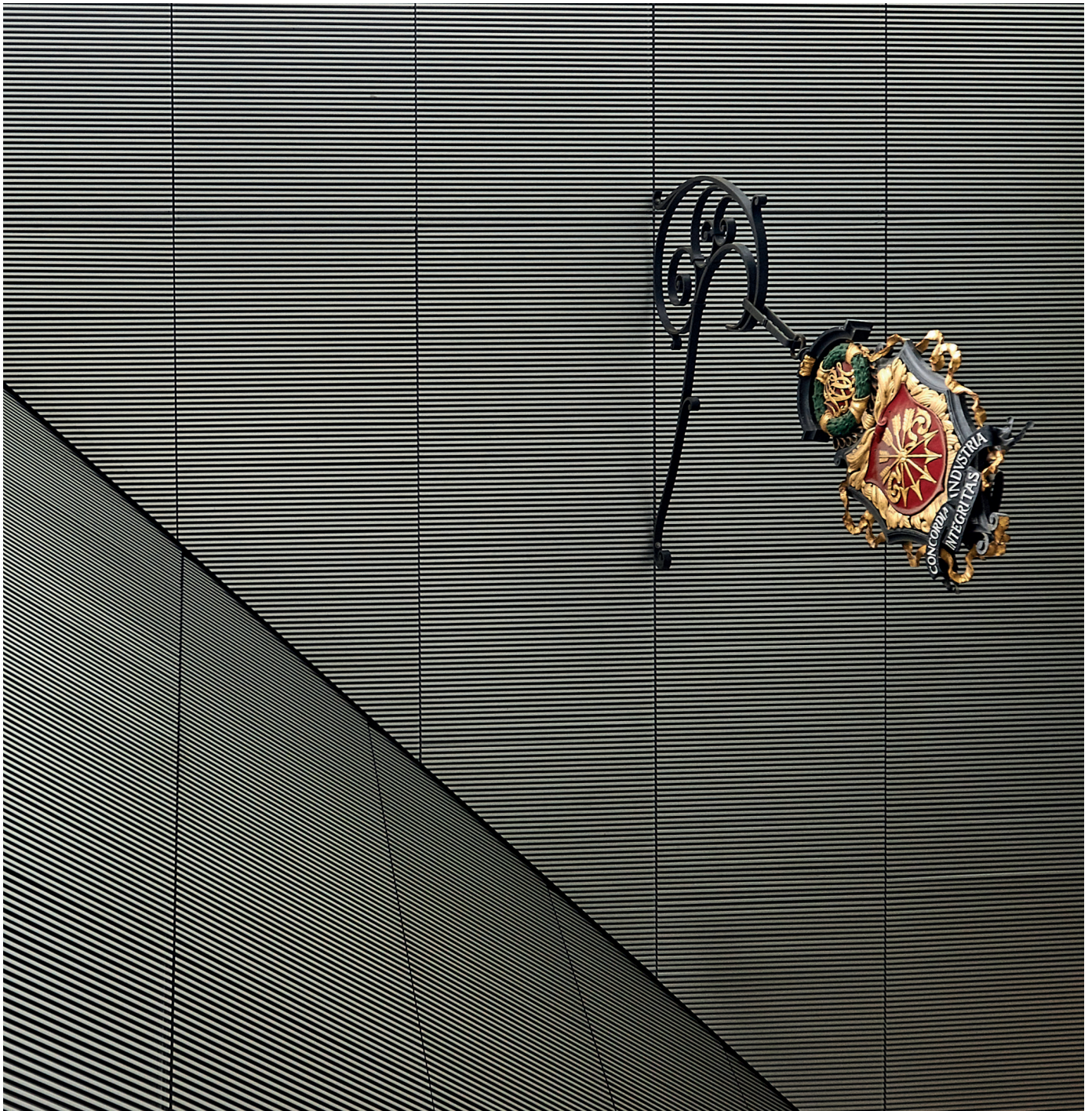


Perspectivas de mercado



El margen de subida se reduce | ¿Un Japón capitalista?

Número 40 | Diciembre 2017 / Enero 2018



Prólogo

La culpa es de Dickens, por lo que parece. Todos esos adornos navideños: las tarjetas de felicitación, el árbol y los artificialmente detallados escenarios económicos para el año próximo... Pura charlatanería.

Nosotros no hacemos esos pronósticos de Año Nuevo. El calendario no hace el futuro más predecible. Cualquier ajuste que se haga en las carteras de noviembre debe reflejar un cambio de hechos y opiniones, no de fechas. Un asesoramiento de inversiones adecuado no es solo para las Navidades.

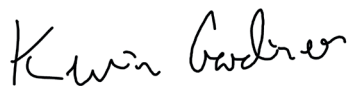
El entorno de inversión sigue perfilándose positivo, como hemos argumentado que ha sido en los últimos ocho años. Un buen crecimiento con un riesgo de inflación tan solo moderado es una situación que puede continuar durante algún tiempo, y ofrece una combinación favorable de aumento de los beneficios de explotación solo con el repunte más reducido de los tipos de interés. Ello sugiere que las acciones siguen siendo la fuente más probable de rentabilidades que superen a la inflación.

Esto, no obstante, ha de descontarse ahora al menos en parte. Incluso algunos pesimistas de siempre se han percatado de que el mundo no se ha acabado, y los principales mercados ya han subido mucho. De hecho, las valoraciones se sitúan en niveles por encima de la tendencia.

Pero lo mismo sucede con el crecimiento de los beneficios de las empresas, impulsados por esos resultados de explotación, no por la ingeniería financiera.

Si el calendario no determina nuestro asesoramiento de inversiones, el paso del tiempo ciertamente puede hacerlo. En el segundo artículo echamos un vistazo a Japón, cuya convergencia con el modelo de negocio occidental está volviéndose más difícil de ignorar.

La siguiente edición de *Market Perspective* se publicará en febrero. Deseamos a los lectores de todo el mundo un Nuevo Año lleno de paz y prosperidad.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management

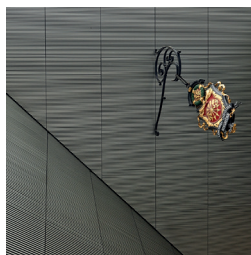


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

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

El margen de subida se reduce

Las rentabilidades reales potenciales son más reducidas, pero siguen siendo positivas

“Les ruego que acepten mi renuncia. Nunca pertenecería a un club que admitiera como socio a alguien como yo.” – Groucho Marx

Estos son tiempos difíciles para las estrategias contrarias constructivas.

Ha habido un cambio de ánimo positivo en los últimos meses. Incluso Scrooge tendría que reconocer que la economía global merece cierto crédito por su reciente comportamiento. Y si la subida del precio del bitcoin no es evidencia de una mayor inclinación al riesgo, entonces ¿qué es?

Oh, oh. Instintivamente coincidiríamos con Groucho.

Pero a veces (a menudo, de hecho) la opinión de consenso no es errónea —o al menos no lo es durante un tiempo. Y no es tan uniforme o firme todavía —véase cómo se recibió el notablemente pesimista pronóstico del reciente presupuesto británico. La Oficina de Responsabilidad Presupuestaria ha demostrado valentía al poner en riesgo su reputación y con ella la credibilidad del marco tributario del Reino Unido.

Esto todavía no da la sensación de ser «exuberancia», ya sea irracional o de otra naturaleza. Los bajistas no se han rendido. Los bancos centrales permanecen cautos, incluso con la Fed elevando los tipos. Las criptodivisas

son demasiado insignificantes todavía —¿y están demasiado desapalancadas?— para jugar el papel de hipotecas *subprime* garantizadas de este ciclo.

Así, si la combinación de buen crecimiento con inflación reducida persiste durante algún tiempo, hay margen para que crezcan los ánimos. Y al menos en el lado del crecimiento, algunos indicadores menos observados muestran que hay oportunidad de elevar más algunas previsiones.

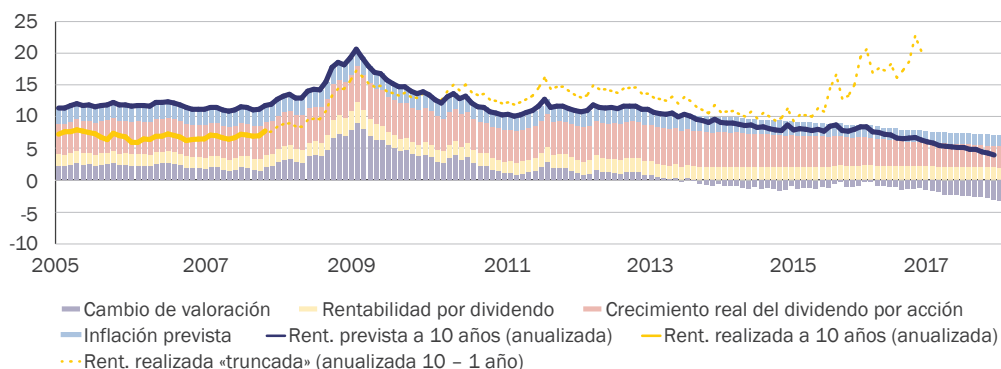
El comercio mundial, por ejemplo, está creciendo a mayor ritmo desde el repunte inmediatamente posterior a la crisis. Los beneficios de explotación de las empresas estadounidenses —antes de recompras de acciones— habrían crecido alrededor de un 15% en 2017.

El riesgo político persiste. Alemania sigue sin gobierno; y Estados Unidos probablemente desearía no tenerlo. Los electores británicos esperarían incluso estar cortos de dos; los italianos, varios. Pero repetimos: a menos que la política afecte significativamente a los tipos de interés o la rentabilidad, los mercados son capaces de ignorarla.

Por tanto, sigue siendo pronto para prever cualquier cosa que no sea el largamente esperado revés. El margen de subida, no obstante, se ha ido reduciendo.

Figura 1: Rentabilidades plausibles previstas a 10 años de las acciones estadounidenses (% anual)

Las rentabilidades probables han caído a medida que las valoraciones han subido, pero siguen superando la inflación probable



Fuente: Bloomberg, MSCI, Rothschild & Co

Nota: Los pronósticos no son un indicador fiable de rentabilidad futura. El rendimiento pasado no es un indicador fiable de rentabilidad futura. La «Rentabilidad realizada a 10 años» refleja la rentabilidad realizada real a 10 años desde ese momento en adelante, habiéndose actualizado la observación más reciente el 30 de noviembre de 2017. La «Rentabilidad realizada truncada» refleja una rentabilidad anualizada acortada de un periodo de 10 años a la rentabilidad de un año más reciente.

Los principales índices bursátiles y de bonos no están en territorio de burbuja o siquiera cerca de él, pero habiendo subido como lo han hecho, tenemos que prever cierta eventual reversión a valoraciones (más bajas), y esto mermará las rentabilidades potenciales.

Combinando (1) una normalización de las valoraciones con (2) unas previsiones plausibles de crecimiento de los dividendos y (3) un rendimiento de partida actual, nos parece que una expectativa razonable para las rentabilidades a 10 años de las acciones estadounidenses, por ejemplo, podría situarse actualmente en solo un 4% al año (antes de comisiones). No incluimos ninguna rentabilidad extra («alfa») creada por los gestores de carteras.

Esto sigue estando por delante tanto de la inflación probable como de las rentabilidades probables sobre los bonos y el efectivo, pero es la estimación más baja que hemos compilado hasta ahora utilizando este enfoque (figura 1).

Hay que reconocer que Estados Unidos es uno de los mercados más caros de renta variable.

Los mercados emergentes están más baratos, por ejemplo, y crecen más rápidamente.

Tenemos la impresión de que los riesgos están más equilibrados de lo que refleja la opinión generalizada: nuestra distribución de probabilidades tiene una cola tanto a derecha como a izquierda.

Las potenciales decepciones pueden encontrarse en todos los periódicos. Pero las potenciales sorpresas positivas incluyen: un fuerte crecimiento global y una inflación dada por el tirón de la demanda, una mejora de la distensión económica entre Estados Unidos y China con más, no menos, liberalización y unos recortes fiscales en Estados Unidos que se hagan realidad.

No obstante, es improbable que los próximos años sean tan buenos como los últimos. Pese a todas las preocupaciones cíclicas y estructurales —críticas sostenidas por parte del dinero inteligente y de columnistas sagaces— los últimos ocho años han sido casi los mejores posibles, en lo tocante a la inversión. Ahora tenemos que rebajar nuestras expectativas.

Conclusiones de inversión

Las acciones no están baratas y cierta protección frente a un revés que debería haber sucedido hace tiempo está justificada. Pero reestructurar las carteras a largo plazo más sustancialmente podría dejarnos varados si los mercados suben. Los beneficios están creciendo, el riesgo de tipos de interés es moderado y el riesgo geopolítico es manejable: las acciones siguen siendo la fuente más probable de rentabilidades que superen la inflación.

- La mayoría de los bonos de gobierno sí parecen caros: los rendimientos permanecen por debajo de las tasas de inflación probables. Seguimos prefiriendo los bonos corporativos de alta calidad (renta fija), aunque tampoco es probable que generen rentabilidades reales positivas. Consideramos en la actualidad los bonos y el efectivo como parte del seguro de las carteras.
- Continuamos decantándonos por los bonos de baja duración relativa, si bien nos hemos vuelto más neutrales en las carteras en dólares estadounidenses, donde los bonos indexados a la inflación también nos atraen en cierta medida. Pensamos que en Europa la deuda corporativa con grado especulativo (de alta rentabilidad) se ha quedado sin margen

para revalorizarse y que muestra potencial alcista cíclico en Estados Unidos.

- Preferimos las acciones a los bonos en la mayoría de las regiones, incluso en el Reino Unido (donde los grandes índices están en todo caso impulsados por las tendencias globales). Seguimos favoreciendo una combinación de crecimiento cíclico y estructural frente a sectores más defensivos similares a los bonos.
- Negociar en divisas no aporta valor de manera sistemática y nuestra convicción sigue siendo incluso más baja de lo habitual. La política monetaria favorece al dólar, pero está caro. El euro y el yen se presentan baratos, pero tienen políticas monetarias más laxas. La libra esterlina recibe apoyo tanto de la valoración —podría estar descontando demasiadas malas noticias a cuenta del Brexit— como de la política monetaria. El yuan ha estado caro con relación a la tendencia, pero el crecimiento de China ha estado apuntalándolo y liberalizar los controles de capitales podría llevar más tiempo. El franco suizo sigue caro, lo cual vuelve a ser un problema ahora que el euro se ha estabilizado. A un año seguimos colocando la libra esterlina en el puesto más alto; el dólar, el euro, el yen y ahora el yuan se situarían en el nivel medio; y ahora ponemos el franco suizo en el lugar más bajo.

¿Un Japón capitalista?

La idea popular que se tiene de Japón podría ser equivocada

“Y están ocurriendo cosas muy interesantes en Japón... Parece que el capitalismo podría estar arraigando, haciendo avances allí... Hace décadas que los recursos están disponibles. Pero los equipos directivos de las empresas a menudo se han centrado en cosas que no tienen nada que ver con la rentabilidad sobre recursos propios y nada que ver con los beneficios: el tamaño, el empleo, ya se sabe, cosas que importan, pero que no son necesariamente buenas para los inversores. Y creo que ha habido un cambio abismal.” – David Swensen, Director de Inversiones de la Universidad de Yale, noviembre de 2017.

“Los problemas de Japón radican en la **microeconomía**, en cómo la industria compite sector a sector... el gobierno desconfía de la competencia y por tanto es proclive a intervenir de formas que dañan la productividad y la prosperidad del país... las tasas de beneficios empresariales de Japón han sido crónicamente bajas desde hace largo tiempo según los estándares internacionales... las reducidas rentabilidades sobre el capital persistieron porque Japón operaba principalmente fuera de los mercados de capitales internacionales... Japón es un país que reverencia sus tradiciones (y) valora la estabilidad. Pero también es una nación que ha demostrado una extraordinaria

capacidad para transformarse cuando su bienestar está en juego.” – Michael E. Porter, Hirotaka Takeuchi, Mariko Sakakibara, “Can Japan Compete?” (¿Puede Japón competir?), 2000.

En los últimos años se ha hecho común el hablar de la «japonificación» de la economía occidental.

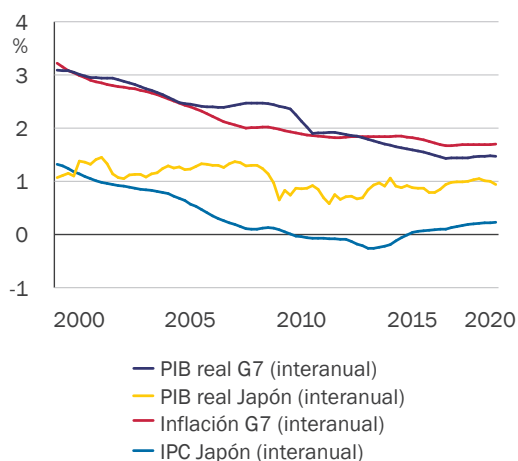
Común, pero equivocado. La probable convergencia se ha producido en la otra dirección: las empresas japonesas se han tornado más occidentales. Este proceso sigue en curso y está comenzando a ser interesante desde un punto de vista de la inversión.

Un crecimiento deslucido, deflación, una población en proceso de envejecimiento, una prolongada resaca de los excesos inmobiliarios y financieros de otra índole, impotencia fiscal y monetaria, crecientes ratios de deuda pública... Japón soportó todos estos contratiempos muchos años después del espectacular estallido de su propia burbuja en 1990.

A resultas de la crisis financiera global, mientras que Europa e incluso Estados Unidos durante un tiempo tuvieron dificultades para reactivarse, la consigna popular era que las economías occidentales estaban abocadas a seguir el mismo destino.

Figura 2: Economía japonesa

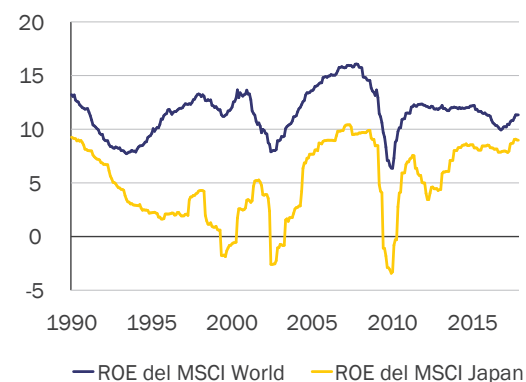
Crecimiento del PIB y de la inflación del IPC, media móvil de 5 años, % anual



Fuente: Bloomberg, FMI, Rothschild & Co

Figura 3: Japón se vuelve capitalista

Rentabilidad (rentabilidad sobre recursos propios), %



Fuente: Bloomberg, MSCI, Rothschild & Co

Ese análisis era superficial y ponía demasiado énfasis en la percepción que se tenía de los problemas y los remedios monetarios y fiscales. Estas cosas pueden ser importantes, pero principalmente en un sentido cíclico y a corto plazo, e incluso entonces no de la forma mecánica y uniformemente predecible que se había imaginado.

A menudo también era paternalista. Si los estándares de vida japoneses se han estancado últimamente, lo han hecho en unos niveles a los que gran parte del resto del mundo sigue aspirando.

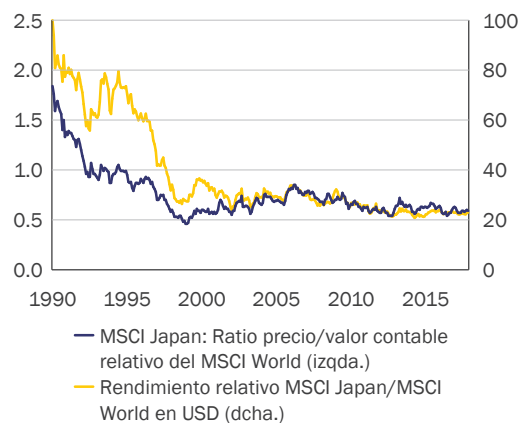
La deflación japonesa —supuestamente sensacional— es insignificante estadísticamente —una disminución anualizada de los precios al consumo del 0,6% anual entre 1998 y 2013— y no puede ser el cambio radical económico del mito popular. Y en un tiempo en que los diagnósticos de mal humor social y político son habituales, la sociedad japonesa se caracteriza por una relativa estabilidad —sobre todo después de las elecciones de octubre, que resultaron en una reelección del primer ministro, Shinzo Abe, con una victoria arrolladora— y, francamente, civismo. La tasa de desempleo se sitúa en un mínimo no visto desde después de 1994.

Sin embargo, Japón ha sentido la necesidad de hacer más. De ahí, las iniciativas de política, la «Abeconomía», lanzadas después de 2012. Las dos primeras «puntas de lanza» son la política fiscal y monetaria, e intermitentemente han causado gran entusiasmo entre los fondos macro (Japón siempre ha sido una apuesta popular, e incluso rentable, para los *hedge funds*).

Las políticas fiscales expansivas llevaron esa ratio de deuda pública bruta por encima del 200%, con escaso crecimiento extra

Figura 4: Rendimiento y valoración

Rentabilidades bursátiles relativas (índice) y ratio precio/valor contable relativo



Fuente: Bloomberg, MSCI, Rothschild & Co

para compensarla. (No se piense que nos preocupamos indebidamente por esa deuda: está alegremente en manos de inversores nacionales que están satisfechos de mover sus ahorros de activos privados a públicos. Japón sigue siendo una de las mayores naciones acreedoras, gracias a un superávit permanente de la balanza de pagos).

De forma más impactante, la política monetaria ha supuesto que el Banco de Japón haya aplicado medidas de relajación cuantitativa más agresivamente incluso que la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra. Sus compras acumuladas de 4,6 billones de dólares (equivalentes al 93% del PIB) se han ampliado con valentía a las acciones así como a los bonos, y nominalmente son abiertas, aunque los recientes comentarios y una sigilosa reducción de las compras sugieren una postura ligeramente menos laxa.

El crecimiento ahora ha repuntado, aunque la revitalización del comercio mundial y una divisa barata probablemente también tengan algo que ver con ello. Pero incluso si esto durase, el crecimiento del PIB no es lo que más importa. Como potenciales inversores a largo plazo, no aconsejaríamos comprar acciones en ningún lugar solo porque un gobierno ha estado tomando prestado mucho dinero o porque un banco central ha estado comprando bonos y acciones.

Un ingrediente clave para un inversor a largo plazo es un sector corporativo eficiente (y, con suerte, barato), que es la razón por la que la llegada de la tercera flecha de la Abeconomía, dirigida a la reforma estructural, es lo que hemos estado esperando.

Tradicionalmente, el gobierno de Japón ha jugado un papel importante en el perfilado de la economía, inicialmente (en los sesenta, setenta y ochenta) con aparente éxito. (Algunos observadores occidentales llegaron incluso a sugerir que el modelo económico de Japón tendría que copiarse en Occidente. Pero un énfasis reducido en la competitividad y la eficiencia probablemente no fue el mejor consejo que ofrecer a un mundo occidental inconscientemente preparado para acoger a una China emergente.)

Al margen de si el «modelo gubernamental» tuvo tanto éxito como era posible —Michael E. Porter, el decano de los estudios de competitividad nacional, a quien se cita más arriba, ha cuestionado eso— ciertamente ejerció una enorme influencia. Los directivos de las compañías japonesas, bajo los auspicios del antiguo Ministerio de Comercio Internacional e

Inversión, valoraban en gran medida la cuota de mercado y la estabilidad, y en menor grado una asignación eficiente de activos.

Japón ha tenido —y sigue teniendo— algunas empresas de primera línea: electrónica de consumo, equipos de transporte y bienes de capital. Pero también ha tenido algunas no competitivas, incluyendo su sector financiero, y ha desperdiciado muchos recursos (incluida gran parte de su potencial mano de obra femenina).

La mejora de la rentabilidad está obteniéndose sin ningún repunte del apalancamiento asociado, y está empezando a parecer más sostenible, y deliberada.

El mercado del control corporativo en Japón ha estado infradesarrollado: las ofertas hostiles son muy inusuales y han afrontado importantes obstáculos. Los accionistas minoritarios no siempre parecen recibir protección y la contabilidad puede ser opaca.

En general históricamente, la rentabilidad no ha sido una prioridad, y ha decepcionado. La rentabilidad sobre recursos propios, por ejemplo, en el último trimestre ha quedado rezagada respecto a la de Estados Unidos o Europa, incluso cuando se admite la más baja inflación de Japón.

Una de las razones por la que los tipos de interés parecían hacer poco por el crecimiento es probablemente que la eficiencia del capital no es un factor de primer orden en las decisiones empresariales: variar levemente los tipos de interés simplemente no influye en el proceso de toma de decisiones.

Las compañías japonesas eran más rentables en un pasado más lejano, antes de 1990 en particular. Pero eso fue una consecuencia del crecimiento bajo el modelo gubernamental, no el principal objetivo.

A los inversores se les toleraba más que se les cortejaba, y el capital era algo para utilizar más que para retribuir. En un periodo tan reciente como la primera década del siglo XXI, los accionistas fueron objeto de algunos comentarios hechos por burócratas, célebres por ser denigrantes. En el fondo de este desdén se hallaba probablemente la aversión hacia el cortoplacismo de los mercados, ya fuera percibido o real.

El deseo de crear valor para el accionista puede llevarse demasiado lejos. La inquebrantable búsqueda de rentabilidad puede ser socialmente perjudicial y contraproducente. Hace tiempo que las proclamas a favor de un capitalismo sin restricciones se han dejado a un lado calladamente en favor de una vía en el punto medio. Pero el gobierno corporativo de Japón a menudo puso los intereses de los propietarios al pie de la lista de prioridades.

Esto no tiene que ser necesariamente un error: ¿por qué no debería Japón hacer las cosas a su manera? Si el país quiere crecer más rápidamente en una economía global más integrada, no obstante, podría haber un límite para el grado en que sus empresas pueden operar de manera diferente. Y parece que ahora Japón está haciéndose capitalista de una forma más convencional.

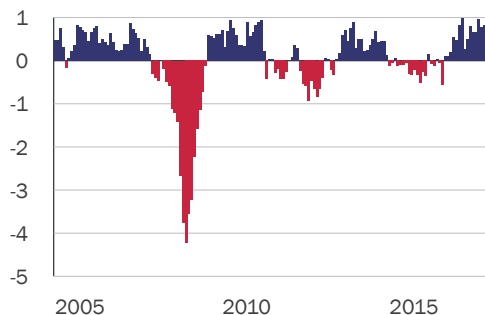
Nos convencen menos los cambios más cosméticos, como la introducción del índice bursátil «400». No obstante, la mejora de la rentabilidad está obteniéndose sin ningún repunte del apalancamiento asociado, y está empezando a parecer más sostenible —y deliberada.

En particular, ha seguido mejorando incluso sin que el yen cayera más, y tenemos una opinión más positiva de Japón, porque aunque muchas valoraciones han aumentado y convergido, el mercado sigue cotizando con descuento no solo con respecto a su propio historial, sino con relación al resto del mundo desarrollado. Los meses venideros (y no el calendario) nos dirán si la tendencia persiste.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

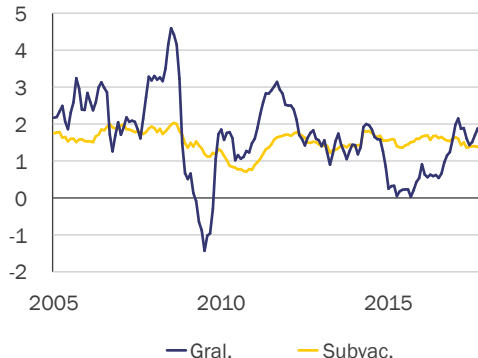
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

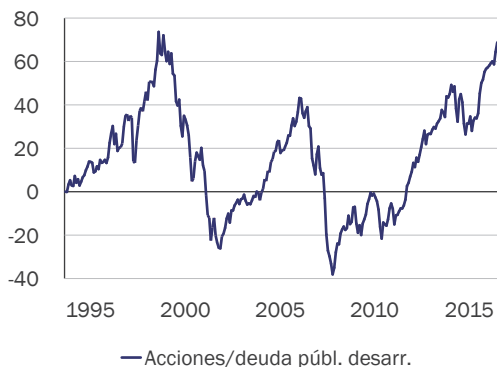
Inflación G7

%, interanual



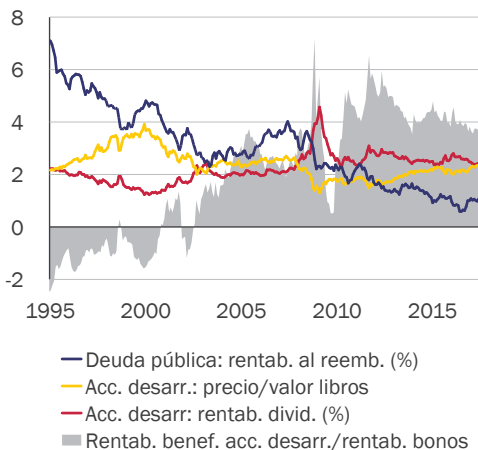
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.4	2.2	4.9
Gilt RU 10a	1.3	2.2	10.6
Bund alemán 10a	0.4	0.4	6.1
Bonos gob. suizo 10a	-0.1	0.4	5.0
Bonos gob. japonés 10a	0.0	0.3	4.2
Crédito global: grado inversión (USD)	1.6	3.1	8.5
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.3	10.0	21.7
Emergentes (USD)	4.6	9.0	16.9

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.3	21.2	29.3
Desarroll.	2.3	20.4	29.4
Emergen.	2.3	27.5	28.3
EE.UU.	1.9	22.1	33.4
Zona euro	2.9	21.5	27.2
RU	3.9	12.0	21.1
Suiza	3.1	21.4	12.2
Japón	1.9	22.1	28.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	104	-6.1	9.8
Euro (EUR)	125	6.4	3.6
Yen (JPY)	87	-3.5	11.7
Libra esterl. (GBP)	78	0.4	-8.4
Franco suizo (CHF)	152	-4.4	4.0
Yuan (CNY)	131	-1.4	-3.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	189	-0.1	-25.6
Crudo Brent (\$/b)	63.6	26.0	-9.4
Oro (\$/onza)	1,275	8.7	9.2
Metales indus. (1991 = 100)	259	12.5	-0.6
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	11.3	-15.4	-15.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	46.8	-42.2	-29.7

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 30 de Noviembre 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 Corraterie 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

North Tower
1 Raffles Quay #10-02
Singapur 048583
+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).