

Perspectivas de mercado



Bonostock | ¿Están los consumidores británicos preparados para el Brexit?

Número 55 | Septiembre 2019



Preámbulo

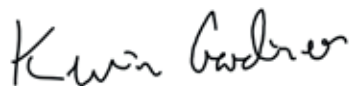
Cincuenta años después de Woodstock, los mercados de bonos globales han estado viviendo su propio verano del amor. A las inhibiciones tradicionales —como las rentabilidades positivas— se las ha llevado el viento y los observadores más conservadores se han esforzado por darle sentido, preguntándose quién arreglará la situación.

En esta edición de septiembre de *Perspectivas de mercado*, damos nuestra opinión sobre la posible trascendencia de este Bonostock. A la caída de las rentabilidades y la inversión de las curvas se les atribuyen capacidades predictivas casi místicas, pero aunque las economías se están ralentizando y aumentan las tensiones, no consideramos que vaya a producirse un accidente económico inminente. Tampoco observamos un resurgimiento importante de la inflación, a pesar de la irresponsabilidad monetaria. Y pensamos que hay que descontar un futuro incierto, y algún día volverá a ser así.

Probablemente solo estén pasándolo bien.

Asimismo, echamos un vistazo al consumo en el Reino Unido ante los riesgos que plantea el Brexit. Los consumidores británicos no se han portado tan bien como los estadounidenses en este ciclo, y sus excesos pueden apreciarse en el déficit de la balanza por cuenta corriente, que es incluso mayor de lo habitual. Dicho esto, dudamos que la confianza y el poder adquisitivo vayan a desplomarse de repente, y las acciones orientadas al Reino Unido llevan registrando rentabilidades notablemente inferiores desde 2016, lo que sugeriría cierto riesgo en los precios.

Justo cuando pensábamos que no era posible exagerar el mal funcionamiento de la política británica, los expertos demuestran lo contrario. Sin embargo, cabe recordar que un acalorado debate público no siempre perjudica a las carteras.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

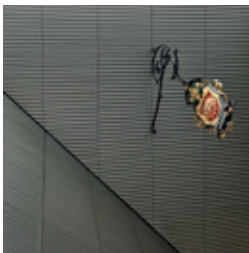


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

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

Bonostock

El verano del amor de los mercados de bonos

Los bonos ya registraban un buen comportamiento, pero han tomado impulso a partir de mayo. Las rentabilidades de la deuda pública de muchos países europeos han alcanzado nuevos mínimos históricos recientemente, incluso por debajo de los de 2016. Las rentabilidades negativas se han extendido a más países y vencimientos (gráfico 1) hasta casi un tercio de los bonos de alta calidad globales, lo que es comparable con lo que sucedió en el año 2016, cuando cubrieron un cuarto de dichos bonos. Alemania ha emitido bonos a 30 años con rendimiento negativo. El gobierno griego se enfrenta casi a la misma situación que el estadounidense.

Los tipos de interés a corto plazo de los mercados monetarios también se han reducido, ya que los grandes bancos centrales han seguido el ejemplo de los bonos. Tras animar a los mercados a esperar unos menores tipos de interés, la Reserva Federal (Fed) los recortó a finales de julio por primera vez en diez años. Parece probable que haya un nuevo recorte próximamente. Así, en lugar de “llevarse el ponche cuando la fiesta empezaba a animarse”, la Fed de Powell ha invitado a los asistentes a este Bonostock a otra ronda. El Banco Central Europeo también parece listo para relajar su

política monetaria y el Banco de Inglaterra podría haber hecho lo mismo, especialmente con el riesgo del Brexit, si la libra hubiera hecho parte del trabajo.

Sin embargo, los tipos de interés se han quedado rezagados respecto a los mercados de bonos, y la curva de rentabilidades —la distancia entre las rentabilidades a largo y corto plazo— se ha invertido, lo cual suele ser señal de una inminente recesión (gráfico 2).

¿Qué ha propiciado esa jovialidad de los bonos?

Ya escribimos sobre los bonos a principios de julio, pero el repunte veraniego bien merece que volvamos a tratar el tema. ¿Por qué este ambiente festivo?

Las posibles explicaciones en las que hicimos hincapié por aquel entonces fueron: (1) un inminente accidente económico y (2) una caída de la inflación independientemente del crecimiento económico. A estas podríamos añadir (3) el cambio de preferencia temporal y/o (4) una contracción técnica.

1. Desaceleración inminente

El sospechoso principal es la idea de que los bonos pueden presenciar una importante desaceleración económica, que reduciría la

Figura 1: El alcance de las rentabilidades negativas

Más países y más vencimientos ven a las rentabilidades de la deuda pública volverse negativas (%)

País	1 a	2 a	3 a	4 a	5 a	6 a	7 a	8 a	9 a	10 a	15 a	20 a	30 a
Suiza	-1.22	-1.21	-1.21	-1.17	-1.12	-1.08	-1.05	-1.03	-1.05	-0.99	-0.78	-0.70	-0.55
Dinamarca	-0.92	-0.93		-0.93	-0.89			-0.76		-0.65		-0.40	
Alemania	-0.85	-0.91	-0.94	-0.94	-0.90	-0.89	-0.84	-0.78	-0.71	-0.65	-0.50	-0.35	-0.10
Países Bajos		-0.89	-0.91	-0.88	-0.83	-0.75	-0.70	-0.62	-0.57	-0.50	-0.39	-0.16	-0.12
Francia	-0.76	-0.83	-0.87	-0.84	-0.76	-0.68	-0.60	-0.52	-0.44	-0.35	-0.04	0.07	0.51
Suecia		-0.64		-0.72	-0.69	-0.62		-0.52	-0.42	-0.30	-0.14	0.11	
Japón	-0.28	-0.30	-0.31	-0.34	-0.34	-0.36	-0.37	-0.37	-0.33	-0.28	-0.08	0.05	0.13
España	-0.54	-0.58	-0.56	-0.40	-0.32	-0.16	-0.08	0.01	0.09	0.18	0.62	0.63	1.09
Portugal	-0.54	-0.70	-0.48	-0.35	-0.30	-0.14	-0.07	0.00	0.12	0.19	0.59	0.76	1.10
Italia	-0.32	-0.35	-0.07	0.07	0.27	0.29	0.54	0.62	0.65	0.84	1.36	1.52	1.90
Reino Unido	0.45	0.38	0.34	0.37	0.37	0.32	0.35	0.40	0.46	0.52	0.73	0.93	1.03
Estados Unidos	1.69	1.47	1.39	1.38	1.36	1.40	1.43	1.46	1.48	1.51	1.63	1.76	2.01
Grecia	0.08		0.49		0.86		1.27			1.51	1.86	2.22	

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

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

inflación y los tipos de interés. Al mercado se le atribuyen capacidades predictivas casi místicas. Nuestro especialista en renta fija Rob Stewart señala que el uso de la palabra “recesión” en los medios de comunicación ha aumentado vertiginosamente hasta niveles que no veíamos desde 2009.

No obstante, los datos apuntan a una desaceleración, no a una recesión drástica. Los riesgos están relacionados principalmente con la industria manufacturera, que se ha visto afectada por los aranceles y por una tormenta perfecta en el sector automovilístico (especialmente en Alemania y China), y el Reino Unido con el Brexit. Los sectores de servicios y los mercados laborales son más sólidos, y parece que la economía estadounidense es la que está sufriendo una menor desaceleración.

Tampoco pensamos que las recesiones actuales sean necesariamente más peligrosas, ni que las autoridades se hayan quedado sin recursos. Este ha sido un buen ciclo y la política fiscal tiene mucho margen de maniobra.

Cierto es que la curva de rentabilidades tiende a invertirse antes de una recesión, pero con retrasos tan diversos factores, puede no ser de tanta utilidad. Los valores estadounidenses han aumentado a continuación durante un año de media. Pensamos que la legendaria reputación predictiva de los bonos no está justificada. Nadie puede conocer el futuro.

2. Deflación estructural

Esta posibilidad se pasa por alto, pero resulta intrigante: sería muy beneficiosa para la mayor parte de activos.

Un cambio en el funcionamiento de las economías —con la oferta impulsando el crecimiento, en lugar de la demanda— no solo podría contener la inflación, sino también reducirla y hasta volverla negativa, incluso acompañada de un provechoso crecimiento constante.

Como apuntamos en julio, parece que esto pasó en Estados Unidos y en el Reino Unido en la segunda mitad del siglo XIX (y en cierta medida en Irlanda desde principios del siglo XX: el Tigre Celta sigue siendo un incomprendido).

Los posibles motivos para el final de la “curva de Phillips”, que une el crecimiento positivamente con la inflación, podrían incluir unos mercados laborales globales liberalizados y las nuevas tecnologías. Sin embargo, la globalización no es precisamente el tema de moda, así que ¿por qué recurrir a esto ahora?

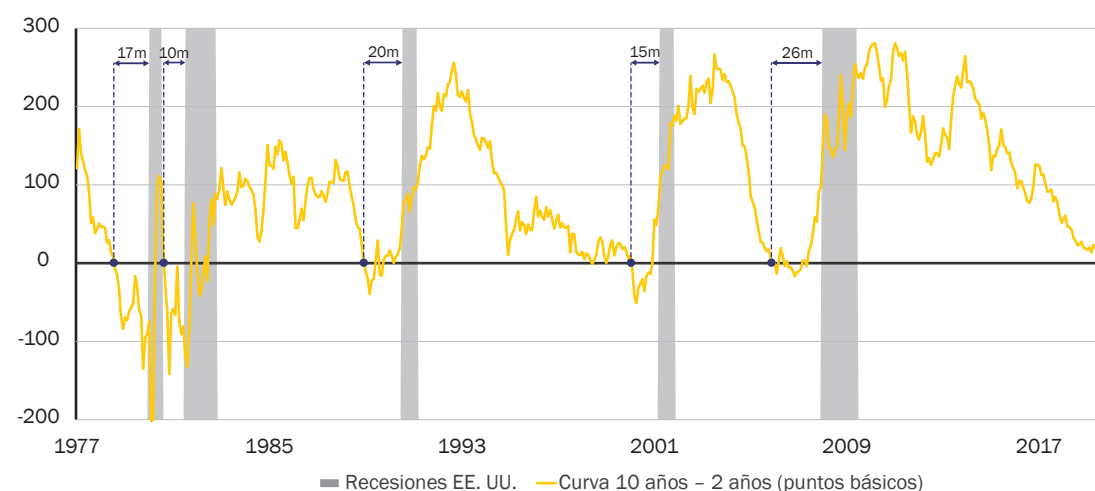
Las expectativas inflacionistas descontadas en los bonos de deuda pública parecen haber reducido las rentabilidades nominales, pero las rentabilidades fundamentales o reales (netas de esa inflación esperada) también han caído, aunque no están en mínimos históricos como las rentabilidades nominales.

3. Cambio de preferencia temporal, costes de almacenamiento

Los escritos académicos sobre los tipos de interés no son demasiado divertidos (por algo los economistas austríacos eran algo crípticos). Sin embargo, en última instancia los tipos de interés reflejan nuestra visión del futuro (nuestra “preferencia temporal”) y los términos físicos en los que podemos cambiar el consumo actual por el futuro (la “frontera productiva”).

Figura 2: La curva de rentabilidades estadounidense se invierte

Las rentabilidades a largo plazo (10 años) caen por debajo de las rentabilidades a más corto plazo (2 años) (%)



Fuente: NBER, Bloomberg, Rothschild & Co

Nota: Las cinco últimas inversiones de la curva han generado una recesión, aunque con un retraso medio de 18 meses. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Como solemos considerar que el futuro es algo incierto, esperamos una recompensa por postergar el gasto; y, como el valor de lo que creamos suele ser mayor que el de lo utilizado para crearlo, la empresa productiva ha podido ofrecernos esa recompensa. Los tipos de interés positivos han descontado el futuro incierto y los procesos de producción de valor añadido.

Ambos podrían cambiar. En tiempos volátiles, es posible que la gente no quiera una recompensa por su espera y que incluso valore más el consumo futuro que el actual. Además, los recursos productivos pueden emplearse tan mal que destruyen el valor (tomemos como ejemplo cualquier economía planificada).

Otra consideración podría centrarse en los costes de almacenamiento. Cuando se trata de activos tangibles (como inmuebles, objetos de colección y lingotes de oro), esperamos pagar por su almacenamiento y seguridad. Entonces, ¿por qué no es así con los activos digitales? Podríamos decir que en este mundo posterior a la crisis económica mundial, que se enfrenta a múltiples amenazas cibernéticas, los gastos de seguridad se han incrementado. ¿Los tipos de interés negativos podrían reflejar el coste manifiesto de la infraestructura financiera?

A diferencia de la desaparición de la inflación, estas explicaciones podrían resultar negativas, casi por definición, para las rentabilidades (reales) futuras de la mayoría de activos de inversión.

En nuestra opinión, sin embargo, los múltiples retos actuales todavía no justifican la inversión de la preferencia temporal. Los activos corporativos siguen sugiriendo una frontera productiva de valor añadido (de hecho, la distancia entre la rentabilidad sobre recursos propios y la rentabilidad ajustada al riesgo de los bonos del Tesoro a 10 años de Estados Unidos ha alcanzado un máximo histórico). Asimismo, es probable que los costes de almacenamiento sigan en niveles mínimos.

4. Una contracción técnica del mercado

“Hay más compradores que vendedores” fue la legendaria respuesta de JP Morgan a la pregunta de por qué había subido el precio de los valores bursátiles. ¿Tal vez las teorías rebuscadas han sido menos importantes para el impulso de los bonos que las circunstancias y la casualidad?

La expansión cuantitativa ha dejado a los bancos centrales con una gran cantidad de bonos. Al mismo tiempo, muchos planes de pensiones y compañías de seguros de vida se ven obligadas a comprar bonos solo porque parecen ofrecer una forma predecible de hacer frente a los pasivos futuros. Las estrategias de paridad de riesgo y seguimiento de tendencias pueden haber contribuido todavía más a la demanda no económica. A su vez, los gobiernos, a excepción del estadounidense, han tenido un buen comportamiento, manteniendo controlada la oferta. Con un capital flotante reducido y muchos compradores no económicos, un mercado estrecho podría contraerse todavía más. No es algo muy profundo (la “falacia narrativa” ataca de nuevo), pero eso no significa que vaya a cambiar radicalmente en un futuro próximo o que vaya a afectar a otros activos.

¿El invierno del descontento?

Esta expansión prolongada se enfrenta a riesgos claros y evidentes: la explicación (1) ya ha desempeñado un papel importante. Sentimos afinidad por la (2), aunque solo sea porque podría sacar a una autocomplaciente institución económica de su concepción Keynesiana del mundo, pero no parece el momento adecuado. La explicación (3) nos despierta menos simpatía, pero para nosotros la (4) es la que tiene más peso.

Desde este punto de vista, seguramente debemos estar alerta ante los riesgos de recesión, pero eso no significa que los bonos nos estén diciendo nada nuevo. A menos o hasta que los datos empeoren considerablemente, no observamos un supuesto de inversión para la mayoría de bonos.

Entretanto, las acciones, a pesar de su volatilidad, también han vivido un mejor verano de lo que esperábamos. Es posible que hasta el momento el riesgo económico se haya visto compensado por los menores tipos de interés. Puede que esto no dure, ya que podría llegar una recesión económica más grave o una resaca postfestival en los mercados monetarios que provocaría un buen dolor de cabeza a las acciones. Sin embargo, aunque ninguno de los dos grandes mercados parece tener mucho margen a nivel táctico, es muy probable que las acciones sigan ofreciendo rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.

¿Están los consumidores británicos preparados para el Brexit?

Dinamismo, pero menos libertad de acción

Las negociaciones del Brexit en el Reino Unido siguen en un punto muerto. Los inversores internacionales no han necesitado comprar muchas acciones británicas, que llevan años registrando una peor rentabilidad y no solo por el Brexit. Pero entre toda la confusión y las exageraciones, ¿qué podemos recomendar a los inversores locales?

Ahora debe haber muchas malas noticias descontadas, y cualquier resultado distinto de un Brexit sin acuerdo podría traducirse en una libra más fuerte y un repunte de los índices de orientación nacional (como el FTSE 250). Los gilts podrían retroceder a medida que vaya apagándose el atractivo que les da su aparente seguridad. Los índices bursátiles principales, como el FTSE 100, no están formados realmente por activos en libras, ya que la mayoría de sus beneficios se generan fuera del Reino Unido. Además, también están registrando rentabilidades inferiores en términos de moneda común, pero esto tiene mucho que ver con su combinación idiosincrática de sectores (el tecnológico no está representado, pero sí el petrolero, la minería, los bancos orientados a Asia y las grandes farmacéuticas), que permanecerá intacta. Y la mayoría de las carteras en el Reino Unido deberían tener una

posición sólida en los índices globales junto con índices británicos de gran capitalización.

Probablemente, un Brexit sin acuerdo provocaría una perturbación a corto plazo, pero hasta el Banco de Inglaterra está empezando a ver que el riesgo no es cuantificable. Esperamos no tener que descubrirlo, pero pensamos que el impacto a largo plazo sería manejable. Como a menudo hemos dicho, el Reino Unido es una de las economías europeas más competitivas, y no solo porque tiene un tipo de cambio más bajo. El gobierno (utilizamos este término de forma general) también tiene mucho margen para fomentar su propio gasto, y prevé hacerlo.

Por otra parte, la demanda de los consumidores del Reino Unido nos parece potencialmente sólida. El gasto de los consumidores viene determinado por las rentas, los balances y la confianza (esta última determina qué proporción de su renta o balance están dispuestos a gastar).

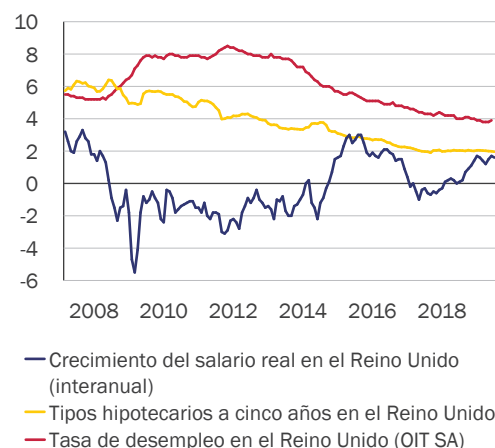
La renta de los hogares —condicionada por los salarios, el empleo, los beneficios, los impuestos y las hipotecas— podría ser el factor más importante, y al menos por ahora está mostrando cierto dinamismo. El crecimiento del empleo ha sido sólido y, con una tasa de paro en su nivel más bajo desde 1974 (lo cual también fomenta la confianza), el crecimiento salarial ajustado a la inflación vuelve a ser positivo. Los tipos hipotecarios han alcanzado recientemente mínimos históricos, y el Banco de Inglaterra no los subirá mientras no se resuelva el Brexit.

También los balances podrían ser menos vulnerables de lo que se temía. Después de los excesos de la primera década del siglo XXI, los consumidores están actuando con más moderación y la deuda de los hogares ha caído considerablemente respecto a sus ingresos (aunque sigue siendo elevada desde el punto de vista histórico y superior a la de Estados Unidos, donde el ajuste de los hogares ha sido mayor).

En este contexto, hemos observado un fuerte aumento en los activos. El valor de la vivienda está casi dos quintas partes por encima de su pico anterior a la crisis, y el patrimonio neto de los hogares ha alcanzado un máximo histórico siendo cinco veces la renta disponible. No obstante, cabe señalar una vez más que en

Figura 3: Elementos favorables del consumo (izquierda)

Aumento del salario real, reducción de la tasa de desempleo y los tipos hipotecarios (%)



Fuente: BLS, ONS, Banco de Inglaterra, Bloomberg, Rothschild & Co. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Estados Unidos la cifra comparable es seis veces mayor.

¿Y qué hay de la confianza? Si cae, podría ser necesario apretarse el cinturón, incluso aunque los salarios y el patrimonio se mantengan intactos. A juzgar por lo que los consumidores dicen en las encuestas, podría parecer frágil. Sin embargo, si consideramos lo que hacen, parece más fuerte. Desde el referéndum relativo a la salida de la UE celebrado en 2016, las encuestas se han debilitado aunque, como hemos dicho, la tasa desempleo se ha reducido. No obstante, el gasto ha continuado creciendo y también lo ha hecho, de forma considerable, la proporción de ingresos disponibles gastados: la tasa de ahorro agregada ha caído. Si los consumidores estuvieran tan preocupados la tasa de ahorro aumentaría, no se reduciría.

Las encuestas son subjetivas y reflejan las últimas noticias. Además, algunos acontecimientos objetivos no siempre se hacen sentir inmediatamente. Por ejemplo, puede que los consumidores estén preocupados por el impacto del Brexit en el precio de la vivienda, pero hasta que no se vean afectados más directamente (cuando intenten vender su casa, por ejemplo) esto podría no afectar al gasto.

Obstáculos en el horizonte

Por supuesto, la caída de la tasa de ahorro podría haber afectado a una posible barrera de protección contra las malas noticias.

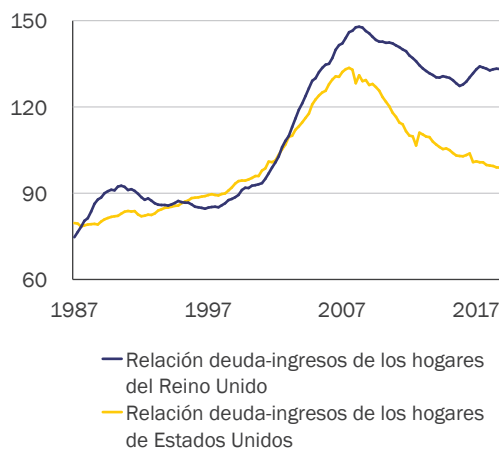
Y, en todo caso, el movimiento de la tasa de ahorro podría hacernos subestimar la confianza de los consumidores británicos en los últimos tiempos. Si tenemos en cuenta la inversión en

la vivienda además del gasto en consumo, el flujo de efectivo de los consumidores británicos es deficitario, aunque no tanto como en la década del 2000. En cambio, el consumidor estadounidense es más prudente (¿tiene menos confianza?), y actualmente actúa como prestamista neto y proveedor de liquidez, no como prestatario.

Por ahora concedemos al consumidor británico el beneficio de la duda. La caída del PIB del segundo trimestre reflejaba los inventarios, no un consumidor débil. Un mercado laboral estrecho, una inflación contenida, unos tipos de interés bajos y una mejor ratio de deuda son favorables para la demanda, al menos por el momento.

Figura 4: Apalancamiento de los hogares

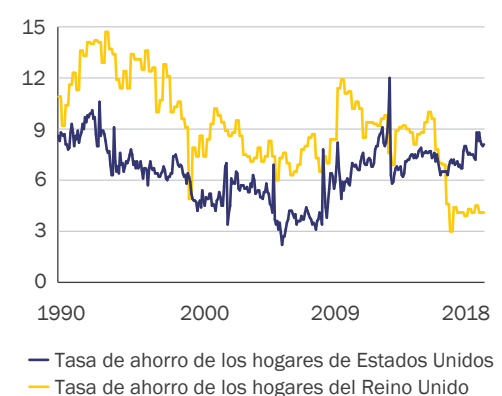
Relación deuda-ingresos de los hogares (%)



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

Figura 5: Tasa de ahorro de los hogares

Tasa de ahorro sobre renta disponible (%)

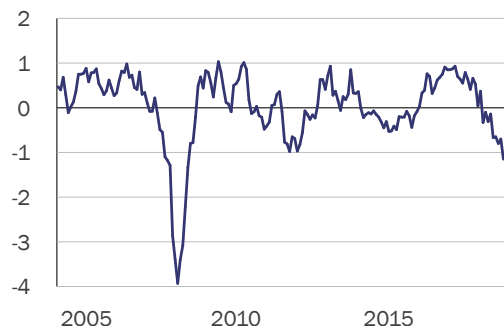


Fuente: BEA, ONS, Rothschild & Co
El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

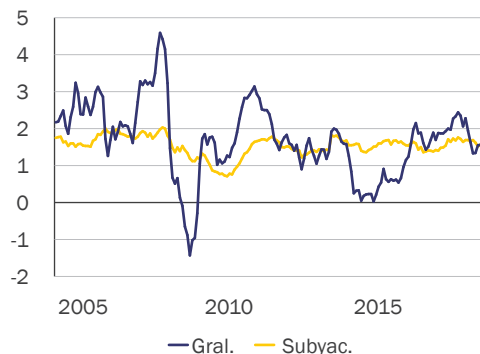
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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



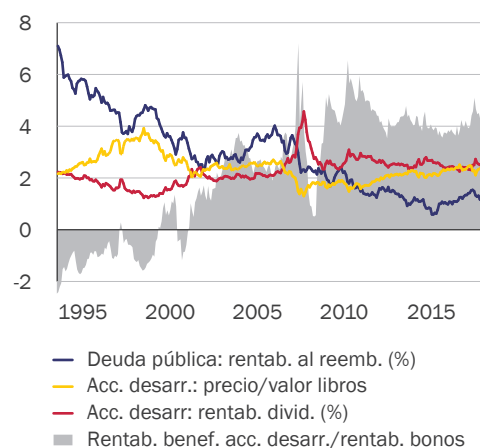
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	1.5	13.8	8.5
Gilt RU 10a	0.5	9.4	6.8
Bund alemán 10a	-0.7	8.7	7.5
Bonos gob. suizo 10a	-1.0	7.0	5.0
Bonos gob. japonés 10a	-0.3	3.6	2.6
Crédito global: grado inversión (USD)	1.2	10.8	11.8
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.2	7.3	17.1
Emergentes (USD)	4.9	11.9	13.9

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.6	0.5	31.9
Desarroll.	2.5	1.0	33.2
Emergen.	2.9	-3.0	22.7
EE.UU.	1.9	2.2	40.2
Zona euro	3.6	-0.9	21.8
RU	4.8	0.1	18.8
Suiza	3.0	13.1	32.3
Japón	2.3	-9.8	21.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	111	3.4	5.3
Euro (EUR)	125	-2.8	5.3
Yen (JPY)	98	7.9	1.0
Libra esterl. (GBP)	75	-2.9	-3.2
Franco suizo (CHF)	162	2.0	3.0
Yuan (CNY)	128	-2.4	-3.0

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	170	-11.6	-6.8
Crudo Brent (\$/b)	60.4	-22.3	24.9
Oro (\$/onza)	1,520	26.7	16.0
Metales indus. (1991 = 100)	243	-2.0	23.6
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	19.0	40.3	44.7
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	86.9	72.4	25.7

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Agosto 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.

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 Corrairie 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

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

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).