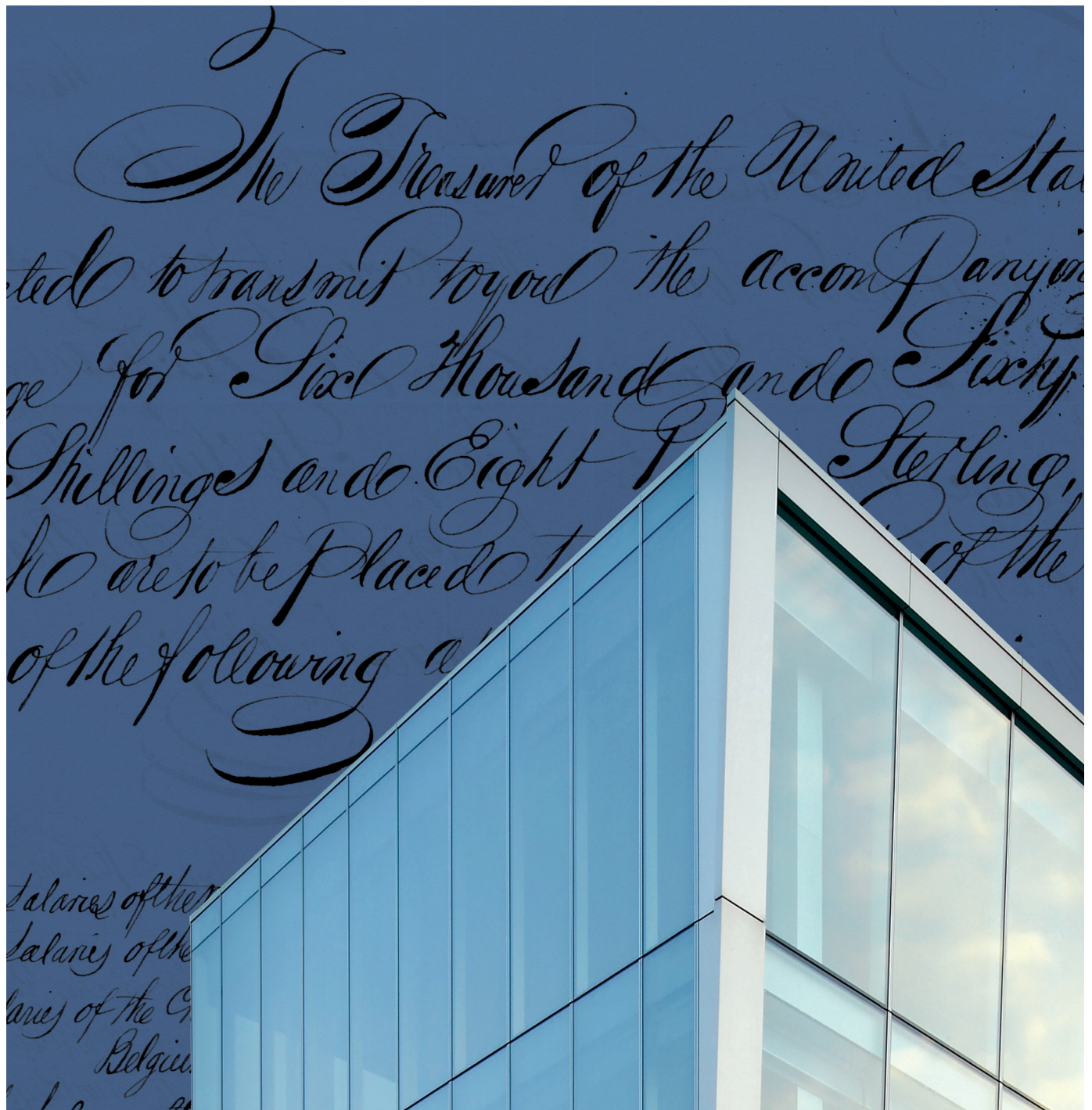


# Perspectivas de mercado



Ausencia de factores negativos | ¿Mercados nuevamente emergentes?

Número 35 | Mayo 2017



# Prólogo

La situación política sigue siendo el gran punto de discusión en los mercados. En las últimas semanas, la inquietud de los inversores debería haberse apaciguado un poco más.

De nuevo, no se trata tanto de noticias positivas, sino, quizá, de la ausencia de una potencial perturbación.

Se ha confirmado que Francia no está a punto de rechazar el euro ni da la espalda a una posible reforma económica de carácter liberal.

La probabilidad de que la canciller Merkel permanezca en su cargo este otoño parece seguir aumentando.

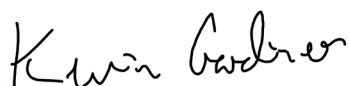
Los riesgos asociados a la nueva administración estadounidense continúan aparentando ser menos urgentes ante la “complicada” realidad de ejercer el gobierno.

Los puntos álgidos geopolíticos persisten, mientras que las inminentes elecciones en el Reino Unido se han incorporado a la agenda. No obstante, se ha reforzado nuestra convicción de que el contexto político es menos inquietante de lo temido y potencialmente menos hostil para la actividad empresarial.

Mientras tanto, el ciclo económico actual parece todavía estar vivo y con buena salud. Estados Unidos y el Reino Unido no son tan frágiles como sugieren los datos recientes del PIB, la zona euro está cobrando impulso y China continúa desafiando las predicciones de un “aterrizaje forzoso” sobrecargado de deuda.

Como hemos escrito a menudo recientemente, da la impresión de que hace tiempo que el mercado debería haber sufrido un revés. Algunos indicadores de volatilidad financiera han estado coqueteando con mínimos récord.

Sin embargo, la baja volatilidad no tiene por qué indicar complacencia por parte de los inversores, y consideramos que el clima económico puede seguir siendo benigno. Nuestra principal preocupación continúa siendo un eventual resurgimiento de la inflación, no la debilidad económica. Utilizaríamos un retroceso para construir o agregar posiciones en inversiones relacionadas con crecimiento.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

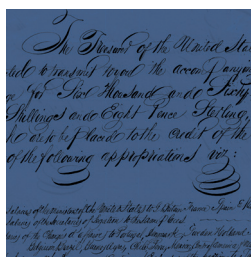


Imagen de portada:  
Primer plano: Nuestra oficina de New Court (Londres)  
Al fondo: Carta dirigida a Nathan Mayer Rothschild del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, de 21 de noviembre de 1834, sobre transacciones mercantiles de carácter general. Por cortesía de The Rothschild Archive.

© 2017 Rothschild Wealth Management  
Fecha de publicación: Mayo de 2017  
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Abril de 2017.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Ausencia de factores negativos

Suficientemente bueno por ahora

## Situación política más segura, situación económica estable

El populismo ganó en Francia después de todo, solo que no supuso la tensión de la que nos advirtieron los expertos.

No sabremos hasta que pasen semanas o meses si la liberalización de la economía francesa está realmente en la agenda. Pero si lo está, y el presidente Macron se une a una canciller Merkel que posiblemente sea reelegida este otoño en una Unión Europea (UE) con nuevas fuerzas, entonces un año que comenzó con riesgos políticos inclinados hacia la ruptura de la unidad europea puede terminar con un repunte inesperado.

El presidente Trump continúa ajustándose a la realidad. Según se informa, los Estados Unidos ya no abandonarán el TLCAN; ni tampoco México ni los contribuyentes estadounidenses parecen dispuestos a pagar el muro. Además, las negociaciones comerciales con China siguen siendo constructivas (influidas sin duda por la “política de la realidad” impuesta por la situación con Corea del Norte).

Sus planes de reducción de impuestos tienen una buena oportunidad de convertirse en ley, pero no plenamente, ni tampoco rápidamente. Un estímulo fiscal para 2018 podría no estar descontado: los mercados han estado escalando el proverbial muro de la preocupación, sin mostrarse “irracionalmente exuberantes”.

En el Reino Unido, si consideramos que el referéndum escocés de 2014 tiene implicaciones en el ámbito nacional, el electorado se enfrenta ahora a la cuarta votación de importancia en otros tantos años. Si tenemos en cuenta la votación sobre la reforma electoral en 2011 y las elecciones generales de 2010, solo en dos de los últimos ocho no se han celebrado elecciones solicitando las opiniones de los votantes.

Suena grosero hablar de fatiga electoral. El derecho al voto es de gran valor. Pero la tradición británica distingue entre democracia representativa y delegatoria, y demasiado de esta última puede ser perjudicial.

Una sátira poco recordada de 1970, *The Rise and Rise of Michael Rimmer*, retrataba cómo el país se paralizaba por completo porque un político de carácter populista consultaba a los votantes (por correo) sobre todos los asuntos. Una teoría

igualmente desconocida en la economía, El teorema de la imposibilidad de Arrow, muestra matemáticamente por qué esto podría suceder.

El tema radica en que el partido ganador en las elecciones del 8 de junio podría tener un mandato implícito de “simplemente ponerse manos a la obra”. La estabilidad política, y no una forma específica de secesión de la UE (que el gobierno británico puede no ser capaz de cumplir en cualquier caso), puede ser el resultado relevante desde el punto de vista de la inversión.

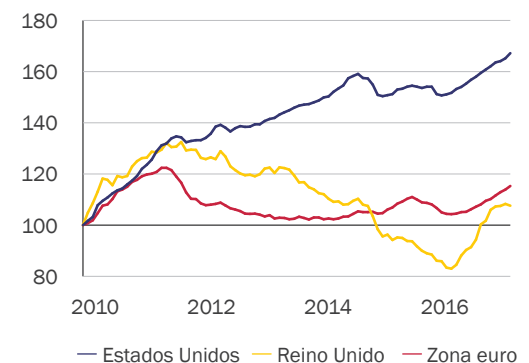
Puesto que el riesgo político se ha vuelto quizá menos abrumador, la economía mundial se ha equilibrado, con un crecimiento constante.

Eso puede no ser obvio si consideramos los decepcionantes datos del PIB de Estados Unidos y el Reino Unido, ya que pueden ser erráticos, aunque no sería la primera vez que han despistado en este ciclo. El PIB de la zona euro ha sido más fuerte y se ajusta más claramente a los datos del mercado laboral y de las encuestas que siguen siendo relativamente optimistas a ambos lados del Atlántico.

Parece como si el pico de la “reacción a la globalización” hubiera coincidido con el crecimiento del comercio mundial. Las exportaciones mundiales parecen estar repuntando desde niveles mínimos anteriores. El repunte no necesita ser dramático para que los inversores se den cuenta gradualmente de que (de nuevo) sus peores temores —aumento del

## Figura 1: Los beneficios empresariales están creciendo de nuevo

Estimaciones de consenso de beneficios en el año (índices, monedas locales)



Fuente: MSCI, Bloomberg, Rothschild & Co



proteccionismo, estancamiento de los beneficios y del nivel de vida— pueden haber sido exagerados.

Los beneficios corporativos están respondiendo como habíamos previsto que podrían hacerlo (figura 1). Europa puede registrar la mayor subida a partir de este punto gracias a la situación resultante de las recientes dificultades bancarias (en Europa continental) y del petróleo y la minería (en el Reino Unido).

La expansión de Estados Unidos entrará el próximo mes en su noveno año. Pero por el momento parece que los excesos que podrían ser premonitores de la próxima recesión continúan ausentes. En lugar de endeudarse imprudentemente, los consumidores siguen suministrando liquidez a la economía en general. La situación, por ejemplo, en la financiación de automóviles en Estados Unidos (y el Reino Unido), no parece lo suficientemente exagerada, ni lo suficientemente relacionada con los balances de los bancos, como para causar un riesgo sistémico.

Del mismo modo, la economía china —la candidata nominada por muchos expertos para el premio de “agente con más probabilidad de activar la siguiente crisis”— continúa alejada de los extremos, y se desplaza a velocidad crucero a cierta altitud.

China se enfrenta con problemas bancarios no resueltos (y al sistema bancario paralelo) y el crecimiento del crédito continúa a un ritmo intranquilizador. Pero no tiene deuda internacional neta y los responsables de este gran transatlántico en forma de país tienen más herramientas que la mayoría. Su crecimiento estructural es (solamente) una de las razones de nuestra visión positiva de la región emergente de Asia (véase artículo siguiente).

Nuestra principal preocupación sigue siendo el pensamiento colectivo de los principales bancos centrales y la amenaza a largo plazo que representa para la estabilidad de los precios. Los economistas están instándoles nuevamente a elevar sus objetivos de inflación, un experimento que —al igual que las medidas de inyección de dinero (helicopter money) propuestas— probablemente acabaría mal. La inflación, si se reactivara, seguramente resultaría mucho menos amable de lo que esperan. Pero por el momento, parece todavía estar desactivada más profundamente de lo que habríamos previsto hace uno o dos años.

### Conclusiones de inversión

De nuevo, nuestro equipo de inversión ha llevado a cabo muchas deliberaciones, pero las opiniones no han cambiado.

Como se ha señalado, una mayoría factible para un gobierno de carácter liberal en Francia y/o importantes recortes de impuestos en Estados Unidos pueden no estar descontados y podrían ofrecer más margen para los mercados. Pero

incluso sin que esto suceda, las acciones siguen siendo nuestro activo preferido.

Se requiere cautela. No se ha producido un retroceso significativo del mercado desde hace más de un año, y la expansión de Estados Unidos está madura: los relojes tácticos y cíclicos siguen avanzando. La normalización monetaria todavía podría acelerarse. Estadísticamente, los meses de verano han sido menos buenos para invertir (como en “vender en mayo...”).

Sin embargo, adoptamos una visión a largo plazo, y pensamos que el clima de inversión —crecimiento con un moderado riesgo de inflación— sigue siendo templado.

- No percibimos las acciones como problemáticamente caras. Siguen siendo el activo que más probablemente ofrezca rentabilidades que superen a la inflación. La reestructuración de las carteras en un intento de evitar un revés podría dejarnos varados 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 los bonos y el efectivo como pólizas de seguro para las carteras.
- Continuamos favoreciendo los bonos de duración relativamente baja. En las carteras en dólares estadounidenses, somos más optimistas con respecto a los bonos ligados a la inflación, y menos en relación con la renta fija privada con grado especulativo. Los gilts británicos vinculados a índices todavía están descontando una mayor inflación importada frente a lo demostrado hasta la fecha.
- Nuestra convicción regional top-down hacia las acciones sigue siendo baja, aunque las preferimos a los bonos en la mayoría de los lugares. Europa (excluyendo el Reino Unido) y Asia emergente son las regiones respecto a las que nos sentimos más optimistas y el Reino Unido respecto a la que menos. Seguimos prefiriendo una combinación de crecimiento cíclico y estructural frente a sectores más defensivos similares a los bonos.
- Un cambio positivo en Francia podría revocar nuestro escepticismo residual respecto al euro. Continuamos pensando que la libra esterlina reaccionó en exceso al resultado del referéndum, incluso si las negociaciones en torno al Brexit se complican. Con menos convicción, a un año vista, continuamos clasificando las grandes divisas de más a menos atractivas de la siguiente manera: libra esterlina, dólar, franco, yen, euro y yuan.

# ¿Mercados nuevamente emergentes?

Atractivo cíclico y estructural

Los mercados emergentes han recuperado el liderazgo a corto plazo en los mercados mundiales en el último año y parecen un lugar obvio y convincente para buscar también oportunidades de inversión a largo plazo. Los países emergentes contienen la mayor parte de la población mundial y con el tiempo contendrán la mayor parte de su economía y sus mercados de capitales, a medida que los diferenciales de liberalización y los niveles de vida converjan. Muchos gobiernos han hecho grandes mejoras en sus marcos de política fiscal y monetaria: tienen bajos niveles de deuda pública, bancos centrales cada vez más independientes y en algunos casos importantes reservas de divisas.

Los activos emergentes siguen siendo una inversión relativamente de alto riesgo. Solo un inversor valiente o temerario asumiría que las crisis (México (1994), Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (muchas), por ejemplo) y las modas (como los BRIC y las tendencias exportadoras de materias primas de la década de 2000) están confinadas al pasado. El endeudamiento del

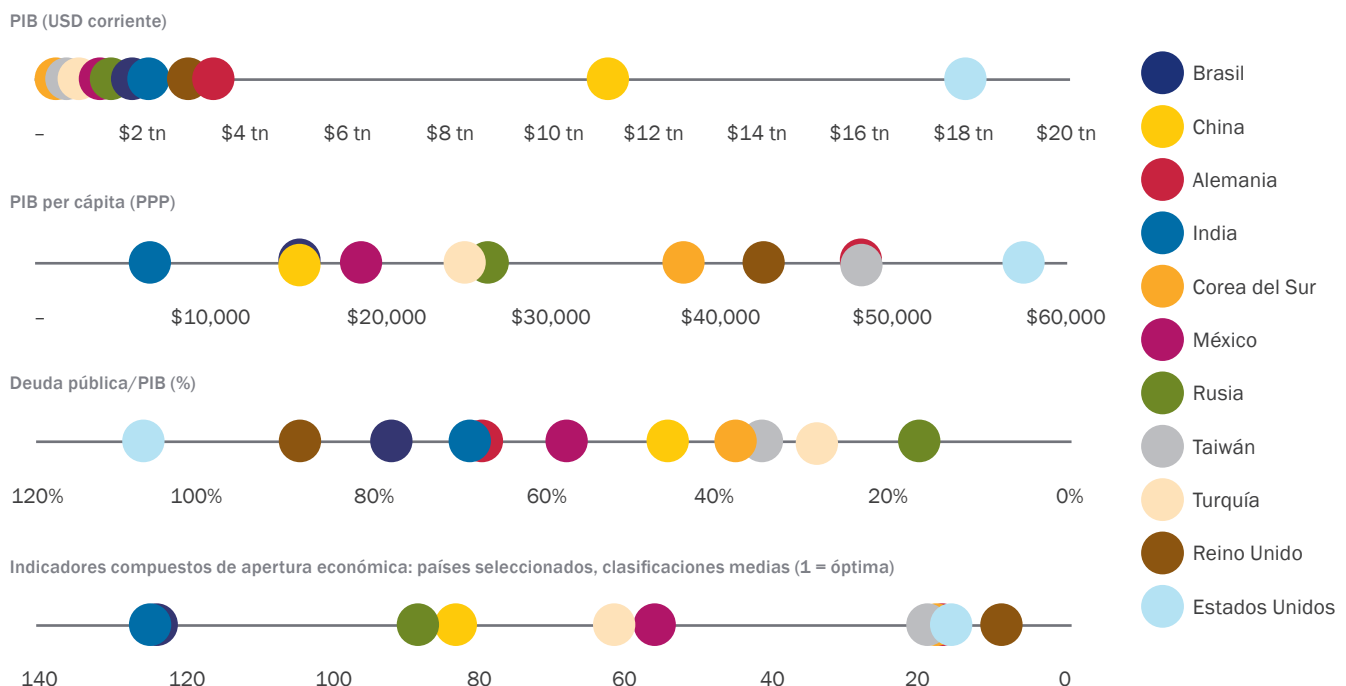
sector privado todavía puede suscitar preocupación, especialmente cuando se trata de monedas fuertes.

Pero la vulnerabilidad relativa al menos puede haberse reducido. Y ya se nos recordó en 2000 y 2007/8 que el mundo desarrollado es escasamente inmune a las tendencias y las crisis. Nuestro primordial énfasis en la preservación del patrimonio significa que es poco probable que recomendemos mantener una posición mayoritaria en activos emergentes hasta que hayan emergido de hecho de manera más completa, pero nuestros gestores de carteras están abiertos a buscar oportunidades en estas regiones en la actualidad.

## ¿Qué dice un nombre?

La inversión en los mercados emergentes se popularizó en el mundo de la inversión moderna en la década de 1980 y principios de 1990, retrotrayéndose el fondo especializado más conocido a 1989. Existen muchas clasificaciones diferentes de los mercados y las economías emergentes, pero en su nivel más simple, el

Figura 2: Mercados emergentes y desarrollados seleccionados: datos de referencia



Fuente: FMI, Banco Mundial, Heritage Foundation, BIRF, Foro Económico Mundial, Rothschild & Co

término se refiere a países que son o han sido recientemente relativamente pobres y que cuentan con potencial para recuperar terreno.

Los compiladores de índices del mercado de acciones y bonos, como MSCI, Bloomberg y JP Morgan, trabajan con definiciones basadas en reglas en función del tamaño, la liquidez, la solvencia y la accesibilidad, pero estas reglas difieren en los detalles.

Los niveles de vida de los países varían enormemente, tanto dentro como entre los distintos bloques emergentes y desarrollados, tal y como nos recuerda la figura 2. Indonesia (un exportador de materias primas que sigue siendo un país pobre), Corea del Sur (un país rico y tecnológicamente avanzado), India y China están todos en Asia, pero por lo demás tienen poco en común. El más de moda cuarteto “BRIC” está formado por Brasil, Rusia, India y China.

Ha habido sugerencias de un nuevo enfoque para clasificar el bloque de acuerdo con componentes económicos clave, pero aún no se ha adoptado una metodología consistente y es probable que esta siga siendo esquivada. Y, al acecho, apareciendo por debajo de la pantalla del radar de la mayoría de los inversores privados, se encuentran los más pequeños, más pobres, altamente ilíquidos e incluso más volátiles mercados “fronterizos”, como Nigeria y Vietnam.

### Rentabilidad histórica

Lo natural para los inversores privados en la actualidad es centrarse en las acciones emergentes (en oposición a los bonos), que representan la apuesta más directa en el crecimiento abierto que da su intuitivo encanto a la inversión en los mercados emergentes.

El progreso de los mercados bursátiles emergentes no se ha producido de forma lineal. Las modas en la inversión van y vienen, y el ritmo del desarrollo económico rara vez es uniforme.

Tomando los últimos 20 años y viendo los resultados en dólares para tener en cuenta la volatilidad adicional de las divisas emergentes, el ampliamente seguido índice MSCI de acciones emergentes ha quedado, de hecho, rezagado frente a los mercados desarrollados una media de 0,6 puntos porcentuales al año (figuras 3 a 5). Lo ha hecho además con más volatilidad y mayores bajadas (pérdidas a corto plazo).

Sin embargo, como se desprende del gráfico, se han producido largos subperíodos durante los cuales las acciones emergentes han registrado una significativa rentabilidad relativa superior, sobre todo desde finales de 1998 hasta finales de 2010, con un promedio de 5,5 puntos porcentuales al año.

**Figura 3: Rentabilidad del mercado bursátil**

Rentabilidad total, USD

	En el año	10-años anualiz.	20-años anualiz.	Volatilidad	Descenso máximo
Mercados desarrollados	8.2%	4.6%	6.5%	15%	-53.6%
Mercados emergentes	13.9%	2.8%	5.9%	24%	-61.4%

Fuente: MSCI, Bloomberg, Rothschild & Co

**Figura 4: Rentabilidades acumuladas del mercado bursátil**

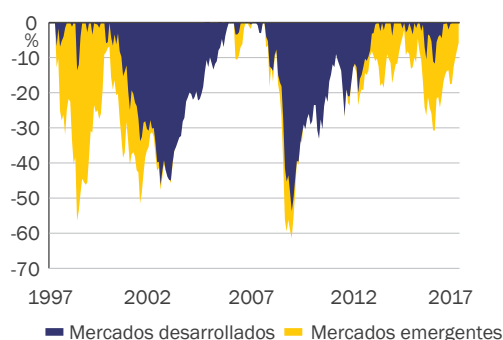
Rentabilidad total, USD



Fuente: MSCI, Bloomberg, Rothschild & Co

**Figura 5: Descensos del mercado bursátil**

Pérdidas entre puntos máximos y mínimos



Fuente: MSCI, Bloomberg, Rothschild & Co

En la actualidad, a pesar del repunte del año pasado, los mercados emergentes no parecen caros, tras registrar una rentabilidad relativa inferior entre finales de 2010 y principios de 2016. Creemos que las posibilidades de obtener una rentabilidad relativa superior a largo plazo son relativamente altas.

### **Sin garantías**

El atractivo de los mercados emergentes es su mayor crecimiento económico y de los beneficios a medida que alcanzan al mundo desarrollado. Las empresas que hacen negocios allí no se limitan a las cotizadas en los mercados locales: muchas compañías del mundo desarrollado tienen sus operaciones de más rápido crecimiento en el mundo emergente y ofrecen una manera eficaz de agregar exposición emergente a las carteras.

Un crecimiento económico más rápido no garantiza un resultado exitoso de la inversión, como se vio en las figuras 3 a 5.

En China, por ejemplo, los beneficios de las compañías cotizadas en el índice MSCI han quedado a la zaga durante más de dos décadas, lo que sorprende teniendo en cuenta el más rápido crecimiento del PIB de China, y el índice ha registrado una rentabilidad relativa inferior frente al mercado estadounidense. Pensamos que esto va a cambiar a medida que el gobierno interfiera menos en la economía, al abstenerse de decirles a las empresas dónde invertir o cómo controlar los precios de los productos.

No todas las compañías en crecimiento domiciliadas en los mercados emergentes son fácilmente accesibles para los inversores internacionales, principalmente en China e India. Los mercados onshore de China se están abriendo lentamente, pero hasta ahora han estado excluidos de los principales índices internacionales. En términos de capitalización bursátil, son tan grandes como el índice MSCI Emerging Market en total, y han tenido un rendimiento significativamente más fuerte que el mucho más pequeño componente de MSCI China (aunque con mayor volatilidad incluso).

Al igual que con el bloque desarrollado, los inversores pueden usar fondos pasivos (fondos tracker o cotizados (ETF)) para acceder a los mercados emergentes. Sin embargo, la mayor volatilidad de los mercados emergentes y el hecho de que su naturaleza sea objeto de un análisis mucho menos sustancial apuntan a más margen para que los gestores activos agreguen valor que en algunos de los mercados occidentales más grandes y técnicamente más “eficientes”.

### **Preferimos Asia**

El bloque emergente es muy diverso, pero algunas regiones —Latinoamérica, Europa Oriental (esto es, Rusia) y África— dependen excesivamente de las materias primas, tienen un crecimiento interno menos robusto y peores gobiernos. Favorecemos Asia.

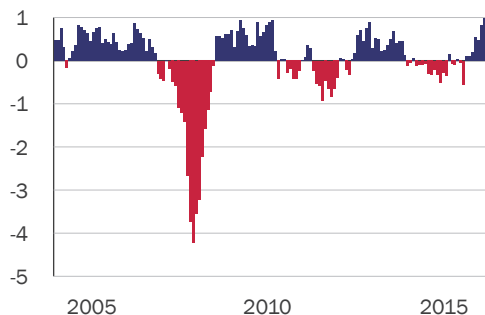
Como se ha señalado, la diversidad de Asia incluye a algunos productores de materias primas, pero esta gran región ofrece de lejos el mayor despliegue de oportunidades y tiene los gobiernos menos difíciles y las economías más fuertes. Incluye, en particular, dos de los mercados emergentes más plenamente emergidos, Corea del Sur y Taiwán, que ofrecen productos de marca de alto valor añadido y un dinamismo significativo capaz de reactivar el comercio mundial.

La subida de los tipos de interés en Estados Unidos y la fortaleza del dólar pueden perjudicar a los mercados asiáticos, y cabe mencionar que nuestro interés subyacente se enfrió en 2015/16. En la actualidad, sin embargo, creemos que pueden ofrecer rentabilidad tanto estructural como cíclicamente, sobre todo si los inversores se preocupan demasiado por las políticas proteccionistas y por un “aterrizaje forzoso” en China.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

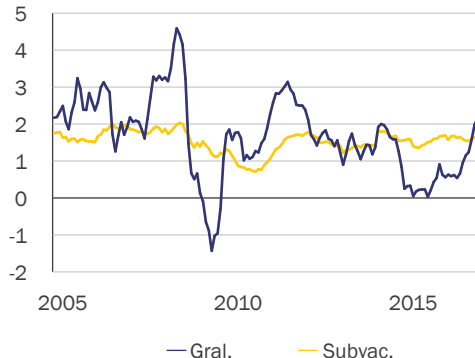
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

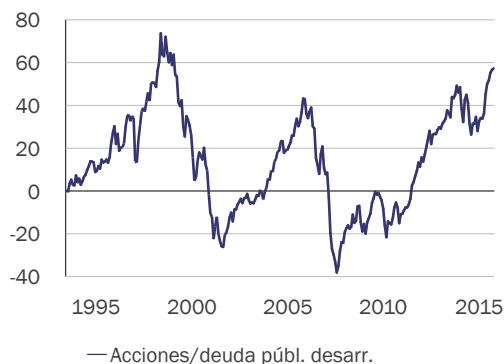
## Inflación G7

%, interanual



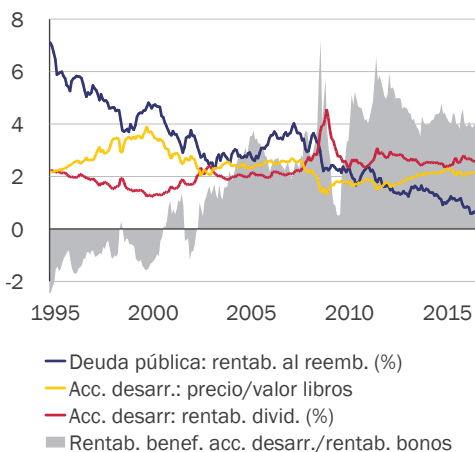
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	2.3	-1.3	10.6
Gilt RU 10a	1.1	6.3	20.2
Bund alemán 10a	0.3	2.0	13.7
Bonos gob. suizo 10a	-0.1	-0.9	8.9
Bonos gob. japonés 10a	0.0	-0.5	6.7
Crédito global: grado inversión (USD)	1.6	1.6	11.3
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.3	12.9	18.7
Emergentes (USD)	4.6	8.1	17.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	16.7	28.2
Desarroll.	2.4	16.7	29.1
Emergen.	2.4	17.1	20.8
EE.UU.	1.9	16.8	33.0
Zona euro	3.0	18.0	27.5
RU	4.0	18.5	19.4
Suiza	3.2	12.2	15.0
Japón	2.0	15.1	35.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	334	5.7	25.9
Euro (EUR)	266	-0.3	-3.1
Yen (JPY)	481	-0.1	5.2
Libra esterl. (GBP)	103	-8.2	-5.6
Franco suizo (CHF)	309	1.2	7.6
Yuan (CNY)	35	-4.4	6.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	182	-0.8	-41.3
Crudo Brent (\$/b)	51.7	7.5	-52.2
Oro (\$/onza)	1,268	0.2	-2.2
Metales indus. (1991 = 100)	227	15.6	-14.8
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	10.8	-28.9	-22.5
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	6.0	-6.9	1.8

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 30 de abril 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 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).