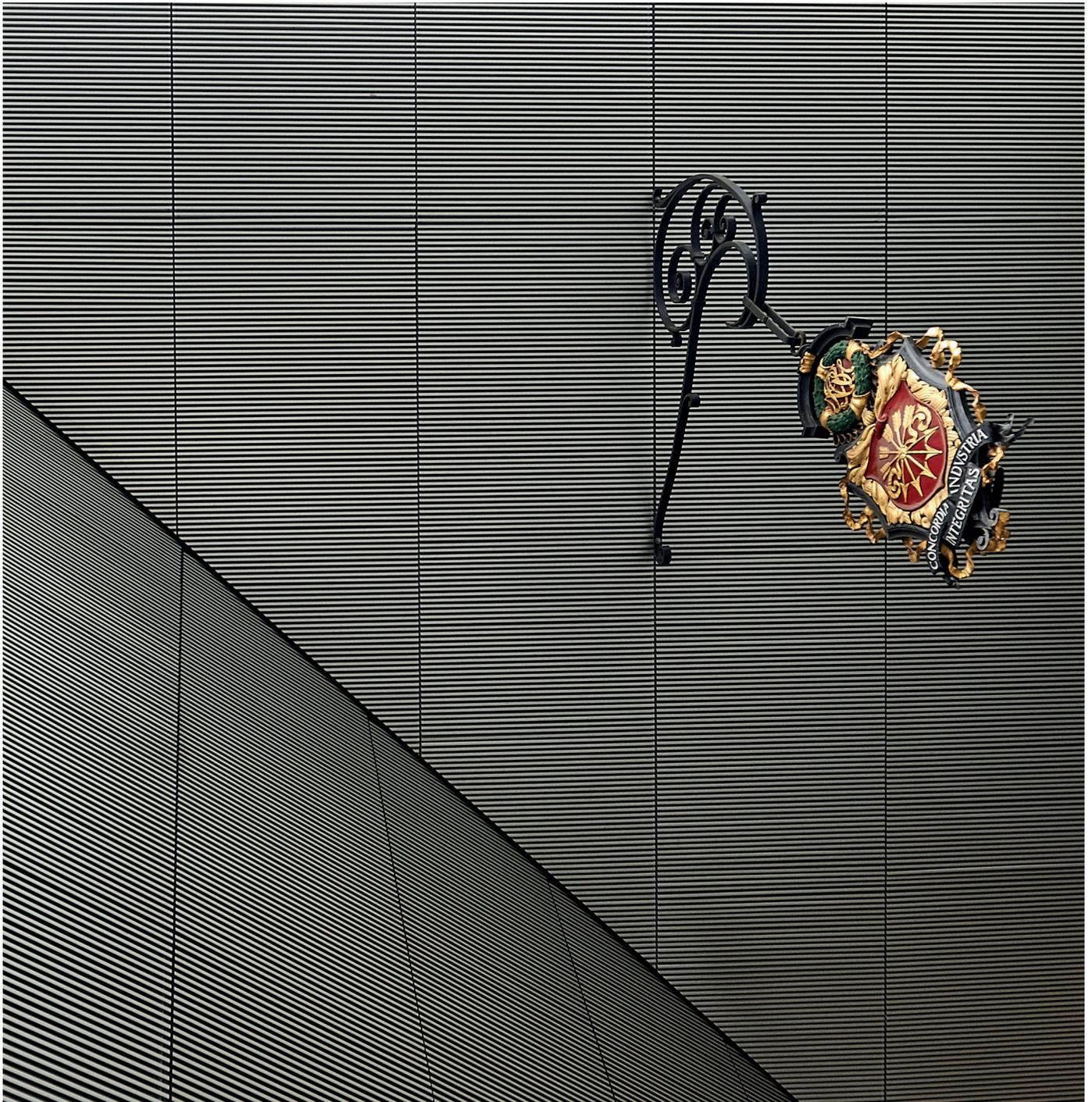


# Perspectivas de mercado



Se reanuda el funcionamiento normal | ¿Las acciones están caras?

Número 49 | Noviembre 2018



# Preámbulo

Como se ha demostrado una vez más con la corriente de ventas de este octubre, cuando decimos que prever los movimientos del mercado es difícil, no se trata de falsa modestia. Y los «fundamentales» solo ofrecen una garantía limitada. Las recesiones y las crisis pueden surgir de un cielo aparentemente despejado; los mercados a veces (pero no siempre) son los primeros en darse cuenta.

Es comprensible que haya nervios. Los indicadores cíclicos se han dado la vuelta y nos aguarda una fuerte desaceleración de los beneficios de las empresas. Parece probable, no obstante, que la Reserva Federal siga subiendo los tipos de interés. La riña comercial entre Estados Unidos y China continúa, el presupuesto de Italia ha contrariado a la Unión Europea (UE) y un acuerdo en torno a la salida del Reino Unido ha sido esquivo.

Pero esto son dificultades conocidas, no huracanes imprevistos. Una desaceleración de los beneficios no es un colapso recesivo. Y, como apuntamos posteriormente, los principales índices bursátiles no se han mostrado especialmente caros.

Se ha producido media docena de tales episodios desde la Crisis Financiera Global. Si nos bajamos del tren ahora, podría marcharse sin nosotros. Aconsejamos no moverse.

Entonces, ¿qué es lo que más nos preocupa? Quizás que continúe la disputa comercial. Que los bancos centrales se enzarcen en la batalla equivocada (contra una ilusoria amenaza de deflación). Y la marcha inminente de una política sensata que hizo algo decente pero impopular. La confirmación de que la canciller Merkel abandonará la escena política supone el riesgo de dejar al proyecto europeo sin rumbo. Cualquiera que sea la opinión sobre la economía de la UE, este es un mes difícil en el que debe recordarse su razón de ser.



## 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.

© 2018 Rothschild & Co Wealth Management  
Fecha de publicación: Noviembre de 2018  
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Octubre de 2018.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Se reanuda el funcionamiento normal

El riesgo es un hecho ineludible en el mundo de la inversión

«Octubre: Este es uno de los meses especialmente peligrosos para especular en acciones. Los otros son julio, enero, septiembre, abril, noviembre, mayo, marzo, junio, diciembre, agosto y febrero». – Mark Twain

## Los mercados de renta variable han estado notablemente tranquilos

Los «meses especialmente peligrosos» de los que habla Mark Twain de hecho han sido escasos y aislados últimamente. Durante gran parte de la década que siguió a la Crisis Financiera Global, incluso cuando los expertos proclamaban el inminente fin del mundo por toda clase de fascinantes e ingeniosas razones, los mercados de capitales globales se mostraron mayormente dóciles, ofreciendo discretamente algunas de las mejores rentabilidades sostenidas de las que se tiene registro.

Desde 2016, la ausencia misma de volatilidad se volvió notable. Colectivamente, inversores y asesores quizás han necesitado que se les recordara que los mercados pueden ser escandalosos y bajar al igual que subir.

El último recordatorio se produjo en octubre. La mayoría de los grandes índices bursátiles, y la mayoría de los sectores, cayeron considerablemente. El índice de todos los países perdió alrededor de un 10% desde su máximo de septiembre.

Los precios del petróleo también cayeron con fuerza, pero los de otras materias primas

aguantaron mejor. La mayoría de la deuda pública, el oro y el yen —que son activos «refugio»— subieron, pero moderadamente. El rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años se ha mantenido por encima del 3%.

Al margen de esa reciente estabilidad, este último revés del mercado de renta variable no parece insólito. Se han producido quizás media docena de episodios similares desde 2009 (figura 1).

Todavía está juzgándose qué fue lo que lo causó... si es que algo lo hizo: debemos evitar el exceso de análisis.

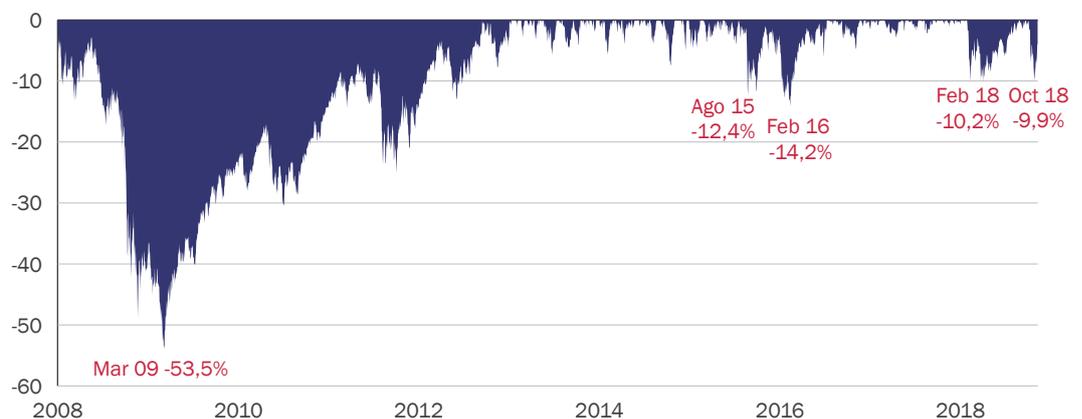
## Hay gran cantidad de cosas de las que preocuparse...

Los analistas que rápidamente nos dicen que no nos preocupemos podrían no estar entendiendo el asunto. Siempre hay algo de lo que preocuparse. La misma estructura abierta que hace de las acciones una buena inversión a largo plazo puede darse la vuelta de forma aterradora.

La historia demuestra que las tormentas económicas a veces se desatan a partir de un cielo aparentemente despejado. Los beneficios de las empresas pueden evaporarse con poco aviso. Grandes entidades financieras pueden desaparecer. Como inversores en acciones, poseemos empresas y afrontamos estos inevitables —e innumerables— riesgos. Y, como se suele decir, los índices del mercado de renta variable suben por las escaleras mecánicas, pero bajan en ascensor. No es posible ofrecer una garantía convincente.

**Figura 1: El último revés de las acciones no es insólito**

Caídas del índice S&P desde octubre de 2007 (%)



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

Entre las amenazas conocidas para el mercado pueden figurar:

- unos beneficios empresariales decepcionantes, bien de forma aislada o a causa de:
  - una desaceleración económica
  - una política monetaria o fiscal más rígida, que lleve a una recesión
- una fuerte protección del comercio o un aumento de los precios del petróleo debido a la oferta
- un endeudamiento imprudente —por parte de Italia, las empresas chinas o los compradores de viviendas estadounidenses— que desemboque en crisis financiera, aversión al riesgo y menores beneficios.
- la incertidumbre geopolítica —desencadenada por la insensibilidad estadounidense, el brexit o Corea del Norte— que cause una huida hacia activos refugio.
- unas valoraciones excesivas.

### ... pero no han empeorado de repente

El mercado podría ver algo anticipadamente, pero, como se ha señalado anteriormente, no siempre lo consigue. El economista estadounidense James Tobin tuvo la ocurrencia de que «el mercado de renta variable ha predicho nueve de las últimas cinco recesiones».

De momento, aunque las encuestas empresariales están enfriándose (página 6), la siguiente recesión estadounidense sigue estando lejana. La Reserva Federal está endureciendo la política monetaria y probablemente continúe así, pero los tipos de interés y las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense están en niveles bajos en términos históricos. Los resultados de las empresas son sólidos, al margen de algunas compañías de perfil alto que han defraudado las expectativas. Además no se ha intensificado la incertidumbre política que pueda afectar a los mercados.

Sin duda, los aranceles estadounidenses, el presupuesto italiano y el brexit son preocupaciones reales, pero no se han agudizado y no hay garantía de que los desenlaces sean negativos. Más recientemente, los resultados de las elecciones legislativas de Estados Unidos cumplieron ampliamente las expectativas.

Dado que las reformas del presidente Macron están perdiendo impulso, la confirmación de Merkel de que no se presentará a las elecciones de 2021 podría reavivar el escepticismo con respecto al liderazgo del proyecto de la UE. No obstante, da la impresión de ser una preocupación secundaria por ahora.

Por otra parte, el panorama general es de una rentabilidad notable junto a una normalización monetaria solamente gradual. Y, como destacamos posteriormente, las valoraciones no han sido alarmantes.

La amplitud de la caída de las acciones y el hecho de que los activos refugio no hayan subido de forma más sustancial podrían apuntar a una recogida de beneficios por parte de los inversores institucionales —al igual que a comienzos de 2016, quizás—, más que a una causa macroeconómica más siniestra.

### ¿Incógnitas desconocidas?

Al intentar adivinar el futuro, a menudo somos prisioneros inconscientes del pasado. Toda clase de riesgos insospechados y sin precedentes pueden estar acechando.

Lo único que podemos hacer es tener una mente abierta y cierta protección para la cartera. Para ciertos riesgos simplemente no hay seguro y quizás representan el equivalente financiero de la caída de un asteroide. Para que el seguro compense, nuestros aseguradores tienen que sobrevivir.

### ¿Qué es lo siguiente?

Nos preocupa un «segundo efecto derivado»: el fuerte crecimiento y los recortes fiscales en Estados Unidos han creado tal bonanza para las empresas en 2018 que parece como si las cosas ya no pudieran mejorar.

Una fuerte desaceleración de los beneficios en 2019 posiblemente sea inevitable —junto con las subidas de tipos de interés en Estados Unidos— y esto podría desembocar en decepción con respecto a los beneficios que figura en nuestra lista. ¿Estamos tomando conciencia de ello ahora?

Si es así, podría ser una carga soportable para los inversores a largo plazo. El nivel probable de beneficios al que ocurrirá la inevitable desaceleración podría sin embargo ser más alto de lo esperado. Y, un crecimiento más lento, en lugar de una caída en toda regla, dejará intactos la mayoría de los indicadores de valoración.

No somos tan ingenuos (esperamos no serlo al menos) como para creer en «mesetas permanentemente altas». Sin embargo, pensábamos que las acciones presentaban un buen valor a largo plazo antes de esta caída y creemos que siguen ofreciendo la mejor oportunidad de lograr rentabilidades que superen la inflación para los inversores a largo plazo.

# ¿Las acciones están caras?

«Hoy día la gente conoce el precio de todo y el valor de nada»

– Oscar Wilde

Valorar las acciones no es fácil y la historia puede ser cruel. Desde hace varias décadas los grandes diarios financieros y los comentarios de los bancos centrales han sostenido de forma despreocupada que las acciones están caras. Los modelos de los inversores de crecimiento se derrumbaron con las rentabilidades de la deuda pública. Los inversores de valor pensaron que tenían la afinación perfecta de Mozart.

La clave está en la palabra «mercado». En última instancia, los precios se deciden de forma subjetiva: si no hay compradores, los precios se hunden. Si no hay vendedores, se disparan.

Nosotros buscamos la objetividad comparando precios con beneficios, valores en libros, tasas de descuento y similares, pero estos elementos fluctúan mucho. Incluso si no variasen, la forma en que los vemos sí lo haría.

Cuando sugerimos que las acciones están baratas o caras, estamos expresando una opinión. En ningún lugar es la precisión financiera más engañosa que en el ámbito de la valoración. No hay absolutos, no hay una afinación perfecta.

Así, ¿qué podemos decir de utilidad sobre las valoraciones de la renta variable? ¿El revés de octubre ocurrió porque estaban simplemente caras?

Creemos que no. Tratamos de mantener la mente abierta, pero queremos que nuestros indicadores cubran todo el mercado, no solo algunos países y sectores (o empresas medias) y usar datos creíbles (lo que descarta las comparaciones a 100 años).

La principal razón por la que queremos invertir en acciones —poseer empresas— es un deseo de participar en el crecimiento económico. Si vamos a sostener que las acciones ofrecen un buen valor, tenemos que poder ver alguna clase de vínculo, aunque sea flojo, con ese crecimiento. La mayoría de las ganancias a largo plazo de los precios de las acciones se pueden localizar en los beneficios empresariales (figura 2).

## Indicadores basados en la dinámica

Nuestro minimalista enfoque simplemente compara los precios de las acciones con sus tendencias. Se puede argumentar que esto no es realmente una «valoración» per se, pero si los operadores basan sus decisiones en que un índice bursátil caiga (digamos) por debajo

de su media móvil de 200 días, podría acabar autocumpléndose. No usamos estos criterios a menudo, ya que se centran en el corto plazo e ignoran ese crecimiento.

## Medidas basadas en los flujos

Los enfoques más habituales comparan los precios con medidas de rentas, tales como beneficios, dividendos, flujos de efectivo, ventas o beneficio antes de intereses, impuestos y depreciaciones (EBITDA).

Las ratios PER —precios divididos por los beneficios— pueden considerarse como el número de años de beneficios que cuesta su inversión. De forma alternativa, pueden volverse del revés y verse como rentabilidades (que es como solemos considerar los dividendos).

Los beneficios son volátiles. Los beneficios son cíclicos y las amortizaciones de balances pueden ser grandes (ver 2008 en la figura 2). Los PER «con ajuste cíclico» (CAPE) usan una media móvil de 10 años (a menudo en términos reales) para uniformar los beneficios. Pero los beneficios estadounidenses cayeron con tanta fuerza en 2008/2009 que afectaron a las medias de 10 años. Si se renuncia a esta caída, el denominador del CAPE probablemente siga creciendo —y las valoraciones cayendo— durante un tiempo incluso si los beneficios ahora se estancan.

## Figura 2: Las valoraciones de las acciones no son extremas

PER con ajuste cíclico del mundo desarrollado y tendencia



Fuente: MSCI, Rothschild & Co

\*El PER con ajuste cíclico se ha extrapolado al 31/12/2020 y no asume crecimiento de los beneficios o cambios en el nivel del índice y sí una inflación del 2% al año. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Las ratios de precios/ventas y precio/EBITDA han adquirido popularidad, pero no son útiles para las empresas financieras, un sector de gran tamaño.

### Medidas basadas en el balance

Habitualmente, los fondos de los accionistas o los «valores en libros» son relativamente estables —siendo dos excepciones destacadas los bancos en 2008 y las empresas de telecomunicaciones y medios de comunicación en 2002—, por lo que pueden ofrecer otra útil referencia de valoración.

Las ratios de deuda o apalancamiento también suelen utilizarse, pero de nuevo los datos pueden ser difíciles de interpretar en el caso de los bancos.

La ratio Q de Tobin compara los precios de las acciones con los presuntos valores de sustitución de las empresas. Se supone que es una medida absoluta, pero los datos son deficientes y difíciles de obtener, y la propia idea es descabellada.

### Enfoques de flujos de efectivo descontados

Estos usan una tasa de descuento libre de riesgo —habitualmente rentabilidades de la deuda pública—, a menudo ajustada para tener en cuenta un mayor riesgo de la renta variable.

En su forma más sencilla, comparan las rentabilidades de las acciones con las de los bonos: el llamado «modelo de la Reserva Federal» se basaba en la observación de que durante gran parte de las décadas de 1980 y 1990 ambas rentabilidades se movieron a la par.

Las versiones más complejas en teoría pueden usarse para construir valoraciones absolutas, mostrando no solo si las valoraciones son altas

o bajas en relación al pasado, sino también si son «razonables» o no. En realidad, las conclusiones son muy sensibles a pequeños cambios en las hipótesis de información.

### Conclusiones

Algunos de los muchos indicadores de valoración que seguimos más de cerca se resumen en la figura 3 (página 5).

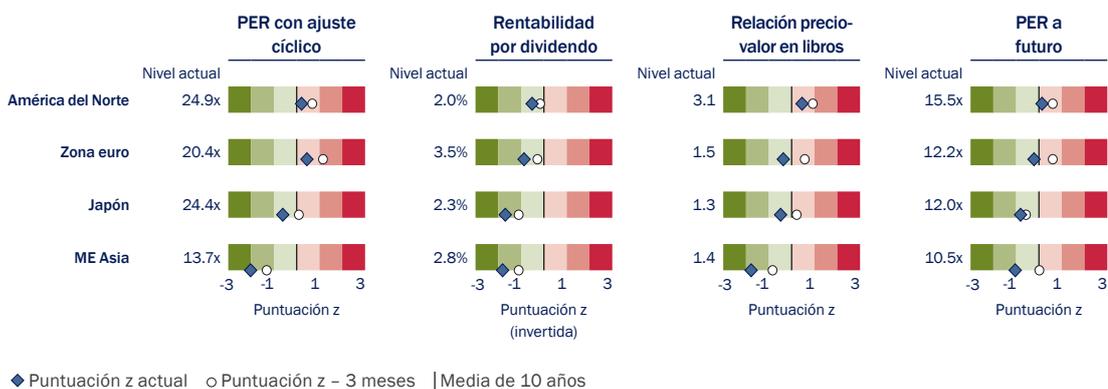
No incluimos en ella las medidas de flujos de efectivo descontados, aunque sistemáticamente mostramos rentabilidades de acciones y bonos como referencia en la página 6. Las rentabilidades de los bonos han sido tan inusualmente bajas últimamente que tales medidas probablemente habrían sido demasiado laxas.

En general, la mayoría de los indicadores antes de la corriente de ventas se situaban firmemente por encima de las tendencias de 10 años. No obstante, la divergencia no fue inaudita o alarmante y, en un clima económico benigno —en contraste con, digamos, la década de 1970 y comienzos de los 80, cuando esas tendencias eran más bajas y los tipos de interés «normalizados» mucho más altos—, merecía el beneficio de la duda (recuérdese que este no es un ejercicio de precisión).

En la actualidad, las valoraciones se sitúan más cerca de esas tendencias. A dondequiera que se dirijan ahora los mercados, dudamos que lo hagan por razones relacionadas con la valoración.

**Figura 3: ¿Las valoraciones bursátiles son poco notables? Niveles y puntuaciones z (divergencias con respecto a la tendencia)**

Indicadores de valoración seleccionados (excluidas medidas relacionadas con los tipos de interés). Las puntuaciones z se calculan como desviaciones típicas con respecto a la tendencia.



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

### Conclusiones de inversión

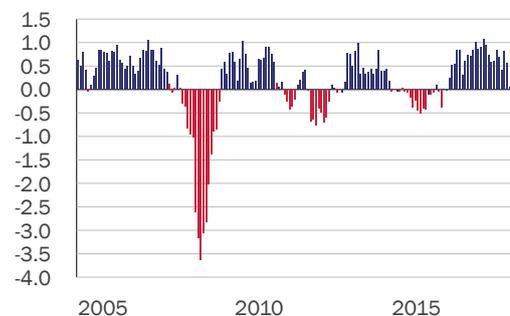
Nuestras opiniones top-down se mantienen sin cambios. Nuestros gestores de carteras han estado conservando cierta protección ante la posible volatilidad en los mercados bursátiles, pero hemos evitado hacer una reestructuración más defensiva que pudiera dejarnos varados si los mercados repuntan. El entorno económico se mantiene favorable y las valoraciones bursátiles vuelven a situarse próximas a la tendencia. Los recortes fiscales y el crecimiento en Estados Unidos han añadido cierto margen real en 2018, 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, las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense a largo plazo seguían siendo bajas, 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. Seguimos prefiriendo los bonos corporativos de alta calidad frente a la deuda pública, pero también están caros. La posibilidad de ver resultados extraordinarios de forma especialmente visible en la zona euro, donde las compras de bonos del Banco Central Europeo (BCE) cesarán en breve y las preocupaciones por el crédito local presentan cierto riesgo limitado para los bancos. 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 ha perdido el margen de maniobra a largo plazo, tras probables impagos y pérdidas que difícilmente haría que las rentabilidades pudiesen igualar a la inflación. No nos tienta agregar bonos de mercados emergentes a las carteras multiactivo, ni siquiera después de sus recientes oleadas de ventas.
- 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 los tipos de interés claramente favorecen al dólar estadounidense, pero este todavía tiene que romper su reciente rango de cotización. La libra esterlina sigue siendo rehén de las tensiones en torno al brexit, pero la combinación de políticas nacionales continúa virando a su favor y es competitiva. Aún falta algún tiempo para la subida de tipos del BCE y hay ciertos riesgos de crédito locales (Italia y los problemas de Turquía relacionados con los bancos), pero, al menos, la expansión cuantitativa casi ha acabado, el euro no está caro y seguimos siendo escépticos con respecto al escenario de que se produzca un desastre en torno al euro. La política monetaria de China se ha relajado de forma preventiva y el yuan ha bajado hacia la tendencia, aunque en términos de paridad del poder adquisitivo a largo plazo era muy competitivo desde el principio y ahora lo es más aún. El yen está barato, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. Seguimos destacando únicamente 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. Sin embargo, la economía local parece estar (aún) en mejor forma de lo que habíamos pensado y, si esto empieza a considerarse, el franco suizo podría mantener la fortaleza durante más tiempo.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co  
Índice compuesto de los componentes a futuro de las encuestas de manufacturas de China, Alemania, Japón, Reino Unido y EE.UU. ponderados de forma general por el PIB

## Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



— Acciones/deuda públ. desarr.

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	-3.2	-0.5
Gilt RU 10a	1.4	1.2	9.7
Bund alemán 10a	0.4	0.8	4.4
Bonos gob. suizo 10a	-0.0	-0.2	-1.2
Bonos gob. japonés 10a	0.1	0.0	2.2
Crédito global: grado inversión (USD)	2.2	0.2	6.7
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.8	-1.0	19.9
Emergentes (USD)	6.0	-3.4	12.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	110	4.4	6.0
Euro (EUR)	126	2.0	9.5
Yen (JPY)	91	3.9	11.1
Libra esterl. (GBP)	78	0.1	-15.7
Franco suizo (CHF)	156	2.9	-0.0
Yuan (CNY)	130	-1.9	-8.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Inflación G7

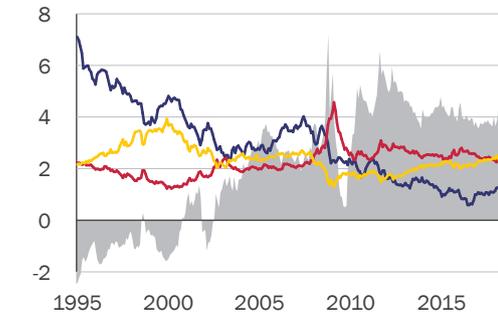
%, interanual



— Gral. — Subyac.

Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## Acciones/bonos: valoraciones relativas



— Deuda pública: rentab. al reemb. (%)  
— Acc. desarr.: precio/valor libros  
— Acc. desarr.: rentab. divid. (%)  
— Rentab. benef. acc. desarr./rentab. bonos

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

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.6	0.7	26.0
Desarroll.	2.5	2.1	26.4
Emergen.	3.0	-8.9	23.5
EE.UU.	1.9	6.6	35.7
Zona euro	3.5	-9.2	6.6
RU	4.4	-0.9	25.8
Suiza	3.2	0.2	11.4
Japón	2.3	-4.2	9.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	191	1.8	-2.4
Crudo Brent (\$/b)	75.5	23.0	52.3
Oro (\$/onza)	1,215	-4.4	6.4
Metales indus. (1991 = 100)	236	-12.8	22.0
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	21.2	108.5	40.9
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	60.1	17.6	-17.7

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Octubre 2018.

## 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 n° 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).

## Notas

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

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

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

### Bruselas

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

### Dusseldorf

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

### Fráncfort

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

### Ginebra

Rue de la 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 2131 9971

### Londres

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

### Manchester

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

### Milán

Via Agnello 5  
20121 Milán  
Italia  
+39 02 7244 31

### París

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

### Singapur

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

### Zúrich

Zollikerstrasse 181  
8034 Zúrich  
Suiza  
+41 44 384 7111