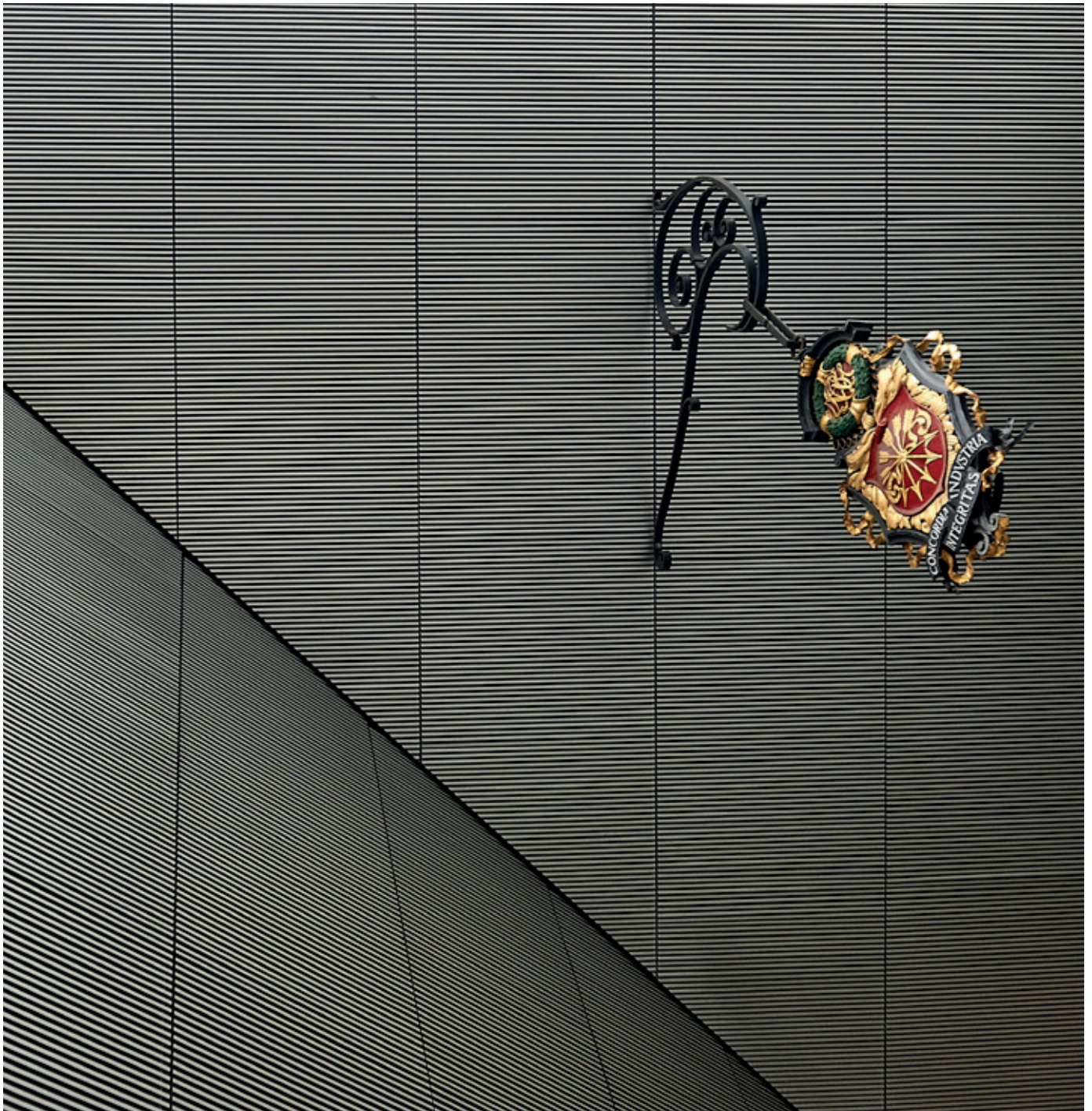


Perspectivas de mercado



Diez años después

Número 47 | Septiembre 2018



Preámbulo

El interminable verano está acabando rápidamente y volvemos al trabajo en un contexto bastante sobrio: el décimo aniversario del colapso de Lehman, la continua inquietud en torno a los aranceles entre Estados Unidos y China, las ventas masivas en los mercados emergentes o las preocupaciones geopolíticas. Todo, cuando nos encontramos ante el periodo más largo de alzas bursátiles de todos los tiempos en la renta variable estadounidense.

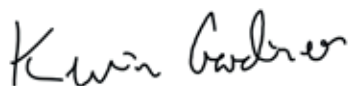
El contexto económico sigue siendo relativamente positivo: una mezcla de crecimiento continuo con inflación moderada que ofrece una rentabilidad saludable, junto con un riesgo de tipos de interés aceptable (incluso en Estados Unidos, que disfruta de pleno empleo).

La renta variable ha recorrido un largo camino, pero el fuerte crecimiento de los beneficios significa que la ratio precio/beneficio (PER) a futuro del mercado estadounidense se diferencia poco con respecto a hace tres años.

Aún puede evitarse una guerra comercial en toda regla, mientras que las ventas masivas en los mercados emergentes nos parecen controlables. El fuerte crecimiento de Estados Unidos, que está ayudando a normalizar sus tipos de interés y respaldando al dólar estadounidense, también debería impulsar las exportaciones de numerosas economías emergentes, a pesar del aumento de los aranceles.

Es posible que esas preocupaciones geopolíticas globales también sean más manejables de lo que se temía. La conversación de moda sobre la muerte de la democracia parece prematura.

En general, dejando de lado los ecos históricos y los riesgos más contemporáneos, aún consideramos que los activos relacionados con el crecimiento son la fuente más probable de rentabilidad a largo plazo que puede superar a la inflación.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management

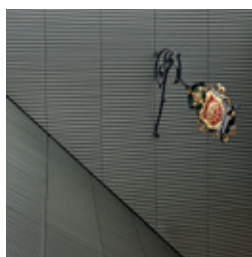


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2018 Rothschild Wealth Management
Fecha de publicación: Septiembre de 2018
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Agosto de 2018.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Diez años después

Repaso de la crisis financiera mundial, actualización cíclica, dificultades emergentes

¿Punto de inflexión económico o farsa financiera?

Hace un año, se conmemoró el décimo aniversario del rescate de Northern Rock, que marcó el inicio de la crisis financiera mundial. Este 15 de septiembre de 2018 marca el aniversario del apogeo de la crisis financiera mundial: el colapso de Lehman Brothers.

Miramos hacia el pasado con más desconcierto que enojo. La crisis financiera mundial generó un gran movimiento de introspección en busca de explicaciones globales, pero —dejando aparte el sinsentido— puede haber sido un evento menos existencial de lo que generalmente se suponía. La década siguiente ha sido ciertamente agitada (figura 1), pero colectivamente hemos “salido del paso” con éxito.

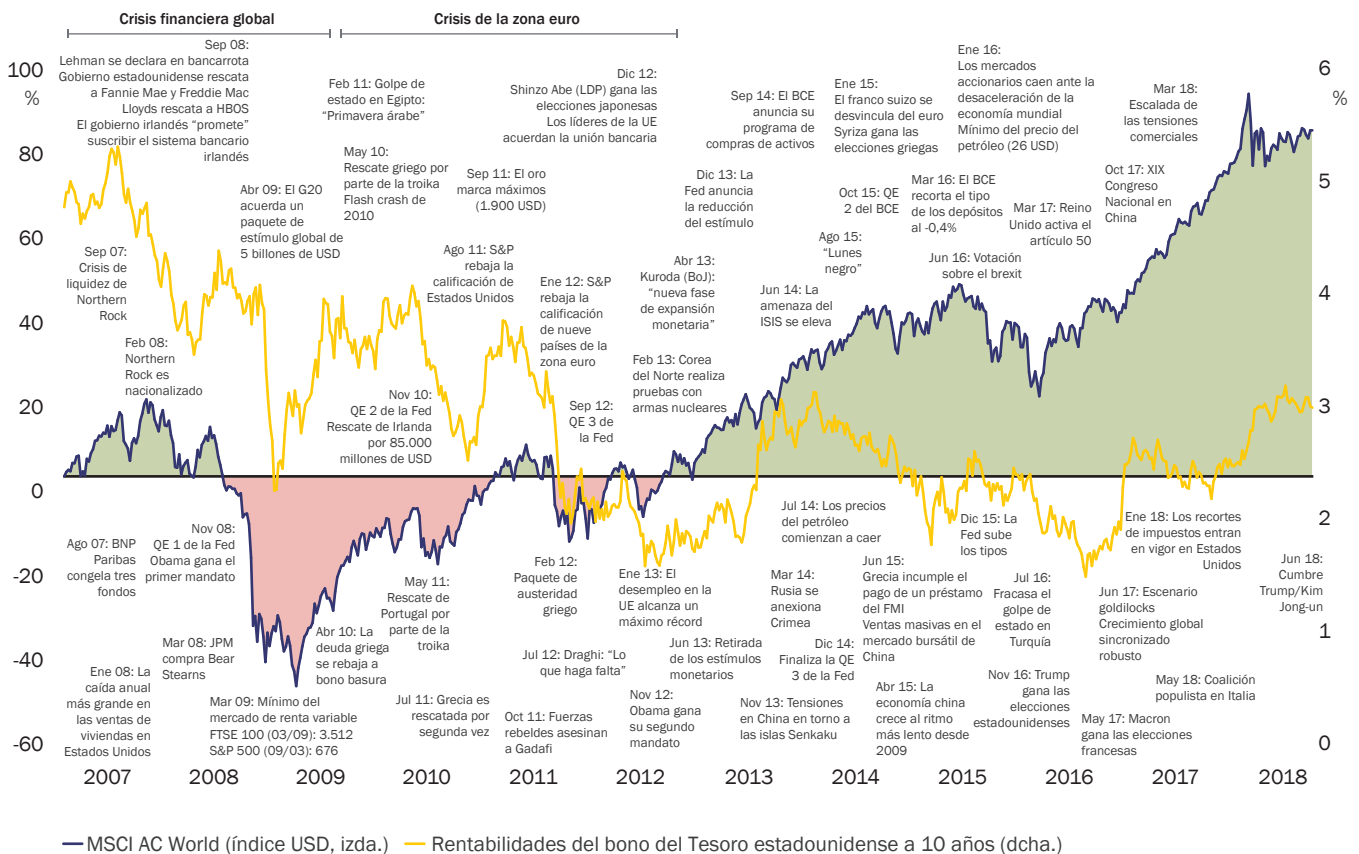
En ese momento, entendí la crisis financiera mundial como la más dramática en un contexto de “riqueza vergonzosa” para los mercados de capitales que fueron recientemente desregulados tras la crisis bursátil de 1987, la crisis asiática de 1997, el fiasco de LTCM en 1998 y la obsesión por la “nueva economía” de 1999-2000.

Fue impactante y aterrador. Los bancos se comportaron de forma imprudente y estúpida. Los organismos reguladores no actuaron como debían. Las consecuencias fueron injustas. Pero su significado puede no haber sido tan profundo como sugieren numerosas versiones tradicionales.

Ciertamente tuvo un gran impacto económico, pero, en mi opinión, no reflejó una situación económica global fallida. Y tampoco fue

Figura 1: Cronograma de inversión

Algunos eventos ocurridos desde el comienzo de la crisis financiera mundial



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

la antesala del colapso del capitalismo. El “sistema” no era insolvente, sino que de repente carecía de liquidez.

La actividad de préstamo cortoplacista, cierta ingeniería financiera compleja y la falta de comprensión global (“¿Qué está haciendo con esos swaps de incumplimiento crediticio?”) generaron eventualmente la incautación de toda la oferta monetaria mundial, es decir, se generó un “momento de Minsky”.

El fallo específico no fue ampliamente predicho, de ahí la pregunta de la reina de Inglaterra a los economistas: “¿Por qué nadie lo vio venir?”. No obstante, un evento de este tipo siempre ha sido posible (y todavía lo es).

Algunos analistas piensan que reemplazar el actual dinero “en papel” (o cada vez más digital) por el oro eliminaría el riesgo de crisis similares. En 2008, parecieron tener la oportunidad de decir: “os lo avisamos”.

Pero el dinero fiduciario y/o la banca de reserva fraccional (cuando los bancos prestan más de lo que perciben) no fueron la causa principal.

El principal impulsor de la crisis y la volatilidad es la naturaleza humana. Somos emocionales y proclives a extrapolar. Esperamos que los buenos tiempos duren para siempre y que los malos tiempos nunca lleguen a su fin. Nuestros cambios de humor colectivos e infecciosos son los que producen ciclos económicos y financieros.

La estabilidad y la previsibilidad realmente solo pueden asegurarse eliminando la espontaneidad y la subjetividad de la economía. Por desgracia, las economías planificadas funcionan aún peor.

Dado que la economía no tenía defectos fundamentales, los responsables políticos pudieron solucionar el problema inyectando liquidez al sistema. Y, después de un revés tan profundo, parecía haber opciones plausibles de que la recuperación durara.

La economía mundial ahora es un tercio más grande en términos reales (un octavo, en base per cápita) que antes de la crisis financiera mundial. El grueso de la humanidad nunca ha estado mejor alimentado, vestido y alojado. Es cierto que toda esa deuda no ha desaparecido, pero no era necesario.

La expansión de Estados Unidos ha entrado en su décimo año, el segundo periodo más largo de la historia (con el récord de todos los tiempos a solo nueve meses), y el mercado bursátil estadounidense ha registrado su racha más larga sin registrar un retroceso del 20% (“mercado bajista”).

Sin embargo, parecía poco probable que el sector financiero se recuperase del todo, y así fue. Si no puede permitirse que los bancos incurran en quiebra, tampoco puede permitírseles que sean tan rentables. Mientras tanto, el vínculo entre los bancos y la creación de dinero se ha relajado por los programas de expansión cuantitativa y la falta de demanda de préstamos. Por supuesto que esta situación podría revertirse, aunque quizá no antes de que una nueva tecnología de pagos afecte gran parte de la función sistémica de los bancos.

¿Cuál es la lección a la hora de invertir?

En primer lugar, la volatilidad y el riesgo son inevitables en las economías orientadas al mercado. Eso no hace que sean incompetentes o incapaces, aunque podríamos debatir si las recompensas y los riesgos se distribuyen de manera justa.

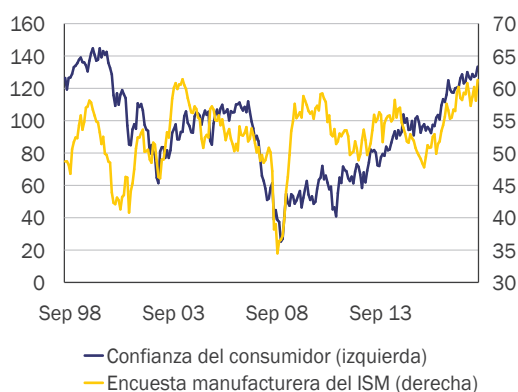
En segundo lugar, casi siempre, el crecimiento debe disfrutar del beneficio de la duda. No por lo que hacen los bancos centrales y los gobiernos, sino porque, en general, los trabajadores y los equipos directivos son cada vez mejores en lo que hacen.

Me gustaría reconocer a las pocas personas que vieron venir la crisis financiera global. (Muchos lo predecían cada año antes de que sucediera, aunque eso no es lo mismo). Incluso más reconocimiento debería darse al pequeño número de inversores que se posicionaron de nuevo cuando el mercado se hallaba en mínimos.

Los beneficios no materializados por estar fuera del mercado han sido mucho mayores que las pérdidas registradas a principios de marzo de 2009. La sabiduría popular apuntaba a un “entorno de baja rentabilidad” tras la crisis

Figura 2: Los indicadores económicos de Estados Unidos aparentan ser saludables

Confianza del consumidor estadounidense y encuesta manufacturera del ISM (índices)



Fuente: Conference Board, ISM, Datastream, Rothschild & Co

financiera global. Sin embargo, hemos asistido a uno de los mejores periodos de inversión de la historia.

El crecimiento en la zona euro y el Reino Unido parece haberse estabilizado después de la desaceleración sufrida a principios de año, aunque en niveles menos robustos que en Estados Unidos.

¿Y ahora qué?

El riesgo es inevitable y la historia se repite. Hay muchas luces intermitentes de advertencia. Los mercados emergentes y las materias primas se han desplomado (véase más abajo). ¿Nos están diciendo algo? La renta fija privada aparenta estar en demasiada buena forma. Los múltiplos del private equity son elevados. Los bonos de refugio siguen atrayendo demanda. Los tipos de interés están aumentando en Estados Unidos. Un prominente economista estadounidense acaba de decir que el estancamiento secular es un mito.

Abundan las tensiones políticas: disputas comerciales, Oriente Medio, Ucrania, brexit, presupuesto italiano, nacionalismo y una crisis de la democracia (occidental) que se percibe.

Hasta ahora, sin embargo, los indicadores cíclicos aún se encuentran en territorio saludable, mientras que las valoraciones de las acciones son poco exigentes. Creemos que la distribución de probabilidad geopolítica todavía tiene dos colas, es decir, no solo pueden suceder cosas negativas (y la política no siempre afecta a la economía).

Analizamos a continuación la inquietud relativa a los mercados emergentes. Para el mundo desarrollado, la combinación de crecimiento continuo y riesgo de inflación moderado que ha caracterizado este ciclo hasta ahora parece continuar por el momento.

La confianza de los consumidores y del sector manufacturero en Estados Unidos ha alcanzado nuevos máximos de ciclo (figura 2). Los consumidores tienen más ingresos disponibles de lo que hubiéramos previsto: su gasto en el ciclo actual ha sido notablemente responsable y todavía tienen mucho margen de maniobra.

Incluso con el reciente dato semanal de solicitudes de subsidio por desempleo, como proporción de la fuerza de trabajo, en mínimos

históricos, la inflación de los salarios y los precios en Estados Unidos están aumentando a un ritmo glacial a pesar de los aranceles.

Por otra parte, el crecimiento en la zona euro y el Reino Unido parece haberse estabilizado después de la desaceleración sufrida a principios de año, aunque en niveles menos robustos que en Estados Unidos.

Los datos de China han sido más desiguales y las autoridades han estado flexibilizando las políticas preventivamente. Sin embargo, los aranceles estadounidenses aún no se han hecho sentir significativamente y el retorno a la realidad de la economía china todavía se percibe como el más suave de los aterrizajes suaves.

Recordemos que el crecimiento saludable, junto con escasa inflación, no es solo de interés académico: en términos prácticos de cartera, sugiere una combinación de rentabilidad respetable con solo una normalización muy gradual de los tipos de interés.

Los beneficios operativos por acción de las empresas estadounidenses crecieron un 23% en el primer semestre de 2018. No todo se reduce a los recortes fiscales: los ingresos y los márgenes también crecieron. Las recompras de acciones jugaron solo un pequeño papel secundario.

Los beneficios no crecerán a este ritmo por mucho tiempo. Los recortes fiscales no son reversibles, pero tampoco son repetibles, y el crecimiento debe disminuir drásticamente solo por este motivo. Los salarios pueden comenzar a afectar a los márgenes.

Una gran desaceleración en el crecimiento de los beneficios puede causar turbulencias en los mercados y rotaciones de sector, especialmente, en un momento en que los tipos de interés están aumentando, aunque gradualmente, en Estados Unidos.

La Reserva Federal está dispuesta a subir los tipos de interés por octava vez. Somos escépticos ante la opinión de que se detendrá a partir de este momento (y, a pesar de los recientes comentarios sobre interferencias ejecutivas, creemos que será la Reserva Federal, no el presidente Trump, quien decida).

Por ahora, sin embargo, los inversores continúan asimilando el nivel en el que probablemente se producirá la desaceleración de los beneficios. Las expectativas de beneficios aún están al alza y sitúan al índice S&P 500 con una ratio precio/beneficio (PER) a futuro de 17 veces, la misma que a mediados de 2015, cuando el mercado bursátil estadounidense se encontraba casi un tercio por debajo.

Los otros grandes mercados bursátiles no están respaldados por un crecimiento y una rentabilidad tan fuertes, pero cotizan en niveles bastante menores.

Como se señaló, seguimos pensando que la situación geopolítica es menos unilateral de lo que muchos temen. En el caso del comercio, hemos observado aquí a menudo que China, no Estados Unidos, es la gran economía menos abierta. Ya sea esta la causa principal del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos (lo dudamos seriamente), el presidente Trump tiene parte de razón cuando afirma que el campo de juego no está equilibrado.

China sigue su propia agenda. Sin embargo, desde Deng Xiaoping, su agenda económica ha sido al menos más liberal. Si Trump hubiera tenido paciencia... Pero, tal como está la situación, la respuesta de China al incremento de los aranceles de Estados Unidos puede seguir siendo moderada.

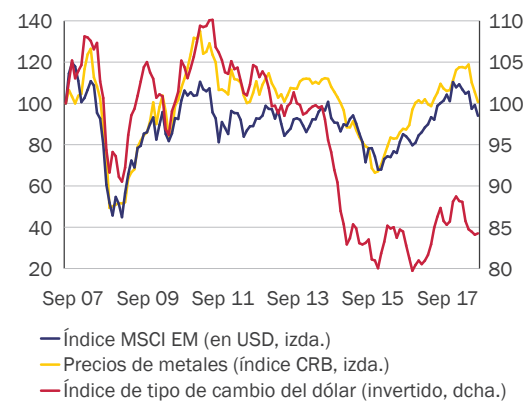
El nuevo gobierno italiano está causando controversia de nuevo, pero dudamos que los riesgos fiscales sean tan graves como muchos temen: la retórica electoral ya está diluida y pocos gobiernos italianos duran lo suficiente como para implementar sus promesas electorales. No consideramos que la salida de Italia de la Unión Europea sea una perspectiva realista.

Tampoco consideramos que ni siquiera un brexit duro —según los informes parece cada más probable, aunque nos preguntamos cómo alguien puede saberlo— supondría un punto de inflexión para la economía británica.

Preferiríamos no averiguarlo, por supuesto. Pero el Reino Unido cuenta con una población en crecimiento, mercados liberales, varios

Figura 3: Mercados bursátiles emergentes, precios de las materias primas y dólar estadounidense

Índice MSCI, precios al contado de metales (en USD) y dólar



Fuente: MSCI, CRB, Datastream, Rothschild & Co

clústeres competitivos a escala mundial y una moneda barata. Muchas carteras basadas en la libra esterlina se verán favorecidas por sus posiciones en empresas extranjeras y multinacionales.

¿Democracia en declive?

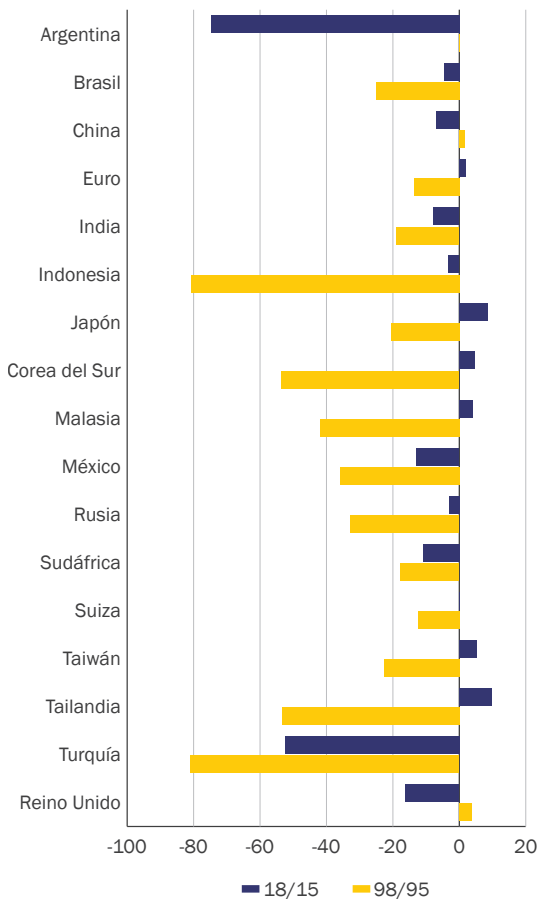
Una preocupación geopolítica más general ha cobrado impulso en los últimos tiempos: la posible crisis de la democracia (occidental). Si fuera cierto, esta percepción tendría implicaciones de inversión limitadas, aparte de las obvias consecuencias políticas profundas. Pero el análisis es superficial.

No se ha debatido lo suficiente sobre lo que se entiende por democracia, lo que se puede lograr de manera realista o las limitaciones prácticas y lógicas que cualquier mecanismo de elección social debe enfrentar.

Por ejemplo, un sistema económico relativamente antiliberal en el que la gente apenas vota podría seguir siendo legítimo. Además, el vínculo entre la democracia y la

Figura 4: Movimientos de algunas monedas frente al dólar estadounidense

Declive acumulativo de tres años: actual y 1998 (%)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

Figura 5: Riesgo emergente estilizado: economía

Economías seleccionadas: diversificación y posiciones de balanza de pagos

	Déficit por cuenta corriente		Superávit por cuenta corriente	
Exportador de materias primas	Brasil Sudáfrica Ucrania Chile	Indonesia Colombia Perú Argentina	Arabia Saudí EAU Catar Nigeria Irak	Rusia Kuwait Venezuela Irán
Exportador de productos manufacturados	Turquía India Egipto Rumanía Eslovaquia	México Polonia Pakistán Bangladés	China Corea del Sur Malasia Vietnam Hungría	Taiwán Singapur Filipinas Tailandia Eslovenia

Fuente: Investec, Bloomberg, Rothschild & Co

prosperidad podría ser más tenue de lo que pensamos: la causa y el efecto pueden ir en la dirección opuesta a la supuesta.

Nada de esto significa que el populismo o el nacionalismo sean algo bueno o que la libertad de expresión pueda ser algo malo. Pero estas son cuestiones de opinión, no de análisis, y la moda actual es disfrazar la opinión como si se tratara de un análisis.

El supuesto declive de la democracia podría ser otro elemento de la larga lista de cosas a la que supuestamente los inversores deben prestar atención.

Dificultades emergentes

Los mercados emergentes son particularmente propensos a las modas pasajeras. La venta masiva de este verano es la tercera desde 2010. El riesgo de contagio es siempre real, pero por ahora creemos que es probable que esta liquidación, como las otras dos, se establezca sin causar un daño permanente a las carteras globales diversificadas.

Las ventas masivas tienen causas específicas y generales.

La gobernabilidad está siendo cuestionada en algunos casos de primer nivel; las altas tasas de inflación y los déficits por cuenta corriente de repente han parecido mucho menos sostenibles, y los proveedores estadounidenses —sobre todo los chinos— se han visto afectados por los temores de la guerra comercial.

En términos más generales, la apreciación del dólar estadounidense y el aumento de los tipos de interés y la debilidad de los precios reales de las materias primas han sido una potente combinación negativa (figura 3). Los costes del servicio de la deuda perjudican a los prestatarios

recientes en dólares estadounidenses, mientras que el abaratamiento de las materias primas afecta a los productores y pone el foco en la desaceleración continua en China.

Para ser claros: favorecemos la inversión en los mercados emergentes y estamos particularmente interesados en los factores positivos a largo plazo de la región asiática diversificada y estructuralmente robusta.

Parece poco probable que el endeudamiento reciente en dólares estadounidenses, el aumento de los tipos de interés en dólares estadounidenses y la caída de algunos tipos de cambio locales hayan sido lo suficientemente importantes como para tener un impacto significativo en la región (en contraste con los movimientos observados en la crisis de 1997/98, como puede verse en la figura 4). Los principales indicadores económicos locales, si acaso, se han recuperado en relación con el resto del mundo recientemente.

Mientras tanto, el fuerte crecimiento de Estados Unidos, que está presionando al alza los tipos, también está ofreciendo más oportunidades para muchos de los que exportan a ese país, a pesar del incremento de los aranceles.

La mayoría de los mercados emergentes asiáticos tienen economías diversificadas y superávits por cuenta corriente (figura 5). No obstante, incluso los mercados emergentes asiáticos con mejor evolución siguen siendo propuestas de inversión con mucho más riesgo que, por ejemplo, los principales mercados bursátiles de América del Norte y Europa. Sabemos que los mercados y las monedas podrían caer más fácilmente en el primer caso. Sin embargo, bajarse del tren podría dejarnos varados si este abandona inesperadamente la estación.

Dicho esto, tenemos poco interés en ejercer de “cazadores de gangas” a largo plazo en Argentina y Venezuela (técnicamente, mercados frontera, no mercados emergentes),

Brasil, Rusia, Sudáfrica o Turquía. El riesgo idiosincrático en esos países sigue siendo elevado y la diversificación permanece en niveles bajos.

Conclusiones de inversión

Nuestros gestores de carteras mantienen cierta protección ante la aparición de volatilidad en los mercados bursátiles. No obstante, seguimos pensando que el clima de inversión es favorable y que las valoraciones bursátiles son elevadas, pero no prohibitivas: una reestructuración más defensiva de la cartera podría dejarnos varados si los mercados repuntan. Los recortes fiscales y el crecimiento en Estados Unidos han restituido cierto margen, el riesgo de tipos de interés sigue siendo moderado y los riesgos geopolíticos pueden ser manejables. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.

- La mayoría de las rentabilidades de la deuda pública permanece firmemente por debajo de las tasas de inflación probables. También parece improbable que los bonos corporativos de alta calidad ofrezcan rentabilidades reales positivas, pero, en esta fase del ciclo económico, seguimos prefiriéndolos a la deuda pública (aunque el margen para obtener rentabilidad relativa positiva de nuevo está cayendo, particularmente en la zona euro, donde las compras del BCE cesarán pronto y las preocupaciones crediticias sobre Italia y Turquía representan un riesgo limitado para los bancos). En general, ahora consideramos los bonos y el efectivo como un seguro para las carteras.
- En la zona euro y el Reino Unido, seguimos favoreciendo los bonos de duración relativamente baja. En Estados Unidos, somos más neutrales y vemos cierto atractivo en los bonos indexados a la inflación. La renta fija privada de grado especulativo sigue teniendo algún respaldo cíclico y de la política monetaria, pero ha perdido el margen de maniobra a largo plazo: después de impagos y pérdidas probables, las rentabilidades podrían tener dificultades para igualar a la inflación. Continuamos evitando los bonos de mercados emergentes volátiles.

- Seguimos prefiriendo las acciones frente a los bonos en la mayoría de las regiones, incluso en el Reino Unido (donde los principales índices están en todo caso impulsados por las tendencias globales). Nuestras convicciones regionales son bajas, aunque, en nuestra opinión, el atractivo estructural de las economías emergentes de Asia permanece intacto, a pesar de la reciente tensión comercial y la volatilidad. Seguimos favoreciendo una combinación de crecimiento cíclico y secular sobre sectores más defensivos similares a los bonos.
- La negociación en divisas no aporta valor de manera sistemática y actualmente existen pocos desajustes obvios entre las principales monedas. El dinamismo cíclico ha retrocedido en Estados Unidos y el carry de los tipos de interés es el más amplio desde hace muchos años; no obstante, el dólar estadounidense, aunque firme, se han mantenido en un rango determinado. La libra esterlina se ha visto socavada por las tensiones actuales sobre el brexit, pero la combinación de políticas nacionales ha cambiado a su favor y es competitiva. Con respecto al euro, los tipos de interés más elevados quedan lejos todavía, los datos económicos locales son más flojos y existen riesgos de crédito específicos, tal como se ha indicado. No obstante, somos escépticos ante el escenario de desastre y, además, es asequible. La política monetaria de China está relajándose de forma preventiva y el yuan ha retrocedido en línea con la tendencia, aunque, sobre una base de paridad del poder adquisitivo (PPA) a largo plazo, mostró una elevada competitividad en un primer momento y aún más en la actualidad. El yen está barato, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. Seguimos destacando solamente el franco suizo entre las grandes monedas. Dudamos que su encanto renovado como activo refugio sea atractivo por mucho tiempo. Sigue siendo caro y esperamos que finalmente retome su tendencia a la baja.

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).