

Perspectivas de mercado



“Ten years gone” (Diez años después) | ¿Inversión pasiva agresiva?

Número 37 | Septiembre 2017



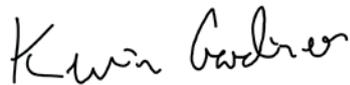
Prólogo

Los inversores que regresan de la playa podrían pensar que ha habido pocos cambios en su ausencia.

Estados Unidos y Europa han estado creciendo con vigor y sin ningún brote serio de inflación todavía. La rentabilidad de las empresas está mejorando en un entorno en el que el riesgo de tipos de interés es tan sólo moderado. El huracán Harvey es una crisis humanitaria, pero no económica.

La propia dinámica del mercado presenta más motivos de inquietud, si es que puede decirse que unos mercados como los de hoy día, donde impera una baja volatilidad, tienen preocupación alguna. La presunta arrogancia de los inversores, la ausencia de un revés significativo desde hace ya más de un año, las abultadas rentabilidades bursátiles estadounidenses (que también están avivando el debate en torno a la inversión pasiva – véase el segundo ensayo en la página 5), unos mercados de crédito con unas valoraciones exageradas y el eco del décimo aniversario del comienzo de la Crisis financiera global (CFG) resultan inquietantes. Pero seguimos encontrándonos inversores complacientes y las valoraciones bursátiles todavía no son alarmantes. Los beneficios están aumentando más rápidamente que las cotizaciones de la renta variable.

El riesgo geopolítico ha vuelto a mutar en estas últimas semanas. Pero la agresión de Corea del Norte ha logrado la inusual proeza de unificar a gran parte del resto del mundo. Por otra parte, las muy temidas políticas proteccionistas (o de hecho, cualesquiera políticas de gran calado) de la administración estadounidense aún tienen que materializarse, Francia está barajando reformas liberales que hace seis meses ni siquiera estaban sobre la mesa y todo apunta a que la canciller Merkel se mantendrá en su puesto. La política británica sigue sin cumplir las bajas expectativas, pero continuamos pensando que el impacto de ello en las inversiones es manejable.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management



Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa que funciona en su interior.

© 2017 Rothschild Wealth Management
Fecha de publicación: Septiembre de 2017
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Agosto de 2017.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

“Ten years gone” (Diez años después)

Los riesgos se centran en la dinámica de los mercados y en la geopolítica más que en la economía

“Then as it was, then again it will be...”
 (“Como fue entonces, de nuevo será...”).
Page/Plant

Crecimiento, pero sin inflación todavía

Sabemos que este es un ciclo largo, pero siempre hubo buenas razones para pensar que podría serlo. El atrincheramiento después de la CFG fue masivo. Puesto que ahora aun el hogar estadounidense medio actúa como fuente neta de liquidez, más que como un imprudente prestatario, hay escasos signos de los excesos que a menudo anuncian un renovado atrincheramiento.

De forma similar, existen pocos indicios de la clase de riesgo inflacionista que podría llevar a la Reserva Federal a normalizar los tipos de interés y su balance más drásticamente. Incluso en el Reino Unido, donde los precios de las importaciones aumentaron después de la depreciación de la libra y los salarios reales están volviendo a reducirse, las presiones han sido menores de lo que habíamos previsto.

Pero no estamos dispuestos a relajarnos completamente ante este resultado. Aun si la inflación se mantiene bajo control, sigue siendo muy posible que los tipos de interés reales suban en los meses y años venideros. Pero una aceleración radical de los costes y los precios, y una normalización más repentina de la política y los rendimientos de los bonos, parecen todavía menos probables que antes. Por otra parte, la baja inflación no parece haber perjudicado a la rentabilidad o el empleo.

¿El peligro son los propios mercados?

Si las noticias económicas siguen siendo positivas, el funcionamiento de los propios mercados se habrá convertido en un mayor motivo de preocupación. Las inquietudes quizás podrían agruparse bajo tres epígrafes relacionados entre sí: confianza de los inversores, valoraciones y ecos de la CFG, este último porque se aproxima el décimo aniversario de la crisis.

Confianza de los inversores El precio de asegurar la cartera, medido por el índice VIX de volatilidad implícita, el llamado “índice del miedo”, recientemente bajó hasta mínimos de un cuarto de siglo, incluso pese a que el S&P500 estaba alcanzando nuevos máximos. Una gran

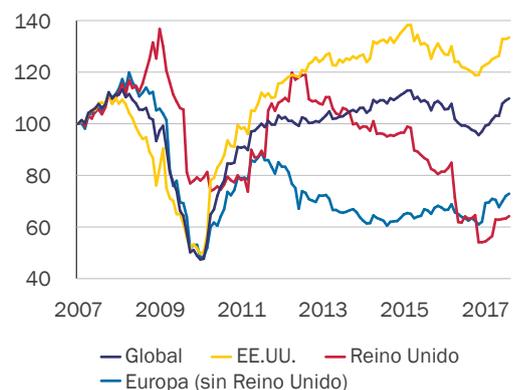
parte de las recientes ganancias del mercado puede atribuirse a tan solo un puñado de valores. ¿Acaso los inversores están volviendo a subirse al carro de la complacencia?

Creemos que no. La moderada volatilidad implícita desde la CFG no refleja que esté volviendo a percibirse una ausencia de peligro. Los grandes bancos centrales se han mantenido en modo apagafuegos, y este compromiso tan público puede verse en sí mismo como una forma de seguro gratuito de las carteras, mitigando la necesidad de pagarlo directamente. Esos bajos tipos de interés también pueden haber alentado a los inversores que buscan rentabilidades a vender coberturas de seguro (vender opciones puede generar ingresos por primas).

La contribución realizada por los valores “FANMAG” —el acrónimo acuñado por Research Affiliates para agrupar a Facebook, Apple, Netflix, Microsoft, Amazon y Google (con su antiguo nombre)— a las ganancias totales del mercado este año, aunque ha sido desproporcionada, no se puede considerar disparatada. Alrededor de un tercio de la rentabilidad total del mercado estadounidense en 2017 ha procedido de estos seis valores. Es mucho, pero no se trata de un volumen sin precedentes (en 2015, este grupo aportó tres puntos porcentuales a un rendimiento del mercado de tan sólo uno).

Figura 1: Los beneficios de las empresas están repuntando

Beneficios por acción últimos 12 meses en divisas locales, indiciados



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

Las rentabilidades sectoriales estuvieron mucho más concentradas en 1999, antes del eventual estallido de la burbuja “TMT” (telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnología) en 2000. Entonces, el segmento tecnológico por sí solo generó dos tercios de los 21 puntos porcentuales de la rentabilidad total del índice. En lo que llevamos de 2017, y en los últimos cinco años en su conjunto, ha aportado un cuarto de los 11 y los 95 puntos porcentuales de las rentabilidades del mercado obtenidas en 2017 y en los últimos cinco años, respectivamente.

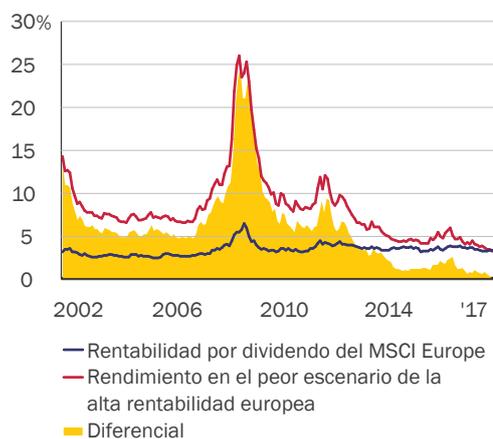
Valoraciones A medida que las cotizaciones bursátiles han ido subiendo, también ha aumentado la inquietud en torno a las valoraciones. Pero entre bambalinas, los beneficios de las empresas han estado repuntando recientemente (figura 1), y los PER de los últimos 12 meses están cayendo desde los niveles a los que subieron cuando los beneficios de las compañías petroleras descendieron en 2015/2016. Las valoraciones siguen siendo más altas de lo habitual, pero no prohibitivas. Comparadas con la burbuja de 2000, la mayoría de las valoraciones son sustancialmente inferiores; por ejemplo, los PER para los próximos 12 meses en Estados Unidos se sitúan en torno a 19 (20 en tecnología), frente a un máximo de 27 (54) en 2000.

En relación a los mercados monetario y de deuda, la renta variable sin duda se perfila barata. Pero no debemos ampararnos en estas comparaciones: prevemos que los tipos de interés y los rendimientos de los bonos suban gradualmente desde sus mínimos históricos.

Dicho esto, cuando se tiene en cuenta la baja inflación, los tipos de interés y las rentabilidades de los bonos parecen menos inusuales. Hay

Figura 2: El crédito de grado especulativo ahora es de “alta rentabilidad” sólo en el nombre

Rendimientos del crédito europeo de grado especulativo y rentabilidades por dividendo de las acciones, %



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

quizás más indicios de valoraciones exageradas en los mercados de crédito. La renta fija privada con grado de inversión, al igual que el mercado de deuda pública, también recibe impulso de las continuadas compras del BCE. Los rendimientos serían aún más bajos si no fuera por las recientes emisiones. El crédito con grado especulativo puede ser el que presenta una valoración más razonable: en Europa, las rentabilidades han bajado hasta igualar las de la renta variable por primera vez (figura 2).

Ecos de la CFG El aniversario está llevando a hacer examen de conciencia y se está mirando a fondo a los mercados en busca de indicios de que la historia pudiera repetirse.

Últimamente ha habido algunos acontecimientos dignos de atención. El signo negativo de los rendimientos de la deuda pública y los tipos monetarios; los estrechos diferenciales de crédito en un entorno de aumento de las emisiones de bonos corporativos; el lanzamiento de Argentina, que incumple sus pagos recurrentemente, de una emisión de bonos a 100 años que se ha suscrito en exceso; la elevación por parte de Grecia de la financiación en bonos nuevos estando el país aún sujeto a un programa de rescate; la innovación financiera en el terreno de los instrumentos *subprime*, esta vez en la financiación de automóviles; la reanudación de la actividad en hipotecas *subprime* en el mercado de la vivienda estadounidense; el regreso de los títulos *covenant-lite* (préstamos a empresas con menos garantías de lo habitual para el prestamista) y de las titulizaciones complejas; y quizás la ausencia de un desapalancamiento generalizado (los balances de consumidores y gobiernos son mayores que nunca).

Por otra parte, como se ha señalado, la mayoría de los activos parecen presentar una valoración razonable o cara, justo cuando el ciclo de los tipos de interés está empezando a virar lentamente.

Algunas comparaciones son más favorables, no obstante. Los bancos están menos apalancados que en 2007 (figura 4) y hay menos inversiones caras y complicadas que se hayan adquirido con dinero prestado. Los bancos también dependen menos de los depósitos mayoristas, y los diferenciales interbancarios se muestran dóciles. Asimismo, los ratios de préstamos con relación al valor de las viviendas son más bajas.

Un desapalancamiento masivo nunca fue una probabilidad, porque la CFG no se debió a la solvencia agregada. Steve Eisman, un prominente inversor bajista que obtuvo grandes beneficios en 2007, ha dicho recientemente que “por primera vez en mi vida laboral, que abarca más de 30 años, considero que el sistema financiero es seguro”.

No estamos diciendo “esta vez es diferente”. Estas son las palabras más peligrosas que se pueden pronunciar en el mundo de la inversión. Pero podría estar dándose demasiada importancia a esas repeticiones históricas: aunque las crisis y las recesiones son recurrentes, es un *poco* distinto *cada* vez.

Tensión geopolítica: los centros neurálgicos cambian

¿Cuánto debe preocuparnos que la administración estadounidense haya cumplido poco hasta la fecha? No mucho. El gobierno estadounidense a menudo es disfuncional y unas políticas suicidas en torno al techo de la deuda (el próximo plazo finaliza en diciembre) son habituales.

Siempre se le dio demasiada importancia a las expectativas de unas políticas gubernamentales reflacionistas: el crecimiento estadounidense ya estaba en vías de continuar y los beneficios empresariales iban a repuntar una vez que los precios del petróleo dejaran de caer. Unas bajadas sustanciales de impuestos habrían sido la guinda del pastel. El proteccionismo

parecía más importante para la probable agenda política, de modo que el hecho de que (hasta ahora) la administración no haya abordado esa cuestión es una ausencia de malas noticias. Un caso de “la comida es mala y las raciones muy pequeñas”, quizás.

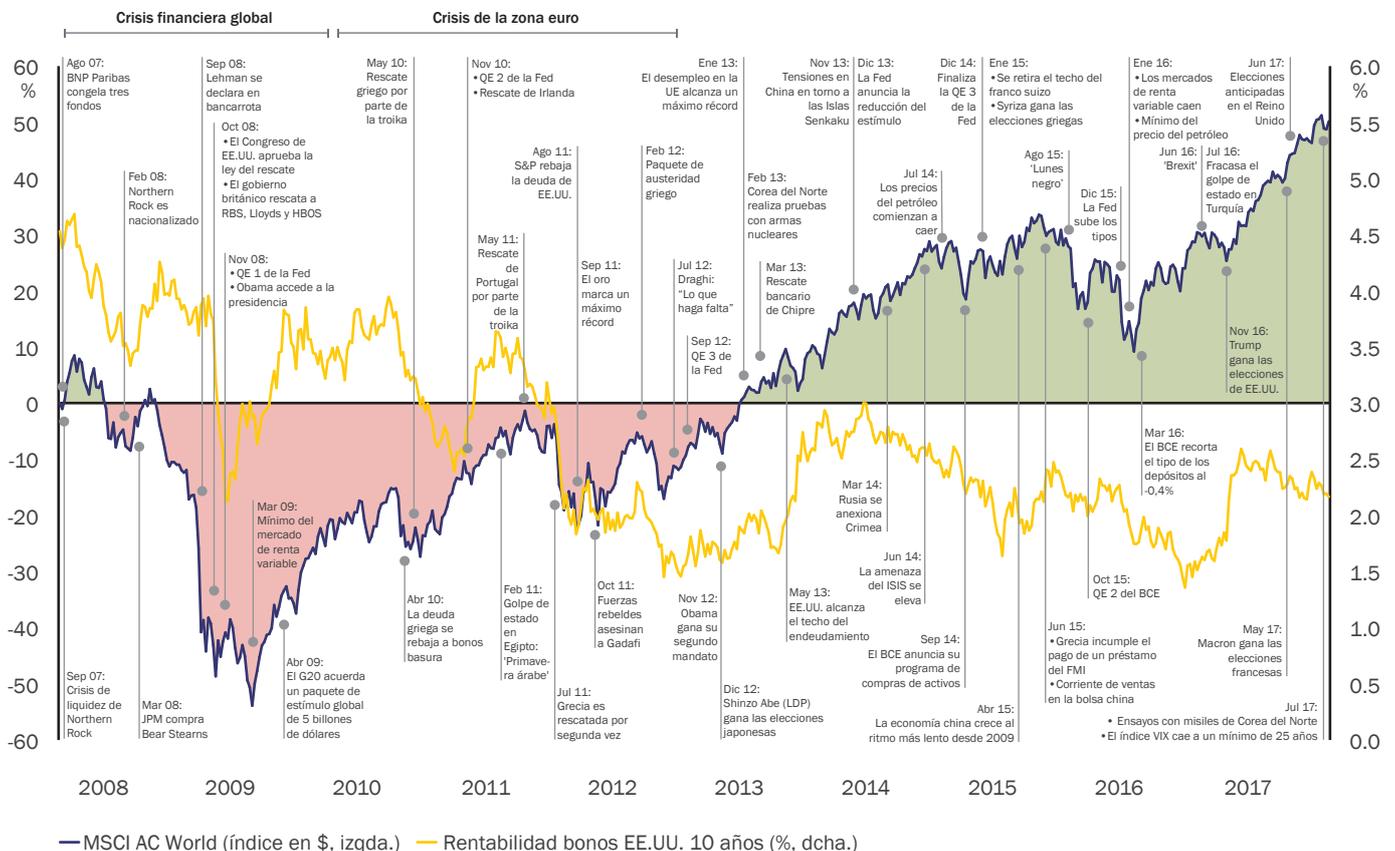
Es posible que el presidente Macron también sea impopular, pero sigue adelante con los intentos de reformar el mercado laboral francés. Que esté incluso en posición de hacerlo es una mejor situación para las inversiones de lo temido al comienzo del año. Los grandes sindicatos son (de nuevo, hasta ahora) menos hostiles de lo que podrían haber sido.

Las políticas que buscan proteger algo acaban perjudicándolo, ya sean las fábricas estadounidenses o el empleo francés. En cambio, facilitar la negociación en torno a los salarios y unas prácticas laborales más flexibles en última instancia ayudará a crear puestos de trabajo.

Salvo que se produzca una sorpresa al estilo de la acaecida en el Reino Unido, parece probable que las elecciones alemanas que se celebrarán este mes darán a la canciller Merkel

Figura 3: Una década en los mercados

Representación gráfica del impacto financiero de los grandes acontecimientos económicos y geopolíticos de los últimos 10 años



Fuente: Rothschild & Co, Bloomberg, Financial Times

Nota: Los datos del MSCI AC World data muestran las rentabilidades totales acumuladas desde el 31 de agosto de 2007 al 31 de agosto de 2017. El sombreado verde denota una rentabilidad superior y el sombreado rojo denota una rentabilidad inferior respecto a la fecha de comienzo.

otro sólido mandato. La migración sigue siendo una cuestión comprensiblemente polémica en Alemania y en otros lugares, pero el populismo contrario a la Unión Europea podría no estar haciendo muchos avances. Un revitalizado liderazgo franco-alemán del proyecto europeo es posible.

Irónicamente, las cosas que nos preocupaban al comienzo del año (las idiosincrasias estadounidenses o el populismo anti-UE) no deberían haberlo hecho, mientras que algunos asuntos que no nos inquietaban, sí deberían habernos afectado, como la inestabilidad política británica. Gran Bretaña dudosamente recibirá reconocimiento alguno por haber ayudado a inspirar un relanzamiento de la UE. Da la impresión de que las interminables discusiones y el debate en torno al abandono de la UE por parte del Reino Unido serán más costosos que cualquier impulso económico neto o carga de la propia secesión que pudieran producirse. Nuestra opinión ha sido que (1) marcharse será perjudicial para las empresas británicas, pero no un cambio radical, mientras que (2) la posición negociadora del gobierno británico es débil, al margen de quién esté al frente del ejecutivo, y cualquier otra cosa que no sea un *Brexit* "duro" reflejará buena voluntad de parte de los socios de la UE.

El acontecimiento más apremiante de estas últimas semanas ha sido el aumento del riesgo en torno a Corea del Norte y su programa de armas nucleares. De momento, los mercados apenas han reaccionado, otra indicación, algunos podrían aducir, de complacencia de los inversores.

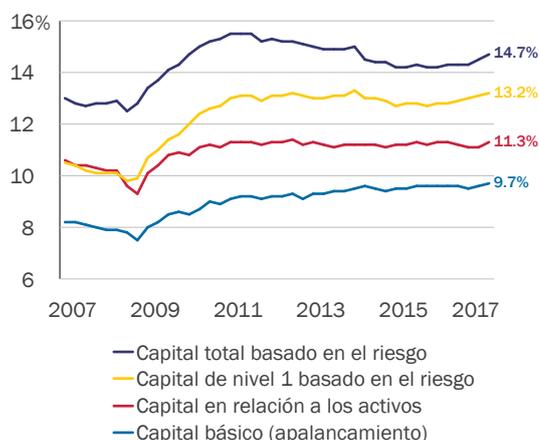
No pretenderíamos poseer ningún conocimiento geopolítico, y podemos imaginar con facilidad a alguien más capacitado ocupando la Casa Blanca (aunque probablemente no antes de 2021). Pero podemos comprender la respuesta del mercado.

En febrero destacamos que incluso algunos fuertes riesgos políticos —como la Crisis de los misiles cubanos— pueden ser desdeñados por los mercados, que se concentran friamente en los limitados datos de los tipos de interés y la rentabilidad.

Un conflicto real sería extraordinariamente nefasto, pero hay que estar muy seguros de que va a producirse antes de bajarse del tren de las inversiones en marcha. La agresión de Corea del Norte puede tener su origen en una actitud defensiva: el régimen se halla muy arrinconado. Aún se puede echar mano de unas sanciones más duras y es probable que China en particular esté muy activa entre bambalinas.

Figura 4: Los balances de los bancos están menos apalancados

Ratios de capital en EE.UU. (2T 2007 a 2T 2017)



Fuente: Rothschild & Co, FDIC

Conclusiones de inversión

Las acciones siguen siendo nuestro activo preferido. Hemos perdido la cuenta de las veces que hemos señalado que un revés significativo está retrasándose mucho, y que en el reloj cíclico el tiempo sigue corriendo. Sin embargo, pensamos que el clima de inversión —crecimiento con un riesgo de inflación relativamente moderado— sigue siendo templado y que el riesgo geopolítico es manejable.

- Las acciones todavía no nos parecen caras y continúan siendo el activo que con mayor probabilidad ofrezca rendimientos que superen la inflación. La reestructuración de las carteras en un intento de evitar un revés a corto plazo podría dejarnos varados si los mercados suben.
- La mayoría de los bonos gubernamentales parecen de hecho caros: los rendimientos permanecen por debajo de las (moderadas) tasas de inflación probables. Seguimos prefiriendo los bonos corporativos de alta calidad (renta fija privada), pero tampoco es probable que generen rentabilidades reales positivas. Consideramos los bonos y el efectivo como pólizas de seguro para las carteras.
- Seguimos inclinándonos por los bonos de duración relativamente baja en Europa. En las carteras en dólares vemos cierto atractivo en los bonos ligados a la inflación. Al crédito de grado especulativo parece estar agotándose el margen cíclico en Estados Unidos, y ahora el margen de valoración en Europa.
- Nuestra convicción regional *top-down* respecto a las acciones sigue siendo baja, aunque preferimos estas a los bonos en la mayoría de los mercados, incluso en el Reino Unido (donde los índices de gran capitalización se mueven en función de tendencias globales). Continuamos inclinándonos por una combinación de crecimiento cíclico y estructural frente a los sectores similares a los bonos, que tienen un carácter más defensivo, una preferencia que, si acaso, se reforzó ligeramente en el último mes.
- No es posible añadir valor operando sistemáticamente con divisas. Nuestra convicción respecto a los tipos de cambio, que para empezar rara vez es alta, se ha reducido más. El dólar tiene la mayor parte del apoyo cíclico, pero está caro, y las sorpresas positivas más notables este año han estado proviniendo de la zona euro, donde el rejuvenecimiento político aún no está descontado. El franco suizo sigue siendo la más cara de las grandes divisas y esto —junto con un euro más estable— parece estar volviendo a cobrar importancia. Seguimos pensando que la libra esterlina reaccionó de forma exagerada al referéndum sobre la UE, pero nuestra convicción disminuyó a causa del resultado de las elecciones, y el Banco de Inglaterra está arrastrando los pies con los tipos de interés. De forma similar, seguimos pensando que el yuan volverá a flaquear, pero de momento el crecimiento de China y una liberalización más lenta están apuntalándolo. Con perspectiva de un año, creemos que la libra esterlina será la que más haya subido, el yuan el que más haya bajado y el resto de las grandes divisas se situarán entre estas dos.

¿Inversión pasiva agresiva?

Un debate innecesariamente polarizado

La inversión activa y pasiva revisadas

Las grandes aportaciones realizadas recientemente por un pequeño grupo de valores a las rentabilidades del mercado estadounidense han provocado asombro. Anteriormente sugerimos que no se trata todavía de una alarmante indicación de una nueva obsesión. No obstante, está impulsando el tradicional debate sobre si las carteras de inversión se gestionan mejor activa o pasivamente.

Una inversión “pasiva”, recuerden, es aquella que replica un índice bursátil particular (de ahí que también se conozcan como “seguidoras de índices”). Una inversión pasiva en el índice FTSE 100, por ejemplo, podría mantener todos y cada uno de los 100 valores en las proporciones en las que están representados en dicho índice.

En la práctica, se producen pequeñas divergencias dependiendo del método técnico elegido para replicar el índice. Por otro lado, tal como su nombre indica, un fondo pasivo está en gran medida inerte y sus posiciones las dicta únicamente el índice que replica. Puesto que sigue una fórmula predeterminada, precisa poco análisis y apoyo de comercialización. A medida que la contratación de valores se ha ido automatizando, los costes han caído a la par, en algunos casos (habitualmente en los mercados de mayor tamaño y liquidez) hasta menos del 0,1% anual (antes de añadir los costes correspondientes de la plataforma).

En cambio, una inversión “gestionada activamente” es libre de mantener básicamente cualquier acción o bono, y en cualquier cantidad, siempre con sujeción a las limitaciones y controles del riesgo generales especificados en el prospecto (que podrían clasificarlo como, digamos, un “fondo británico de gran capitalización”). El fondo puede así evolucionar de forma bastante distinta de los índices bursátiles asociados con el universo que haya elegido.

Estos índices pueden ser “índices de referencia” para el fondo activo, y su gestor podría esperar que se le juzgara por cómo rinde con respecto a los mismos. El FTSE 100 es un índice de gran capitalización, y una referencia común para un fondo británico de gran capitalización, pero existen otros proveedores de índices, incluidos MSCI, S&P, etc.

Los fondos basados en normas, como los fondos de “beta inteligente”, que están en boga, y que utilizan, digamos, ponderaciones de los valores basadas en los beneficios o siguen un “estilo” designado, parecen pasivos, y pueden conllevar unas comisiones inferiores a las de muchos fondos activos. Pero aun así pueden divergir significativamente —en ambas direcciones— de los índices predominantes.

La inteligencia, el esfuerzo y las buenas intenciones no siempre bastan: invertir depende del futuro, y el futuro es profundamente impredecible.

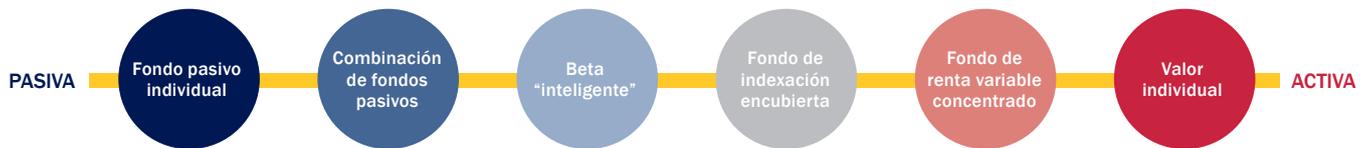
El inversor medio no puede superar al mercado: el rendimiento es un juego en el que la ganancia de una parte equivale a la pérdida de otra. Por cada inversor que tiene una sobreponderación en un valor, otro (u otros) tiene una infraponderación correspondiente. La cuestión es si las divergencias respecto a la media son persistentes: ¿algunos gestores de inversiones obtienen mejores rentabilidades de manera sistemática? Si no es así y si las rentabilidades es lo único que importa, entonces el fondo pasivo de menor coste cobra mayor atractivo.

Algunos gestores activos se centran no en rendir más que un índice, sino en preservar el patrimonio real ofreciendo rendimientos superiores a la inflación. Otros tienen como objetivo una rentabilidad absoluta, a veces una cifra específica exigida por sus clientes. Pero sigue siendo probable que los asesores independientes juzguen la eficacia de los gestores examinando si los objetivos especificados podrían haberse logrado utilizando fondos pasivos más baratos o no.

Los gestores de carteras de Rothschild Private Wealth buscan preservar e incrementar el patrimonio real, pero adoptan una visión notoriamente más a largo plazo que la mayoría. El principal marco de referencia de nuestros gestores del New Court Fund es la empresa: los gestores buscan compañías con una valoración

Figura 5: Una perspectiva del espectro de la inversión activa-pasiva

Creemos que la elección de una estrategia de inversión adecuada debe basarse en el objetivo que usted fije



Fuente: Rothschild & Co

razonable y una ventaja competitiva sostenible, independientemente de la región o el sector. La visión “*bottom-up*” resultante presta escasa atención directa a las rentabilidades medias del mercado.

Las comisiones de la inversión gestionada activamente son más abultadas, y no simplemente porque se opera con más frecuencia y tiene unos mayores costes de análisis y comercialización. En teoría, los fondos activos también cobran por su capacidad de ofrecer rentabilidades más altas. En la práctica, sin embargo, su rendimiento a menudo no es mejor que el de los fondos pasivos. Como se ha señalado, esto no puede ser en términos generales.

Esta es una gran diferencia entre vender fondos de inversión y otros productos.

Si va a comprar un coche, por ejemplo, puede elegir entre un modelo económico básico de bajo rendimiento o uno de lujo más elegante y sofisticado. El precio que pague estará íntimamente ligado a la experiencia de conducción que vaya a tener.

La inversión pasiva de hecho no se ha extendido tanto como se esperaba en sus inicios, y nuestro entusiasmo se ha moderado ligeramente.

Su experiencia de inversión, sin embargo, no está estrechamente vinculada a su coste. No hay modelos de alto coste y rentabilidad claramente clasificados como tales en el concesionario de inversiones. No puede haberlos porque las inversiones son mucho más difíciles de predecir que la experiencia de conducción, y también a causa de la ley de los promedios: ¿qué pasaría si todo el mundo quisiera poseer un fondo de alto coste y rendimiento?

Las rentabilidades históricas, en particular, no son garantía de rendimiento futuro, como los reguladores hacen bien en recordarnos insistentemente.

Esto no significa que los fondos de alto coste y rentabilidad no existan: hay muchos. Pero se requiere un cuidadoso análisis y monitorización para identificar aquellos con los caballos de potencia necesarios, e incluso entonces no hay garantías de que ello se traduzca en un rendimiento efectivo. Sin duda se pueden detectar los proveedores caros; las posibles comisiones deben estar claras. Pero no se sabe a buen seguro si cumplirán.

Muchos no lo hacen. Los utilitarios pequeños y de bajo coste —esas inversiones pasivas— a menudo rinden más en la práctica que los vehículos de inversión más deportivos. El grupo más caro de inversiones activas —los *hedge funds*— parece haber ido rezagado colectivamente respecto a los mercados de acciones y de bonos en los últimos cinco años. La diferencia se perfila demasiado grande como para explicarla por sus mayores comisiones o porque tengan objetivos no tradicionales (como esos mandatos de rentabilidad absoluta señalados más arriba). El *hedge fund* medio puede haber sido promocionado como un Porsche, pero marchaba como un autobús.

Esto no significa que los gestores de *hedge funds* o de fondos activos en general no sean inteligentes, trabajadores o éticos. Significa que la inteligencia, el esfuerzo y las buenas intenciones no siempre bastan: invertir depende del futuro, y el futuro es profundamente impredecible. De forma similar, algunos gestores activos de éxito pueden no haber sido ninguna de esas cosas, sino que simplemente han tenido suerte.

Algunos gestores activos de hecho ofrecen un rendimiento medio manteniendo un gran número de valores en una proporción similar a la del índice. Nuevamente, esto puede no ser deliberado: pueden estar diversificando

demasiado sin saberlo en un intento de reducir el riesgo. Pero puede decirse que un fondo tal es de indexación encubierta, y debe asignársele un precio en consonancia.

Por qué la inversión pasiva está en racha

El libro *A Random Walk Down Wall Street* (“Un paseo aleatorio por Wall Street”) de Burton Malkiel, publicado en 1973, popularizó la idea de que es difícil “superar al mercado” e impulsó considerablemente el crecimiento de la inversión pasiva. (Malkiel pasó a ser durante largo tiempo consejero de Vanguard, una firma pionera de seguimiento de índices y una de las tres empresas dominantes del sector en la actualidad.)

Los fondos pasivos son claramente interesantes porque, como señaló Malkiel, los mercados financieros a menudo son bastante eficientes.

Esto no significa necesariamente que ofrezcan resultados óptimos o racionales. Más bien, un mercado “eficiente” en el argot de la inversión es uno que descuenta rápidamente toda la información pública relevante.

Se puede mover de forma misteriosa o arbitraria, pero la cuestión clave es que es difícil lograr una rentabilidad superior seleccionando valores o calculando el momento adecuado para realizar operaciones utilizando los datos de dominio público (en lugar de información privada y “confidencial”). (Hay una versión “dura” de la hipótesis del mercado eficiente que sugiere que incluso la información privada no da una ventaja a los inversores, urgimos a los lectores a no poner a prueba esta hipótesis por sí mismos.)

Malkiel señaló, en una famosa y provocativa analogía, que muchas selecciones profesionales de inversiones no habían sido mejores que las realizadas por un mono con los ojos vendados lanzando dardos a las páginas financieras de un periódico.

Si los mercados son eficientes, entonces la utilidad de analizar las cuentas públicas de las empresas o las tendencias de los datos económicos es reducida. Las acciones e intenciones de miles de inversores y operadores interesados en los resultados podrían garantizar que el valor de tal conocimiento se reflejase inmediatamente en las cotizaciones de los mercados tan pronto como se supiera.

Esto no significa que, por ejemplo, unos resultados empresariales decepcionantes o un inesperado aumento de las ventas minoristas no afecten a los precios de las acciones: sin duda lo hacen y a veces durante largo tiempo. Pero el ajuste puede ser tan rápido que se haga imposible sacar partido de las noticias. Los precios enseguida se colocan en los nuevos

niveles apropiados, y en algunos mercados pueden hacerlo sin que se efectúe ninguna transacción en absoluto.

Un mercado eficiente dificulta la tarea de seleccionar los mejores valores y de identificar el momento adecuado de poseerlos, y tanto la selección de títulos como el *timing* del mercado son dos de las herramientas empleadas tradicionalmente por los gestores activos.

La inversión pasiva es popular ya desde hace algún tiempo y recibió un impulso adicional por los vehículos más baratos que se han lanzado al mercado a medida que la tecnología de trading ha mejorado, en concreto, los fondos cotizados (ETF).

La experiencia de inversión consiste en algo más que las rentabilidades de activos individuales, por importantes que éstas sean.

Algunos comentaristas los han denostado. Determinados inversores podrían haber asumido erróneamente que los ETF alteran de algún modo la liquidez de los activos subyacentes, lo cual no es cierto. A otros podría sorprenderles abrir el envoltorio y ver qué títulos poseen o siguen (sobre todo en el caso de los ETF de bonos de “alta rentabilidad”, quizás, que parecen inocuos). Pero la mayoría de los ETF son instrumentos de inversión sencillos, transparentes y muy competitivos.

Para confundir aún más las cosas, los ETF pueden ser herramientas tácticas populares entre los inversores activos. Puesto que calcular el momento táctico adecuado de entrar o salir del mercado es tan difícil como la selección de valores, su uso de esta forma irónicamente habría contribuido en algunos casos a unas bajas rentabilidades, aunque no se puede decir que esto sea culpa de los ETF.

Casi un tercio de los fondos que invierten en acciones estadounidenses se gestionan pasivamente, frente a quizás una décima parte hace 15 años más o menos. En otros mercados, la proporción probablemente es inferior, aunque hay notorias excepciones. En Japón, el Fondo de inversión de pensiones del gobierno —el mayor del mundo, con activos de 1,4 billones de dólares— tiene la mayoría de sus participaciones de valores japoneses en vehículos pasivos, y el Banco de Japón ha utilizado ETF para adquirir las acciones que ha comprado como parte de sus heterodoxas medidas monetarias.

En la realidad, la eficiencia del mercado varía entre las diferentes regiones, activos y tiempos. No todos los mercados son suficientemente grandes o líquidos para justificar un continuo escrutinio por parte de una legión de analistas de inversiones. Incluso los que sí lo son pueden ser propensos a modas pasajeras: la dinámica puede mantenerse y derivar en tendencias populares, auges y caídas que arrastren a los inversores pasivos en su devenir. Esta es una de las razones —pero no la única— por la que dudamos que la inversión pasiva pueda o deba acabar con todo lo que había antes.

¿Inversión pasiva o activa? ¡Pasiva y activa!

Muchos expertos asumen que la moda de la inversión pasiva es —y debería ser— imparable. Sin embargo, la inversión pasiva no se ha extendido tanto como se esperaba en sus inicios, y nuestro entusiasmo se ha moderado ligeramente. Creemos que el debate sobre inversión activa frente a pasiva está innecesariamente polarizado.

Los argumentos a favor de cierto grado de inversión pasiva son sólidos y esta podría ser la opción por defecto para muchos. Pero imagínese un mundo en el que toda la inversión sea pasiva. ¿Qué podría ocurrir con el gobierno corporativo y de mercado? ¿Quién sometería a escrutinio la gestión que ofrezca malos resultados o se beneficiaría de los desajustes de los precios de los activos? ¿Cómo indicarían los mercados de capitales el uso óptimo del capital si nadie estuviera examinando la rentabilidad o las valoraciones? ¿Acaso serían los proveedores de índices los indicados para realizar esa tarea?

Quienes creen firmemente en la eficiencia de los mercados podrían decir que tales anomalías no surgirían bajo unos mercados perfectamente competitivos y abiertos. Pero nuestra fe en unos mercados libres no es tan fuerte: probablemente se precisa cierto arbitraje real para hacer que los mercados funcionen en la práctica, no sólo la amenaza teórica de ello. El Fondo de pensiones del gobierno de Japón está de hecho reduciendo su sólida postura pasiva precisamente por esta razón: le preocupa que una eficiencia más amplia y con mayor margen de asignación de capital esté constreñida.

Hay abundante sitio para ambos enfoques, y podemos recomendar, y con frecuencia lo hacemos, a los clientes que tengan un pie en ambos mundos. Nuestros gestores de carteras emplearán fondos pasivos, pero la gestión patrimonial mayormente activa que ofrecemos es, a nuestro juicio, la mejor manera de alcanzar los objetivos de nuestros clientes, que, como se ha señalado, no se enmarcan con facilidad en lo relativo a índices de mercado sino en lo tocante a la preservación del patrimonio.

La inversión pasiva no es perfecta —no todos los mercados son igual o permanentemente eficientes— y la inversión activa puede tener ventajas distintivas.

Por ejemplo, para volver al problema potencial planteado por el hecho de que un pequeño grupo de valores esté concentrando las rentabilidades del mercado: es improbable que la inversión pasiva sea la causa de su ascenso, pero los fondos pasivos no pueden hacer nada para reducirlo. Están obligados a igualar los componentes del índice, sin importar cuán desequilibrados puedan estar.

Los fondos de bonos pasivos pueden afrontar un efecto de concentración diferente. A medida que un emisor toma más dinero prestado y su solvencia se deteriora, los fondos pasivos se ven obligados a elevar sus participaciones, lo que podría ser un caso de recompensa por el fracaso. La deuda pública italiana tiene una fuerte ponderación en los índices de deuda europea.

Los inversores en fondos pasivos podrían aceptar un mercado demasiado concentrado o exuberante, y esperar vender su fondo de indexación en el momento adecuado. Pero el momento adecuado de entrar o salir del mercado es uno de los aspectos que no deben preocupar a los inversores pasivos. Como se ha señalado, con las inversiones pasivas la cartera evoluciona a la par que el mercado, independientemente de cuánto se compliquen las cosas. Muchos clientes privados en particular se rebelan contra la idea de replicar un índice a la baja.

El margen de los índices del mercado para dejar de ser representativos no se limita a los roles desempeñados por los valores dominantes, sino que se extiende a sectores y países. No a todos los inversores, por ejemplo, les agrada poseer un fondo pasivo de mercados emergentes dominado por acciones A de China, algo que podría convertirse en una posibilidad distintiva. En la actualidad, el segundo mayor mercado del índice MSCI Emerging es Corea del Sur, y un cuarto del índice coreano está representado por una empresa, Samsung, no lo que esperarían muchos inversores atraídos por lo que se dice de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), un bloque en boga recientemente.

Calcular el *timing* del mercado es tan difícil como la selección de valores. Un gestor activo, no obstante, al menos puede diversificar las inversiones para suavizar la accidentada carretera que recorren los mercados individuales. Los gestores patrimoniales pueden ampliar esta diversificación no sólo en diferentes regiones y sectores, sino entre distintas clases de activos,

incluyendo los cuidadosamente seleccionados activos alternativos y otras formas de protección de las carteras por las que se inclinan nuestros gestores de carteras recientemente.

Un enfoque completa y exclusivamente pasivo hacia una gestión patrimonial o asignación de activos tan amplia exigiría tener un reflejo adecuado de todo el universo de inversión, la “cartera de mercado” multiactivos. Cualquier otra cosa es una inversión “activa” en una medida u otra.

Una cartera de esas características, no obstante, es difícil de confeccionar. Las categorías de inversiones apropiadas — las clases de activos invertibles— son cuestionables, y sus respectivos tamaños a menudo simplemente no se conocen, y no sólo en el caso de activos relativamente exóticos, como acciones y bonos de mercados emergentes y fronterizos, crédito de grado especulativo, préstamos comerciales y similares. ¿Qué podría determinar, por ejemplo, las ponderaciones apropiadas para el efectivo y las inversiones inmobiliarias en una cartera multiactivos exclusivamente pasiva?

Las matemáticas financieras, que se basan en las rentabilidades y la volatilidad estimadas para generar carteras “óptimas” (centradas en el rendimiento) o que ofrezcan “paridad de riesgos” (centradas en el riesgo), no funcionan. En el mundo real, no hay “primas de riesgo”, la desviación típica de las rentabilidades históricas no es una buena guía para el “riesgo” *per se*, y el apalancamiento asociado con el método de la “paridad de riesgos” introduce una nueva clase de peligro y dependencia del uso histórico en la inversión.

Como resultado de ello, aunque algunos fondos pasivos multiactivos están disponibles, aún no hay ningún fondo equilibrado completamente pasivo que ofrezca de forma convincente una gestión patrimonial amplia, combinando las volátiles rentabilidades de las acciones con unos rendimientos más estables e idealmente menos correlacionados procedentes de otros activos.

Hay otras consideraciones prácticas a tener en cuenta. Las rentabilidades potenciales a largo plazo de las acciones probablemente excedan las de la mayoría de los demás activos. Si todos los activos se emiten en cantidades similares, en una cartera exclusivamente pasiva de inversiones combinadas la ponderación de la renta variable podría aproximarse gradualmente al 100% (aunque nunca llegaría a alcanzarlo del todo). No se puede evitar la necesidad de reajustar las carteras periódicamente, lo cual significa tomar decisiones activas en algún momento.

En qué no consiste invertir

Los textos de marketing a menudo presentan la inversión como una caza incesante de beneficios a corto plazo en la que bien se pierde o se gana todo, y en la que unos tipos (habitualmente se trata de un tipo) seguros y con opiniones muy firmes buscan sin descanso (en un entorno en el que en cualquier momento puede producirse un drama) las carteras únicas, óptimas y confeccionadas con precisión que rápidamente harán ricos a sus sofisticados y arriesgados inversores.

Rotar en exceso las carteras en una incesante búsqueda del siguiente gran negocio o de un mejor punto de entrada genera costes de transacción que son pequeños a nivel individual, pero que van sumándose.

Otros gestores activos reconocen que la realidad es más prosaica. El drama es la excepción y responder a los acontecimientos puede ser más importante que predecirlos. Nadie puede ver el futuro, y, como se ha señalado, los cálculos para diseñar la cartera óptima no funcionan. Los inversores no reciben recompensas necesariamente por mantener activos de riesgo o ilíquidos. Pensamos que una inversión consiste no en hacerse rico rápidamente, sino en preservar e incrementar el patrimonio en un largo periodo de tiempo.

Para los gestores activos es posible adoptar una visión a largo plazo con el objetivo de preservar el patrimonio real —superando la inflación— y hacerlo centrándose en empresas que parezcan tener una buena oportunidad de seguir activas en una o dos décadas, y evitando una innecesaria rotación excesiva de la cartera y un riesgo desmesurado entretanto. En particular, los gestores activos no tienen que saber cuál es el momento idóneo para entrar o salir del mercado. Nuestros gestores de carteras no operan así en absoluto.

Tal enfoque a largo plazo y multiactivos no puede evaluarse con facilidad en el marco temporal típico de valoración de la inversión activa frente a la pasiva, que es más reducido y se centra en carteras de activos individuales.

Los inversores de valor profundo (*deep value*), por ejemplo, que compran valores que no están de moda creyendo que eventualmente los mercados reconocerán su subestimado valor, podrían obtener menos rendimiento que un índice de mercado durante varios años antes de que su estrategia dé frutos. Incluso Malkiel aceptaba que algunas estrategias activas — incluidas algunas centradas en la valoración y las perspectivas a largo plazo— son más atractivas que otras.

La administración también importa

La experiencia de inversión consiste en algo más que las rentabilidades de activos individuales, por importantes que éstas sean. La volatilidad, la diversificación entre diferentes clases de activos, adoptar una visión a largo plazo y superar a la inflación también son importantes, como hemos visto. Como también lo es la provisión de una administración y ejecución responsables, y un servicio al cliente personalizado.

Los fondos pasivos ofrecen una manera obvia de que el inversor administre sus activos por sí mismo, pero el dinero ahorrado en comisiones tiene que considerarse junto con el tiempo y el compromiso que incluso un inversor resueltamente pasivo tendrá que dedicar a la inversión. No todos los inversores desean tener que ponderar qué activos y mercados seguir, y prefieren trasladar la responsabilidad completamente a un asesor que rinda cuentas, y que de hecho se preocupe en lugar de ellos.

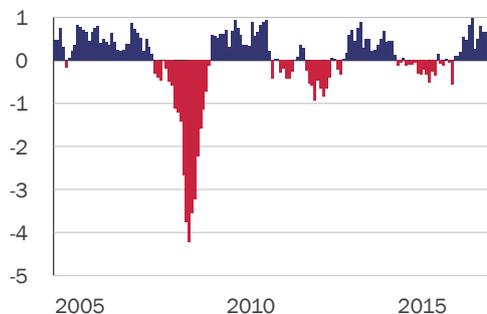
Conclusión

Según nuestra perspectiva, el enfoque que plantea alternativas hacia la inversión pasiva/activa es demasiado restrictivo. La inversión pasiva no acabará con todo lo que había antes, y probablemente no debería ser así, sino que hay sitio para ambos enfoques en una cartera equilibrada. Ciertamente, nuestros gestores de carteras pueden utilizar, y de hecho utilizan, fondos pasivos cuando piensan que son la mejor manera de alcanzar un objetivo determinado.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

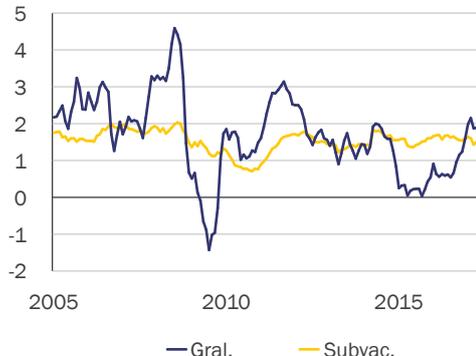
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Índice compuesto de los componentes a futuro de las encuestas de manufacturas de China, Alemania, Japón, Reino Unido y EE.UU. ponderados de forma general por el PIB

Inflación G7

%, interanual



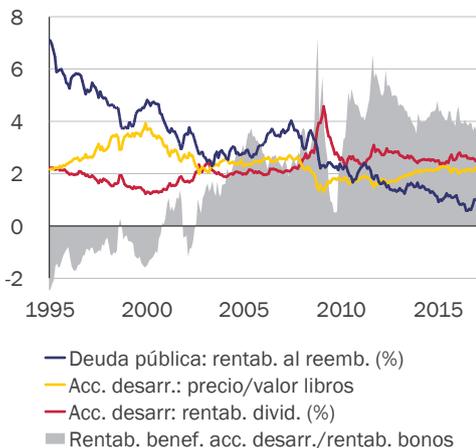
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: valoraciones relativas



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Bonos seleccionados

Rentab. actu., rentab. recientes divis. loc.

| | Rentab. (%) | 1a (%) | 3a (%) |
|---------------------------------------|-------------|--------|--------|
| Tesoro EE.UU. 10a | 2.1 | -1.4 | 9.0 |
| Gilt RU 10a | 1.0 | -1.0 | 17.2 |
| Bund alemán 10a | 0.4 | -2.0 | 8.3 |
| Bonos gob. suizo 10a | -0.1 | -1.9 | 6.4 |
| Bonos gob. japonés 10a | 0.0 | -0.4 | 5.5 |
| Crédito global: grado inversión (USD) | 1.5 | 0.3 | 9.9 |
| Crédito global: alta rentab. (USD) | 5.2 | 8.7 | 18.7 |
| Emergentes (USD) | 4.4 | 4.8 | 15.8 |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

| | Rentab. (%) | 1a (%) | 3a (%) |
|-----------------------|-------------|--------|--------|
| Mundial: todos países | 2.4 | 16.2 | 24.8 |
| Desarroll. | 2.4 | 15.4 | 25.1 |
| Emergen. | 2.4 | 21.8 | 21.8 |
| EE.UU. | 2.0 | 15.5 | 28.4 |
| Zona euro | 3.1 | 17.1 | 25.0 |
| RU | 4.2 | 13.9 | 21.0 |
| Suiza | 3.2 | 11.9 | 12.7 |
| Japón | 2.0 | 21.0 | 29.1 |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

| | Nivel | 1a (%) | 3a (%) |
|---------------------|-------|--------|--------|
| Dólar (USD) | 321 | -1.8 | 20.5 |
| Euro (EUR) | 282 | 4.5 | 6.2 |
| Yen (JPY) | 473 | -7.8 | 4.8 |
| Libra esterl. (GBP) | 96 | -5.5 | -12.7 |
| Franco suizo (CHF) | 305 | -0.8 | 7.9 |
| Yuan (CNY) | 36 | 0.5 | 6.5 |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

| | Nivel | 1a (%) | 3a (%) |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|
| Índice CRB Spot (1994 = 100) | 181 | 0.4 | -38.2 |
| Crudo Brent (\$/b) | 52.4 | 11.4 | -49.2 |
| Oro (\$/onza) | 1,321 | 0.9 | 2.6 |
| Metales indus. (1991 = 100) | 265 | 35.5 | -6.8 |
| Volatilidad acc. implíc. (VIX, %) | 10.6% | -21.1 | -11.6 |
| Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb) | 5.1% | -26.0 | -15.5 |

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Agosto de 2017.

Notas

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

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

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

Bruselas

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

Fráncfort

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

Ginebra

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

Guernsey

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

Hong Kong

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

Londres

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

Manchester

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

Milán

Via Agnello 5
20121 Milán
Italia
+39 02 7244 31

París

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

Singapur

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

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 71 11

Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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