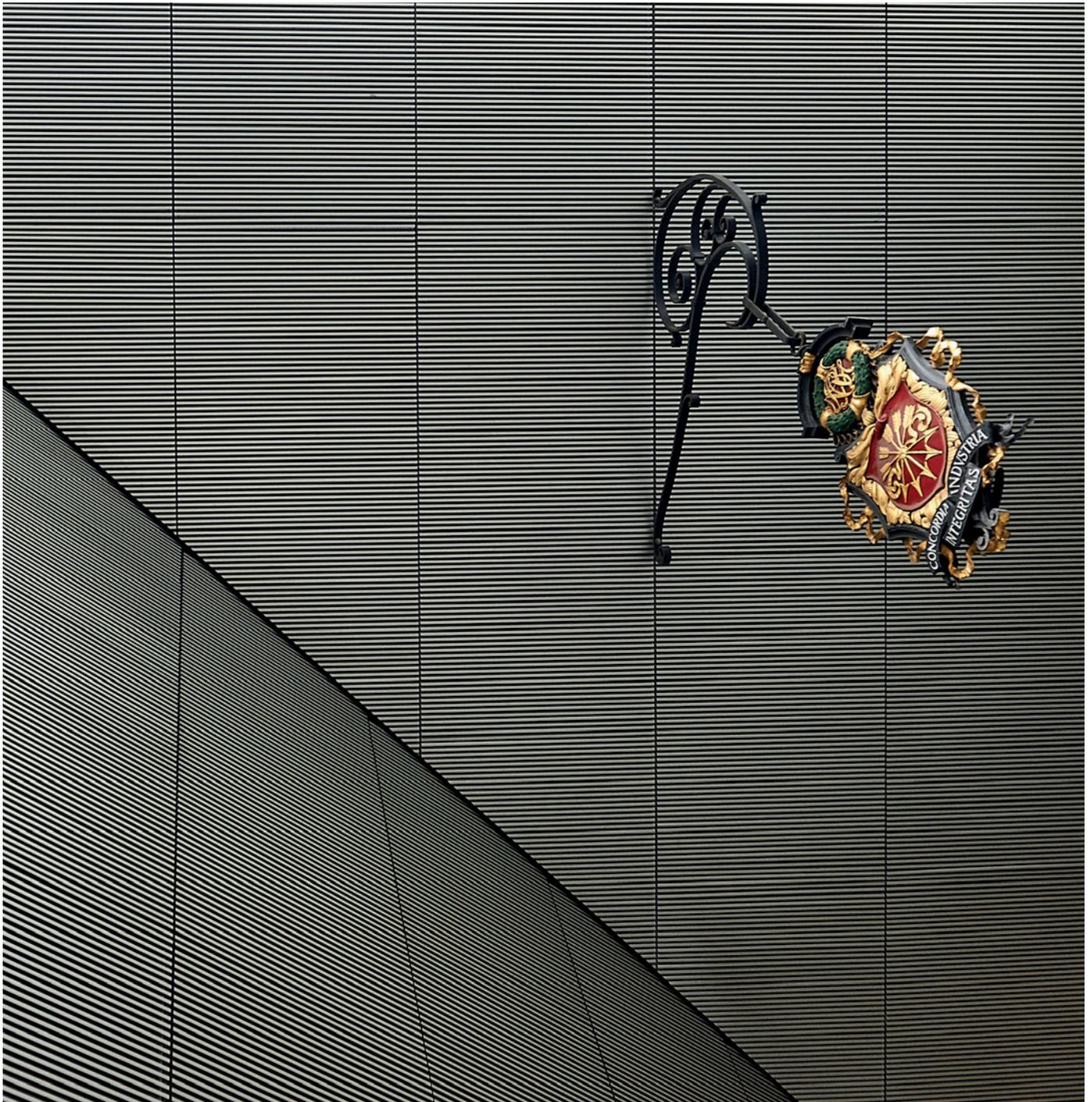


Perspectivas de mercado



¿Seguro de crecimiento o tolerancia a la inflación?

Número 54 | Julio/Agosto 2019



Preámbulo

La expansión de Estados Unidos celebró su décimo aniversario en junio y, en julio, se convertirá en el periodo de crecimiento económico más largo de la historia, aunque no el más grande.

Como hemos señalado a menudo, dicho crecimiento dista mucho de ser el más popular, aunque puede que sea uno de los que mejor evolución ha mostrado, razón por la que hemos concedido el beneficio de la duda durante tanto tiempo.

La amenaza más acuciante para el undécimo aniversario —aparte de la propia duración del ciclo— puede ser la escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. En estos momentos todavía podemos imaginar una resolución del problema, pero, conforme avanzamos hacia las citas electorales de 2020 también se incrementa el riesgo de que la Casa Blanca promulgue políticas arriesgadas (sin olvidar que China, y no Estados Unidos, se beneficia más del desequilibrio actual del campo de juego; Trump ha ganado un punto, aunque de manera poco diplomática).

Por el contrario, los factores que pueden liquidar el ciclo convencional —un aumento de la inflación y los tipos de interés— parecen ser una amenaza mucho menor. Tanto la inflación como la política monetaria están actuando de forma defensiva, no solo en Estados Unidos, sino a escala mundial. En esta edición de Market Perspective, analizamos por qué podría suceder esto y qué podría significar.

Y con esto no vamos a escaparnos con el mercado de bonos. Pero mantenemos una mente más abierta acerca de dónde proviene el crecimiento y lo que eso significa para la inflación, los tipos de interés y las carteras.

La siguiente edición de Market Perspective se publicará en septiembre.



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: Junio de 2019
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Mayo de 2019.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

¿Seguro de crecimiento o tolerancia a la inflación?

Si la respuesta es una política monetaria más laxa, ¿cuál es la pregunta?

“Los hombres prácticos, que se creen exentos de cualquier influencia intelectual, suelen ser a menudo esclavos de algún economista difunto.”
John Maynard Keynes

Los temores sobre el crecimiento reaparecen (otra vez)...

La novedad más destacada desde la última edición de Market Perspective es el fracaso de la tregua comercial entre Estados Unidos y China a principios de mayo. Las cotizaciones bursátiles —que habían registrado un mes de abril notablemente fuerte en el que el índice S&P 500 marcó un nuevo récord histórico— se revirtieron rápidamente, mientras que los bonos que actúan como refugio, ya caros en ese momento, repuntaron aún más.

El temor es que una guerra comercial afecte a una economía global —y a un ciclo económico en fase tardía en Estados Unidos— que ya ha perdido impulso, convirtiendo la desaceleración en algo más grave.

Mientras tanto, la inclinación al riesgo también se ha visto afectada por las renovadas posibilidades de que el Reino Unido abandone la Unión Europea (UE) sin acuerdo, el desajustado comportamiento presupuestario del gobierno italiano y la escalada en las tensiones de Oriente Medio. Las encuestas empresariales de todo el mundo muestran una caída en la confianza, mientras que los expertos que han pasado los últimos 10 años esperando una recesión secundaria están afilando sus cuchillos.

Pero la reactivación de la volatilidad ha sido, de hecho, relativamente silenciosa, al menos hasta ahora, en parte porque los bancos centrales se han esforzado en tranquilizar a los mercados en el sentido de que la política monetaria atenuará cualquier golpe macroeconómico (o al menos lo intentará). Y, aunque no sabemos exactamente cuáles son sus razones, una de ellas seguramente debe ser la estabilidad continua de una inflación prácticamente inactiva.

... y los bancos centrales reconsideran su planteamiento

La reducción de los tipos de interés en una economía que disfruta de pleno empleo como la estadounidense parecería algo atípico en tiempos de “normalidad”. Es cierto que la

Reserva Federal tiene dos mandatos: mantener la inflación en niveles reducidos y el empleo en niveles elevados. Y podría ser que la Reserva Federal piense que los riesgos para el empleo han aumentado considerablemente a causa del último episodio del conflicto comercial. Sin embargo, partimos de que la tasa de desempleo en Estados Unidos se encuentra en mínimos de 50 años, punto en el que generalmente esperamos que el riesgo de inflación se intensifique. Asociamos el bajo desempleo con una mayor inflación, una relación conocida como la “curva de Phillips”, en homenaje al académico que primero la diseñó.

Es improbable que la Reserva Federal cree expectativas de unos tipos más bajos —que es lo que están haciendo ahora los mercados monetarios, y con bastante seguridad— si considerase que hay posibilidades de aceleración de la inflación. En concreto, dudamos de que haya cambiado de opinión (hasta diciembre, recordemos, estaba subiendo los tipos) simplemente porque se sentía intimidada por los mercados y los medios de comunicación... o por el presidente.

O bien se ha vuelto marcadamente más pesimista respecto al crecimiento y el empleo en la segunda mitad del año, o bien se está replanteando la forma en que funciona la inflación, o ambas cosas. Tengamos en cuenta que la medida objetivo de la inflación de la Reserva Federal, del 1,5% en abril, está por debajo de su objetivo de referencia del 2%, pero no de forma sustancial.

La Reserva Federal es, con mucho, el banco central más importante para los inversores, y su cambio de comportamiento —o cambio de comportamiento esperado— es el más dramático. El Banco Central Europeo (BCE) también ha apuntado hacia una postura más flexible, sugiriendo que está considerando activamente recortar aún más los tipos de interés “si fuera necesario”.

El desempleo en la zona euro duplica al de Estados Unidos y el mandato del BCE es más limitado (solo se refiere a la inflación) y menos preciso (una tasa de inflación “por debajo, pero cerca del 2%”). Sin embargo, el desempleo rara

vez ha sido menor desde que existe el euro. Si bien la tasa de inflación, en el 1,2% en abril, está por debajo del objetivo, la brecha no es grande. Como se ha señalado, para empezar, el objetivo es impreciso.

Una vez más, llegamos a la conclusión de que el BCE considera que las inminentes malas noticias sobre el crecimiento son suficientes para reducir sustancialmente la inflación a través de los vínculos relativos a la curva de Phillips y/o de que también se está replanteando la forma en que funciona la economía. Y allá donde vaya el BCE le seguirá el Banco Nacional de Suiza, que sigue de cerca la política del BCE para tratar de evitar flujos de divisas desestabilizadores.

El Banco de Inglaterra no se ha movido ante los riesgos económicos percibidos que se asocian a la salida del Reino Unido de la UE. Tiene un mandato informal para ayudar a la economía real, así como un objetivo formal de inflación del 2%. Con el desempleo en el Reino Unido en su nivel más bajo desde 1974 y una inflación que cumple el objetivo, tampoco se ha producido una relajación de la política monetaria, aunque puede que esto no baste para que siga el ejemplo de la Reserva Federal o el BCE.

¿Esclavos de economistas difuntos?

Las expectativas de crecimiento se han visto afectadas negativamente, pero sospechamos que, como se ha señalado, este replanteamiento monetario pueda responder a más factores, ya que no es la primera vez en los últimos años que la inflación y los tipos de interés, por una razón u otra, se han mantenido “más bajos por más tiempo”. Los mercados de bonos recientemente han mostrado una ligera pero clara caída en

las expectativas de inflación en Estados Unidos y la zona euro, independientemente de las expectativas de crecimiento.

Siempre hemos percibido el riesgo de inflación y la normalización monetaria como las nubes cíclicas más probables que emergen en lo que de otro modo sería un contexto macroeconómico relativamente claro, aunque, simplemente, no se han materializado todavía (de nuevo). Los salarios estadounidenses no han logrado subir significativamente en ese mercado laboral con pleno empleo y ahora la Reserva Federal —que al menos se encaminaba en la dirección largoplacista esperada desde finales de 2015— parece haberse quedado corta frente al objetivo antes señalado.

Esas metas de inflación no se establecen porque un poco de inflación sea algo bueno. Se fijan porque la inflación era en el pasado el enemigo público número uno y, después de experimentar sin éxito con varias maneras para afrontarla —incluidas las políticas de gestión de la demanda, monetarismo, rentas y tipos de cambio—, se decidió (inicialmente, en 1990, el Banco de Nueva Zelanda) adoptar un objetivo formal como modo de limitar las expectativas que se perpetúan a sí mismas y que crearon una mentalidad de “tasa de mercado”. El propio objetivo (arbitrario) era la clave: las palancas precisas que se activarían para lograrlo no eran tan importantes (salvo que fueran ampliamente creíbles).

Los bancos centrales centrados en la inflación ciertamente han logrado gestionar una inflación más baja, aunque no podemos asegurar de que se consiguiese gracias al régimen, y no a las circunstancias.

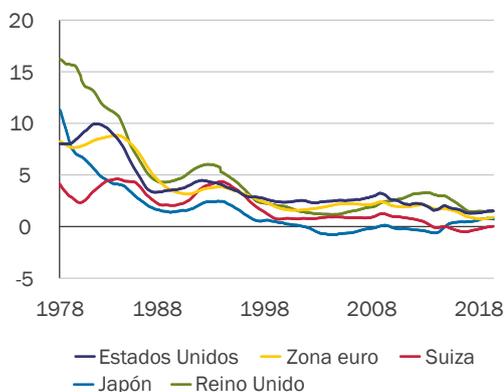
La figura 1 muestra lo lejos que hemos llegado en los últimos 40 años. Es posible que 1979 no marque el pico de la inflación, pero sí supuso el momento en que tanto Estados Unidos como el Reino Unido fueron conscientes de que debían tomar medidas drásticas al respecto.

De hecho, como se muestra en la figura 1, la importante caída de la inflación ya había quedado atrás con el cambio de milenio, momento desde el cual se ha mantenido bastante estable. Incluso en Japón, donde la deflación ha sido mucho más pequeña de lo que popularmente se piensa, la inflación ha tenido un comportamiento bastante plano durante 20 años.

No obstante, sigue proyectando una larga sombra. La idea de que un crecimiento más sólido conduciría a una inflación más alta ha sido fundamental para el debate económico. Su suspensión podría, durante gran parte del tiempo, explicarse por el desempleo, hasta ahora.

Figura 1: Tendencias de inflación, 1979–2019

Medias móviles de 5 años de la inflación de los precios al consumo (% interanual)



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

Es difícil saber con seguridad qué parte del mercado (demanda u oferta) va en el asiento del conductor.

La curva de Phillips era intuitiva si se aceptaba, como hacíamos muchos de nosotros, una forma particular de ver la economía, una visión del mundo enseñada inconscientemente en la mayoría de las facultades. Este enfoque mayoritario es en gran medida keynesiano* (lo cual es irónico teniendo en cuenta el comentario sobre los economistas difuntos citado anteriormente), pero muchos monetaristas también lo suscriben implícitamente.

Sin embargo, hay un punto de vista alternativo en que el vínculo entre el crecimiento y la inflación podría incluso ir en la dirección opuesta.

Una visión de crecimiento alternativa

La visión mayoritaria se centra en el lado de la demanda de la economía que considera que el gasto de los consumidores, las empresas y los gobiernos es el principal motor de crecimiento, y se remonta a la revolución keynesiana que dio forma a la política y las medidas económicas de la posguerra (las cuentas nacionales –el propio PIB– se compilaban en gran medida teniendo en cuenta el marco keynesiano).

Es fácil imaginar cómo un aumento en la confianza (“instinto animal”) puede alentar a las empresas o los hogares a gastar más y activar una mayor producción. La oferta se considera en gran medida como algo pasivo; aunque la excepción más clara es cuando se reduce repentinamente, como, por ejemplo, cuando se interrumpe el suministro de petróleo o cuando las relaciones laborales han sido disruptivas.

Un enfoque hacia la demanda agregada excesiva –el resultado del instinto animal, política monetaria expansiva u oferta interrumpida– se presta naturalmente a imaginar “demasiado dinero persiguiendo muy pocos bienes” (o muy pocos trabajadores), dando como resultado un repunte de la inflación.

Y esta sigue siendo la configuración predeterminada para el debate macroeconómico, incluso en la era desinflacionista. Puede observarse cuando se habla de “exceso de ahorro” y “estancamiento estructural”, donde se supone que la demanda no es lo suficientemente fuerte como para que las economías crezcan más rápido. Los

monetaristas que se centran en el lento crecimiento de la oferta monetaria también están colocando implícitamente la demanda en primer lugar.

Una visión alternativa es aquella en la que la oferta agregada, no la demanda, marca rutinariamente el ritmo de crecimiento. Es difícil imaginar que la oferta aumente de manera independiente, pero puede hacerlo, y lo ha hecho. Y, si el crecimiento se dirige desde el lado de la oferta, entonces la deflación, no la inflación, es un resultado más intuitivo, una especie de situación del tipo “demasiados bienes que persiguen muy poco dinero”. Y cuanto más rápido sea el crecimiento basado en la oferta, mayor será la tendencia deflacionista.

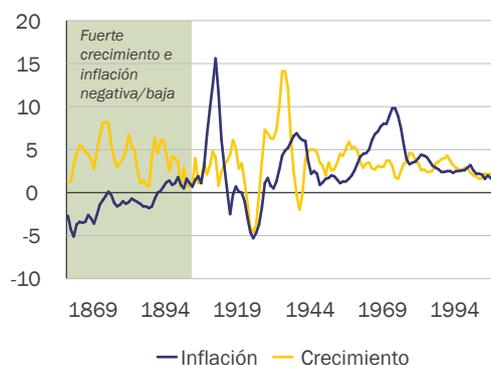
En el enfoque mayoritario dirigido por la demanda, Global Inc es efectivamente una fábrica que espera a los clientes para poner en marcha la línea de producción. En el enfoque dirigido por la oferta, Global Inc produce incluso antes de que lleguen los clientes.

Suena inverosímil, pero puede suceder. Antes de la revolución keynesiana –que recordemos fue impulsada por la especial debilidad de la demanda durante la Gran Depresión–, los economistas vieron la oferta y la demanda agregadas de manera más equitativa. Por supuesto, en términos de medición, lo que se gasta y lo que se produce se acaban equilibrando, simplemente no sabemos de qué lado proviene la fuerza motriz.

El crecimiento impulsado por la oferta ocurre cuando aumenta el potencial productivo. Y es posible que tales ganancias inesperadas no sean tan raras como podríamos pensar. Las

Figura 2: Tendencias de crecimiento e inflación, Estados Unidos, 1869–2018

Medias móviles de 5 años del crecimiento del PIB y la inflación (% interanual)



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

* La economía keynesiana (también llamada keynesianismo) describe las teorías del economista británico John Maynard Keynes, quien abogaba por un mayor gasto público y menores impuestos para estimular la demanda.

nuevas fábricas no aparecen de la noche a la mañana. Pero los nuevos recursos, y las nuevas tecnologías, sí.

¿Regreso al futuro?

Un claro ejemplo de crecimiento impulsado por la oferta sucedió en Estados Unidos en la segunda mitad del siglo XIX. Un gobierno federal recientemente unificado presidió una economía cada vez más conectada donde la infraestructura mejoraba constantemente y la tecnología evolucionaba a pasos agigantados. El repunte resultante en la eficiencia en el lado de la oferta —que supuso una ola de crecimiento de la productividad— generó un fuerte incremento sostenido de la producción y unos precios que experimentaban frecuentes caídas (figura 2, que también muestra claramente que no había un vínculo automático entre el crecimiento y la inflación incluso en el siglo XX). Parece poco probable que se hubiera materializado una curva de Phillips en ese momento.

Aquellas fueron circunstancias especiales. Pero, recientemente, la liberalización del comercio (hasta ahora), con la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio en diciembre de 2001 y la disponibilidad de un gran repositorio de mano de obra, puede considerarse una ganancia inesperada por el lado de la oferta. Junto a ello, otra oleada de innovación tecnológica —en comunicaciones, medios digitales, automatización, software, ciencia de materiales, nanotecnología— también ha brindado beneficios productivos, además de mejorar las relaciones laborales en algunas economías desarrolladas.

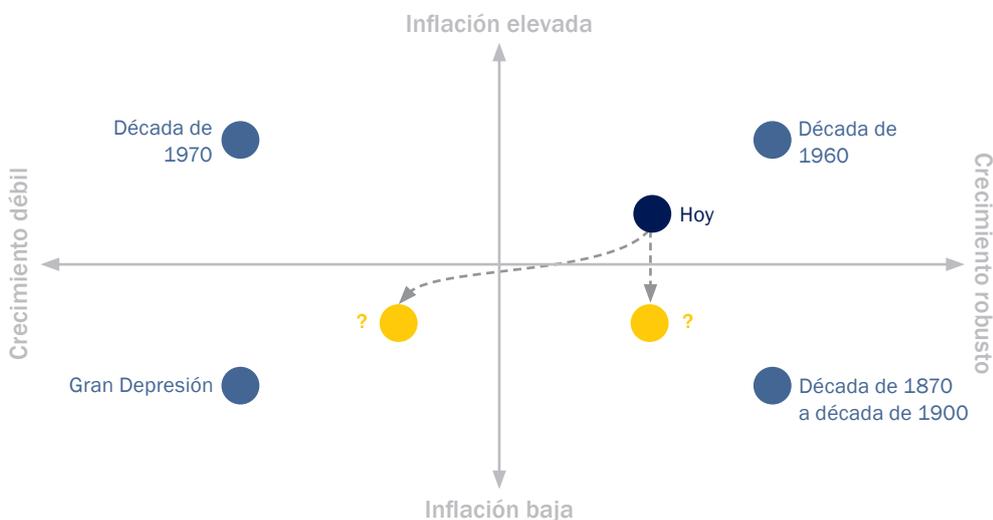
Es posible que las ganancias tecnológicas no se hayan mostrado completamente en la producción registrada. Varios estudios oficiales (como la revisión de 2016 de las estadísticas del Reino Unido presidida por el académico Sir Charles Bean) han sugerido que la producción digital o virtual simplemente no se está registrando con precisión. (¿Y por qué puede ocurrir esto? Una carta puede pesarse y rastrearse fácilmente, a diferencia de los correos electrónicos). Pero, cuando Robert Solow dijo en 1987 que “se pueden ver computadoras en todas partes, excepto en las estadísticas de productividad”, es posible que no acertara del todo. Si se subestiman la producción y la productividad, tal vez la nueva tecnología aparezca en los vínculos entre la producción y la inflación registradas, y en márgenes de beneficio saludables.

Es difícil saber con seguridad qué parte del mercado (demanda u oferta) va en el asiento del conductor. Pero, al menos, si aceptamos la posibilidad de un crecimiento impulsado por la oferta, comenzamos a ver la interacción potencial entre crecimiento e inflación de una manera más abierta. En las posibilidades que se muestran en la figura 3, las posibilidades de estar en el cuadrante inferior derecho (favorable) pueden ser reales.

Y, si la relación entre crecimiento y estabilidad de precios parece más amigable que cuando se ve a través de nuestra perspectiva keynesiana con forma de inflación, los bancos centrales pueden ser capaces de adoptar medidas expansivas incluso cuando el desempleo aún sea bajo, sin causar demasiado daño.

Figura 3: Combinación estilizada de inflación y crecimiento

¿Es el cuadrante inferior derecho hacia donde nos dirigimos (de nuevo)?



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

Todavía queda pendiente la pregunta de si una combinación mejorada de crecimiento/inflación está ya descontada en los mercados monetario y de bonos. Un análisis más minucioso del nivel “correcto” de tipos de interés requeriría más espacio del que tenemos aquí, pero podemos señalar que, al igual que con la relación entre inflación/producción, el vínculo entre tipos de interés e inflación también ha sido relativamente flexible en términos históricos.

Al igual que con la curva de Phillips, el vínculo entre, por ejemplo, el crecimiento nominal del PIB y los tipos de interés y las rentabilidades de los bonos registrado en el último medio siglo no siempre funcionó en épocas anteriores. A menudo, existían divergencias entre los tipos de interés y las condiciones económicas, y no solo momentáneas. Descontando la baja inflación actual, los mercados monetario y de bonos actuales pueden no ser tan extravagantemente caros como parecen.

Mientras tanto, de vuelta en el rancho...

¿Qué significa esto para los inversores? Debemos tener en cuenta rápidamente que mantener una actitud excesivamente prudente sobre el horizonte de inflación no nos ha impedido asesorar positivamente sobre los mercados de la última década. Hemos sido demasiado pesimistas con respecto a los bonos, sin duda, pero las acciones (lógicamente) han sido las grandes ganadoras hasta ahora en el mundo posterior a la crisis financiera global.

Algunos analistas sugirieron que la inflación se mantendría moderada todo el tiempo, pero normalmente solían argumentar desde ese punto de vista keynesiano. Su diagnóstico estaba debilitando la demanda, no fortaleciendo la oferta, y, como resultado, solían ser demasiado pesimistas sobre los beneficios empresariales.

Para las empresas, el mundo desinflacionista no ha traído consigo la “Edad de Hielo” prevista o la pérdida agregada del “poder de fijación de precios”, sino todo lo contrario. Los márgenes de explotación en Estados Unidos han alcanzado nuevos máximos, incluso cuando la inflación se ha mantenido moderada, y la tendencia de la rentabilidad en el mundo desarrollado (retorno sobre el capital, ajustado por la inflación) ha alcanzado máximos de 50 años.

Quizá esta es la perspectiva de inversión más importante de la posibilidad de un crecimiento impulsado por la oferta. Los bajos niveles de inflación y tipos de interés son obviamente buenos para la deuda pública, aunque tampoco tienen por qué ser malos para las empresas.

Es cierto que, durante gran parte de 2019 hemos tenido la impresión de que el margen cíclico probable de las acciones disminuía a medida que los mercados repuntaban, al menos bajo una visión convencional en que el exceso de inflación y la penitencia monetaria acechaban a la vuelta de la esquina.

El jurado aún está deliberando. Podría ser que los bancos centrales estén anticipando un segundo semestre penoso para el crecimiento y que la idea de unos tipos de interés más bajos no refleje un cambio en la percepción del vínculo crecimiento/inflación, sino más bien una póliza de seguro cíclico más convencional.

Y no estamos del todo preparados para deshacernos completamente de nuestra prudencia acerca de la inflación. Sospechamos que, si la inflación generada por la demanda sigue siendo un riesgo, se trata de uno que no se puede ajustar, por lo que preferiríamos que los bancos centrales esperaran hasta que la evidencia —ya sea de recesión o de crecimiento generado por la oferta— fuera más clara. De hecho, si Trump no tiene cuidado, su falta de tacto comercial puede matar a la gallina de los huevos de oro que alimentó el lado de la oferta.

Pero tal vez necesitemos mantener una mente más abierta. Los precios actuales de los bonos pueden ser más sostenibles —y la protección implícita de la cartera que brindan los bonos puede ser menos costosa— de lo que pensábamos.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

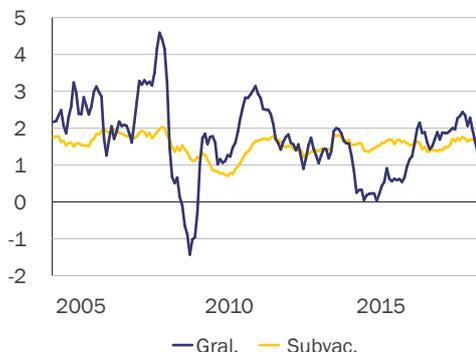
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

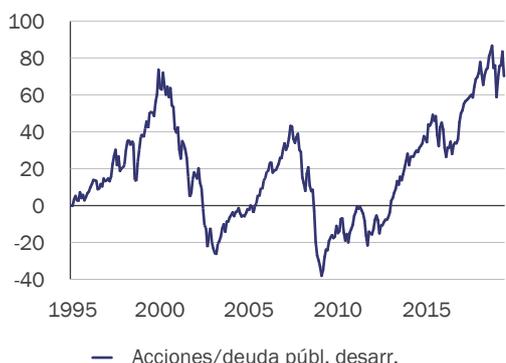
Inflación G7

%, interanual



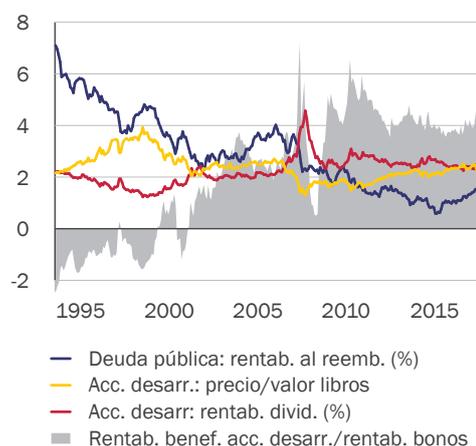
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.1	10.3	4.4
Gilt RU 10a	0.8	6.4	8.3
Bund alemán 10a	-0.3	6.6	5.8
Bonos gob. suizo 10a	-0.5	4.3	1.5
Bonos gob. japonés 10a	-0.1	1.7	0.6
Crédito global: grado inversión (USD)	1.5	7.7	9.7
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.1	7.3	23.0
Emergentes (USD)	5.0	10.3	16.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.5	3.3	41.4
Desarroll.	2.5	4.2	41.9
Emergen.	2.8	-2.9	37.6
EE.UU.	1.9	6.5	47.1
Zona euro	3.5	-0.9	31.6
RU	4.4	2.0	39.0
Suiza	3.0	19.9	41.1
Japón	2.6	-10.2	29.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	109	2.4	3.6
Euro (EUR)	124	0.1	5.2
Yen (JPY)	94	5.7	-1.5
Libra esterl. (GBP)	76	-1.8	-9.7
Franco suizo (CHF)	158	3.0	-1.1
Yuan (CNY)	131	-4.6	-2.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	176	-10.2	-8.5
Crudo Brent (\$/b)	62.1	-17.5	26.4
Oro (\$/onza)	1,347	5.3	3.7
Metales indus. (1991 = 100)	235	-15.9	24.8
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	15.2	23.1	-21.9
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	76.7	46.6	-7.1

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Mayo 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).