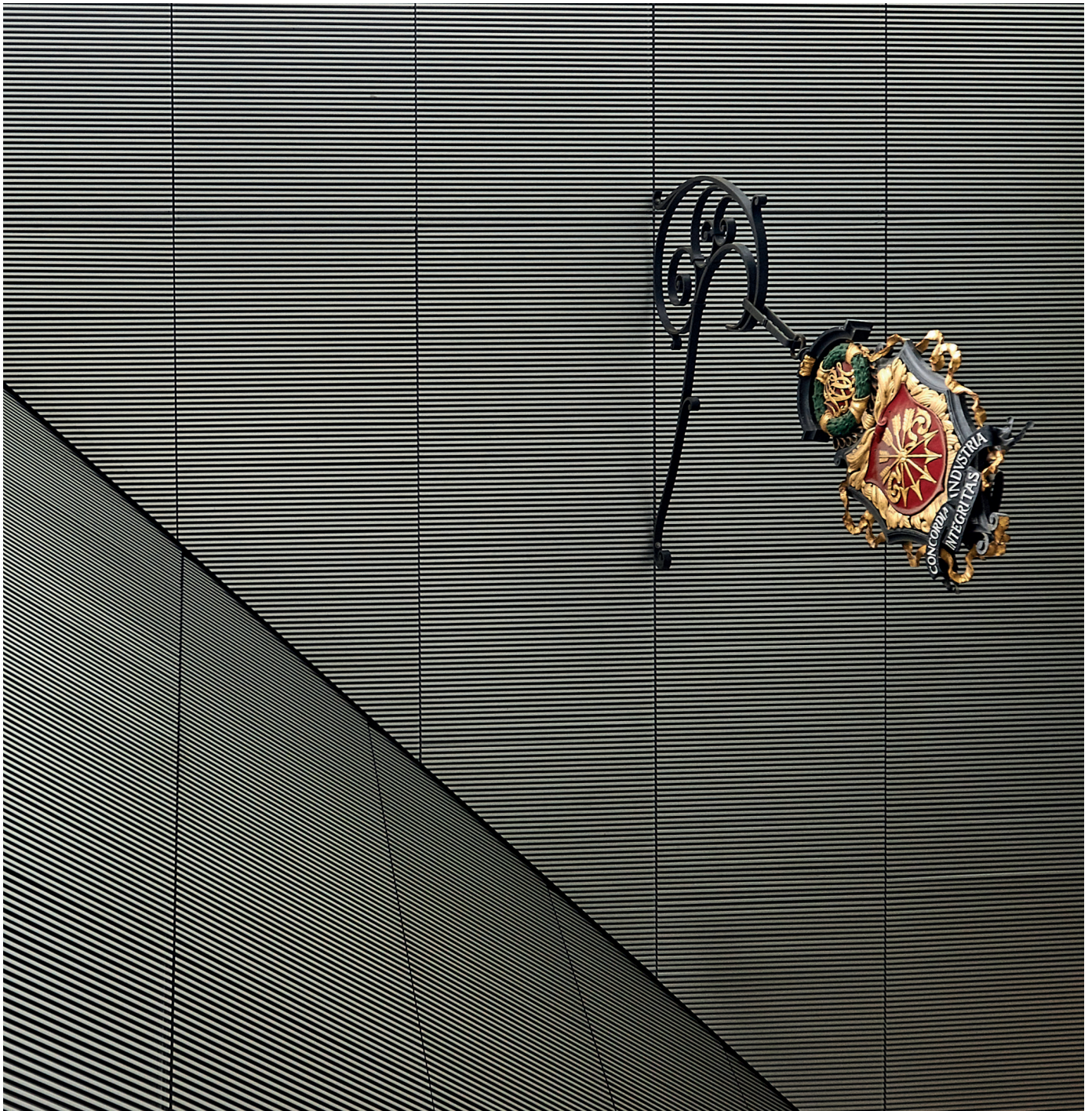


# Perspectivas de mercado



¿Enfriamiento a la vista? | Ya va siendo hora

Número 42 | Marzo 2018



# Prólogo

El mercado de valores no es una persona. No entra en pánico, festeja o se detiene para tomar aire, aunque con frecuencia hablamos como si lo hiciera. Tampoco es un animal. Los mercados alcistas («bull» en inglés, «toro») y bajistas («bear», en inglés, «oso») no son más fáciles de analizar que cuando trazan un movimiento lateral.

Los precios pueden variar sin que se produzcan operaciones y viceversa. Los movimientos a corto plazo pueden ser aleatorios y carecer de sentido. De modo que no debemos analizarlos en exceso.

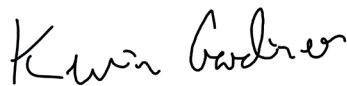
Pensamos que el repentino (aunque no sorprendente) revés de febrero se debió en parte a un replanteamiento de la inflación y los tipos de interés (ver el primer artículo).

Sospechamos que las operaciones automatizadas y las relacionadas con la volatilidad jugaron un papel importante. Sabíamos que había beneficios que tomar (¿cuántas veces hemos escrito aquí sobre un «revés que debería haberse producido hace tiempo»?).

Pero no podemos estar seguros. Lo que significa que tampoco podemos estar seguros de que haya tocado su fin, y de que no haya todavía fallas más profundas esperando que las descubramos.

Pensamos que el clima de inversión sigue siendo favorable. Los beneficios de las empresas están creciendo, y el riesgo de tipos de interés —incluso después de ese replanteamiento— sigue siendo relativamente moderado.

Los activos de riesgo con frecuencia evolucionan bien, pese al riesgo que entrañan, no a causa del mismo. Creemos que las acciones pueden seguir superando a la inflación con una visión a largo plazo desde este momento, pero estamos un poco nerviosos. Siempre lo estamos.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild Wealth Management

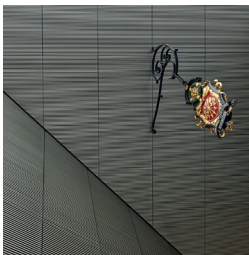


Imagen de portada:  
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2018 Rothschild Wealth Management  
Fecha de publicación: Marzo de 2018  
Valores: todos los datos a fecha de 28 de Febrero de 2018.  
Fuentes de gráficos y cuadros:  
Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# ¿Enfriamiento a la vista?

¿El crecimiento se enfría y la política se caldea?

El crecimiento puede que esté alcanzando su punto máximo, pero es improbable que se desplome. La agenda política acaba de suavizarse.

## Pocos excesos cíclicos

Algunos indicadores han estado elevados en términos históricos, y no sería plausible esperar que subieran mucho más. Los datos de encuestas, que son más subjetivos, habían sido más favorables que las cifras objetivas como el PIB.

La imagen de la página 6 no es alarmante. Y al menos sugiere que el riesgo de inflación no está saliéndose de control.

Dado que los mercados laborales en Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania y Japón se presentan rígidos, los pronósticos han estado inclinándose hacia la inflación. Una política monetaria demasiado laxa ha sido nuestra mayor inquietud.

Pero una cosa es pensar que los bonos no están descontando suficiente inflación y riesgo de tipos de interés, y otra desesperarse por un desastre hiperinflacionista. Los últimos datos salariales estadounidenses simplemente han restituido una tendencia de aumento suave (figura 1).

Por otro lado, los hogares estadounidenses siguen actuando de forma notablemente responsable en el noveno año de la expansión económica. No están tomando dinero prestado de forma imprudente: de hecho, siguen inyectando liquidez en la economía.

Ni tampoco nos preocupan los «déficits gemelos»: los saldos de pagos y déficits presupuestarios de Estados Unidos (y el Reino Unido). Son hechos de la vida económica moderna, y combinados han sido mucho mayores en tiempos pasados (figura 2).

Los saldos privado, gubernamental y externo están ligados aritméticamente. El superávit de los hogares estadounidenses (las empresas están más o menos en equilibrio) se refleja en que el déficit de los pagos es menor que el déficit público.

El superávit privado de Estados Unidos es más tranquilizador que preocupantes son los déficits gemelos. Esperamos sin duda que los rendimientos de los bonos suban, pero no primordialmente por la necesidad de capital que tiene Estados Unidos. (El flujo de efectivo del sector privado es menor que en el Reino Unido, pero no de manera alarmante, y sus déficits gemelos han estado disminuyendo últimamente).

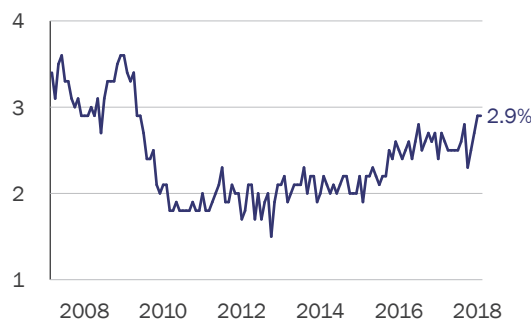
## Se ha hecho el silencio en todas partes

Por otro lado, al haber pasado las elecciones italianas a segundo plano (al menos de momento), y al haber optado el SPD alemán por una coalición con la canciller, Ángela Merkel, de repente el calendario electoral parece vacío comparado con los dos últimos años.

Sin ánimo de ofender a nuestros lectores rusos, mexicanos, suecos y brasileños, no hay ningunas elecciones programadas que vayan a agitar el

**Figura 1: Los salarios de EE.UU. crecen lentamente**

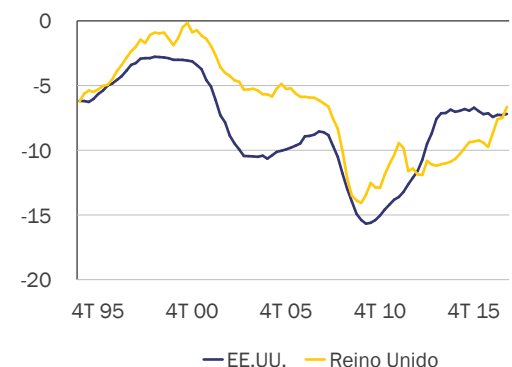
Salario medio por hora, en % interanual



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

**Figura 2: Déficits gemelos**

La suma de los déficits de la cuenta corriente y presupuestario, en % del PIB, media móvil 4



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

mercado de manera obvia hasta los comicios de mitad de legislatura en Estados Unidos que se celebrarán en noviembre.

La geopolítica, por su parte, sigue teniendo la capacidad de sorprender. Entre los puntos críticos figuran Corea, el persistente —y creciente— trauma en Oriente Medio y el instinto proteccionista de un impulsivo presidente de Estados Unidos.

Pese a su precaria situación parlamenaria, el gobierno británico sigue negociando consigo mismo en lugar de con sus socios de la UE. Eso mismo ocurre con el principal partido de la oposición, que es el menos favorable a las empresas que se ha colocado jamás tan cerca de gobernar.

Pero recuerden que los insensibles mercados de capitales no siempre se mueven por razones humanitarias. Incluso en la actualidad, las

medidas proteccionistas estadounidenses pueden ser mucho ruido y pocas nueces. China es la gran economía con mayor proteccionismo comercial, y quizás esté más dispuesta a alcanzar un acuerdo —o a ayudar en Corea del Norte— de lo imaginado.

Asimismo, seguimos pensando que los costes de un Brexit aún más duro podrían ser manejables. Por suerte, el bochorno no afecta a las rentabilidades de las carteras. Y parece improbable que haya elecciones anticipadas en el Reino Unido.

Así, a medida que el crecimiento se enfría, quizás la temperatura política esté haciéndose más agradable.

### Conclusiones de inversión

- Las acciones siguen siendo moderadamente caras (un plausible PER del S&P 500 que se sitúe en 18 veces para finales de 2018 no es descabellado). Está justificada cierta protección. Pero el clima de inversión sigue siendo benigno, y una reestructuración más sustancial de la cartera podría dejarnos varados si las bolsas emprenden un rally alcista. Los recortes fiscales y el crecimiento han devuelto margen de maniobra a Estados Unidos; y a nivel global, los beneficios de las empresas están aumentando, el riesgo de tipos de interés sigue siendo reducido y algunos riesgos políticos se han disipado. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.
- La deuda pública se ha debilitado más, pero sigue estando cara (más que las acciones), con el apoyo de las compras de los bancos centrales. La mayoría de los rendimientos siguen estando por debajo de las tasas de inflación probables. Seguimos prefiriendo los bonos corporativos de alta calidad (renta fija privada), pero tampoco es probable que generen rentabilidades reales positivas. En la actualidad vemos 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 corta. En Estados Unidos, hemos sido más neutrales y percibimos cierta atracción en los bonos indexados a la inflación. El crédito de grado especulativo de momento tiene respaldo cíclico y de la política monetaria, pero creemos que ha perdido el margen de maniobra a largo plazo: después de los posibles impagos y pérdidas, los rendimientos podrían tener dificultades para igualar a la inflación.
- 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 inclinándonos por una combinación de crecimiento cíclico y estructural frente a sectores más defensivos similares a los bonos.
- La negociación en divisas no aporta valor de manera sistemática y tenemos incluso menos convicciones de lo habitual. La libra esterlina subió desde los niveles de sobreventa en que se hallaba, como habíamos pensado que podría suceder, y ahora tenemos una postura más neutral: el Banco de Inglaterra podría elevar los tipos más rápidamente de lo que espera el mercado, pero la política nacional se perfila más precaria. La debilidad del dólar todavía no lo ha hecho barato, y unos tipos de interés más altos están ampliamente descontados. El euro ya no está barato y las sorpresas económicas han alcanzado un nivel máximo. El yuan está caro en relación con la tendencia, pero el más suave de los aterrizajes de la economía china —y una liberalización más lenta— lo ha apuntalado. Por su parte, el yen sigue sin estar caro, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. De las grandes divisas, destacamos el franco suizo como la única que sigue estando cara, y cuyo atractivo como activo refugio ha disminuido: prevemos que vaya a la zaga de las otras.

# Ya va siendo hora

## Los rendimientos de los bonos y las acciones

Un recordatorio de por qué los rendimientos de los bonos pueden ser importantes para las acciones.

### Inflación y tipos de interés

Una inflación moderada es ampliamente neutral para las empresas en su conjunto, aunque algunas compañías tienen más capacidad para fijar los precios que otras. Pero los bancos centrales y los inversores empujan al alza los tipos a corto plazo y los rendimientos de los bonos (tipos a largo plazo) en respuesta a —o en anticipación de— ello.

## Los primeros movimientos de un ciclo de tipos pueden tener el menor impacto.

Los tipos de interés oficiales pueden subir más o menos que la amenaza de inflación inmediata, dependiendo de cómo vean los bancos centrales desarrollarse los acontecimientos. Si su respuesta es creíble, puede haber escaso o ningún efecto en las rentabilidades de los bonos. Por el contrario, si no lo es, pueden «quedarse por detrás de la curva», es decir, rezagados, y los rendimientos de los bonos subirán más que los tipos a corto plazo.

Los tipos y/o las rentabilidades pueden fácilmente subir más que la inflación: esto es, los tipos de interés reales pueden aumentar, quizás para impedir que el riesgo se incremente, o puede que, para empezar, estuvieran demasiado bajos. Desde noviembre, las expectativas de inflación han aumentado, pero igual ha ocurrido con los rendimientos reales, sobre todo en Europa.

Esto no es ninguna sorpresa: las rentabilidades han caído a mínimos históricos. La inflación era débil y los bancos centrales elevaron los rendimientos mediante la relajación cuantitativa. Pero el crecimiento ha cobrado impulso, incrementando la demanda de capital.

### ¿Cómo perjudican los tipos y los rendimientos de los bonos a las acciones?

Pueden afectar a las acciones de tres formas principales:

- directamente, elevando los costes de los intereses de las empresas y reduciendo el beneficio neto;

- indirectamente, a través de la economía y la divisa; e

- indirectamente, a través de las valoraciones.

El efecto directo sobre los costes de los intereses a menudo es débil. Muchos préstamos corporativos son a tipos fijos o cupones. Los aumentos ahora están partiendo de niveles relativamente bajos. Las empresas financieras pueden beneficiarse de unos tipos más altos.

Volviendo la atención a los efectos indirectos, los tipos afectan a las economías y a las divisas de muchas formas. Los tipos reales importan en mayor medida a la economía. ¿Los tipos están subiendo más rápido que los precios de venta de las empresas o que los salarios de los trabajadores? La subida de los tipos reales puede ralentizar una economía al recortar la capacidad de gasto y hacer más atractivo el ahorro.

La brecha —o el diferencial— entre los tipos de interés nominales de los países importa en mayor medida para los tipos de cambio (cada comprador potencial de una divisa afronta una tasa de inflación). Un aumento inesperado de los tipos de interés suele impulsar a una divisa.

Lamentablemente para quienes construyen modelos económicos, estos vínculos indirectos están lejos de ser automáticos: varían de forma impredecible y el contexto es importante.

Si los tipos de interés están subiendo porque el crecimiento es fuerte, su impacto puede perderse en la vorágine de los acontecimientos. En este contexto son más efecto que causa (tal y como apuntamos en la edición de febrero que las fluctuaciones cambiarias pueden ser).

De forma similar, unas mejores condiciones del comercio para los importadores y los consumidores podrían contrarrestar con creces el efecto restrictivo de una divisa más fuerte.

Los primeros movimientos de un ciclo de tipos pueden tener el menor impacto. Más avanzado el ciclo, después de que el gasto y el endeudamiento hayan aumentado y de que la deuda a tipos fijos haya vencido, el comportamiento puede volverse más sensible.

Unos tipos más altos entonces pueden ser la gota que colme el vaso: una recesión —y una divisa más débil— puede ser lo siguiente. No pensamos

que en la actualidad nos hallemos en una fase tan sensible del ciclo.

(Nótese que las valoraciones de la renta variable también pueden afectar a los bonos. La influencia económica raramente es una calle de sentido único).

### Valoraciones relativas: la pregunta de los 64.000 dólares...

El posible efecto de los rendimientos de los bonos en las valoraciones de la renta variable es un tema sorprendentemente emocionante para los estrategas. Quizás deberían divertirse más.

Muchos inversores de acciones ignoran los tipos por completo. Se centran solo en los principios básicos de las acciones a largo plazo, asumiendo que las fluctuaciones de los tipos de interés y las rentabilidades de los bonos —como la volatilidad en los beneficios empresariales— se equilibrarán a lo largo del ciclo.

No ha habido una relación sistemática entre los rendimientos de los bonos y las valoraciones de la renta variable. En lugar de un vínculo predecible, la correlación entre bonos y acciones ha cambiado incluso de signo (figura 3).

Durante una época, en los 80 y los 90, los dos activos sí se movieron al unísono frecuentemente. Las reglas generales ligaban las valoraciones a través de la brecha o la ratio de sus respectivos rendimientos, como en el «modelo de la Fed» (1997). Pero ello no duró.

Pese a esta irregular historia práctica, podemos imaginar cómo pueden estar ligados ambos activos. No es solo porque sean inversiones que compiten entre sí, aunque esto importa. En general, si vamos a valorar una inversión empleando su flujo de efectivo futuro, tenemos que traducir ese flujo de efectivo en «valor actual». Y esto exige una tasa de descuento.

Después de todo, así es como valoramos los propios bonos. Los beneficios, los dividendos y

la rentabilidad de las acciones varían a lo largo del tiempo. Si el crecimiento (nominal o real) o la rentabilidad sobre el capital tienen probabilidades de caer, o el nivel de riesgo de las acciones se incrementa, esperaríamos que los rendimientos de las acciones aumentaran con relación a los de los bonos, que es lo que ocurrió en la década de 2000.

La retrospectiva es algo maravilloso. En la práctica llevó tiempo caer en la cuenta de ello, pero una contabilización conservadora de las pensiones y del fiasco «punto.com» (que hizo que las acciones entrañaran más riesgo para que los administradores las mantuviesen en cartera), el impacto del «precio de China» en la inflación y la rentabilidad percibida, el estrés de la Crisis Financiera Global y un menor apalancamiento bancario contribuyeron a echar por tierra estas reglas generales.

El hecho de que los rendimientos de las acciones fueran relativamente altos —en el Reino Unido, que las rentabilidades por dividendo se situaron por encima de los rendimientos de la deuda pública (gilts) a largo plazo por primera vez desde 1959, y desde entonces se han mantenido prácticamente igual— era entonces insuficiente.

Los inversores vendieron acciones porque no creían en los dividendos o la rentabilidad del momento. Compraron bonos no porque parecieran baratos, sino porque parecían seguros.

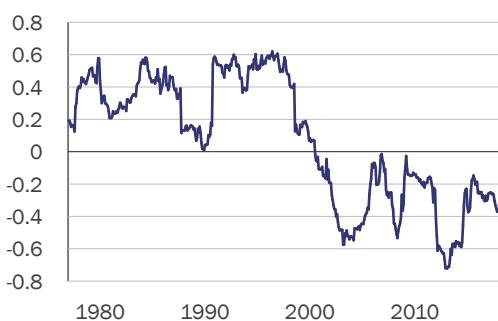
Fue otro ejemplo de cómo causa y efecto en la inversión pueden revertirse. Los rendimientos relativos se convirtieron en el producto de las decisiones de asignación de activos de los inversores, no en un factor de las mismas.

### Estamos aquí por la duración

Pero las acciones siguen siendo las inversiones más antiguas de los mercados de capitales. Son como bonos perpetuos con riesgo y con cupones crecientes: no hay devolución del principal, pero

**Figura 3: Las correlaciones de acciones y bonos no son estables**

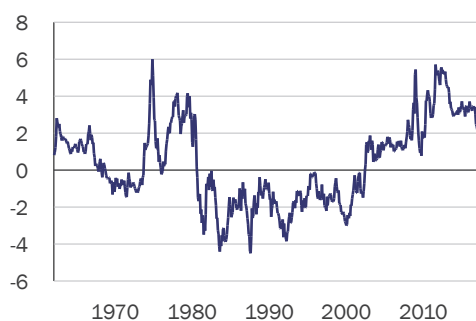
Coefficiente de correlación móvil de tres años entre las acciones y los bonos de EE.UU.



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

**Figura 4: El modelo de la Fed se estropeó en la década de 2000**

Brecha de rentabilidad: beneficios de las acciones y bonos a 10 años de EE.UU. (%)



Fuente: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

sus flujos de efectivo crecen en el futuro indefinido (figuras 5 y 6).

El grueso de su valor actual se deriva de ese flujo de efectivo futuro: en la jerga financiera, son activos de larga duración (lo cual ayuda a explicar su volatilidad). El flujo de efectivo es incierto. Pero si utilizamos rendimientos de los bonos ajustados al riesgo para descontarlo, un cálculo rápido (¡la única clase de cálculo disponible!) sugiere que las acciones estadounidenses podrían no parecer caras hasta que el rendimiento de los pagarés del Tesoro a 10 años supere el 4%. Actualmente está en el 2,9%.

Quizás hemos cerrado el círculo, y el culto del bono seguirá al «culto de la renta variable» en su camino hacia la extinción. Las tenencias de acciones de los fondos de pensiones británicos han caído desde un máximo del 80% en 1994 hasta el 45% en 2016, ya que los cambios contables y la volatilidad de las acciones han llevado a los administradores a ver los bonos como la mejor correspondencia de los pasivos de pensiones a largo plazo.

Los bonos son más predecibles, pero pueden ser el activo de duración más corta. Sin embargo, es improbable que los planes de pensiones de prestación definida se reabran. Y antes de que se restablezca una correlación positiva entre las acciones y los bonos, es posible que primero tengan que moverse en direcciones opuestas durante algo más de tiempo.

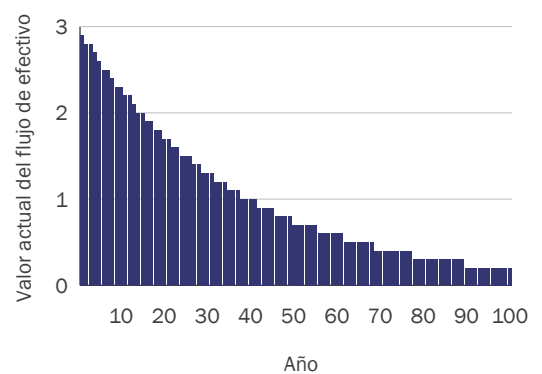
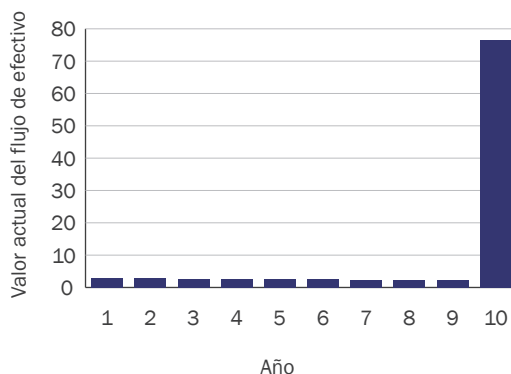
En la década 2000, la correlación negativa supuso mayormente que las acciones cayeran y los bonos subieran, pero en los últimos años las acciones con frecuencia han avanzado mientras que los bonos han bajado. Si la inflación y el riesgo de tipos de interés están regresando, pueden ser las acciones cuyos precios tiendan al alza (al margen de los reveses como el de

febrero, cuando ambos tipos de activos cayeron a la par).

Cuando los tipos de interés y los rendimientos de los bonos hayan subido lo suficiente, y la economía haya capeado la siguiente recesión cíclica, eventualmente podría haber margen para que ambos activos volvieran a moverse a la vez de forma positiva, como parte de una «situación normal».

## Figuras 5 y 6: Las acciones son el activo de larga duración

Valor actual de los flujos de efectivo de los bonos (izquierda) y flujos de efectivo de las acciones (derecha) esquematizados

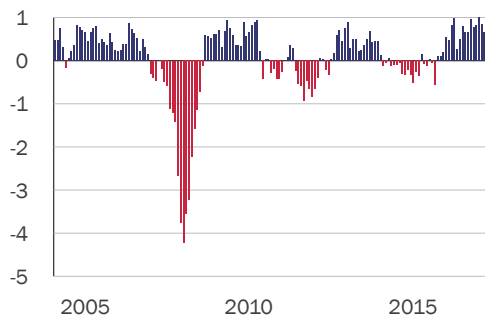


Fuente: Rothschild & Co

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

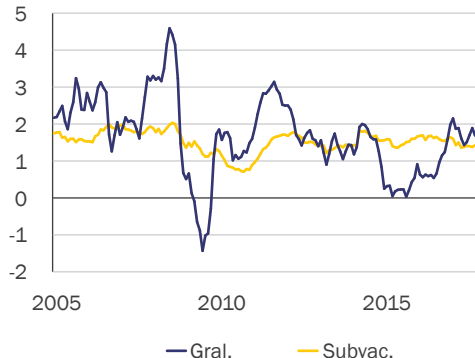
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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



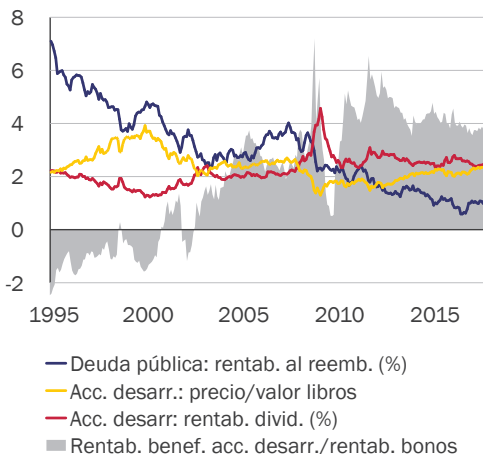
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	2.9	-1.3	0.3
Gilt RU 10a	1.5	-1.9	8.1
Bund alemán 10a	0.7	-3.0	1.0
Bonos gob. suizo 10a	0.1	-1.9	1.0
Bonos gob. japonés 10a	0.1	0.3	3.3
Crédito global: grado inversión (USD)	1.9	1.6	5.8
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.6	4.8	20.5
Emergentes (USD)	4.9	3.5	16.5

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.3	15.0	26.1
Desarroll.	2.3	13.6	25.3
Emergen.	2.3	26.7	32.2
EE.UU.	1.9	16.4	34.0
Zona euro	2.9	10.1	11.2
RU	4.2	3.1	16.1
Suiza	3.2	6.9	8.2
Japón	2.0	16.1	17.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	102	-6.9	2.0
Euro (EUR)	125	7.6	10.4
Yen (JPY)	90	-1.3	12.4
Libra esterl. (GBP)	78	1.2	-13.6
Franco suizo (CHF)	155	-3.4	-2.4
Yuan (CNY)	135	2.6	-2.5

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	194	1.7	-13.4
Crudo Brent (\$/b)	65.8	18.3	5.1
Oro (\$/onza)	1,318	5.6	8.7
Metales indus. (1991 = 100)	277	15.4	16.2
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	19.9	53.6	48.8
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	63.0	-11.7	-31.1

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 28 de Febrero 2018.



## 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).