

Perspectivas de mercado



Perseverancia | La vida después de la deuda

Número 51 | Febrero 2019



Preámbulo

Qué cambio de humor. Al peor diciembre de las acciones estadounidenses desde 1931 le siguió el mejor enero desde 1987. Pensábamos que las bolsas habían reaccionado de forma exagerada a finales de 2018, pero no vamos a fingir que esperábamos una recuperación tan rápida.

Desde las valoraciones actuales, sigue habiendo rentabilidades a largo plazo que superan a la inflación, pero a medida que el ciclo madura, cada vez es más difícil conseguir las. Casi exactamente 10 años después alcanzar mínimos por la crisis financiera global, el margen de subidas probable es menor de lo que ha sido desde hace aproximadamente una década.

La Reserva Federal (Fed) ha detenido la normalización de la política monetaria de forma considerablemente rápida, lo cual sin duda está ayudando tanto a los mercados de acciones como a los de bonos a corto plazo. Nos preguntamos si la Fed quizás debería haber «perseverado». Aunque las acciones presentan valoraciones razonables, los bonos estadounidenses vuelven a parecer un poco caros (y la mayoría de los bonos públicos europeos se han perfilado prohibitivamente caros durante todo el periodo).

A más largo plazo, una de las varias razones para continuar dando a las economías el beneficio de la duda es que pensamos que las preocupaciones técnicas son exageradas, incluidas las que giran en torno a la deuda, que analizamos en el segundo artículo.

El riesgo geopolítico —la tensión comercial entre Estados Unidos y China, *los chalecos amarillos*, la secesión del Reino Unido de la UE— sigue siendo alto, pero manejable. Creemos que esto sería así incluso en caso de un Brexit sin acuerdo, aunque seguimos esperando —y, con escasa convicción, prevemos— no tener que averiguarlo.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

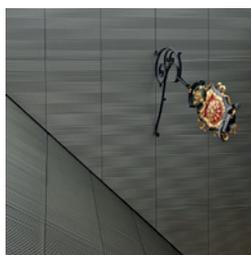


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2019 Rothschild & Co Wealth Management
Fecha de publicación: Febrero de 2019
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Enero de 2019.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Perseverancia

Precios estables, finanzas sólidas, buen gobierno.

«*Keeping at it*» («Perseverancia») es el título de las recientes memorias de Paul Volcker, el preeminente banquero central de la era moderna. Como presidente de la Fed desde agosto de 1979 hasta julio de 1987, reconstruyó la credibilidad monetaria de Estados Unidos después de los excesos inflacionistas de los 70.

En el inicio de su mandato, Volcker diseñó un plan de endurecimiento de las condiciones monetarias que elevó los tipos de interés oficiales desde el -1% al 9% en menos de dos años. Fue doloroso, pero la Fed sin duda «perseveró».

Plenamente consciente de la importancia de la independencia de la Fed, «perseveró» cuando en 1984 el jefe de gabinete de Ronald Reagan, Jim Baker, dijo (en presencia de Reagan): «El presidente le ordena no elevar los tipos de interés antes de las elecciones». En palabras de Volcker: «¿Qué decir? ¿Qué hacer? Me marché sin decir palabra.»

La reputación de Volcker ha aumentado aún más tras su jubilación. Ha presidido varios importantes comités internacionales y nacionales. La Norma Volcker es parte de las reformas bancarias de Dodd-Frank. El ex presidente de la Fed dice que comparte la creencia de su padre de «las tres verdades» de precios estables, finanzas sólidas y buen gobierno.

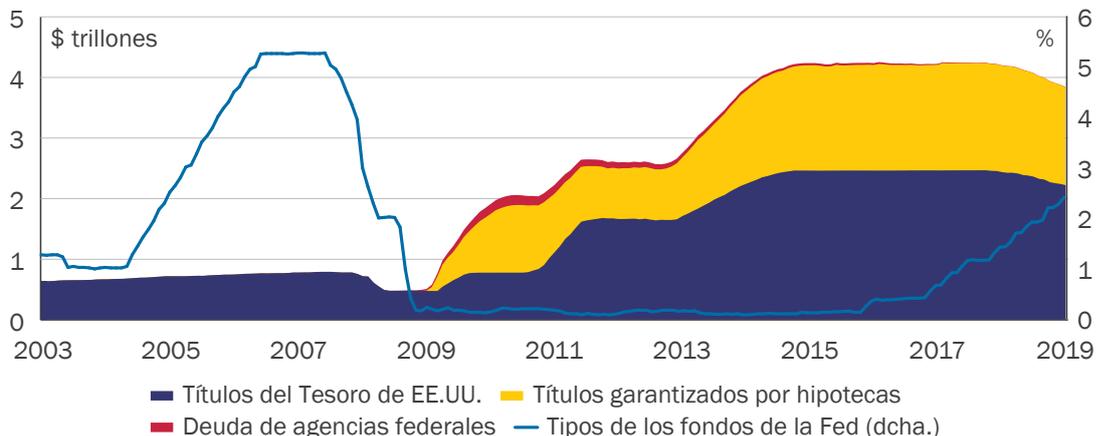
Mi cita preferida, en la que Volcker se refiere al ciclo actual, es la de que «existe preocupación porque los precios al consumo crecen con demasiada lentitud, ¡solo porque están un cuarto de punto más o menos por debajo del objetivo del 2 por ciento! ¿Podría ser eso una señal de que hay que ‘suavizar’ la política monetaria, o al menos retrasar el endurecimiento de la misma, incluso cuando la economía está en situación de pleno empleo? Ciertamente, eso sería absurdo. ¿Cómo caen los bancos centrales en la trampa de dar tanta importancia a pequeños cambios de una sola cifra estadística, con toda su inherente debilidad?».

El libro es un poco nostálgico. ¿La ética pública era tan sólida en el pasado, o solo estaba menos sometida a escrutinio? Como destaca Volcker, Trump no es el primer presidente que intenta intimidar a la Fed. Pero yo creo que Volcker está plenamente convencido de haber hecho lo correcto. Esperemos que el actual presidente de la Fed resulte la mitad de bueno.

Hay algunas similitudes entre el mandato de Jerome Powell y el de Volcker, y no solo el tener a los tanques de la Casa Blanca en el jardín. Recientemente, los tipos de interés reales han alcanzado niveles históricamente bajos, como cuando Volcker asumió el cargo —por diferentes razones, ciertamente— y ahora, al igual que entonces, la credibilidad de la política monetaria está poniéndose en tela de juicio.

Figura 1: Misión incumplida: normalización monetaria

El balance de la Fed y los tipos de interés



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal, Rothschild & Co
El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

En este contexto, la postura que adoptó el FOMC en enero es un poco inquietante. En diciembre habíamos dicho «Bravo, señor presidente», cuando Powell se resistió a los deseos presidenciales y del mercado de que adoptara una postura indulgente. Ahora, cuando los datos económicos no son mucho más moderados —hasta donde podemos decir, dado el cierre del gobierno, los inventarios relacionados con el comercio y el contagioso sentimiento del mercado—, la Fed tiene una postura neutral respecto a los tipos y está hablando de detener la reducción del balance. ¿Perseverancia? No exactamente.

Nos sorprende particularmente la reconsideración respecto al balance. El argumento es que los bancos estos días necesitan reservas permanentemente altas en la Fed, y que la menor liquidez perjudicó a los mercados de titulaciones hipotecarias, donde coincidió con unos prepagos inusualmente bajos y elevó desproporcionadamente los costes de las viviendas. Pero si la economía estadounidense no puede asumir una retirada mensual de (hasta) 50.000 millones de dólares de liquidez —que supone una reducción del balance de 4.500 billones de dólares de la Fed desde mediados de

2017 de aproximadamente un 10%— entonces hemos malinterpretado el panorama general.

No podemos creer que la Fed esté cediendo a la presión política. En cambio, podría haberse precipitado en la traducción de unos datos más moderados (y esa reducción del balance) en un mayor riesgo de recesión de lo que podemos ver todavía, y/o le está dando demasiada importancia a la capacidad de los mercados financieros de hacer predicciones (a finales de 2018).

La Fed ha pacificado a los mercados, que estaban armando mucho ruido. Pero la paz a corto plazo puede ser engañosa. Como mejor se hacen las inversiones a largo plazo es con un tipo de descuento realista en mente, y con los tipos de los fondos de la Fed en torno al 0,5% apenas estamos en ese nivel.

Esto no es 1979. El riesgo de inflación es mucho menor que en los tiempos de Volcker. Pero la amenaza para el empleo también podría ser reducida. Como inversores, nos sentimos como el progenitor culpable que da un caramelo a un niño que llora: queremos tranquilidad, pero no le estamos haciendo ningún favor a su salud a largo plazo.

La vida después de la deuda

Deuda. Pequeña palabra, gran preocupación.

La deuda ciertamente tiene un poder transformador: convierte a economistas sofisticados en contables supersticiosos. Lo positivo es que la realidad tiene más matices que el discurso popular.

La capacidad que tiene la deuda de causar miedo proviene de su elemento fijo. Si las circunstancias cambian, la brecha entre esa obligación y los menguantes ingresos de los prestatarios puede ampliarse de forma alarmante. Ese apalancamiento puede ser maligno. Y con más de 7.000 millones de personas en el planeta, incontables empresas y muchos gobiernos, puede ser una cifra muy grande.

Pongámoslo en perspectiva

La deuda puede ser una carga que cambie la vida de familias, empresas y pequeños países. Pero simplemente sumarla toda —y algunas personas muy inteligentes lo hacen— no es especialmente útil.

Por cada prestatario hay un prestamista. A medida que el grupo que estamos analizando se hace más grande, comienzan a contrarrestarse entre sí. El mundo no puede ser un prestatario neto: no podemos pedir dinero prestado a Marte. Si la persona media ha tomado prestados X dólares (las opiniones varían respecto a lo que es X, véase más abajo), tiene que haber prestado la misma cantidad.

De forma similar, sumar la deuda de empresas, gobiernos y bancos a la deuda de los particulares podría no resultar útil. Colectivamente, poseemos empresas y los bancos de los cuales tomamos prestado. Nuestros gobiernos toman prestado de nosotros. Es necesaria una consolidación.

Ni tampoco tiene mucho sentido hablar de forma emotiva sobre tomar prestado del futuro. La deuda pública puede tener una vida más larga que nosotros, pero estará en manos de las

mismas generaciones que pagarán impuestos. Ciertamente podemos hacer un daño duradero a la economía si, digamos, contaminamos o usamos recursos escasos. Pero esa es otra cuestión.

La deuda y el dinero suelen estar relacionados

Los prestatarios tienden a gastar y un endeudamiento rápido a menudo está asociado a un crecimiento económico más rápido. Pero la deuda no es un «factor de la producción» —un input esencial— de la forma que lo son las cosas reales como la mano de obra, el capital, las materias primas y la tecnología. La deuda no impulsa la capacidad de gasto total, sino que la redistribuye: los prestamistas tienen menos para gastar.

La excepción es cuando el prestamista es un banco central, o el sistema bancario en su conjunto, y puede literalmente imprimir dinero. El dinero es una deuda del sistema bancario: el efectivo que usted posee le convierte en un acreedor del banco. Esto complica las cosas. Imprimir dinero sin duda puede incrementar la capacidad de gasto total durante un tiempo, al menos hasta que la gente se da cuenta de que nada real ha cambiado, y ese dinero por sí mismo tiene que carecer de valor. (Hay gran cantidad de publicaciones que vinculan el dinero y la inflación).

El crecimiento del crédito no siempre está asociado con dinero nuevo, y el dinero puede aumentar por razones ajenas a la demanda de préstamos. La expansión cuantitativa no produjo un incremento más notable del gasto porque la liquidez creada por los bancos centrales no animó a los consumidores a endeudarse más.

... y la liquidez puede importar mucho

La deuda no se mueve, pero el dinero circula. Si el dinero en uso lo genera la actividad crediticia, interrumpir ese proceso puede ahogar la liquidez (y/o empujar los tipos de interés al alza).

Así que cuando «la música se paró» en 2007, y se reveló que algunas grandes entidades estadounidenses eran insolventes, el dinero dejó de circular. El sistema se congeló, en un llamado momento Minsky (en nombre de un economista que llamó la atención sobre tales riesgos).

Pero el sistema en conjunto no era insolvente. La crisis financiera global, como la mayoría de las crisis, fue de liquidez agregada, no de solvencia. Para atajarla, se creó dinero nuevo —no por la demanda de préstamos privados, sino que lo crearon las autoridades— y la liquidez volvió a hacer acto de presencia.

Aparte de los préstamos más temerarios — las amortizaciones se aproximaron a los 2 billones de dólares— la deuda no desapareció. El argumento de un desapalancamiento inminente era equivocado: el sistema necesitaba recuperar la liquidez, no desapalancarse. De esta forma, la economía podría ponerse de nuevo en funcionamiento —ahora es dos quintos mayor que antes de la crisis— incluso si la deuda aumentara más. Parte de la liquidez de emergencia creada se asoció a deuda nueva, — algo que a algunos les pareció una locura—, pero era verdaderamente una crisis de liquidez.

Prosperidad significa balances grandes

El crecimiento del patrimonio significa balances mayores con relación a las rentas. Algunas veces esa expansión puede ser «irracionalmente exuberante», por tomar prestada una frase, pero la posición subyacente no tiene por qué ser precaria. A medida que una mayor parte de la población del mundo emergente abre cuentas bancarias y toma dinero prestado, deberíamos alegrarnos por ellos, no criticarles.

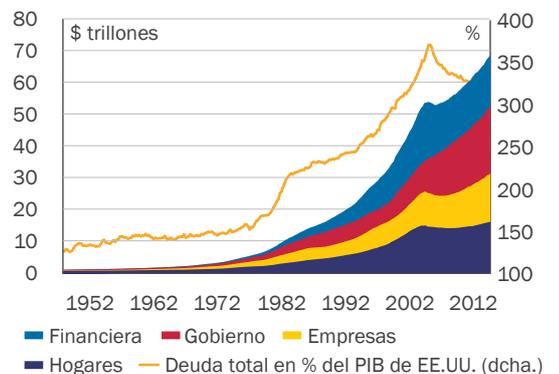
Algunos expertos añoran los días en que el dinero estaba vinculado directamente al oro y los bancos prestaban menos. Pero la época del oro era ilusoria: hubo crisis antes de 1971 y éramos más pobres. Cortar el vínculo al oro no generó un mayor crecimiento impulsado por la deuda, sino que más bien el crecimiento global condujo al final del patrón oro. Era demasiado rígido para afrontar la situación.

Vigilancia del crédito: todo depende

No hay un nivel de deuda *adecuado*. Ni siquiera está claro cuál es el nivel de deuda *real* (ver las citas de abajo). No es fácil identificar todos los pagarés existentes.

Figura 2: Deuda de EE.UU., 1952–2018

En términos absolutos (billones de dólares, izqda.) y como proporción del PIB (% , dcha.)



Fuente: Reserva Federal, Datastream, Rothschild & Co
El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Los usuarios a menudo no se toman los datos en serio. Esa doble contabilización se pasa por alto. La cantidad de deuda corporativa depende de quién esté haciendo el cómputo —los analistas de crédito solo examinan las compañías endeudadas. En 2010, dos profesores de Harvard sobrestimaron la elevada deuda internacional de Irlanda por un factor de 10.

Si el endeudamiento aumenta de forma irresponsable —sin garantías o perspectivas de beneficios—, entonces la indigestión cíclica, y otro momento Minsky, siempre pueden volver a producirse. Muchos ven a China como un riesgo actual. Sin embargo, su gobierno controla gran parte de la economía y tiene mucho margen de maniobra monetario y fiscal. El balance de China no está enredado con el del resto del mundo de la forma en que el balance de Estados Unidos lo estaba en 2007.

Como el FMI destaca aquí —socavando su alarmismo— los países más ricos son los que más dinero toman prestado. La enorme deuda del gobierno de Japón, por ejemplo, se mantiene sin problemas con rendimientos ínfimos en manos de prósperos ahorradores japoneses, y tiene poco que ver con el estancamiento económico del país.

Algunas de las cosas que se dicen de la deuda:

«La deuda global total aumentó... al cierre del segundo trimestre de 2014, alcanzando 199 billones de dólares, o el 286 por ciento del PIB global». McKinsey, *Deuda y (no mucho) desapalancamiento*, febrero de 2015

«La deuda global ha alcanzado un máximo histórico de 184 billones de dólares en términos nominales, el equivalente al 225 por ciento del PIB en 2017. De media, la deuda mundial supera los 86.000 dólares per cápita, lo cual es más de dos veces y media la renta per cápita media... *Las economías más endeudadas del mundo también son las más ricas...*» blog del FMI, *Nuevos datos sobre la deuda global*, enero de 2019

«... la deuda pública permite a la generación actual... vivir a costa de aquellos que todavía son demasiado jóvenes para votar o que aún no han nacido...», Niall Ferguson, 2012

«El patrón de endeudamiento, gastando más de lo que ganas, y luego teniendo que gastar menos de lo que ganas muy rápidamente se asemeja a un ciclo. Esto es tan cierto para una economía nacional como para un particular». Ray Dalio, 2018

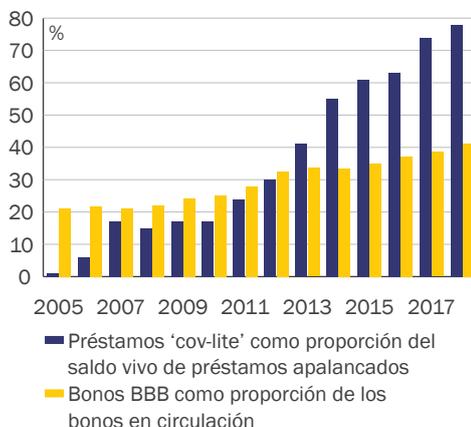
Los consumidores estadounidenses —que son los clientes más importantes de las empresas globales y el fundamental «resultado neto del balance» de Estados Unidos— poseen 16 billones de dólares en deuda, 2 billones más que a mediados de 2007. Con relación al PIB ha caído un poco, pero sigue siendo alta en términos históricos. Sin embargo, los consumidores tienen 125 billones de dólares en activos: su valor neto equivale a más de cinco veces el PIB estadounidense. Ello hace que la deuda internacional de Estados Unidos —equivalente a aproximadamente la mitad del PIB del país— parezca pequeña.

Esa riqueza no está distribuida de forma equitativa. Pero a los expertos que están obsesionados con la deuda no les preocupa principalmente su distribución, sino las cantidades brutas, que son las que generan titulares.

De nuevo, un rápido endeudamiento, sobre todo si está asociado a instrumentos y segmentos de mercado nuevos, puede indicar un exceso de confianza y llevar a reveses y retiradas en los mercados, cuando no a momentos Minsky. No es bueno que los estándares crediticios se relajen, y que las calificaciones caigan, como ha sucedido últimamente en los mercados de crédito corporativo (figura 3). Un reguero de compañías muy endeudadas podría hacer todavía más daño, y el apalancamiento de las firmas de *private equity* ha alcanzado niveles que incluso los participantes en el mercado consideran elevados.

Figura 3: Evidencia de una menor calidad crediticia

Aumento de los préstamos con cláusulas reducidas ('cov-lite') y ponderaciones de bonos BBB



Fuente: S&P LCD, Bank of America Merrill Lynch, Rothschild & Co. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

La complejidad en las finanzas rara vez es positiva tampoco. Los títulos de préstamos colateralizados y especialmente empaquetados han vuelto a ganar popularidad, pero dificultan que los prestamistas comprendan el riesgo que están asumiendo y que los vendan. Los seguros de crédito siguen sin convencer.

En Europa, los préstamos improductivos del último ciclo continúan representando amenazas existenciales para algunos bancos. Ciertos prestatarios en dólares de economías

emergentes —no China, sino otros países menos diversificados— vuelven a perfilarse vulnerables a un repunte del dólar y de los tipos de interés estadounidenses.

Pero los préstamos bancarios han estado creciendo solo lentamente en este ciclo y unos tipos de interés bajos contribuyen a atenuar los riesgos. Además, como ya se ha indicado, la situación estructural no es tan frágil como se temía. Sin duda hay vida después de la deuda.

Conclusiones de inversión

La volatilidad de finales de 2018 nos pareció exagerada, pero desde entonces los mercados de renta variable han repuntado significativamente. El ciclo está más maduro y, después de la subida de los beneficios gracias a la reforma fiscal, hay menos margen para que aumenten. La solvencia corporativa también parece tener más probabilidades de dispersarse. Seguimos pensando que las acciones son capaces de ofrecer rentabilidades a largo plazo que superen a la inflación —en marcado contraste con la mayoría de los bonos—, pero la convicción cíclica tiene que ser menor ahora de lo que ha sido durante la mayor parte de los últimos 10 años (desde la crisis financiera global) más o menos.

- Seguimos viendo la mayoría de los bonos y el efectivo como seguros para la cartera, no como fuentes probables de rentabilidades de inversión reales.
- La mayoría de los mercados de deuda pública se perfilan caros, sobre todo porque los rendimientos estadounidenses han vuelto a caer, y ofrecen escasa recompensa por la inflación y el riesgo de duración. Pocos bonos de alta calidad presentan rentabilidades que superen a las tasas de inflación actuales.
- Después del rally de los bonos corporativos de alta calidad en Estados Unidos, ya no nos inclinamos por ellos frente a la deuda pública. En Europa, donde el BCE ha dejado de comprar bonos, los diferenciales son menos estrechos (respecto a unos rendimientos mucho más bajos de la deuda pública).
- Nos inclinamos por los bonos de duración relativamente baja de la zona euro y el Reino Unido, y ahora también de Estados Unidos, aunque seguimos viendo cierto atractivo en los bonos indexados a la inflación en este mercado. Los títulos de grado especulativo

no alcanzaron niveles suficientemente atractivos durante la corriente de ventas, y ahora los mercados han subido y la oferta ha regresado. Seguimos viendo escaso atractivo en los bonos de mercados emergentes en divisas locales para las carteras multiactivo.

- Continuamos prefiriendo las acciones a los bonos en la mayoría de los mercados, incluso en el Reino Unido (donde los principales índices son verdaderamente globales), pero después del repunte de las mismas, vemos un riesgo táctico derivado de la persistente ralentización del crecimiento de los beneficios y/o de un repunte de los tipos de interés estadounidenses esperados. Tenemos pocas convicciones regionales, pero continuamos creyendo que la Asia emergente sigue conservando su atractivo estructural, al margen de las tensiones comerciales, y parece que la rentabilidad estadounidense se mantiene alta. Seguimos apostando principalmente por una combinación de valores cíclicos y de crecimiento estructural, pero la balanza se ha inclinado más hacia estos últimos.
- La negociación en divisas no aporta valor de manera sistemática y actualmente existen pocos desajustes de gran alcance entre las principales monedas. El tono aún más moderado de la Fed ha perjudicado al dólar, pero prevemos que el crecimiento económico y un mayor carry inicial lo impulsen. En cambio, el euro afronta un crecimiento deslucido y un banco central aún más expansionista. La libra esterlina es rehén de las tensiones del Brexit a corto plazo, pero presenta un valor competitivo, y a largo plazo es capaz de apreciarse (eventualmente) incluso después de una salida del Reino Unido de la UE sin acuerdo.

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

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



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	2.6	3.9	2.0
Gilt RU 10a	1.2	4.2	8.3
Bund alemán 10a	0.1	5.6	4.4
Bonos gob. suizo 10a	-0.2	3.1	0.9
Bonos gob. japonés 10a	0.0	1.4	1.6
Crédito global: grado inversión (USD)	1.9	3.6	8.6
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.7	0.9	28.8
Emergentes (USD)	5.5	0.8	19.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

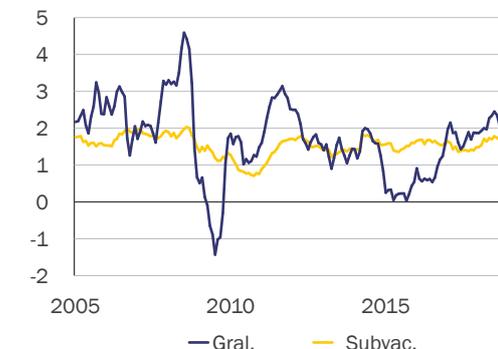
Índices ponder. comerc., nominal (2000 = 100)

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	107	6.2	-1.8
Euro (EUR)	124	-1.3	6.3
Yen (JPY)	92	5.5	9.6
Libra esterl. (GBP)	78	-0.4	-9.5
Franco suizo (CHF)	155	0.9	0.6
Yuan (CNY)	133	-1.5	-5.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

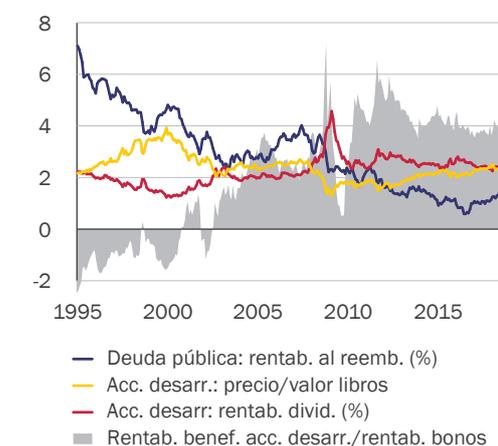
Inflación G7

%, interanual



Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: valoraciones relativas



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.6	-4.9	36.6
Desarroll.	2.6	-4.3	35.6
Emergen.	2.8	-9.7	45.6
EE.UU.	2.0	-2.8	45.9
Zona euro	3.5	-10.1	16.3
RU	4.9	-3.6	28.9
Suiza	3.2	-1.2	17.8
Japón	2.5	-11.9	14.9

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	180	-9.0	7.7
Crudo Brent (\$/b)	61.9	-10.4	78.2
Oro (\$/onza)	1,321	-1.8	18.2
Metales indus. (1991 = 100)	246	-13.2	36.9
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	16.6	22.4	-18.0
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	49.8	-12.9	-32.7

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Enero 2019.

El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Notas

En Rothschild & Co Wealth Management 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

Dusseldorf

Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Dusseldorf
Alemania
+49 211 8632 17-0

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 2131 9971

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 7111

Información importante

Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co Wealth Management UK Limited con fines meramente informativos y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso de que Rothschild & Co Wealth Management UK Limited 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 Wealth Management UK Limited 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.

Cuando los datos de esta presentación sean fuente: MSCI, se nos exige como condición de uso advertirle que: «Ni MSCI ni ninguna otra parte involucrada en o relacionada con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos de MSCI ofrece ninguna garantía o representación expresa o implícita respecto a tales datos (o los resultados que se obtengan por el uso de

los mismos), y tales partes rechazan expresamente cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o adecuación a un fin particular con respecto a ninguno de tales datos. Sin limitación a nada de lo expuesto, ni MSCI ni ninguna de sus filiales ni ningún tercero involucrado en o relacionado con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos tendrán en ningún caso responsabilidad alguna por ningún dato directo, indirecto, especial, punitivo, consecuente o de otra índole (incluida la pérdida de beneficios), incluso si se les hubiera notificado la posibilidad de tales daños. No se permite la distribución o difusión ulterior de los datos de MSCI sin el consentimiento expreso por escrito de MSCI».

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited distribuye este documento en el Reino Unido y Rothschild & Co Bank AG en Suiza. 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 Rothschild & Co Continuation Holdings AG group que operan bajo el nombre de "Rothschild & Co" y no necesariamente a ninguna compañía de Rothschild & Co en concreto. Las compañías de Rothschild & Co fuera del Reino Unido 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 & Co group está integrado por de gestión patrimonial (entre otras):

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Inscrita en Inglaterra con el nº 04416252. 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 & Co 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 & Co Bank AG. Sede social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, Suiza. Autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).