrían en realidad otorgar a la economía un impulso cíclico: mientras tanto, Estados Unidos y las economías de todo el mundo no están paradas.

- Durante la crisis financiera mundial, el gobierno irlandés demostró que la política monetaria no se puede separar de la política bancaria (un punto que había sido pasado por alto de manera más que evidente por el gobierno del Reino Unido hasta entonces). Si los bancos se degradan, las políticas de tipos de interés no pueden funcionar. Así que si un banco sistémicamente importante se enfrenta a una multa potencialmente letal para su capital, esta situación puede poner en peligro sus intentos de reactivar la economía. Y si esa multa se impone por una administración extranjera, entonces su soberanía monetaria representa en parte una ilusión sin lugar a dudas.

El caso que nos ocupa actualmente no parece ser de vida o muerte para el banco en cuestión: la multa se puede negociar a la baja, existen las provisiones, los activos se pueden vender y se puede captar capital. Sin embargo, puede haber aparecido un nuevo foco de riesgo y no podemos sino esperar que

los gobiernos nacionales resistan la tentación de convertir los bancos en instrumentos ante cualquier tipo de impulso proteccionista.

Una reflexión final: muchos observadores sugieren que los problemas bancarios rápidamente desaparecerían si el capital bancario aumentara de forma masiva. Podría ser cierto, aunque es probable que un capital tan barato (de devolver) no procediera fácilmente de propietarios privados.

### Conclusión para las inversiones

A pesar de estas perturbaciones añadidas ajenas al escenario principal, mantenemos todavía una visión del mundo “mediocre”, pero no de “estancamiento estructural”.

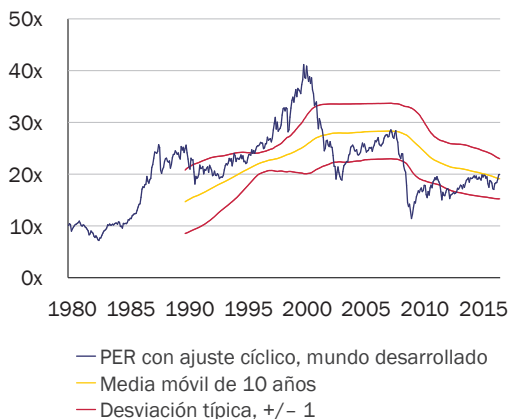
El ciclo económico liderado por Estados Unidos se encuentra en una fase de madurez, aunque no presenta debilidad especial, además de mostrar pocos excesos. China se ha desacelerado, no ha colapsado; Europa continental ha crecido al ritmo pausado habitual; los temores relativos a las consecuencias de la abrupta salida del Reino Unido de la UE parecen exagerados. Mientras tanto, la inflación es moderada: es poco probable que los bancos centrales procedan a normalizar rápidamente las condiciones monetarias.

Desde una perspectiva macroeconómica descendente, así consideramos que esto se convierte en asesoramiento de cartera:

- El crecimiento continuado apunta más naturalmente a los mercados bursátiles como fuente de rentabilidad de la inversión. Al igual que las valoraciones.
- Las rentabilidades negativas de los bonos parecen alarmantes, pero corregidas por la inflación corriente, fueron mucho menores en un pasado no muy lejano (figura 4). No

**Figura 5: Las valoraciones bursátiles siguen siendo poco relevantes**

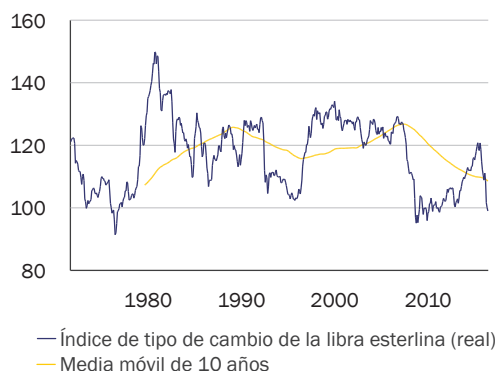
PER con ajuste cíclico, mundo desarrollado



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

**Figura 6: La libra esterlina no parece cara**

Tipo de cambio real ponderado por el comercio, índice y tendencia



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

obstante, parece poco probable que las rentabilidades preserven el patrimonio real de los inversores; además, los bonos de larga duración pueden ser volátiles. Los bonos corporativos resultan más atractivos, aunque también es poco probable que ofrezcan rentabilidades reales.

- Los precios de las acciones han subido mucho desde el inicio de la crisis, pero también —como era de esperar— lo han hecho los beneficios empresariales: la mayoría de las ratios de valoración se encuentran bien ancladas en sus rangos históricos (figura 5). Las recientes caídas en los resultados de las empresas de petróleo y minería pueden haber seguido su curso y han incrementado la capacidad de gasto (y el potencial de ganancias) de la economía en general.
- Consideramos actualmente los bonos y el efectivo un contrapeso y un seguro frente a un mundo de crecimiento más lento. En este sentido, se deben mantener en la moneda local de los inversores: el riesgo de cambio hace que sean más volátiles. Los tipos de interés en todo el mundo tienden en todo caso a converger en gran medida, especialmente cuando se consideran 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. En su mayoría, preferimos bonos corporativos (renta fija privada) de alta calidad frente a la deuda pública. Percibimos poco atractivo actualmente en los bonos de los mercados emergentes (incluso aquellos denominados en divisas fuertes), puesto que ya han repuntado en cierto modo y no son especialmente baratos.
- Creemos que los tipos de interés van a subir y la solvencia se va a deteriorar, antes en Estados Unidos que en Europa. Como resultado, en las carteras en dólares estadounidenses, somos más optimistas sobre los bonos indexados a inflación y de corta duración, y menos sobre la renta fija privada de grado especulativo. Somos prudentes hacia la deuda pública británica vinculada a índices dadas las altas valoraciones con vencimientos mayores.
- Los precios de las acciones pueden continuar apuntando lentamente al alza en términos de beneficios y dividendos, y estaríamos posicionados a escala regional y sectorial si esto sucede.
- Seguimos siendo más optimistas hacia Estados Unidos, Europa (excluido el Reino Unido) y los países asiáticos emergentes, y menos hacia el Reino Unido y los países asiáticos desarrollados (excluido Japón) (aunque incluso allí preferimos las acciones frente a los bonos). Creemos que los mercados emergentes pueden ofrecer una rentabilidad relativa positiva (opinábamos lo contrario hasta primavera).
- El mercado estadounidense es relativamente caro y se enfrenta a tipos de interés más elevados, aunque puede ser que el crecimiento aún no se haya descontado plenamente. Las acciones de Europa continental están relativamente baratas, incluso teniendo en cuenta su crecimiento más lento. En las economías emergentes de Asia, los temores con respecto a otra crisis similar a la de 1997 se han exagerado y el atractivo estructural de la región permanece intacto, incluso aunque China registre una desaceleración.
- El Reino Unido y los países desarrollados de Asia (excluido Japón) se enfrentan a problemas locales y sectoriales que pueden apartarles parcialmente de la senda de crecimiento global.
- Preferimos una mezcla 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. Tenemos menos puntos de vista sectoriales en Europa: seguimos pensando que las acciones financieras se pueden recuperar aún más después del trauma más reciente, aunque 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 el Brexit (figura 6) y por eso se ha desplazado hacia arriba en nuestra clasificación de divisas cíclicas—, las divisas 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, sobre la base de una perspectiva a un año, por ejemplo, todavía clasificamos al dólar en un nivel alto (después de la libra esterlina): nos gustan las acciones estadounidenses, no están baratas, aunque tienen 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.

# Territorios desconocidos

¿Aunque no tan amenazadores como parecen?

Media docena de bancos centrales están operando con tipos de interés negativos y más de una cuarta parte de la deuda pública de países desarrollados presenta rentabilidades negativas: se trata de territorios desconocidos. ¿Por qué ahorrar o invertir ante la expectativa de una rentabilidad negativa? ¿Estamos seguros de que estamos viviendo la época más complicada de la historia?

De hecho, las cosas no pueden ser tan alarmantes como parecen; puede tener sentido soportar rentabilidades negativas; además el ahorro ha sido más difícil en el pasado.

Los libros de texto dicen que los tipos negativos no pueden darse porque si se dieran los ahorradores cambiarían inmediatamente los depósitos por billetes. No es así de simple: el almacenamiento seguro tiene un coste y el papel moneda no siempre es líquido.

Los tipos de interés reflejan la interacción de millones de ahorradores y prestatarios. La voluntad de mantener activos líquidos —los cuales, solo para confundir las cosas, no presentan una oferta fija— depende del ciclo económico, los bancos centrales y factores intangibles, como el apetito de riesgo y las fronteras de producción.

Sin embargo, ningún modelo ha tenido éxito en realizar un seguimiento exitoso de estos factores, ni es probable que lo consiga jamás.

Se estima que los tipos deben ser positivos. Siempre lo fueron, no podemos conocer el futuro y deben estar descontados de algún modo. Sin embargo, los tipos en el Reino Unido tras la guerra oscilaron entre el 2% y el 17%, incluso antes de 2008. Solo alguien con poca imaginación no podría describir un desánimo colectivo en el que un futuro desconocido se valore más que el presente, aunque solo sea temporalmente.

Por lo tanto, las rentabilidades inferiores a cero pueden no ser una cosa tan alocada. Por otra parte, otros activos podría parecer que ofrecen pérdidas superiores.

Más importante aún, si los inversores creen que la inflación será aún más negativa, las rentabilidades reales previstas —que son las más importantes— podrían ser positivas en realidad. Y los tipos reales negativos no son algo tan novedoso (figura 7).

En la década de 1970, los tipos corregidos por la inflación en el Reino Unido fueron muy negativos (antes de impuestos). Los depósitos bancarios perdieron, por lo general, un cuarto de su valor real entre 1970 y 1978, por ejemplo, y los clientes reaccionaron ahorrando más para compensar el perjuicio, lo que dañó considerablemente el crecimiento. Ese fue un momento más desafiante que el actual.

## Los mayores contratiempos los afrontan los bonos

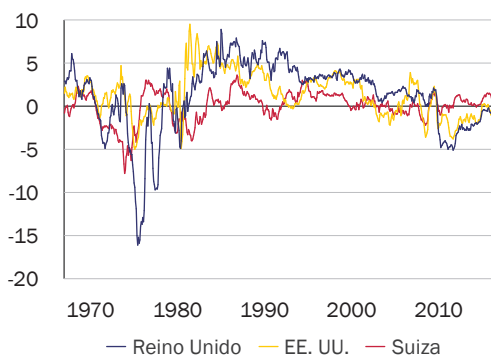
Nada de esto significa que actualmente nos decantemos por los bonos o el efectivo como inversiones a largo plazo: no es así. En nuestras hipótesis sobre la inflación, las rentabilidades reales probables son negativas, no solo algunas nominales. Y con los altos niveles de precios actuales, los bonos de mayor vencimiento en particular son cualquier cosa menos los activos estables que pretender representar.

No se trata de solvencia: la mayoría de los bonos se canjearán por su valor nominal. Muchos se están negociando por encima de su valor nominal, de modo que esto implica pérdidas, aunque esas pérdidas estén incorporadas en los bajos rendimientos al reembolso.

En cambio, nos preocupa la volatilidad a precios de mercado. Los precios de los bonos a largo

**Figura 7: Los tipos reales negativos no son algo nuevo**

Tipos bancarios menos tasas de inflación corrientes: EE. UU., Reino Unido, Suiza (%)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co



plazo son especialmente sensibles cuando las rentabilidades son bajas. Esta sensibilidad, o “duración”, significa que (por ejemplo) un inversor que compre deuda pública británica con vencimiento en 2026 podría afrontar una pérdida de en torno al 9% si las expectativas de tipos de interés a largo plazo aumentan en un punto porcentual (lo cual todavía las sitúa en niveles históricamente bajos).

Aun así, el precio volvería al valor nominal, aunque podría tardar mucho tiempo, lo que podría afectar o incluso comprometer a los inversores.

Por supuesto, los bonos pueden actuar como un seguro de cartera a corto plazo cuando están correlacionados negativamente con las acciones. Sin embargo, con el tiempo, si los tipos de interés se normalizan lentamente, los bonos presentan incluso una probabilidad menor de ajustarse a la inflación frente al efectivo (estable).

Como se indicó el mes pasado, también nos preocupan las políticas que mantienen en niveles tan bajos los tipos nominales; la ampliación de la misión al coquetear los bancos centrales con las inyecciones de dinero (“helicopter money”) para luchar contra un “estancamiento estructural” que podría no existir. Dicho esto, parece muy poco probable que se repita la situación traumática de carácter inflacionario acontecida en la década de 1970.

## 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 (CI) 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).