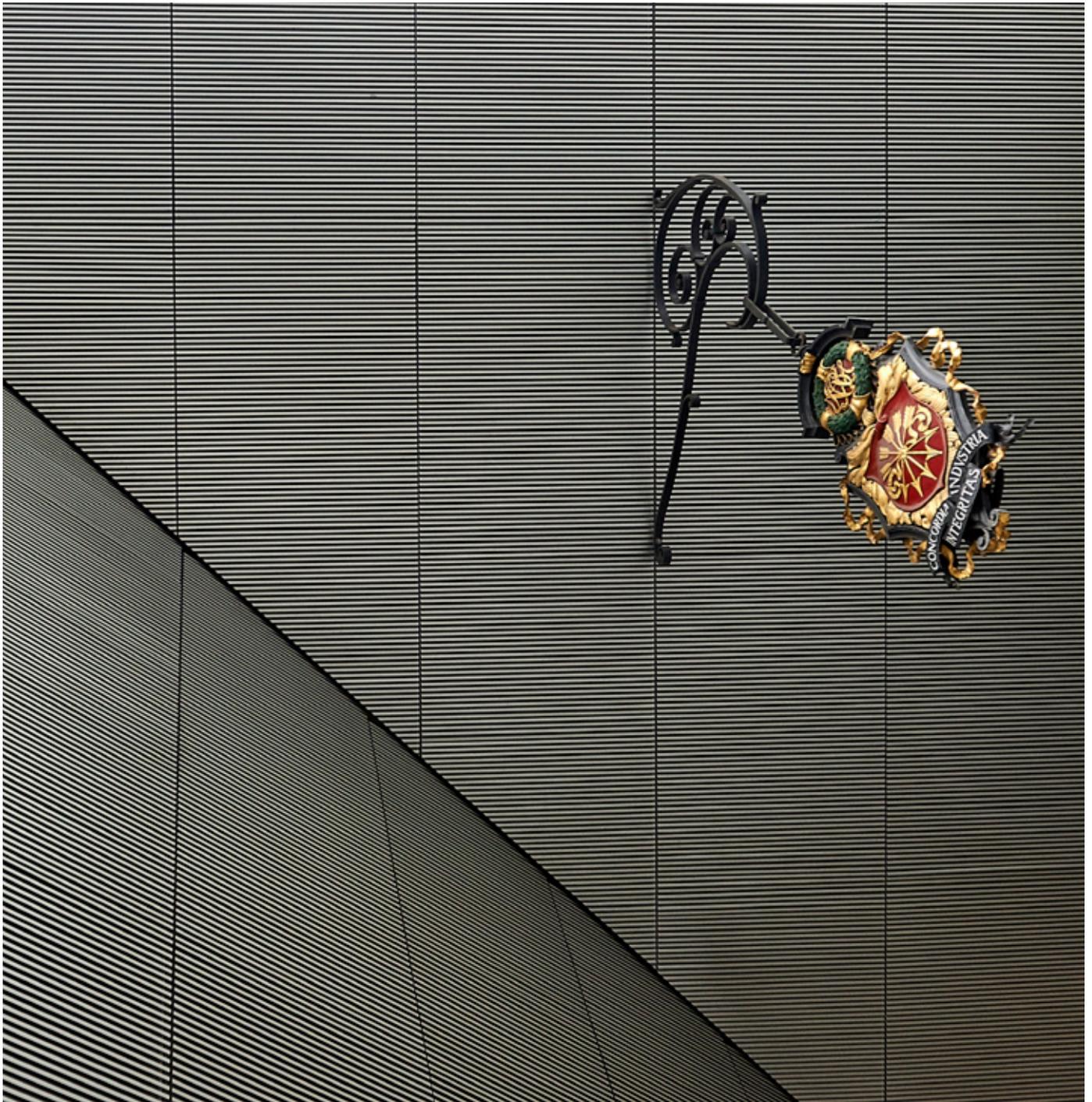


# Perspectivas de mercado



Apasionadamente sin convicción | Deuda de China

Número 36 | Julio/Agosto 2017



# Prólogo

La noticia más importante desde la última edición de *Perspectivas de mercado* es el resultado de las elecciones generales celebradas en el Reino Unido. Gran parte del resto del mundo ha seguido tranquilamente con sus asuntos.

El presidente Macron ha logrado un mandato para la (pretendida) reforma liberal, mientras que la cosmovisión potencialmente alarmante de la administración Trump permanece confinada dentro de los 140 caracteres. El crecimiento económico sigue siendo respetable y se acompaña solo de un riesgo moderado de inflación (hasta ahora). Si bien este riesgo permanece moderado, el posible repunte de los tipos de interés mundiales sigue siendo un riesgo gradual.

En general, seguimos considerando el entorno de inversión global de manera constructiva y aconsejamos utilizar cualquier retroceso (pendiente desde hace mucho tiempo) para agregar posiciones a largo plazo en activos relacionados con el crecimiento.

No obstante, el resultado en el Reino Unido fue una sorpresa. En estos tiempos inusualmente soleados, los vendedores de helados políticos no están agolpados en medio de la playa, sino en sus confines. Los votantes se agrupan en posiciones moderadas pero las opciones que se les ofrecen han cambiado hacia los extremos.

Probablemente es demasiado pronto para que los inversores locales se alarmen. Un incremento de los impuestos a las empresas o un viraje imprudente en la política fiscal, aunque más cerca de lo que pensábamos, están lejos de ser una realidad. El tipo de *brexit* que obtendremos siempre ha dependido en gran parte de nuestros socios de la UE.

El debilitado gobierno del Reino Unido podrá solicitar financiación adicional si así lo desea, a tipos reales inimaginables para la mayoría de sus predecesores (incluso después del repunte reciente en los tipos de los *gilts*). Y no solo el gobierno carece de coherencia.

La próxima edición de *Perspectivas de mercado* se publicará en septiembre, aunque si fuera necesario nos pondremos en contacto antes.



**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: Julio de 2017  
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Junio de 2017.  
Fuentes de gráficos y cuadros:  
Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Apasionadamente sin convicción

Mantener la mente abierta

«Los mejores carecen de toda convicción, mientras que los peores rebosan una apasionada intensidad».  
W. B. Yeats

## Crecimiento y baja inflación (continuación)

Hemos recorrido un largo camino.

La economía estadounidense acaba de entrar en su noveno año de expansión y la demanda del sector privado ha crecido a una tasa compuesta del 3 %, sin mucha diferencia con respecto al ritmo del ciclo anterior. Dudamos de que esto pueda atribuirse enteramente a la política expansiva.

En el ámbito mundial, durante la mayor parte de los últimos ocho años, la conversación ha versado acerca de una economía endeudada en exceso, demográficamente limitada, carente de recursos, decadente, peligrosa, propensa a la deflación y amenazada por la robótica («el futuro no es lo que era»). Pero la economía mundial es aproximadamente un 33 % más grande en términos reales (22 % en términos per cápita) frente al mínimo que marcó la Gran Recesión en 2009, y un 31 % más grande frente al máximo anterior a la crisis.

El desempleo está en mínimos de varias décadas en Alemania, Japón, Reino Unido y (casi) Estados Unidos (figura 1). La inflación se comporta bien. La economía china no ha colapsado pese a sus supuestas contradicciones internas (véase segundo ensayo).

Y frente a un «entorno de baja rentabilidad» ampliamente proclamado, las rentabilidades anualizadas compuestas del mercado global de acciones y bonos se han situado en torno al 14 % y 4 % en dólares estadounidenses desde los mínimos marcados en la crisis, y han superado la inflación en el mundo desarrollado en un 3 % y 4 % respectivamente desde el máximo anterior.

Este amplio resultado no ha sido una sorpresa, aunque el crecimiento, los tipos de interés y los niveles del mercado bursátil de ciertos años han confundido a los pronosticadores (como suele ocurrir).

El debate económico público está dominado por participantes que buscan sensaciones, pero en realidad, después de la debacle de la Gran Recesión, un período prolongado

de recuperación siempre fue factible, independientemente de lo que sugerían los titulares de «estancamiento secular».

La inversión basada en la situación global, como la inversión temática en general, es excelente para los departamentos de marketing, pero no es tan buena para las carteras.

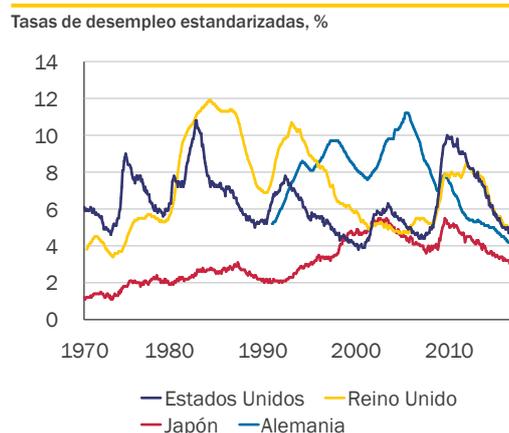
Entonces, ¿qué es lo siguiente? Nuestro enfoque de «salir del paso» de perfil bajo tropezará en algún momento y la economía de relaciones públicas tendrá otra oportunidad. La historia se repite, sobre todo porque la libre empresa y los mercados de capital liberales están impulsados por la gente y sus emociones extrapolables y contagiosas. Tras aprender de nuestros errores, somos capaces de repetirlos exactamente (como dijo Peter Cook).

Pero por el momento, creemos que la próxima desaceleración cíclica o crisis financiera se mantiene en el horizonte.

Hablar de una reacción populista global ha estado lejos de dar en el blanco —a pesar del resultado de las elecciones del Reino Unido (véase más adelante)— y, lejos de colapsar, la UE puede incluso cobrar un gran impulso.

Es posible que el presidente Macron tenga pocas probabilidades de liberalizar el mercado de trabajo francés, pero hace apenas tres meses pocos comentaristas sugerían que iba a poder siquiera intentarlo, y con el respaldo

**Figura 1: Alemania, Japón, Reino Unido, Estados Unidos: ¿cerca del pleno empleo?**



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

de una mayoría parlamentaria. Parece cada vez más probable que la canciller Merkel permanecerá en el cargo este otoño. El gobierno italiano se ha embarcado finalmente en la reestructuración de sus bancos más débiles y está financiándola parcialmente.

El presidente Trump conserva el potencial de impactar, pero todavía tiene que centrar su atención en asuntos importantes de política económica y tal vez nunca lo haga.

Mientras tanto, los indicadores económicos muestran un crecimiento continuo y saludable, con la zona euro aún, inusualmente, liderando las sorpresas positivas. En Estados Unidos y la zona euro, hay pocos signos de exceso cíclico; en el Reino Unido, existen tales indicios, pero están amplificándose por la debilidad reciente de la libra esterlina (aunque quizá exista un riesgo secular adicional de cara al futuro, como se analiza en otro párrafo). Las preocupaciones sobre un posible aterrizaje duro en China han disminuido aún más.

La Reserva Federal ya no es el único gran banco central que reconoce que es apropiada una cierta normalización de la política monetaria. El BCE suena menos indulgente, al igual que el Banco de Inglaterra (y no solo en la gobernabilidad a futuro ofrecida por el gobernador, que cambia a menudo, sino en los votos del Comité de Política Monetaria).

Sin embargo, el ritmo de endurecimiento monetario mundial —el cual, sin un gran riesgo inflacionario inmediato se traducirá en tipos de interés reales más altos— probablemente será gradual. Y en estas circunstancias, vemos esa normalización como algo bueno. Ayudará a reducir los precios distorsionados de los bonos y facilitará una vez más una fijación de precios más precisa del capital (no como los precios de

los activos de riesgo, que en nuestra opinión no reflejan plenamente los bajos tipos de interés actuales).

En cuanto a las elecciones en el Reino Unido, sugerimos en mayo que «la estabilidad política... puede ser el resultado relevante desde el punto de vista de la inversión». No podíamos imaginarlo.

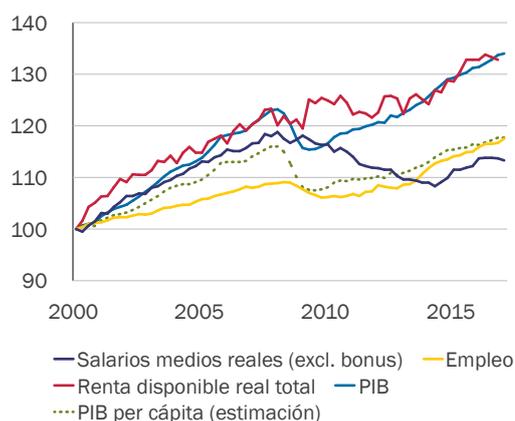
No estamos convencidos de la durabilidad de los sentimientos que provocaron el resultado. Los informes sobre la muerte del interés personal parecen prematuros —los estudiantes no son más inmunes a la tentación que los contribuyentes— y el gobierno presentó su caso de forma deficiente.

Podría haber sugerido, por ejemplo, que, si bien los salarios reales medios del Reino Unido están por debajo de su máximo de 2007, ese máximo fue históricamente elevado y basado en balances bancarios insostenibles; y, mientras tanto, el empleo ha subido a nuevos máximos, junto con la renta disponible total y la renta nacional per cápita (figura 2). En otros tiempos, estos logros podrían haber ayudado a equilibrar las pérdidas en las mentes de los votantes.

Pero el estado de ánimo público parece especialmente febril y se ha intensificado por sucesivos sucesos tristes. Tenemos que reconocer que las inversiones centradas en el Reino Unido se enfrentan a mayor riesgo a medio plazo a causa de los impuestos y la inflación que en el pasado.

**Figura 2: Salario real y empleo en Reino Unido**

Índices, 1T 2000 = 100



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

### Conclusiones de inversión

Las acciones siguen siendo nuestro activo preferido. Debemos advertir de nuevo que no se ha producido un retroceso significativo desde hace tiempo (más de un año) y que el reloj cíclico sigue funcionando (véase más arriba). Sin embargo, pensamos que el clima de inversión —crecimiento con un relativamente moderado riesgo de inflación— sigue siendo templado.

- Las acciones no nos parecen caras y siguen siendo el activo que con mayor probabilidad ofrezca rendimientos que superen la inflación. La reestructuración de las carteras en un intento de evitar un retroceso a corto plazo podría dejarnos fuera de juego si los mercados repuntan.
- La mayoría de los bonos públicos parecen caros: los rendimientos permanecen por debajo de las tasas de inflación probables. Seguimos prefiriendo los bonos corporativos de alta calidad (renta fija privada), pero tampoco es probable que produzcan rentabilidades reales positivas. Consideramos en la actualidad los bonos y el efectivo como pólizas de seguro para las carteras.
- Continuamos favoreciendo los bonos de baja duración relativa, pero nos hemos vuelto más neutrales en las carteras en dólares estadounidenses, donde también somos más optimistas sobre los bonos indexados a la inflación. En el Reino Unido, incluso después de la aceleración de la inflación durante el mes pasado y algún probable aumento de la inflación prospectiva a medio plazo, los *gilts* vinculados a un índice todavía parecen caros.
- En la mayoría de los lugares seguimos prefiriendo las acciones sobre los bonos, incluso en el Reino Unido (donde los índices de gran capitalización están en todo caso impulsados por las tendencias mundiales). Seguimos prefiriendo una combinación de crecimiento cíclico y estructural frente a sectores más defensivos similares a los bonos.
- La evolución positiva de la zona euro señalada anteriormente ha cancelado nuestro escepticismo residual sobre el euro y, por consiguiente, somos menos optimistas sobre el dólar estadounidense (a pesar de nuestra confianza en la economía de Estados Unidos). Las valoraciones han apuntado desde hace mucho tiempo en esta dirección, y pueden empezar a importar más. Aún creemos que la libra esterlina reaccionó en exceso al referéndum sobre la permanencia en la UE, pero nuestra convicción en este sentido ha caído ante el resultado de las elecciones británicas, a pesar de que el aumento de los tipos de interés ha adquirido mayor importancia. Con una convicción aún más baja de lo habitual —y rara vez se debe tener mucha convicción en este sentido ya que no es posible agregar sistemáticamente valor al negociar divisas—, clasificamos bajo una perspectiva a un año, la libra esterlina en primer lugar, el yuan en último y las otras monedas importantes en algún lugar intermedio.

# Deuda de China

Un asunto interno

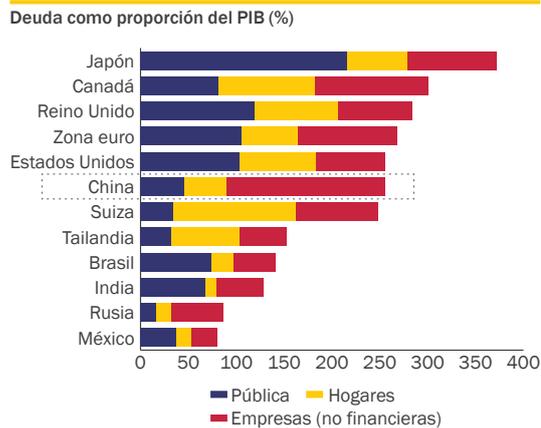
El 19.º Congreso del Partido Comunista de China que se celebra este otoño representa un evento clave tanto en términos geopolíticos como internos: el nuevo equipo de liderazgo será revelado y se detallará el próximo plan económico quinquenal. El mundo estará observando atentamente para ver si, y cómo, el presidente Xi aborda lo que muchos creen que es su mayor prueba: la cuestión del crecimiento del crédito de China y la amenaza de una crisis sistémica más amplia.

La deuda total de China se ha cuadruplicado en los últimos ocho años, con niveles de deuda agregados ahora similares a los de las economías desarrolladas (figura 3). La deuda pública sigue siendo moderada en el 40 % del PIB, pero los hogares, y en particular las empresas, son los principales impulsores de este aumento precipitado del apalancamiento.

## Minsky: «La estabilidad conduce a la inestabilidad»

La deuda global sigue aumentando, por lo que muchos economistas están preocupados de que esta «burbuja de la deuda» podría desencadenar la próxima gran crisis financiera. Una medida popularizada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) —la brecha crédito/PIB— ha demostrado ser un fuerte indicador de la próxima crisis financiera (figura 4). En cada uno de estos casos de crecimiento del crédito por encima de la tendencia, se produjo una crisis

**Figura 3: Niveles actuales de endeudamiento**



Fuente: FMI, BPI, Rothschild & Co  
Nota: Datos correctos a 4T 2016

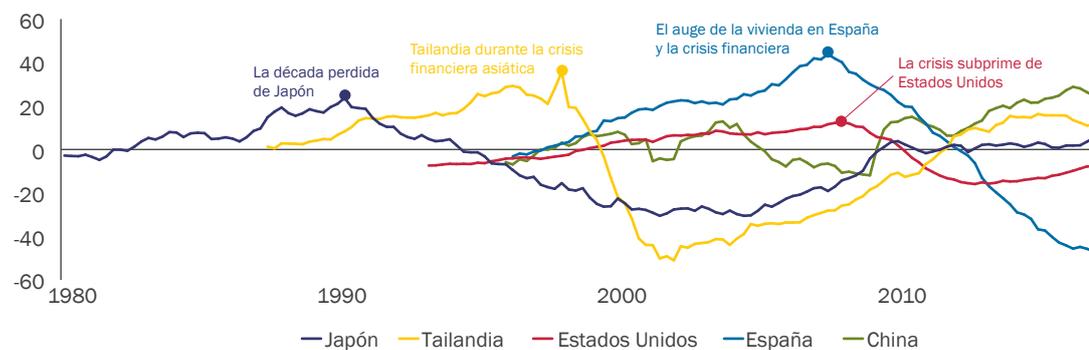
financiera que tuvo consecuencias económicas amplias y adversas. (El punto en el que se pone de manifiesto que la deuda ha alcanzado niveles insostenibles se conoce como un «momento Minsky», rememorando a un economista que estudió atentamente el ciclo de crédito).

## La amenaza sistémica es contenible

Sin embargo, la amenaza que representa la deuda total agregada puede exagerarse: los sectores se prestan entre sí y, en una economía grande, gran parte de la exposición global se compensa. Como resultado, no siempre es importante centrarse en el pasivo

**Figura 4: Los niveles elevados de crecimiento del crédito se han asociado previamente a grandes crisis**

La brecha entre el crédito y el PIB: la diferencia entre el ratio crédito/PIB y su tendencia a largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg, BIS, Rothschild & Co  
Nota: Datos correctos a 4T 2016

bruto. En su lugar, puede ser más significativo concentrarse en las exposiciones sectoriales clave y en las diversas capacidades de los sectores para resistir el embate financiero. Esto es particularmente importante en el caso de China, cuya posición puede ser única y puede no ajustarse al patrón pesimista esbozado por el análisis del BPI.

Según el FMI, la empresa china media está apalancada solo moderadamente y la mayor parte de la deuda corporativa se concentra en las empresas estatales (SOE). Además, y tal vez no sorprenda, la mayor parte de la creciente deuda se explica por las empresas de construcción, minería, bienes inmuebles y servicios públicos, sectores asociados con el crecimiento más agresivo de la inversión durante los últimos años.

## China no tiene préstamos netos internacionales, sino que es uno de los mayores acreedores internacionales.

Las estimaciones independientes de las dificultades corporativas son más altas que las cuestionables cifras oficiales. Sin embargo, la estructura del sistema bancario chino —en la que los bancos estatales (los «Cuatro Grandes») prestan a las SOE— sugiere un respaldo estatal implícito para estas empresas. Y como se señaló anteriormente, el endeudamiento explícito del gobierno es moderado y su poder de intervención es alto. Creemos que los responsables políticos utilizarán este poder para gestionar el riesgo sistémico.

China no tiene préstamos netos internacionales, sino que es uno de los mayores acreedores internacionales, con importantes reservas de divisas (3 billones de USD). Desde hace muchos años, China ha estado bajo escrutinio por operar una cuenta de capital cerrado, lo que limita la propiedad extranjera de activos chinos, incluida la deuda. Sin embargo, esta limitada dependencia del capital externo (solo el 5 % de la deuda pública de China es propiedad de entidades extranjeras, mientras que las empresas están aún menos expuestas), en contraste con la situación en otros países emergentes de Asia en la década de 1990 y en España e Irlanda en 2007, ayudará a detener las salidas de capital y el riesgo de una contracción inducida por el crédito. Y

sus grandes reservas de divisas (figura 5) representan una fuente potencial de capital sustancial de «divisas fuertes», que el gobierno puede usar de manera creíble para tapan los agujeros que probablemente se encuentran en los balances de sus bancos.

Además, estos bancos financian la mayor parte de sus operaciones de préstamos a partir de depósitos (70 % de su financiación mayorista), lo que ejemplifica la alta tasa de ahorro de los hogares y los bajos préstamos de los consumidores. Como los bancos requieren poca financiación a corto plazo de los mercados de capitales —en relación con sus homólogos estadounidenses, por ejemplo— una «crisis de liquidez» a corto plazo parece improbable, a pesar de que las autoridades suban los tipos monetarios.

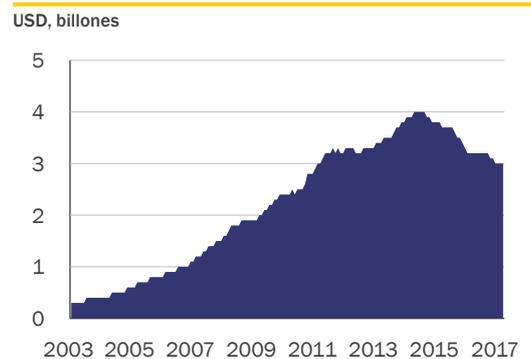
### ¿Cambio de paradigma?

Los responsables políticos son conscientes de que el crecimiento económico impulsado por la deuda no es viable a largo plazo y se ha producido un cambio sutil en el énfasis desde el crecimiento hacia la estabilidad financiera. Se han tomado medidas para abordar algunas de las cuestiones sistémicas más profundas, como el sistema bancario paralelo y la especulación dentro del mercado inmobiliario, aunque con retraso. La primera en particular puede ser el origen de algunos reajustes dolorosos para los sectores dependientes de la financiación paralela.

Desde el punto de vista macroeconómico, el saludable superávit por cuenta corriente de China, los controles de capital y las considerables reservas de divisas deberían seguir manteniendo a raya la crisis de la balanza de pagos.

Sin embargo, si bien los controles de capital, las restricciones a los préstamos y las condiciones financieras más estrictas pueden estabilizar el mercado a corto plazo, sirven de poco para afrontar la probabilidad de que algunas empresas y sectores tengan demasiada

**Figura 5: Reservas de divisas de China**



Fuente: Bloomberg, Banco Popular de China, Rothschild & Co  
Nota: Datos correctos a 1T 2017

deuda. Las políticas diseñadas para apuntalar las SOE excesivamente apalancadas no son económicamente sólidas. En última instancia, estas medidas obstaculizarán la productividad y el crecimiento a largo plazo.

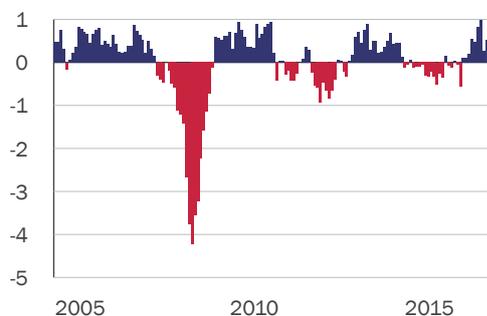
Pero una cosa es decir que el crecimiento de la deuda debe ralentizarse y que algunos sectores necesitan reestructuración y otra muy distinta, como muchos afirman desde hace algún tiempo, que la expansión del crédito por sí sola ha sido responsable del rápido crecimiento de China desde 2000.

En nuestra opinión, el argumento subyacente para el crecimiento de China se ha basado en la reforma del mercado y en la mayor disponibilidad y utilización de mano de obra y capital. Y a pesar de los excesos, las ineficiencias sectoriales y la posibilidad de cierta volatilidad del mercado a causa de la evaporación de frívolas expectativas y la necesaria consolidación de algunos balances, seguimos creyendo que existen oportunidades para la inversión a largo plazo.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

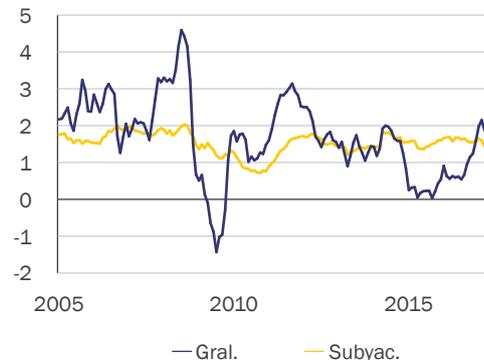
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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



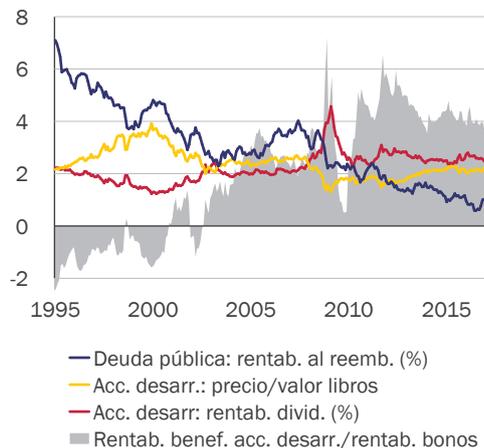
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	2.3	-4.0	8.7
Gilt RU 10a	1.3	-0.6	18.6
Bund alemán 10a	0.5	-3.5	9.5
Bonos gob. suizo 10a	-0.0	-4.0	6.9
Bonos gob. japonés 10a	0.1	-2.4	5.3
Crédito global: grado inversión (USD)	1.6	-0.4	10.1
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.3	11.9	16.9
Emergentes (USD)	4.7	5.6	14.1

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	19.2	24.8
Desarroll.	2.4	18.8	25.4
Emergen.	2.4	21.8	19.4
EE.UU.	2.0	17.3	28.6
Zona euro	3.2	24.8	22.8
RU	4.2	16.7	20.3
Suiza	3.2	14.5	13.8
Japón	2.0	30.5	30.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	328	0.9	25.0
Euro (EUR)	276	2.9	2.2
Yen (JPY)	470	-9.0	2.2
Libra esterl. (GBP)	100	-3.9	-9.7
Franco suizo (CHF)	314	1.3	10.1
Yuan (CNY)	36	-1.4	7.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	175	-9.2	-43.3
Crudo Brent (\$/b)	47.9	-3.5	-57.4
Oro (\$/onza)	1,242	-6.1	-6.5
Metales indus. (1991 = 100)	232	17.5	-16.2
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	11.2%	-28.5	-3.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	5.5%	-24.0	4.7

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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).