

Perspectivas de mercado



¿Problemas con las burbujas? | Bitcoin: ¿moda o futuro?

Número 39 | Noviembre 2017



Prólogo

Desde 2009, hemos argumentado que los analistas económicos y financieros se han mostrado demasiado pesimistas en sus consideraciones. En lugar de situaciones ampliamente diagnosticadas, como deflaciones globales de deuda, estancamientos estructurales, recaídas en Estados Unidos, implosiones del euro y crisis bancarias en China, hemos asistido en cambio a un escenario rentable de “salir del paso”.

Los mercados han avanzado mucho e incluso algunos de los pesimistas más tradicionales han acabado reconociendo que a la economía mundial no le ha ido tan mal. ¿Está ya todo el potencial reflejado en los precios? ¿Es hora de adoptar una actitud más prudente?

Pensamos que todavía no. Muchos agentes todavía se muestran profundamente escépticos. Ven burbujas en todas partes y perciben el bajo coste del seguro de cartera no como un reflejo del desequilibrio entre la oferta y la demanda de opciones, sino como un signo de complacencia de los inversores.

En esta edición de *Market Perspective*, nos adentramos en la búsqueda de burbujas y llegamos a la conclusión de que se muestran evasivas. Nos encontramos con pocos clientes satisfechos. Si el consenso es menos sombrío que en el pasado, no es garantía de un desastre inminente.

No creemos que los mercados sigan comportándose así de bien. Sin embargo, no nos preparamos para la explosión de las burbujas, sino para un retroceso o corrección menos dramático. No aconsejamos una reestructuración significativa de las carteras a largo plazo de forma anticipada.

Queda algo de “espuma” por ahí. Algunas partes de los mercados de renta fija privada y algunas importantes acciones de Estados Unidos parecen tener una valoración perfecta. Nos preocupa la disfuncionalidad en la directiva de algunas administraciones clave. Y, como analizamos en el segundo ensayo, somos profundamente escépticos ante las afirmaciones relacionadas con las criptomonedas en la actualidad. Pero hasta el momento, la angustia en sí misma ha sido quizás la burbuja más obvia.



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: Noviembre de 2017
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Octubre de 2017.
Fuentes de gráficos y cuadros:
Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

¿Problemas con las burbujas?

Creemos que las valoraciones dan luz ámbar, no roja.

“El mercado bursátil está rugiendo, lo cual tiene todo el sentido”.

Editorial, *Financial Times*, 6 de octubre

“La economía mundial está disfrutando de la mayor expansión y más rápido crecimiento desde el rebote temporal posterior a la recesión global de 2010, el Fondo Monetario Internacional afirmó [...] al emitir una serie de revisiones al alza de sus pronósticos económicos bianuales”.

Financial Times, 10 de octubre

Buscando burbujas

Los redactores del *Financial Times* y los economistas del FMI no destacan por su optimismo, por lo que cuando piensan que las cosas pintan bien, tiene que estar más bien incluido en el precio.

Otros comentaristas hablan de burbujas. Algunos, sensibilizados por la crisis financiera mundial, saben que los ciclos son innatos a la vida financiera. Para otros, es un motivo de frustración: han dejado pasar uno de los mejores períodos de inversión en la época contemporánea.

Recientemente hemos visto algunos acontecimientos importantes. Los tipos de interés nominales han marcado mínimos históricos y en algunos lugares han entrado en terreno negativo.

Así que, ante las subidas de la renta variable global y la deuda pública hasta un 220% y un 34% en monedas locales desde febrero de 2009, parece sensato analizar más de cerca las valoraciones.

Debemos recordar que las valoraciones no son una guía de los retornos a corto plazo ni tampoco sirven del todo a largo plazo. Otros temas también importan. Y los mercados siempre pueden buscar pelea en una habitación vacía.

¿Qué son las burbujas y por qué importan?

No hay una definición formal, pero sugerimos varias características clave:

- **Dinamismo y exageración:** los precios suben abrupta y considerablemente; normalmente, se multiplican por cinco o por diez.
- **Valoraciones extravagantes:** el ascenso no está respaldado por la rentabilidad ni por el flujo de caja.
- **Riesgo de pérdida drástica y permanente:** la mayoría o incluso la totalidad del capital de los inversores está en juego.

La Figura 1 muestra los perfiles típicos. No obstante, en ocasiones, se dan segundas oportunidades. Salir del índice NASDAQ en el mínimo de 2002 fue posiblemente (y a la larga) un error más costoso que comprarlo en la cima del 2000. Su reciente ascenso a nuevos máximos parece mucho menos burbujeante.

Una historia larga y colorida

Las burbujas han existido desde la propia creación de los mercados. Entre los ejemplos se incluyen las burbujas especulativas de los bulbos de tulipanes holandeses y de la Compañía de los Mares del Sur en los siglos XVII y XVIII, respectivamente.

Sería bueno pensar que nadie actualmente podría ser captado por una oferta similar a la de la Compañía de los Mares del Sur: “[...] una compañía con una iniciativa de gran beneficio, aunque nadie sepa lo que es [...]”. Sin embargo, rápidamente encontramos un lenguaje similarmente opaco en el sitio web de un *hedge fund*.

Ningún mercado es inmune. Junto a las burbujas de tulipanes y de las acciones, hemos asistido

Figura 1: Perfiles típicos de burbujas

Precios de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur y Oracle



Fuente: Bloomberg, Yale International Center for Finance, Rothschild & Co

también a burbujas en los sectores inmobiliario, de materias primas y artístico, entre otros.

Efectivo, tipos y mercados de bonos

Cuando se tiene en cuenta la inflación, los mínimos históricos actuales de los tipos de interés y de los rendimientos nominales parecen un poco menos inusuales (Figura 2).

No obstante, eso no significa que durarán. El riesgo ajustado al valor del mercado al subir los rendimientos puede ser significativo. Los precios de los bonos de duración alta podrían caer fácilmente en dos dígitos y es poco probable que la mayoría de los rendimientos al vencimiento coincidan con la inflación. Los mercados de renta fija, particularmente de más baja calificación, parecen “espumosos”.

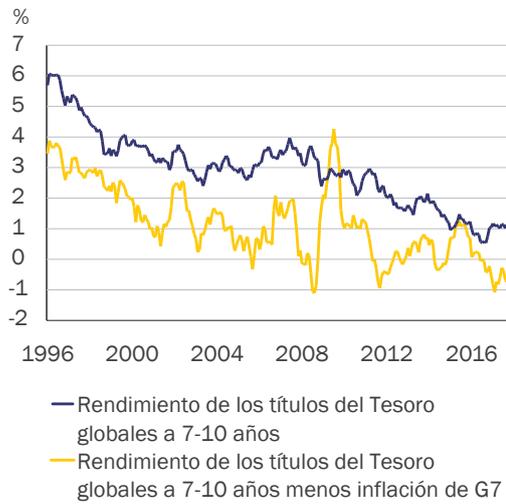
Pero la mayoría de los bonos con grado de inversión se reembolsarán al valor nominal y el impacto continuo del incumplimiento y la pérdida sobre una cesta de bonos especulativos podría ser del orden del 2 % al 3 % anual, no equiparable a las pérdidas relacionadas con las burbujas.

En este sentido quizás los balances de los bancos centrales son la burbuja real: ¿impulsó el programa de expansión monetaria cuantitativa la economía de manera insostenible o fomentó una posible avalancha de inflación?

Creemos que no. No consideramos el programa de expansión monetaria cuantitativa como un motor vinculado a través de un mecanismo de transmisión a las ruedas de la economía, sino como una barrera de seguridad en el arcén de la carretera. Evitó el desastre después de 2008, pero no es directamente responsable del crecimiento desde entonces y no genera hiperinflación necesariamente. Si esto último se

Figura 2: Rendimientos nominales y reales de los bonos del G7

Los rendimientos reales a menudo han sido negativos: los niveles actuales tienen precedentes.



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

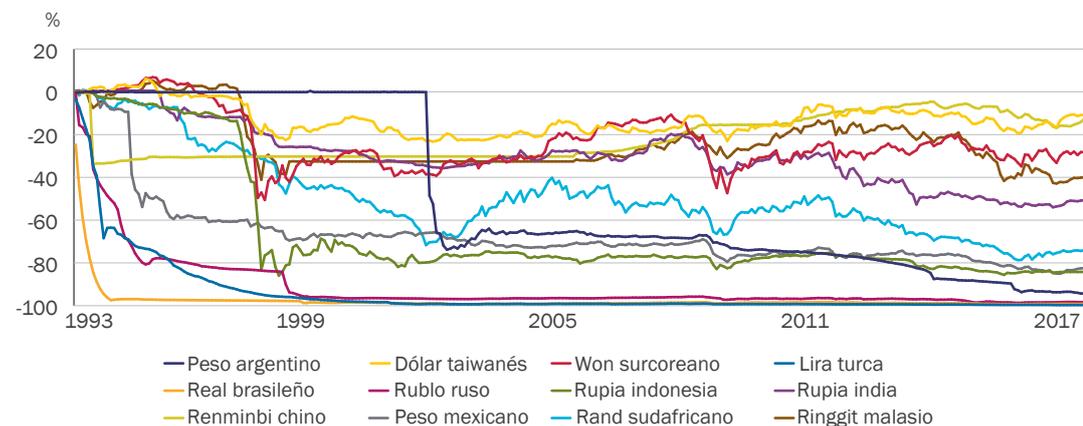
materializara, entonces el dinero en efectivo en sí mismo sería una burbuja.

Si bien los mercados monetarios convencionales no están demasiado inflados, la exageración y la valoración asociadas al bitcoin (véase el segundo ensayo) es otro asunto. Aunque, valorado en 117.000 millones de dólares estadounidenses, el mercado es pequeño en comparación.

Y, aunque no sean comunes las burbujas en las principales monedas, los mercados emergentes pueden ser diferentes. De repente las burbujas se hacen visibles cuando se agotan las reservas y los tipos de cambio se sitúan en paralelo al aumento de la inflación y/o se produce una

Figura 3: Las monedas emergentes son capaces de implosionar

Monedas seleccionadas frente al dólar, índices



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

pérdida de credibilidad en las políticas (Figura 3). Percibimos escasas grandes sobrevaloraciones en el presente, pero no estamos dispuestos a participar de la volatilidad “rutinaria” en, por ejemplo, el rand sudafricano, el real brasileño o el rublo ruso.

Los mercados bursátiles

Las acciones dominan la mayoría de las carteras de inversión a largo plazo. En cuatro ocasiones desde 1929, el S&P 500 ha reducido su cotización a la mitad o más.

No existe la medida de valoración “ideal” y analizamos todas las que podemos, aunque exceptuamos la “Q de Tobin” (que es errónea, inexacta e imprecisa, aunque, aparte de eso, está bien).

El ratio precio/beneficio (PER) ajustado según el ciclo (Figura 4) es elevado, pero su perfil reciente guarda poca relación con la Figura 1. Los ratios precio-valor contable, las rentabilidades de los dividendos y los ratios PER convencionales cuentan una historia similar.

Los modelos de flujo de caja descontados sugieren que las acciones están positivamente baratas, pero se basan en esos tipos de interés y rendimientos de los bonos insosteniblemente bajos.

Entre tanto, volvamos al meollo central

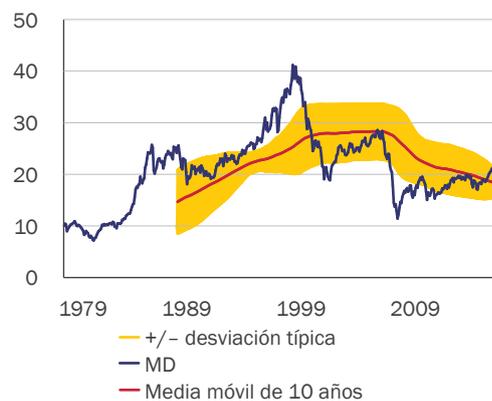
Tal como indica el FMI, la economía mundial está creciendo constantemente, de manera inusualmente sincronizada, con poca inflación. Los beneficios y la rentabilidad están aumentando, junto con el repunte más gradual en los tipos de interés.

La política sigue siendo una preocupación. Hemos argumentado que el instinto

proteccionista del presidente Trump puede ser menos dañino de lo que se temía y que incluso podría alentar a China a transigir y/o ayudar en Corea del Norte. Al mismo tiempo, cualquier recorte de impuestos representa un comodín. No vemos que Cataluña o Italia puedan provocar la ruptura del euro, ni creemos que el *brexit* signifique un desastre (aunque habríamos preferido no tener que enterarnos). El riesgo en general en el Reino Unido es más intimidante, aunque no urgente por el momento, y siempre abogamos por una gran posición en acciones internacionales en carteras radicadas en el Reino Unido.

Figura 4: Las acciones son caras, pero no extraordinariamente

Ratio PER ajustada cíclicamente, mercados desarrollados



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Conclusiones de inversión

Las acciones siguen siendo nuestro activo preferido. Aunque no hemos asistido al tan augurado retroceso y las acciones no son asequibles, los beneficios están creciendo, el riesgo de los tipos de interés es moderado y el riesgo geopolítico es manejable.

- Las acciones todavía no están alarmantemente caras y continúan siendo el activo con mayor probabilidad de ofrecer rendimientos que superen la inflación. La reestructuración de las carteras a largo plazo en un intento de evitar un revés podría dejarnos varados si los mercados suben.
- La mayoría de los activos de deuda pública 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 un seguro para 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 la deuda corporativa con grado especulativo (de alta rentabilidad) se ha quedado sin margen para revalorizarse en Europa y sin potencial alcista cíclico en Estados Unidos.
- En la mayoría de los lugares, preferimos las acciones a los bonos, 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 con divisas no aporta valor de manera sistemática y nuestra convicción acerca de los tipos de cambio sigue siendo incluso más débil de lo habitual. El dólar es la moneda con mayor respaldo cíclico, si bien su valoración es elevada. Las sorpresas más positivas siguen procediendo de la zona euro. El franco suizo sigue siendo apreciado y, dada la mayor estabilidad del euro, esto podría volver a tener importancia. La liquidación de la libra esterlina después de la subida de tipos por el Banco de Inglaterra puede ser temporal: se producirán más alzas de tipos en el futuro y creemos que se están descontando demasiadas malas noticias. El crecimiento de China y la desaceleración de la liberalización están apuntalando un yuan que es caro en relación con su tendencia. A un año vista, todavía clasificamos la libra esterlina en los niveles más altos y el yuan en los niveles más bajos.

Bitcoin: ¿moda o futuro?

Enfoque en la tecnología, no en la moneda

Un argumento de inversión poco impresionante...

Cada vez más nos piden una opinión sobre el bitcoin. Su valor ha aumentado un 640% este año y el valor de mercado es de 117.000 millones de dólares estadounidenses (aunque todavía es muy pequeño en relación con los mercados de acciones y bonos). Con casi 200 “ofertas iniciales de moneda” este año, las criptomonedas son en general un tema candente.

Todavía no recomendamos ninguna criptomoneda como inversión. Los precios podrían subir mucho más, en cuyo caso apareceremos como demasiado prudentes. Pero podrían colapsar: el perfil del bitcoin (Figura 5) se asemeja a los analizados anteriormente. Esta podría ser la burbuja del presente.

El número potencial de bitcoin es limitado, pero el número de criptomonedas claramente no lo es. No conllevan un interés —tampoco es que los depósitos bancarios lo generen actualmente, pero lo harán en algún momento— y a diferencia del oro, no son atractivamente brillantes ni inmunes al colapso social y/o al holocausto nuclear. El único atractivo que podemos ver es que los precios han subido, una razón clásica para participar en las burbujas.

...aunque una tecnología potencialmente transformadora

Pase lo que pase próximamente con los precios, la tecnología puede transformar las finanzas, y

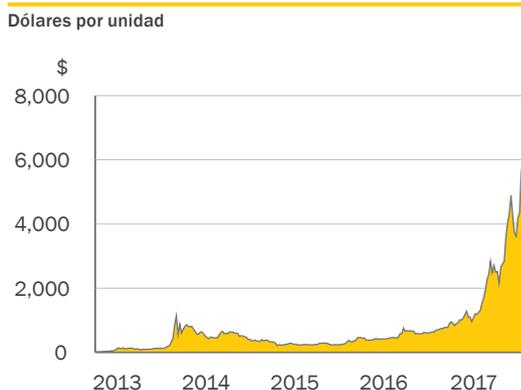
aquí el argumento de inversión se vuelve más sólido y más complicado de implementar si cabe.

El bitcoin, la primera criptomoneda, nació en 2009, en parte como respuesta a la crisis financiera mundial. Se supone que una moneda es una reserva de valor, una unidad de cuenta y un medio de transacción. Es en este último aspecto donde el bitcoin es realmente emocionante (evidentemente, aún no es un depósito estable de valor). La tecnología *blockchain* (cadena de transacciones) de libros contables difundidos que lo impulsó fue concebida como una alternativa a los gobiernos, bancos y otros intermediarios centralizados que dominan los sistemas de pagos contemporáneos. Facilita los pagos anónimos a través de Internet y establece un sistema de registro seguro y descentralizado que no requiere apoyo oficial ni vigilancia policial.

Actualmente, los bancos de compensación y otras entidades financieras mantienen un registro digital de las transacciones: los libros contables clave. La tecnología *blockchain* elimina la necesidad de estos intermediarios: un reducido número de libros contables potencialmente inseguros es reemplazado por una cantidad inconmensurable de registros descentralizados que son imposiblemente difíciles de contabilizar de forma fraudulenta (las analogías con los palos tallados destacan en la literatura promocional de las criptomonedas).

El bitcoin es una “cadena de bloques abierta”, lo que significa que cualquiera puede ver transacciones pasadas, pero también agregar nuevas transacciones. El libro mayor contable descentralizado es mantenido por una comunidad de usuarios que agrupan las transacciones en “bloques” de datos, un proceso conocido como “minería”. Cada bloque hace referencia al bloque anterior y, al hacerlo, forma una “cadena” cronológica. Sin una autoridad central para verificar las transacciones, es el número de participantes lo que hace que el sistema sea seguro. Los miembros de la red deben llegar a un consenso antes de agregar un nuevo bloque al libro mayor contable. Existen medidas de seguridad para garantizar que los bloques existentes no puedan

Figura 5: Caveat emptor: precio de bitcoin



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

manipularse de forma retroactiva. Se afirma que el sistema es inmutable.

El proceso de minería es computacionalmente intensivo y los miembros que agregan nuevos bloques a la cadena son recompensados con bitcoin. Justo cuando la búsqueda de un proceso de negociación de valores más rápido ha generado la instalación de conexiones directas de fibra a través de las entrañas de las montañas de Estados Unidos, ahora han surgido empresas para extraer bitcoin, hasta el máximo posible de 21 millones, y en algunos lugares poco habituales. En Mongolia, por ejemplo, la electricidad generada a partir de carbón barato se presta bien a la minería de bitcoin. El grado de sostenibilidad de los costes medioambientales e informáticos es discutible: una estimación sugiere que la creación de un solo bitcoin consume tanta energía como un hogar estadounidense en una semana.

Pero estos excesos obvios, y la exageración que rodea al bitcoin en sí mismo, no deberían ocultar el posible cambio radical en el registro y procesamiento de pagos.

La tecnología puede marginar a las grandes entidades financieras, reducir los costes y aumentar la velocidad de las transacciones. La verificación del pago y la transferencia del activo es simultánea; el pago y el libro contable mayor son un único y mismo proceso. Los negocios de custodia se transformarán o incluso desaparecerán.

Diversos bancos importantes están tratando de proteger sus modelos de negocio formando un consorcio *blockchain* "autorizado". Los miembros de esta red mantienen el libro contable mayor sin la necesidad de una criptomoneda, ya que no está disponible públicamente.

Por lo demás, invertir en la tecnología no es tan fácil como parece. Nadie sabe quiénes serán los proveedores ganadores de esta nueva tecnología financiera ("*fintech*"). Al igual que con otras oleadas de innovación, desde la impresión, pasando por el transporte hasta Internet, la forma más segura de invertir sería respaldar a los usuarios corporativos cuyos costes se reducirán, en vez de a los posibles productores.

¿Cómo comprar bitcoin?

Las monedas pueden comprarse en los mercados en línea o pueden obtenerse mediante "minería". Pueden almacenarse digitalmente en "billeteras" basadas en aplicaciones o en *hardware* informático dedicado.

¿El bitcoin como una inversión?

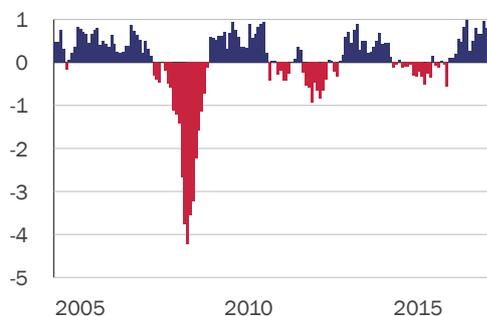
El bitcoin no ofrece pagos de intereses ni valor de uso, lo que hace que el "valor razonable" sea difícil de calcular. Su suministro fijo es una característica atractiva sólo mientras exista demanda y el rendimiento reciente pueda responder a causas especulativas. La intangibilidad digital del bitcoin limita su atractivo de refugio seguro en comparación con el oro.

El número de bitcoins es limitado, pero el número de criptomonedas claramente no lo es.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

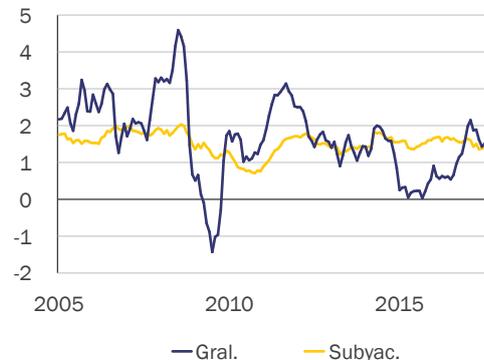
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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

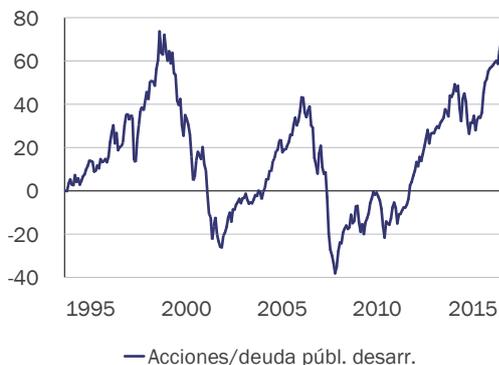
Inflación G7

%, interanual



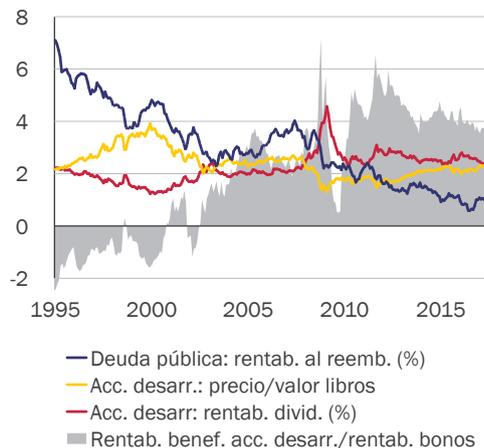
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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 | 2.4 | -1.8 | 6.8 |
| Gilt RU 10a | 1.3 | 1.1 | 13.3 |
| Bund alemán 10a | 0.4 | -0.3 | 7.4 |
| Bonos gob. suizo 10a | -0.1 | -1.9 | 6.0 |
| Bonos gob. japonés 10a | 0.1 | -0.8 | 4.3 |
| Crédito global: grado inversión (USD) | 1.6 | 1.2 | 9.4 |
| Crédito global: alta rentab. (USD) | 5.0 | 9.2 | 21.4 |
| Emergentes (USD) | 4.5 | 5.8 | 16.6 |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

| | Rentab. (%) | 1a (%) | 3a (%) |
|-----------------------|-------------|--------|--------|
| Mundial: todos países | 2.3 | 22.2 | 31.1 |
| Desarroll. | 2.4 | 21.7 | 31.0 |
| Emergen. | 2.3 | 25.7 | 30.8 |
| EE.UU. | 1.9 | 22.8 | 32.9 |
| Zona euro | 2.8 | 23.6 | 36.0 |
| RU | 3.9 | 11.8 | 27.0 |
| Suiza | 3.1 | 21.3 | 15.3 |
| Japón | 1.9 | 27.4 | 34.4 |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

| | Nivel | 1a (%) | 3a (%) |
|---------------------|-------|--------|--------|
| Dólar (USD) | 105 | -1.7 | 13.2 |
| Euro (EUR) | 123 | 4.3 | 3.2 |
| Yen (JPY) | 87 | -9.3 | 6.8 |
| Libra esterl. (GBP) | 78 | 5.2 | -10.1 |
| Franco suizo (CHF) | 152 | -4.3 | 4.8 |
| Yuan (CNY) | 132 | 1.0 | -1.0 |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

| | Nivel | 1a (%) | 3a (%) |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|
| Índice CRB Spot (1994 = 100) | 188 | 0.7 | -31.0 |
| Crudo Brent (\$/b) | 61.4 | 27.1 | -28.5 |
| Oro (\$/onza) | 1,271 | -0.5 | 8.3 |
| Metales indus. (1991 = 100) | 270 | 29.5 | 0.2 |
| Volatilidad acc. implíc. (VIX, %) | 10.2 | -40.3 | -27.4 |
| Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb) | 51 | -21.9 | -25.5 |

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 Bruselas
Bélgica
+32 2 627 77 30

Fráncfort

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

Ginebra

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

Guernsey

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

Hong Kong

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

Londres

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

Manchester

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

Milán

Via Agnello 5
20121 Milán
Italia
+39 02 7244 31

París

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

Singapur

One Raffles Quay
North Tower
Singapur 048583
Singapur
+65 6535 8311

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 71 11

Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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