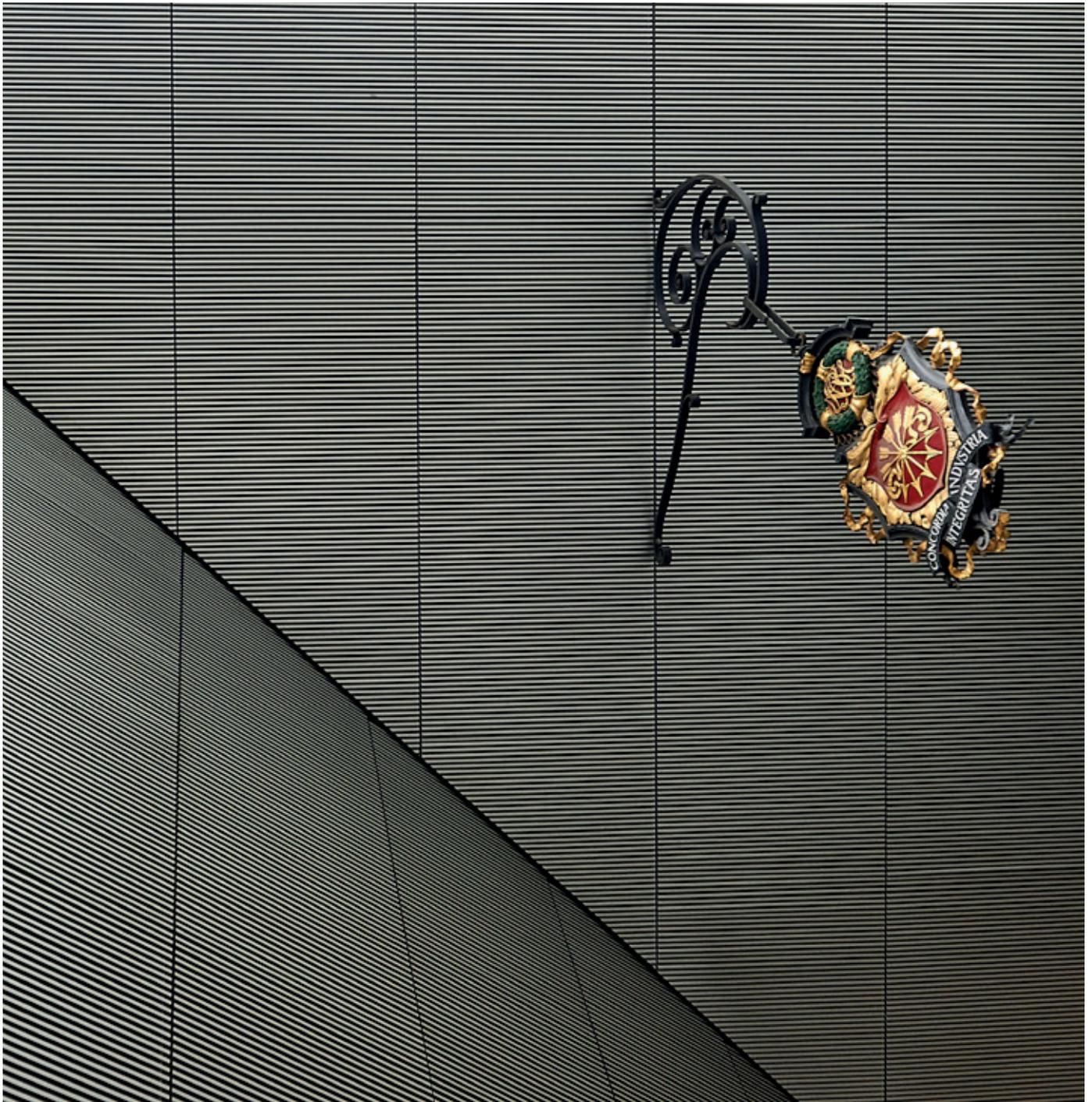


Perspectivas de mercado



Llegaremos cuando llegemos

Número 48 | Octubre 2018



Preámbulo

Los medios de comunicación —y gran parte de nuestra industria— ven la economía y las finanzas como un drama. Abunda la urgencia, la emoción y las exigencias.

La realidad es menos emocionante. Con el tiempo, los trabajadores mejoran en sus respectivas actividades al producir más bienes y servicios de forma más eficiente. En la práctica, invertir es más un maratón que una carrera de velocidad y hay muchas carteras perfectamente aceptables. Tener un poco de paciencia puede ser de ayuda.

Por eso sigue pareciéndonos que la próxima recesión y/o crisis financiera estadounidense puede estar bastante lejos, al margen de las subidas de tipos de interés, de los rendimientos de los bonos y de los precios del petróleo.

El renovado despilfarro de Italia se presenta abrumador. La riña comercial está centrándose más en el eje Estados Unidos–China, y de ello podemos prever desenlaces tanto positivos como negativos. Todavía es factible un acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea, al igual que una transición más larga.

Los expertos con sed de emociones volverán a estar en lo cierto algún día (y para entonces es posible que estemos de acuerdo con ellos). La volatilidad se ha mantenido notablemente baja este año y hace tiempo que debería haberse producido un repunte a niveles más «normales» (como hemos dicho en muchas ocasiones). Es posible que nos esperen tiempos arduos si el crecimiento de los beneficios de las empresas estadounidenses se desacelera en 2019 y la Reserva Federal (Fed) sigue normalizando los tipos de interés.

Pero las economías y los mercados no siempre colisionan y se desploman. Si invertimos como si lo hicieran, nuestras carteras podrían ser más sólidas cuando lleguen finalmente los problemas, aunque podrían no ser tan graves.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management

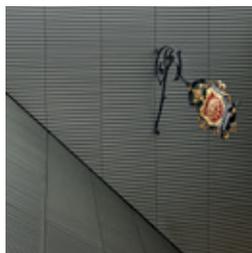


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2018 Rothschild Wealth Management
Fecha de publicación: Octubre de 2018
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Septiembre de 2018.
Fuentes de gráficos y cuadros:
Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Llegaremos cuando llegemos

La paciencia es una virtud de la inversión

Dash: “¿Hemos llegado ya?”

Mr Increíble: “Llegaremos cuando llegemos”.

Los tipos estadounidenses y la siguiente recesión

En el momento de redactar este informe, los rendimientos de los bonos globales han estado subiendo, impulsados por unos sólidos datos estadounidenses y la política de la Fed. Esto no es ninguna sorpresa y significa que los bonos han estado más caros (y los rendimientos más bajos) de lo que se justifica por el entorno económico.

La gran noticia en septiembre habría sido que la Fed *no* hubiera elevado los tipos por octava vez en este ciclo: se había previsto una subida de forma casi unánime.

La primera subida fue en diciembre de 2015. Luego esperamos un año hasta la siguiente, y el ritmo ha ido incrementándose desde entonces.

Con los fondos federales en el 2,25%, el techo del rango de los mismos se sitúa en la actualidad 200 puntos básicos por encima del mínimo histórico alcanzado después de la crisis financiera global (figura 1). Desde octubre de 2017, el balance de la Fed ha estado reduciéndose lentamente también, a medida que el endurecimiento cuantitativo (QT) sustituye a la expansión cuantitativa (QE) (figura 2).

Da la sensación de que hemos recorrido un largo camino en términos de la política monetaria. La Fed abandonó una referencia que había usado durante mucho tiempo para que la política monetaria se mantuviera acomodaticia. Por otro lado, la guerra comercial sigue siendo un riesgo —al margen del Acuerdo de EE. UU., México y Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés)— y la expansión económica estadounidense se adentra firmemente en su décimo año de vida, la segunda más prolongada.

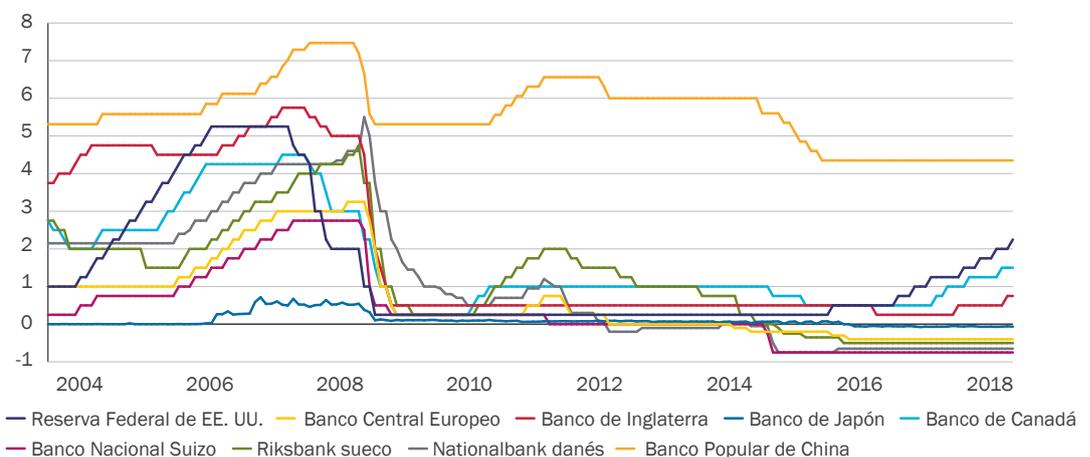
Entonces, ¿hemos llegado ya? ¿La labor de normalización de la Fed ha acabado?

Creemos que no. La independiente Fed seguirá haciendo lo que crea correcto —tanto si Trump está de acuerdo con ello como si no y al margen del resultado de las elecciones legislativas de mediados de noviembre— y sus propias previsiones respecto a los tipos de interés, el «gráfico de puntos», sigue indicando que se producirán cuatro subidas de tipos más hasta final de 2019.

El presidente de la Fed, Jerome Powell, dejó claro que el comité sigue considerando que la economía estadounidense es fuerte. Nosotros estamos de acuerdo con ello. La actividad está perdiendo algo de energía, pero muestra pocos signos de fallecer de muerte natural.

Figura 1: Una política monetaria poco convencional

Tipos de interés seleccionados (en %)



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

El crecimiento del PIB ha estado manteniéndose firmemente por encima de la tendencia, las solicitudes de prestaciones por desempleo han estado en mínimos récord como proporción de la población activa y la confianza de los consumidores y las empresas es elevada. La liquidez de los hogares es abundante y su patrimonio neto colectivo abrumadoramente alto. La inflación es moderada, pero está subiendo.

Además, la Fed de hecho ha estado corriendo para mantenerse prácticamente quieta. Los tipos de interés estadounidenses que más importan —los tipos reales a largo plazo— no han subido mucho, incluso después de la corriente de ventas de comienzos de octubre, y se mantienen bajos (figura 3).

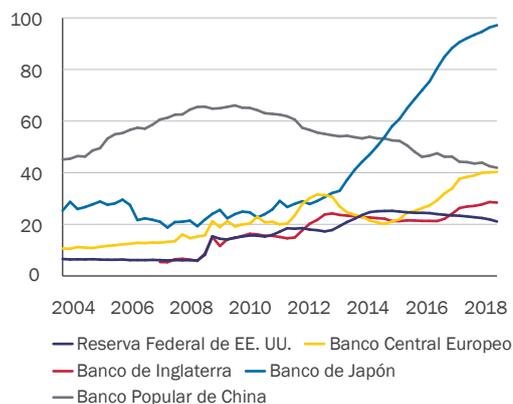
Una visión más amplia de las condiciones monetarias, que tiene en cuenta el tipo de cambio, no cambia el panorama de forma significativa. Al margen de las fluctuaciones recientes, el valor real del dólar ponderado por el comercio apenas ha aumentado desde 2015. Se ha apreciado frente a muchas divisas de mercados emergentes y frente a la libra esterlina, pero ha bajado frente al euro y el yen.

Por otra parte, el balance de la Fed —que afecta a la economía real de forma mucho menos directa que los tipos de interés y el tipo de cambio— se ha reducido menos de un 10%.

Sostener la tesis de una ralentización económica repentina provocada por las subidas de tipos de la Fed parece por tanto prematuro, al igual que prever que la Fed haga una pausa. Esto sugiere que podrían producirse más acontecimientos negativos para los bonos, pero no necesariamente para las acciones.

Figura 2: Una política monetaria poco convencional

Balances de bancos centrales seleccionados (en % del PIB local)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

La temporada de presentación de resultados del tercer trimestre está próxima. El crecimiento de los beneficios podría situarse por encima del 20% por tercer trimestre consecutivo y el PER a futuro podría anclarse en 17 veces, unas cifras menos notables que el nivel del 3,2% en que se sitúa el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años.

¿El petróleo hará el trabajo de la Fed por ella?

Las materias primas han atravesado dificultades en 2018, con la notable excepción del petróleo. Los precios del crudo Brent que se negocia a nivel internacional han alcanzado un máximo posterior a 2014 de 85 dólares por barril, lo que supone una subida del 26% en el año hasta la fecha, mientras que el WTI de EE. UU. también ha aumentado un 24%. Un petróleo más caro hace subir la inflación, pero el impacto general es deflacionista: hace bajar el crecimiento y la inflación básica al reducir la capacidad de gasto de los consumidores.

Además, este aumento probablemente recoge alteraciones de la oferta, como la reimposición de sanciones a Irán por parte de Estados Unidos.

¿Los precios del petróleo harán el trabajo de la Fed por ella?

De nuevo, dudamos de que el impacto sea suficientemente grande como para hacer mella en la dinámica actual del gasto en consumo.

Pero podría haber un impacto notable de carácter positivo en los beneficios empresariales. La mayoría de las grandes empresas cotizadas —en los sectores financiero, tecnológico, de consumo y farmacéutico, por ejemplo— compran poco petróleo. Las compañías aéreas compran petróleo, pero son pequeñas. El sector del petróleo en sí mismo es grande y, por supuesto, se beneficia de las subidas de los precios.

Roma no caerá en un día

¿Quizás la amenaza recesionista reside en Europa, en forma de una crisis financiera provocada por el creciente endeudamiento de la coalición populista de Italia, en flagrante inobservancia de las directrices de la UE?

Podría ser, pero lo dudamos, porque el endeudamiento del gobierno italiano probablemente no va a aumentar.

La clave está en los titulares que mencionan el déficit propuesto del 2,4% del PIB. Las crisis no suelen deberse a puntos decimales. La cifra es muy inferior a lo que se temía en el momento de las elecciones y el déficit sería uno de los más bajos desde 2007, después del probable nivel del 1,6% de 2018.

Esto no es justificación en modo alguno para la postura fiscal de la coalición, ni mucho menos para su carácter más amplio. Pero pese a la predecible respuesta del presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, el despilfarro propuesto por Italia no es preocupante.

El gobierno del país está endeudándose para pagar los intereses que debe. Tiene un superávit presupuestario primario (a diferencia de Francia). Gasta menos de la mitad del PIB (a diferencia de Francia). Necesita reducir esa deuda, pero sus nuevos planes no son necesariamente incompatibles con ello, aunque lo haría más despacio de lo que a la UE le gustaría.

La deuda (bruta) del gobierno de Italia es del 131% del PIB. Otro 2,4% supondría un incremento proporcional del 1,8% (2,4% dividido por el 131%). Si el PIB nominal crece a mayor velocidad, la ratio de la deuda caerá.

Los acontecimientos en Francia probablemente sean más importantes para el euro que los de Italia.

El crecimiento del 1,8% dudosamente será inalcanzable: estaría en línea con la media de cinco años. El crecimiento del segundo trimestre fue del 2,6% (comparado con el 2,4% en Francia). Por supuesto, el déficit podría superar el 2,4% previsto. Pero podría no hacerlo.

La ratio de deuda de Italia ha sido alta y ha estado subiendo muchos años, alcanzando un máximo (hasta ahora) del 132% en 2017. Gran parte de dicha deuda está en manos de adultos italianos con libre consentimiento; menos de un tercio se halla en manos de titulares en el extranjero. Italia tiene un superávit de la balanza de pagos y el endeudamiento de su sector privado es insignificante.

Ese superávit de la balanza de pagos refleja en parte el débil gasto interno de Italia, pero también indica que la posición competitiva del país no es tan nefasta como muchos sugieren. Italia no es Grecia.

En ninguno de estos países, por cierto, es una divisa nueva y barata el camino evidente hacia el éxito económico. «Comprar caro y vender barato» no es un plan de negocio sostenible para una economía desarrollada. Si una divisa débil fuera lo único que se necesitara, el Reino Unido lo habría hecho antes que nadie después de 1949.

Insistimos: todo esto no nos convierte en entusiastas de la coalición italiana o de sus planes presupuestarios. Tan solo estamos cuestionando la urgencia del debate (y esto no nos ha impedido mantener cierto seguro para la cartera a cuenta de ello).

Los acontecimientos que se produzcan en Francia probablemente sean más importantes para el euro que los de Italia (que suele presentar cierto desorden político). Si fracasara la agenda liberal del presidente francés, Emmanuel Macron, ello podría suponer una amenaza de mayor calibre para el escenario de «salir del paso» que los acontecimientos en Roma. Igual podría suceder con una persona euroséptica al frente de la cancillería en Alemania.

Una curva cautiva

Las economías estadounidense y suiza no suelen tener mucho en común, pero ambas han estado superando las expectativas en los últimos meses. ¿Es probable que el Banco Nacional Suizo (BNS) se sume en breve a la Fed en la normalización de los tipos?

Creemos que no. Pese a la clara capacidad de la economía local de divergir de la circundante zona euro —Suiza, donde hay pleno empleo, ha estado creciendo más rápido que la zona euro durante casi un año—, su política monetaria tiene escaso grado de libertad. (Menos, por ejemplo, que Noruega, que ya ha subido los tipos, y que Suecia).

Los factores más importantes que determinan los tipos y los rendimientos de los bonos suizos son los tipos de la zona euro y las rentabilidades de los *bund* alemanes, no la economía local. Los tipos suizos mayormente se mantienen próximos a los de su región vecina.

Esto se debe a que el BNS no quiere atraer atención hacia el franco, que es una divisa

Figura 3: Los tipos de EE. UU. a largo plazo ajustados a la inflación se mantienen bajos

Tipos hipotecarios de EE. UU. a 30 años menos la inflación salarial (en %)



Fuente: Datastream, Rothschild & Co

pequeña pero considerada refugio y con potencial de fluctuar bruscamente. En un intento de evitar flujos de capital desestabilizadores, los movimientos de los tipos del BNS suelen reflejar los del Banco Central Europeo (BCE). Si esto no da frutos y el franco se ve sometido a presiones alcistas de forma sostenida, el BNS a menudo interviene directamente «contra la corriente» y vende francos.

A veces los flujos simplemente son demasiado grandes, como a finales de enero de 2015, cuando el BNS dejó de vender francos abruptamente y la divisa subió brevemente hasta la paridad y aún por encima de ese nivel. Seguir vendiendo (en la práctica, creando) francos habría comprometido al BNS a mantener posiciones aún mayores de activos extranjeros y a facilitar aún más liquidez a nivel nacional cuando los mercados inmobiliarios locales ya estaban sobrecalentándose (incluso si la economía estaba languideciendo entonces).

Desde entonces el franco ha vuelto a poner los pies lentamente en la tierra, solo para volver a elevarse esta primavera por la aversión global al riesgo. La economía suiza está mejor situada para soportar otra subida del franco de lo que muchos habrían adivinado: nadie compra productos suizos porque son baratos. Pero aun así, pensamos que los tipos suizos se mantendrán estables hasta que el BCE suba los de la zona euro, lo cual ha sugerido que podría no ser hasta la segunda mitad de 2019 (aunque un miembro del consejo de gobierno destacó recientemente que este calendario podría revisarse).

Cuando o si la inclinación al riesgo se suaviza, creemos que el franco, que nos sigue pareciendo caro con una visión a largo plazo del tipo del índice Big Mac, finalmente reanudará su progresivo descenso.

¿Qué hay de Asia?

La disputa comercial entre Estados Unidos y China está pesando mucho sobre los mercados emergentes asiáticos, pero dudamos que anuncie el fin del ciclo económico actual o que altere la perspectiva a largo plazo.

Asia es la parte más dinámica de la economía global y la que crece con mayor rapidez, y probablemente siga siéndolo el resto de nuestra vida laboral —y nuestra vida como inversores—. La mayoría de la población mundial vive allí, y en una época de capital y tecnología móviles, la economía y los mercados de capitales mundiales gravitarán hacia allí también.

Por otra parte, en contraste con el resto del bloque emergente que depende de las materias primas, la Asia emergente está diversificada, depende en

poca medida del capital externo y políticamente es relativamente estable, si bien imperfecta.

Un desenlace perjudicial del actual conflicto en torno al comercio está lejos de ser un hecho.

Dado que el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) ha sido sustituido por el USMCA, y teniendo en cuenta que el lenguaje corporal entre EE. UU. y la UE es más conciliador, la administración Trump es libre de concentrarse en China.

La historia demuestra que a China no le hace gracia que la hostiguen otros países. Pero también demuestra que la progresiva distensión económica del gigante asiático no se ha hecho a instancias de Occidente, sino porque es en interés de la propia China a largo plazo.

Esa liberalización está lejos de haberse completado: China sigue siendo la gran economía más protegida y lo sabe perfectamente. Los riesgos de una intensificación de la batalla de los aranceles están claros —aunque China se quedará sin medidas adicionales antes que Estados Unidos, simplemente porque tiene menos puertas que cerrar—, pero seguimos viendo la posibilidad de un resultado más positivo.

(El gigante dormido de la región, India, también está relativamente cerrado, pero afortunadamente fuera del radar de EE. UU. en la refriega actual).

Los tipos de interés estadounidenses y un dólar fuerte son otras amenazas a corto plazo, pero las comparaciones con el entorno financiero y las políticas que provocaron la crisis asiática de 1997 se perfilan erróneas.

El aumento de los aranceles estadounidenses todavía no ha hecho mucho daño visible. Los principales indicadores del conjunto de la región asiática están mejorando y, aunque el gasto nacional estadounidense sigue siendo vigoroso, los efectos de unos aranceles más altos sobre exportaciones asiáticas a Estados Unidos podrían permanecer silenciados. La reciente debilidad de los beneficios empresariales refleja en gran medida las fluctuaciones de las divisas: la rentabilidad ha aumentado y se sitúa por encima de la tendencia de 10 años.

Por otro lado, la corriente de ventas en la región a causa de las inquietudes en torno al comercio y al riesgo de los tipos de interés del dólar la deja con unas valoraciones más atractivas de lo habitual. No sabemos cuándo se estabilizarán los mercados, pero vemos los niveles actuales como una oportunidad a largo plazo.

Conclusiones de inversión

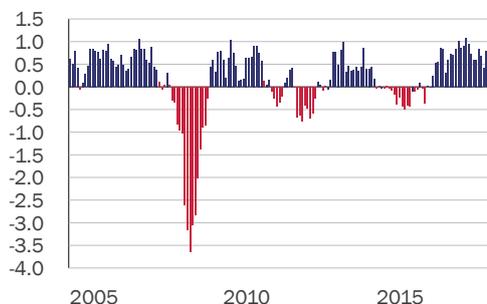
Nuestros gestores de carteras mantienen cierta protección específica en anticipación de volatilidad en los mercados de renta variable. Pero una cartera más defensiva podría dejarnos varados si los mercados suben. El entorno económico sigue siendo favorable y las acciones presentan un valor pleno pero no prohibitivo. Los recortes fiscales y el crecimiento en Estados Unidos han restituido cierto margen, el riesgo de tipos de interés sigue siendo moderado y los riesgos geopolíticos pueden ser manejables. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.

- Una vez aplicado el ajuste por la inflación, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a largo plazo siguen siendo bajos, incluso después de la reciente subida. Otros mercados de deuda pública continúan siendo más caros: la mayoría de las rentabilidades nominales se mantienen por debajo de las tasas de inflación probables. Los bonos corporativos de alta calidad también continúan caros, pero en esta fase del ciclo económico seguimos prefiriéndolos a la deuda pública (aunque el margen para obtener más rentabilidad superior corporativa está cayendo, particularmente en la zona euro, donde las compras del BCE cesarán pronto y las preocupaciones crediticias en torno a Italia y Turquía representan un riesgo limitado para los bancos). En general, continuamos considerando los bonos y el efectivo como un seguro para las carteras.
- En la zona euro y el Reino Unido, seguimos favoreciendo los bonos de duración relativamente baja. En Estados Unidos, hemos sido más neutrales y percibimos cierto atractivo en los bonos indexados a la inflación. La renta fija privada de grado especulativo sigue teniendo algún respaldo cíclico y de la política monetaria, pero ha perdido el margen de maniobra a largo plazo, ya que después de probables impagos y pérdidas, las rentabilidades podrían tener dificultades para igualar a la inflación. No nos tiantan los bonos de mercados emergentes, ni siquiera después de su corriente de ventas, que ha sido de mayor magnitud.
- Seguimos prefiriendo las acciones a los bonos en la mayoría de los mercados, incluso en el Reino Unido (donde los grandes índices están en cualquier caso impulsados por las tendencias globales). Tenemos pocas convicciones regionales, aunque pensamos que el atractivo estructural de las economías emergentes de Asia permanece intacto, a pesar de la reciente tensión comercial y la volatilidad, y seguimos inclinándonos por una combinación de crecimiento cíclico y estructural frente a sectores más defensivos similares a los bonos.
- La negociación en divisas no aporta valor de manera sistemática y actualmente existen pocos desajustes obvios entre las principales monedas. La dinámica cíclica y el *carry* de los tipos de interés claramente favorecen al dólar, pero todavía tiene que quebrar su reciente rango de cotización. La libra esterlina sigue siendo rehén de las tensiones en torno al brexit, pero la combinación de políticas nacionales está virando a su favor y es competitiva. Aún falta algún tiempo para la subida de tipos del BCE y hay algunos riesgos de crédito locales (Italia y los problemas de Turquía relacionados con los bancos), pero al menos la QE casi ha acabado, el euro no está caro y seguimos siendo escépticos respecto al escenario de que se produzca un desastre en torno al euro. La política monetaria de China está relajándose de forma preventiva y el yuan ha bajado hacia la tendencia, aunque en términos de paridad del poder adquisitivo a largo plazo era competitivo desde el principio. El yen está barato, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. Hemos estado destacando únicamente en el franco suizo entre las grandes divisas: creemos que su revitalizado atractivo como refugio se disparará y sigue siendo caro en términos de paridad del poder adquisitivo. Pero como se ha señalado, la economía local está en (aún) mejor forma de lo que habíamos pensado, y si esto empieza a importar (véase más arriba), el franco podría mantenerse fuerte más tiempo.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

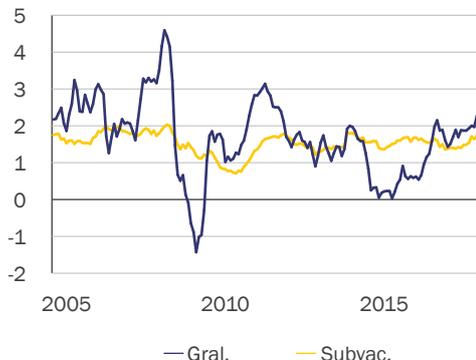
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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



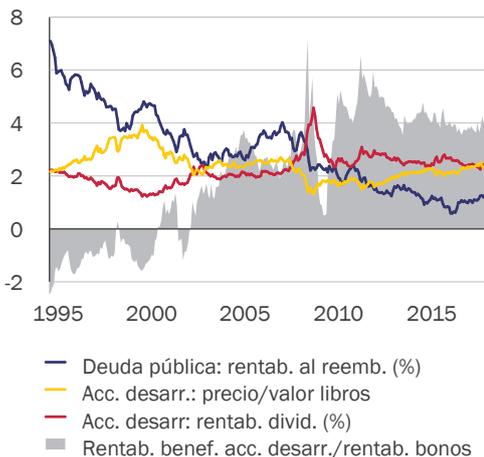
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	3.1	-3.1	-0.4
Gilt RU 10a	1.6	0.3	7.2
Bund alemán 10a	0.5	0.9	4.1
Bonos gob. suizo 10a	0.0	0.2	-0.0
Bonos gob. japonés 10a	0.1	-0.1	2.3
Crédito global: grado inversión (USD)	2.2	0.9	7.3
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.3	1.2	25.2
Emergentes (USD)	5.8	-1.6	17.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	11.6	47.8
Desarroll.	2.3	12.7	48.4
Emergen.	2.7	3.3	42.5
EE.UU.	1.8	17.7	61.1
Zona euro	3.2	0.1	27.5
RU	4.2	6.6	41.6
Suiza	3.1	3.1	20.5
Japón	2.0	11.0	31.0

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	108	3.2	2.5
Euro (EUR)	127	2.7	8.1
Yen (JPY)	89	1.4	7.1
Libra esterl. (GBP)	78	-0.1	-13.8
Franco suizo (CHF)	158	2.0	0.3
Yuan (CNY)	130	-1.1	-8.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	195	6.6	1.2
Crudo Brent (\$/b)	82.7	44.1	74.7
Oro (\$/onza)	1,193	-7.4	5.3
Metales indus. (1991 = 100)	249	-3.0	29.7
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	12.1	26.9	-56.1
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	46.2	-11.0	-40.0

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Información importante

Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co con fines meramente informativos y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso de que Rothschild & Co lo autorice expresamente por escrito, queda prohibida la copia, reproducción, distribución o transmisión de este documento, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a ninguna otra persona. Este documento no constituye una recomendación personal o una oferta o invitación a comprar o vender títulos o cualquier otro producto bancario o de inversión. Nada de lo que figura en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal.

El valor de las inversiones y los ingresos que estas generan pueden subir o bajar, y usted podría no recuperar el importe de su inversión original. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura. Invertir para obtener rendimiento entraña la aceptación de riesgos: no puede garantizarse el cumplimiento de los objetivos de rentabilidad. Si cambiara su perspectiva respecto a sus objetivos de inversión y / o su tolerancia a la rentabilidad y el riesgo, póngase en contacto con su asesor personal. Cuando una inversión conlleva exposición a una divisa extranjera, las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden provocar que el valor de la inversión y los ingresos que esta genera suban o bajen. Es posible que los ingresos se obtengan a costa de las rentabilidades del capital. Los rendimientos de la cartera se considerarán como "rentabilidad total", lo que significa que las rentabilidades se derivan tanto de la revalorización como de la depreciación del capital, según se refleja en los precios de las inversiones de su cartera, y de los ingresos recibidos de las mismas mediante dividendos y cupones. Las inversiones en carteras discretionales reales o a modo de ejemplo que figuran en este documento se detallan con fines meramente ilustrativos y están sujetas a cambios sin previo aviso. Al igual que el resto de este documento, no deben considerarse una solicitud o recomendación para una inversión diferente.

Aunque la información y los datos que aquí figuran se han obtenido de fuentes consideradas fiables, no se ofrecen garantías, ya sea de forma expresa o implícita, sobre su fiabilidad y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co no acepta responsabilidad u obligación alguna con respecto a la imparcialidad, precisión o integridad de este documento, la información en la que se basa, o la fiabilidad que se le otorgue. En particular, no se ofrecen garantías respecto al alcance o la razonabilidad de cualesquiera pronósticos, estimaciones, objetivos o proyecciones que figuran en este documento. Asimismo, todas las opiniones y datos utilizados en este documento están sujetos a cambios sin previo aviso.

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 Wealth Management (UK) Limited distribuye este documento en el Reino Unido. La legislación u otras normativas podrían restringir la distribución de este documento en ciertas jurisdicciones. En consecuencia, los destinatarios del mismo deben informarse acerca de todos los requisitos legales y reglamentarios, y cumplirlos. Con el fin de descartar cualquier posible duda, queda prohibida la copia, el envío o la obtención de este documento en Estados Unidos, o su distribución en dicho país o a una persona estadounidense.

Las referencias a Rothschild & Co que figuran en este documento aluden a cualquiera de las sociedades del Rothschild Continuation Holdings AG Group que operan bajo el nombre de "Rothschild" y no necesariamente a ninguna compañía de Rothschild & Co en concreto. Las compañías de Rothschild & Co fuera del Reino Unido y las sociedades del Rothschild Trust Group no están autorizadas para operar bajo la Ley Británica de Mercados y Servicios Financieros de 2000 y, en consecuencia, en la eventualidad de que los servicios sean prestados por cualquiera de estas sociedades, no regirán las salvaguardas previstas por el sistema reglamentario británico para clientes particulares, ni podrá accederse a indemnización alguna bajo el Plan de Indemnización de Servicios Financieros del Reino Unido. Si tiene alguna pregunta acerca de este documento, de su cartera o de cualquiera de nuestros servicios, póngase en contacto con su asesor personal.

El Rothschild Group está integrado por siguientes empresas fiduciarias y de gestión patrimonial (entre otras):

Rothschild Wealth Management (UK) Limited. Inscrita en Inglaterra con el nº 4416252. Sede social: New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) de Reino Unido.

Rothschild Bank International Limited. Sede social: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Autorizada y regulada por la Comisión de Servicios Financieros (Financial Services Commission) de Guernsey.

Rothschild Bank AG. Sede social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, Suiza. Autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, FINMA).

Notas

En Rothschild Private Wealth ofrecemos una perspectiva objetiva a largo plazo sobre la inversión, estructuración y protección de activos para preservar y acrecentar el patrimonio de nuestros clientes

Ofrecemos una amplia gama de servicios de asesoramiento a algunas de las familias, empresarios, fundaciones y organizaciones de caridad más ricos y exitosos del mundo

En un entorno en el que suele dominar el pensamiento a corto plazo, nuestra perspectiva a largo plazo nos diferencia. Creemos que la preservación como primer enfoque es el enfoque adecuado para la gestión del patrimonio.

Bruselas

Avenue Louise, 166
1050 Bruselas
Bélgica
+32 2 627 77 30

Fráncfort

Börsenstraße 2-4
60313 Fráncfort del Meno
Alemania
+49 69 40 80 260

Ginebra

Rue de la 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

Hong Kong

16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
República Popular de China
+852 2525 5333

Londres

New Court
St Swithin's Lane
Londres EC4N 8AL
Reino Unido
+44 20 7280 5000

Manchester

82 King Street
Manchester M2 4WQ
Reino Unido
+44 161 827 3800

Milán

Via Agnello 5
20121 Milán
Italia
+39 02 7244 31

París

29 avenue de Messine
75008 París
Francia
+33 1 40 74 40 74

Singapur

North Tower
1 Raffles Quay #10-02
Singapur 048583
+65 6535 8311

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 71 11