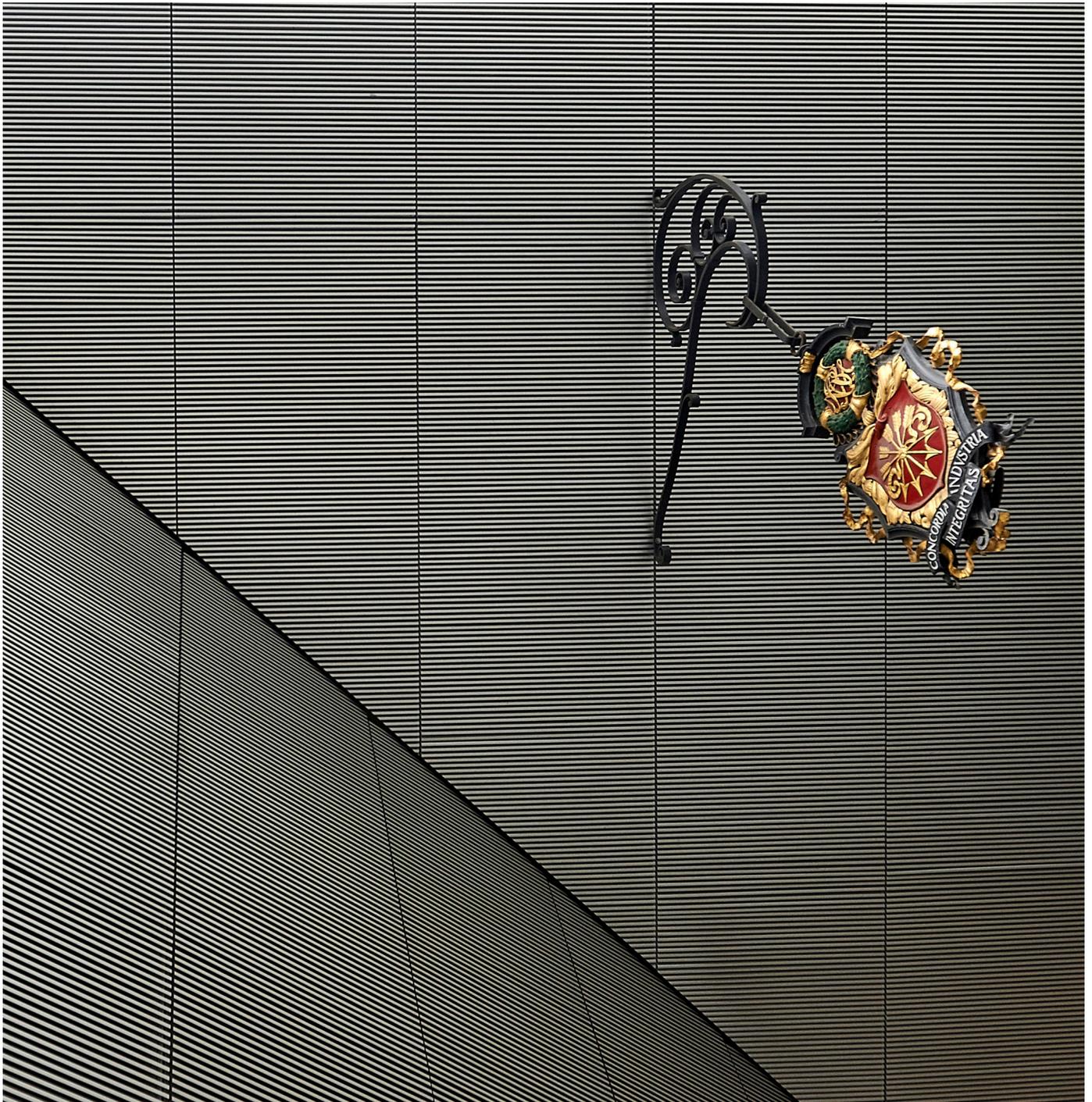


Perspectivas de mercado



Desaceleración, no hundimiento | ¿Protesta o movimiento pendular?

Número 57 | Noviembre 2019



Prefacio

La desaceleración continúa. Sigue sin estar claro si estamos ante una pausa cíclica o un punto final. Nuestra visión sigue alineada con la primera posibilidad, pero si nos equivocamos —las recesiones estadounidenses resultan difíciles de detectar con antelación— seguimos sin ver la necesidad de utilizar medidas más dramáticas.

Este ciclo se ha comportado relativamente bien. Son escasos los excesos macroeconómicos que corregir: los consumidores y los índices de precios al consumo, se han mantenido. Además, parte de la desaceleración puede atribuirse a algunos efectos negativos muy específicos que no son de índole macroeconómica.

En parte, esta desaceleración también es el contrapunto al inesperado movimiento alcista que la precedió y de las rebajas de impuestos en EE. UU. Entretanto, la política monetaria sigue siendo favorable (se podría decir que en exceso).

Existen motivos de preocupación más profundos, entre los que destacan las persistentes tensiones comerciales. Los riesgos se han atenuado con la reanudación de las conversaciones entre EE. UU. y China y siempre hemos pensado que un desenlace más positivo es posible, aunque todavía no es probable. Aún no hemos salido del túnel, pero los riesgos tácticos en las bolsas presentan un perfil algo más equilibrado que antes (aunque sigue siendo improbable que la mayor parte de los bonos pueda ayudar a los inversores a batir ni tan siquiera a una inflación de capa caída a partir de ahora).

Estas incertidumbres tácticas siguen siendo manejables y sospechamos que las perspectivas de inversión a largo plazo son más halagüeñas de lo que muchos temen. Una de las cosas que podría provocar un cambio es una alteración del régimen político, que es el tema de nuestro segundo artículo y la razón por la que los inversores británicos no deberían celebrar todavía la reducción del riesgo de salida de la UE sin acuerdo.



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: Noviembre de 2019
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Septiembre de 2019.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Desaceleración, no hundimiento

¿Podría afianzarse la estabilidad pronto?

La economía mundial lleva ya casi dos años ralentizándose, desde comienzos de 2018. El ánimo de los inversores —y de los bancos centrales— nunca se recuperó del todo del trauma de la crisis financiera mundial y comprensiblemente la desaceleración ha alimentado el temor a que la historia se vuelva a repetir.

De hecho, uno de nuestros «islotos estadísticos», la encuesta del ISM manufacturero de EE. UU., cayó con fuerza durante los últimos dos meses. Todavía no ha alcanzado unos niveles que generalmente se asociarían con una recesión en EE. UU., pero se sitúa más cerca de ellos que en cualquier momento desde la crisis financiera mundial después de caer por debajo del anterior mínimo posterior a la crisis (figura 1 - La lectura de octubre es inminente).

Desafortunadamente, la imagen macroeconómica sale desenfocada a causa de varios sucesos microeconómicos extraordinarios. La acusada desaceleración de los sectores automovilístico y aeronáutico podría estar haciendo más mella en el sector manufacturero mundial de lo que habíamos pensado.

Desde China hasta Europa, pasando por EE. UU., los controles y susceptibilidades en torno a las emisiones de los vehículos y la transición hacia la electrificación y (más tímidamente) la conducción automatizada han asestado un duro golpe a la producción y a la demanda. ¿Cuántos de nosotros no estamos comprando vehículos nuevos a la espera de ver qué ocurre? La huelga de GM en EE. UU. (ya concluida) se sumó a los problemas del sector y también ocupa un lugar protagonista en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y la UE. Los problemas de Boeing con su 737 también podrían estar teniendo mayores repercusiones de las previstas, y los aviones también se la juegan en las conversaciones comerciales entre EE. UU. y la UE.

Todo ello constituye todavía un cúmulo de malas noticias para el sector empresarial y tiene su peso en la desaceleración cíclica. No obstante, lo anterior podría no decirnos mucho sobre la situación de fondo en la que se encuentra la confianza del consumidor, por ejemplo, o la disponibilidad de financiación o los planes de inversión productiva de las empresas. Ahora bien, habría que debatir si esa debilidad justifica o no una respuesta de política monetaria. Podrían darse las condiciones para

Figura 1: ISM manufacturero de EE. UU.

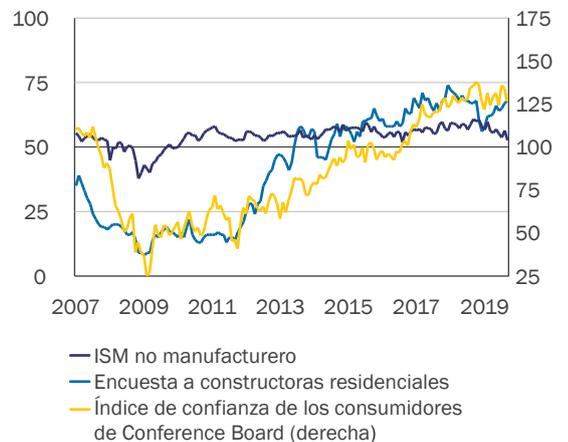
Índice general e índice de nuevos pedidos



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Figura 2: Una selección de indicadores no manufactureros

ISM del sector servicios, confianza de los consumidores y encuesta a constructoras residenciales



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

una recuperación vigorosa a medida que vaya reaccionando un sector automovilístico con bases potencialmente más sólidas.

Las incertidumbres del Brexit también parece que han tenido algo que ver, aunque sospechamos que el ciclo (o ciclos) de inventarios que estas han alentado en el Reino Unido ha sido más potente que el déficit de inversión productiva, que se ha abordado con mayor detenimiento y que es volátil hasta en los mejores momentos. ¿Y adivinan quién posee algunas de las cadenas de suministro más integradas verticalmente en el sector manufacturero europeo? Los fabricantes de automóviles y aviones.

Mientras redactamos este artículo, el riesgo de que el Reino Unido abandone la UE sin acuerdo parece haberse difuminado. Ya hemos utilizado esta frase en el pasado, solo para ver cómo se reavivaba dicho riesgo. Entretanto, el Reino Unido se prepara para unas elecciones que podrían cambiar el tablero de juego (véase más adelante). Con todo, seguimos sospechando que la salida de la UE —incluso sin acuerdo— no será económicamente tan traumática para el Reino Unido como muchos temen y que una victoria clara del principal partido de la oposición es posible, aunque todavía no es probable.

Los indicadores del sector servicios también se deterioraron en EE. UU. y en todo el mundo (figura 2) durante los últimos meses, pero en general se mantienen netamente por encima de los niveles que podrían indicar una recesión. En EE. UU., algunos indicadores cíclicos han subido recientemente, como las nuevas viviendas

iniciadas y los permisos de construcción, a lo que sin ninguna duda ha contribuido el recorte de los tipos de interés (aunque las expectativas del mercado en el sentido de nuevos descensos están conteniéndose, como habíamos supuesto que pasaría). Otro de nuestros «islotos estadísticos», el gasto minorista de EE. UU., aguanta el tipo, al igual que la confianza del consumidor (figura 2) y los resultados empresariales: los datos del tercer trimestre publicados hasta ahora sugieren que el crecimiento de los beneficios podría haber tocado fondo antes de lo que habíamos pensado.

Por último, aunque la economía china volvió a protagonizar buena parte de las noticias negativas —la tasa de crecimiento más baja desde 1992—, la desaceleración en curso sigue siendo gradual (figura 3). China no puede mantener ni siquiera un crecimiento del 6 % a largo plazo, pero su crecimiento tendencial tardará todavía algún tiempo en decaer hasta cotas «occidentales».

Los mercados y las encuestas empresariales siguen siendo claramente vulnerables a una nueva escalada —otra más— de las tensiones comerciales. Las bolsas se mueven en niveles cercanos a sus máximos, pero podría haber algo más de margen táctico que antes. Más allá de los tuits presidenciales, sospechamos que los indicadores del sector manufacturero podrían estar a punto de tocar fondo, y dado que la liquidez de los consumidores estadounidenses se mantiene en cotas saludables y la confianza se sustenta sobre un mercado laboral todavía tensionado, seguimos viendo este episodio más como una pausa de «mediados de ciclo» tardía que como algo más sombrío. En gran medida, estamos ante el contrapunto del pico de crecimiento que sorprendió a los economistas en 2017. Este renqueante ciclo podría conseguir llegar hasta 2020.

Figura 3: El aterrizaje gradual de China

PIB, producción industrial, ventas minoristas e inversión empresarial (var. interanual)



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

¿Protesta o movimiento pendular?

¿Volvemos al colectivismo?

«Todos aquellos de nosotros que preferimos una mayor igualdad económica haríamos bien en recordar que, salvo en contadas ocasiones, esta solo se ha conseguido con sufrimiento. Cuidado con lo que se desea.»

Walter Scheidel

«¿Cambio? ¿No están las cosas lo suficientemente mal ya?»

Frase atribuida a Lord Salisbury

Durante los últimos cincuenta años, el foco de la política mundial se ha desplazado hacia el individuo, en detrimento del grupo. ¿El renovado interés en las ideas colectivistas que ha surgido recientemente en EE. UU. y en el Reino Unido (y en algunas economías de Europa continental) es un fenómeno pasajero o algo de mayor calado?

Hasta ahora, hemos resistido la tentación de adoptar una perspectiva «de conjunto»: hemos considerado este resurgir básicamente como otra expresión de populismo, un deseo potencialmente efímero de vengarse del sistema, del *statu quo*. No obstante, si perdura podríamos vernos en la necesidad de cambiar nuestra visión del mundo.

Nuestros lectores habituales saben que solemos ser realistas que ven el vaso medio lleno. Consideramos que las inquietudes en torno a la deuda, la deflación, la demografía, el agotamiento de los recursos, las amenazas geopolíticas y los robots se llevan al extremo. Hemos abordado el famoso «estancamiento duradero» fundamentalmente como una racionalización a posteriori del fracaso de los economistas a la hora de detectar con antelación la crisis financiera mundial y nos hemos percatado de cómo unos tipos de interés reales estructuralmente bajos otorgan implícitamente un mayor valor a la sostenibilidad.

Sin embargo, una de las cosas que podrían cambiar nuestra visión optimista del mundo sería un cambio significativo duradero en el panorama político.

Después de haberse desplazado tal vez demasiado hacia el extremo liberal y de libre empresa de la escala durante las últimas décadas, ¿se acerca un movimiento en la dirección opuesta? Si ahora se desplazara demasiado hacia el colectivismo, el clima

de inversión a largo plazo, no solo parte meteorológico a corto plazo, podría ser más inestable.

¿Una reacción de qué magnitud?

Muchos coincidirán, por ejemplo, en que en el sector público subsisten algunos cuasimonopolios, que la «austeridad» en el gasto público podría haberse repartido de forma más justa, que las externalidades son perjudiciales para el planeta, y los mercados laborales no siempre recompensan el potencial, entre otros.

El capitalismo beneficia a muchos, no solo a unos pocos, y esa es la razón por la que no se ha hundido, como Marx vaticinó que ocurriría, sino que ha prosperado. El ciudadano medio nunca antes había estado mejor alimentado, vestido y cobijado (ni había disfrutado de una vida tan saludable, segura y larga), pero la desigualdad que genera el capitalismo y sus externalidades no dejan de ser dañinas y el sufrimiento incluso de la minoría más pequeña puede ser descorazonador. (El libro *The Ones Who Walk Away From Omelas* de Ursula K Le Guin ofrece una poderosa perspectiva de ficción alejada de partidismos.)

Aviso sobre juicio de valor: pensamos que el resultado menos malo para la sociedad (no existen las utopías) sería que el péndulo se situara más o menos en el medio, sin apuntar a unos mercados sin freno o a una economía colectivizada e igualitaria.

Hace sesenta años, el Partido Socialdemócrata de Alemania (SPD) nos brindó una descripción de una economía mixta de estas características que todavía nadie ha conseguido mejorar y que suscribimos de buen grado: «Mercados cuando sea posible, estado cuando sea necesario». Ciertamente se necesita cierto grado de intervención, pero a veces, aun con las mejores intenciones, dicha intervención puede resultar excesiva y hacer más daño que los errores y deficiencias de los mercados que trata de corregir.

Prosperidad y/o igualdad

La economía no es una ciencia, pero posiblemente lo más parecido a una ley empírica que hemos descubierto es que las economías centralizadas y colectivizadas no funcionan bien: crean pobreza y desdicha. El reciente éxito de

China se ha producido no porque todavía sea comunista, sino porque desde Deng Xiaoping ha permitido que los mercados se desarrollen.

Como gestores de patrimonios, eso es lo que se supone que debemos decir, pero las pruebas además lo avalan, incluso se podría decir que nos estamos quedando cortos: en el libro *El gran nivelador* de Walter Scheidel encontramos un recordatorio de las circunstancias históricas que han propiciado una mayor igualdad. El experimento colectivista se ha realizado muchas veces, con idénticos resultados.

La libre empresa sin trabas, como decíamos arriba, también hace daño: es arbitraria e injusta. Sin embargo, los experimentos de liberalismo extremo han sido mucho menores en número y los perjuicios para la humanidad han sido más pequeños (sobre todo si uno piensa que la pobreza importa más que la desigualdad).

A pesar de esta dolorosa historia, la blogosfera y las librerías se han llenado últimamente de modernas críticas al capitalismo y demandas urgentes de alternativas, pero estas parten de un determinismo histórico que evidentemente no existe o bien de una naturaleza humana alterada, una en la que el individualismo no desempeña un papel importante.

El individualismo no es una virtud, pero a veces se traduce —sin planearlo y de forma paradójica— en ventajas para el colectivo. Cualquiera que haya trabajado en un contexto grupal o haya leído historia moderna sabe que los incentivos e intereses de las personas importan.

Es algo natural: una economía sin individualismo no es más imaginable que un mundo físico sin gravedad.

La aceptación del individualismo, que no la veneración, es el núcleo del capitalismo. Y no existe un sistema «alternativo» más de lo que existe una alternativa a la gravedad. La clave es cómo intentamos utilizarlo en nuestro beneficio.

El Reino Unido bajo la lupa

En la figura 4 se recurre a juicios de valor para situar a las grandes economías en un espectro colectivista-individualista. A pesar de las reformas, China sigue siendo con diferencia la gran economía con mayor grado de centralización, como quizá han venido a recordarnos los sucesos en Hong Kong. En dirección al otro extremo de la escala nos encontramos a Suiza: pocos de nosotros seríamos capaces de nombrar un político helvético, prueba de la tradición de sectores públicos reducidos de este país.

En sus diferentes formas, las posiciones de EE. UU. y el Reino Unido en este espectro se sitúan en el centro actualmente. EE. UU. es, con diferencia, el país más importante para las carteras internacionales, pero es en el Reino Unido donde están más próximas unas elecciones y donde la oposición está más decidida a introducir cambios importantes.

Como hemos señalado, existen argumentos a favor de la intervención del estado en los mercados y suscribimos la idea de una economía mixta. Incluso un país tan emprendedor y filibustero como EE. UU. ha recurrido al apoyo del sector público para impulsar la investigación tecnológica y farmacéutica (véase *The Entrepreneurial State* de Mariana Mazzucato) y recientemente el sector empresarial estadounidense ha dado muestras de estar dejando atrás su énfasis en el valor para el accionista para adoptar un enfoque más amplio que integra a otros grupos de interés. Sin embargo, las propuestas actuales de la oposición en el Reino Unido —más peso del sector público, propiedad estatal, subidas considerables de impuestos, más regulación y política monetaria (aún) más expansiva— van más allá y están concebidas para provocar una gran oscilación en ese péndulo político.

Las políticas convencionales de la economía mixta no están agotadas. Por ejemplo,

Figura 4: ¿Un espectro político simplificado?

Dónde podrían situarse algunas grandes economías dentro del espectro colectivista-individualista



Fuente: Rothschild & Co

actualmente existen potentes argumentos a favor de aumentar el endeudamiento de los estados. Los tipos de interés reales a largo plazo son bajos y los inversores hacen cola para conseguir rendimientos francamente escasos. Estamos en un buen momento para que los gobiernos utilicen financiación a largo plazo para modernizar unas infraestructuras envejecidas.

No obstante, algunas de las propuestas de la oposición en el Reino Unido nos parecen poco convincentes. Por ejemplo, recurrir a controles para abordar el problema de la escasez de vivienda puede reducir la oferta y empeorar la situación. Además, pedir al Banco de Inglaterra que alcance una tasa específica de crecimiento de la productividad sin darle nuevos resortes o herramientas analíticas suena demasiado optimista (por no mencionar que un objetivo de productividad junto con un objetivo de inflación posiblemente también haría a la entidad responsable de la política salarial). Por último, los planes para repartir un elevado porcentaje de las empresas cotizadas entre sus trabajadores y la hacienda pública probablemente no se han meditado lo suficiente (¿qué ocurriría con las empresas no cotizadas y los trabajadores del sector público?).

Las propuestas probablemente no terminen plasmadas en el programa electoral o en los

ministerios, ya que el partido de la oposición marcha por detrás de un gobierno impopular en las encuestas de opinión.

Además, a menudo son las circunstancias, no la política, lo que más determina la evolución de las economías y los mercados, sobre todo en las democracias más grandes. Progresistas y conservadores estaban en el poder cuando se han producido evoluciones positivas y negativas que poco han tenido que ver con sus políticas y mucho con los acontecimientos internacionales. (Podrían citarse algunas excepciones –algunas personalidades arrolladoras como Reagan, Thatcher o tal vez Macron pueden cambiar el tablero de juego– y en países más pequeños el margen para tomar medidas más contundentes es mayor: el gobierno de Venezuela ciertamente ha marcado diferencias.)

No obstante, algunos de los asesores de la oposición laborista presuntamente apuestan por cambios más sustanciales y no podemos descartar la posibilidad de que otras políticas todavía no planteadas (o desmentidas) terminen anidando en el gobierno. Además, una gran oscilación del péndulo político podría desarrollar otros acontecimientos.

Esperamos equivocarnos, pero la política interna británica podría tener mayores repercusiones económicas que la salida de la UE.

Figura 5: Posibles políticas de la oposición británica (sujeto al programa electoral)

La oposición quiere propiciar un cambio de rumbo en la política británica

Fiscalidad	Propiedad estatal	Vivienda	Derechos de los trabajadores	Varios
<p>Más trabajadores cubiertos por los tipos más altos del impuesto sobre la renta</p> <p>Subir el impuesto de sociedades del 19 % al 26 %</p> <p>Impuesto a las operaciones financieras por valor de 5.000 millones de libras (1/4 % del PIB)</p> <p>Limitaciones de los salarios y bonus de los directivos</p>	<p>«Fondos de propiedad inclusiva»: las empresas cotizadas con más de 250 trabajadores transmitirán el 10 % de las acciones a los trabajadores (durante 10 años)</p> <p>Nacionalización de las empresas de aguas, ferrocarriles y algunas redes energéticas</p>	<p>Construir más de un millón de viviendas nuevas, al menos la mitad con alquiler social</p> <p>Control de los alquileres en el sector privado: los aumentos de los alquileres estarán limitados a la inflación anual</p> <p><i>Land for the Many</i> – derecho de compra para los arrendatarios privados</p>	<p>Ministerio de Derechos Laborales</p> <p>Fin de los contratos de cero horas</p> <p>Instaurar cuatro nuevos festivos</p> <p>Hacer cumplir el derecho de todos los trabajadores a la representación sindical</p> <p>Derogar la <i>Trade Union Act</i> y desarrollar la negociación colectiva sectorial</p> <p>Fijar como meta una semana laboral de cuatro días</p>	<p><i>Green New Deal</i>: cero emisiones netas en 2030</p> <p>Impulsar la sanidad pública y otras partidas de gasto público, mantener la triple garantía de las pensiones/los subsidios a los combustibles/los billetes de autobús para los jubilados</p> <p>Acabar con las tasas de matrícula, integrar los colegios privados y públicos. Estudiar una renta básica universal</p> <p>Trasladar el Banco de Inglaterra a Birmingham; asignarle la tarea adicional de conseguir un crecimiento de la productividad del 3 %</p>

Fuente: BBC, FT, Rothschild & Co

Estas políticas se recogen en el programa de las elecciones de 2017 y algunos anuncios/documentos de reflexión publicados recientemente.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

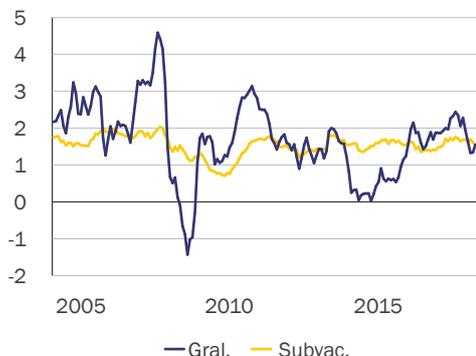
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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



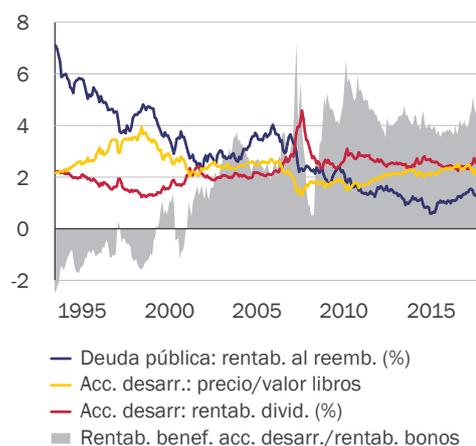
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	1.8	14.1	7.7
Gilt RU 10a	0.7	7.9	8.7
Bund alemán 10a	-0.4	6.5	5.5
Bonos gob. suizo 10a	-0.6	4.5	1.5
Bonos gob. japonés 10a	-0.1	2.8	1.7
Crédito global: grado inversión (USD)	1.4	10.5	11.4
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.1	8.2	16.7
Emergentes (USD)	5.0	12.1	14.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.5	11.0	36.1
Desarroll.	2.5	11.1	37.5
Emergen.	2.9	10.4	25.5
EE.UU.	1.9	11.2	46.1
Zona euro	3.3	14.6	25.5
RU	4.7	8.5	16.4
Suiza	3.0	17.7	35.4
Japón	2.3	2.7	27.9

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	110	0.7	2.3
Euro (EUR)	124	-2.2	5.7
Yen (JPY)	95	4.0	-2.8
Libra esterl. (GBP)	79	1.2	7.0
Franco suizo (CHF)	160	2.2	1.0
Yuan (CNY)	128	-1.5	-2.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	177	-9.1	-6.4
Crudo Brent (\$/b)	61.2	-20.0	18.1
Oro (\$/onza)	1,492	21.3	17.8
Metales indus. (1991 = 100)	248	0.8	26.8
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	14.0	-32.4	5.0
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	73.0	32.7	27.9

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 30 de Septiembre 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 discretivas 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).