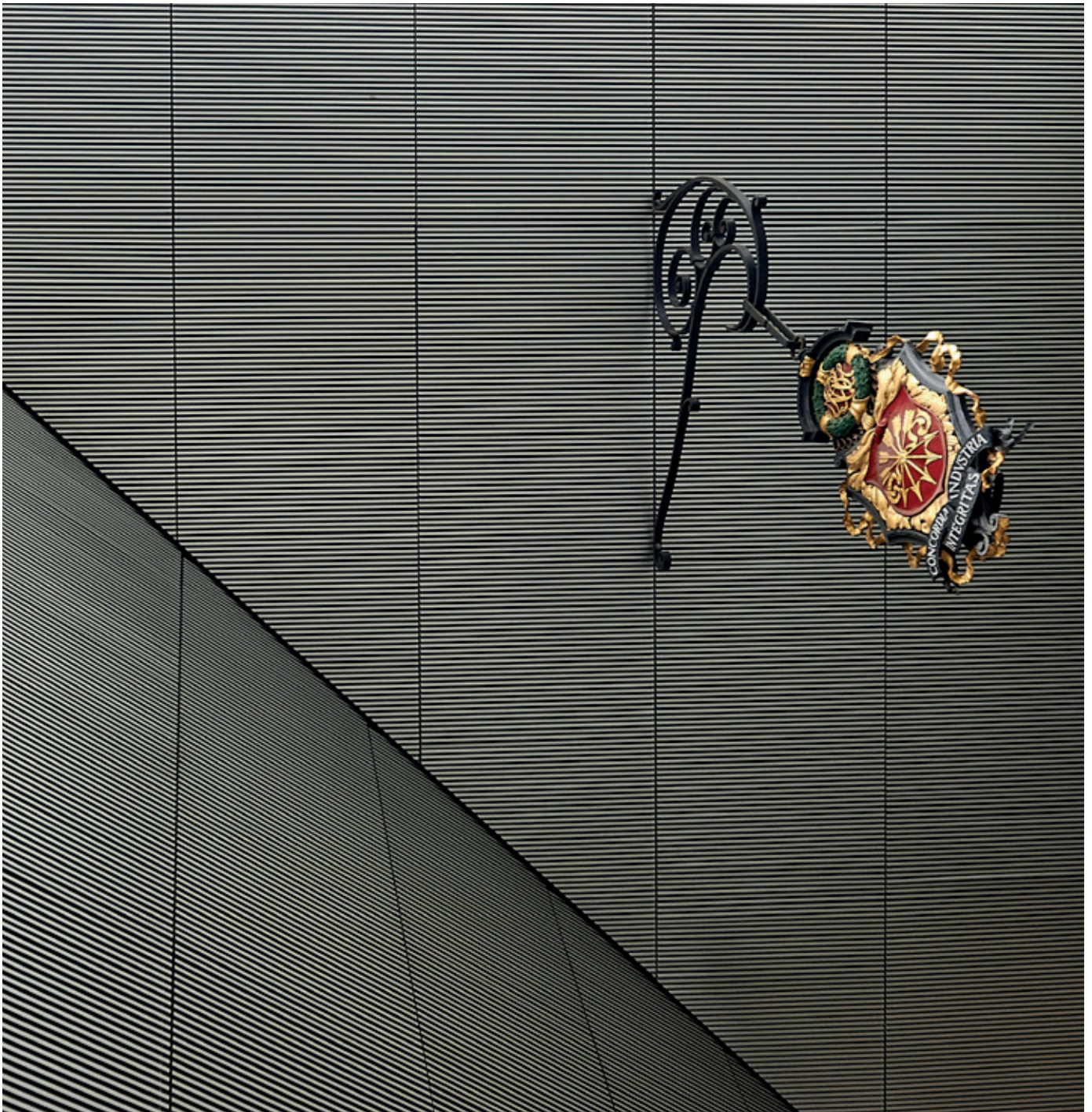


Perspectivas de mercado



Cuando los mercados decepcionan

Número 50 | Diciembre 2018 / Enero 2019



Preámbulo

Aunque nos encontremos en el mes de diciembre, no significa que sea más fácil predecir el futuro. Nuestro asesoramiento está relacionado con el clima de inversión y no con el calendario.

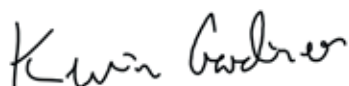
El ánimo del mercado vuelve a ser lúgubre, pero nuestras opiniones han cambiado tan solo ligeramente en el último mes. El ciclo es maduro, pero las acciones pueden superar la combinación inminente de una fuerte desaceleración de los beneficios y la subida de los tipos de interés en Estados Unidos. La volatilidad todavía es habitual. El pesimismo ha sido la norma desde 2008, y no siempre es negativo para la inversión.

Las tensiones comerciales —y de otra índole— entre Estados Unidos y China persisten pese a la tregua de los aranceles. Pero China sabe que su economía sigue siendo la más protegida. La liberalización ha enriquecido al país y no sorprende su comedida respuesta (hasta ahora).

Las vicisitudes de la canciller Merkel y del presidente Macron son más importantes para los mercados que el presupuesto italiano. Una zona euro sin rumbo podría ser motivo de gran inquietud, pero todavía no tiene carácter de urgencia.

Un Reino Unido sin rumbo sí es una realidad. No parece haber una mayoría para nada. Con escasa convicción, esperamos que en algún momento el país salga de la UE. También pensamos que el Reino Unido podría capear un Brexit «sin acuerdo» mejor de lo que el gobierno y los economistas de los bancos sugieren, pero no queremos tener ocasión de averiguarlo.

La próxima edición de *Market Perspective* se publicará en febrero. Deseamos a los lectores de todo el mundo un Feliz Año Nuevo lleno de paz y prosperidad.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

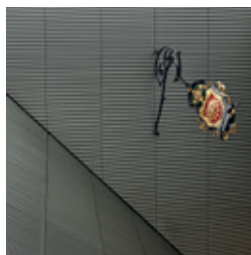


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

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

Cuando los mercados decepcionan

Las acciones y los bonos pueden ir a la zaga de la inflación, pero no tienen por qué

Los activos convencionales tuvieron un 2018 difícil...

La corriente de ventas del otoño/invierno en las bolsas eliminó las ganancias de 2018. La rentabilidad de los bonos también ha sido mediocre. En el momento de redactar este informe, las rentabilidades totales en el año de la mayoría de los mercados de acciones y bonos, en casi todas las divisas, van a la zaga del grueso de los precios al consumo y de los salarios (figura 1). Ha sido un mejor año para los ingresos salariales que para las rentabilidades de la inversión.

Nuestro objetivo primordial como gestores patrimoniales es intentar preservar e incrementar el valor real de los activos de los clientes a largo plazo. A riesgo de constatar lo obvio, esta misión no es fácil cuando los grandes mercados van por detrás de la inflación.

Años específicos como 2018 pueden ser tolerables, pero una sucesión de ellos —o unas caídas mayores— podrían terminar desmoralizando a inversores y gestores por igual. ¿Por qué molestarse con los mercados si ponen en riesgo el valor real a largo plazo de los ahorros?

Quizás los activos menos convencionales evolucionen mejor. Si las acciones y los bonos están atravesando dificultades, ¿es posible que los fondos más exóticos, o las inversiones directas en inmuebles, silvicultura, vinos, coches clásicos y/ o arte sean una alternativa?

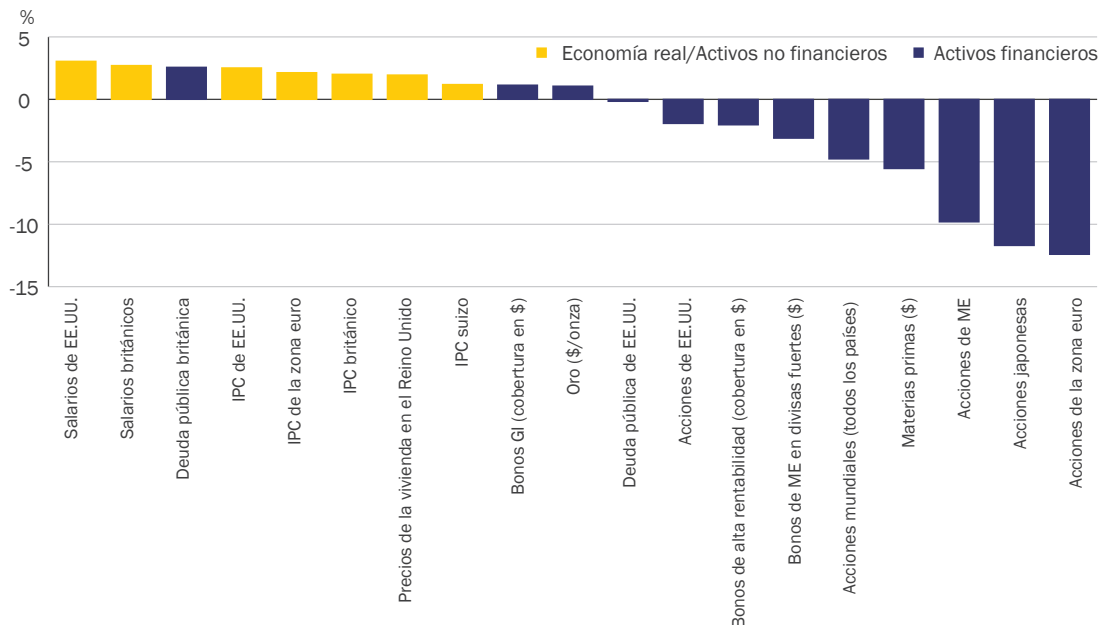
En la práctica, dicha clase de activos «alternativos» son ilíquidos, carecen de protección —buena suerte con esa obra atribuida a Leonardo— y son difíciles de monitorizar. Hay pocos índices de uso generalizado que repliquen inversiones inmobiliarias y menos de coches clásicos y cuadros.

En cualquier caso, puede parecer que son tan cíclicos y están tan en boga como los activos convencionales. Hace un año por esta misma época, el Bitcoin estaba en pleno auge. Hoy parece una respuesta complicada a una pregunta que nadie está haciendo.

Por tanto, hay pocas alternativas viables. Por si fuera poco, nunca sabemos exactamente por qué los activos convencionales hacen lo que hacen, al menos en el corto plazo. Nadie puede saber con precisión qué está motivando a los muchos miles de influyentes participantes en esos mercados.

Figura 1: Clases de activos seleccionadas, precios de consumo y salarios

Rentabilidad total/Crecimiento en 2018, en %, en divisas locales a menos que se especifique lo contrario



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

... pero el panorama macroeconómico no es nefasto

El revés ha sido lo bastante grande como para que hubiera merecido la pena evitarlo —si hubiese sido así de predecible. ¿Refleja esto una respuesta inesperada (por nosotros) a un panorama macroeconómico que se ajusta en gran medida a las expectativas, o una anticipación por los mercados de un empeoramiento de ese panorama? ¿Quizás un poco de ambas cosas?

Una mezcla de desaceleración y tipos de interés todavía al alza siempre ha sido una posibilidad. Un crecimiento sincronizado y por encima de la tendencia como el que se dio a finales de 2017 no ocurre a menudo. Los beneficios de las empresas estadounidenses no suben alrededor de un 25% cada año, sobre todo cuando recortes de impuestos han impulsado una gran parte (quizás la mitad) de esa subida. Y con el desempleo estadounidense en mínimos de los últimos 50 años y los tipos de interés reales por debajo de la tendencia, ¿qué debería hacer un banco central prudente?

Ahora bien, ¿por qué esa combinación tenía que hacer daño a los mercados? La desaceleración estadounidense —indicada por la encuesta ISM— a menudo ha coincidido con tipos de interés al alza, y los precios de las acciones estadounidenses habitualmente han subido (figura 2). Y las valoraciones actuales no son descabelladas; el mes pasado ya destacamos que no lo eran.

¿Quizás los mercados piensan que se avecinan tiempos más duros, o una inminente (re)escalada de esas tensiones comerciales y otros riesgos políticos?

Sabemos que cuando las cosas van mal para las empresas, sus beneficios no solo se desaceleran, sino que caen, y mucho.

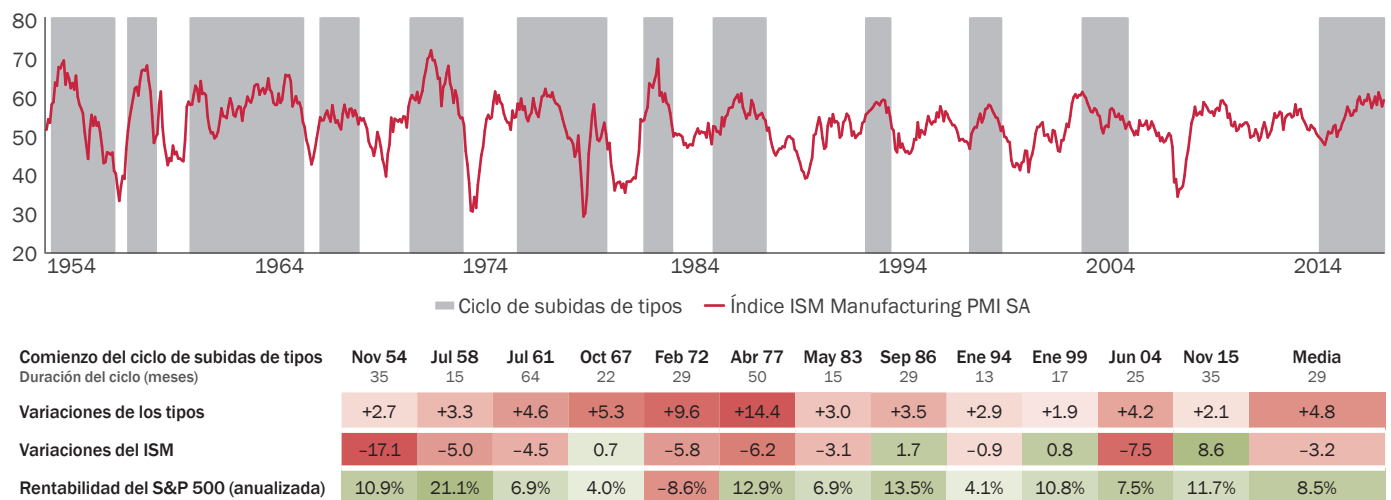
Durante la crisis financiera global (CFG), los beneficios del mundo desarrollado según la compilación de MSCI cayeron tres quintos en dólares. Después del fiasco de las puntocom en 2000, cayeron dos quintos. Pero aquellas caídas se amplificaron porque las empresas tuvieron que amortizar activos: los bancos en la CFG y las empresas de telecomunicaciones y medios de comunicación después del año 2000. Después de una recesión más suave —en Estados Unidos y luego en Europa— a comienzos de la década de los 90, también cayeron fuertemente, alrededor de un tercio. Bajaron casi un quinto cuando los precios del petróleo se derrumbaron después de 2014, aunque la respuesta del mercado fue débil.

En la actualidad, los balances de las empresas tienen menos probabilidades de contener muchos préstamos poco fiables (como sucedió con los bancos en 2007) o de haber sobrevalorado adquisiciones recientes (como sucedió con las compañías de telecomunicaciones y medios de comunicación en 2000).

Una recesión-y/o unos menores beneficios del petróleo- se puede producir teniendo en cuenta que nos encontramos en el décimo año de expansión estadounidense. Pero de momento, los indicadores cíclicos —incluida la curva de rentabilidades y los datos de solicitudes de subsidio de desempleo estadounidenses, que se siguen muy de cerca— no están apuntando a una crisis inminente. Hemos visto desaceleraciones similares en otras ocasiones

Figura 2: Periodos de desaceleración en EE.UU. y tipos de interés al alza

Tipos de interés de EE.UU., la encuesta ISM y la respuesta de los precios de las acciones



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

desde la GCF. El crecimiento del tercer trimestre en Alemania y Japón se vio afectado por factores puntuales, incluido un reequipamiento del sector automovilístico y catástrofes naturales, lo cual podría llevar a un repunte a corto plazo.

Uno de los pilares clave de la economía estadounidense en este ciclo sigue intacto: hay escasos signos de desequilibrios macroeconómicos como los observados en 2000 y 2007. Concretamente, los consumidores estadounidenses no se han endeudado de forma temeraria, sino que siguen siendo proveedores de liquidez efectivos.

Esto no es garantía de que el crecimiento continuará —quizás ahora los hogares estadounidenses apuntarán permanentemente a unas tasas de ahorro más altas que en épocas pasadas—, pero pensamos que elimina cierto riesgo potencial. Por otro lado, la confianza de los consumidores ha sido alta, y el desempleo se sitúa en mínimos de 50 años.

Si estamos en lo cierto respecto al entorno macroeconómico, eso no garantiza un mejor 2019 para las carteras. El crecimiento, la política monetaria, los beneficios corporativos y las valoraciones afectan a los mercados de forma puntual y brusca, no de manera continua y suave, que es por lo que el proceso es tan difícil de colocar en un modelo.

Las tensiones políticas no son nuevas

Las tensiones entre Estados Unidos y China podrían golpear a los mercados incluso si el entorno macroeconómico es favorable. Justo cuando parecía como si se hubiese alcanzado una incómoda tregua arancelaria en los márgenes del G20, la judicatura estadounidense demostró su independencia intentando

extraditar a una bien relacionada directora financiera de una tecnológica china.

No obstante, el riesgo geopolítico no es nuevo y los desenlaces perjudiciales no son inevitables. De hecho, al menos hasta esa medida judicial, la comedia respuesta de China a las fuertes estrategias arancelarias de la administración estadounidense parecía apoyar nuestra creencia de que eran posibles unos desenlaces más positivos.

China sigue siendo con diferencia la gran economía más protegida y cerrada, y sabe que la administración estadounidense tiene razón hasta cierto punto, aunque no lo expongan abiertamente. China también sabe que la liberalización la ha enriquecido y sigue siendo en su propio interés, de modo que puede permitirse una postura relativamente constructiva. Los aficionados a la historia notarán el asombroso cambio en la oferta de China de limitar las exportaciones de opiáceos (sintéticos).

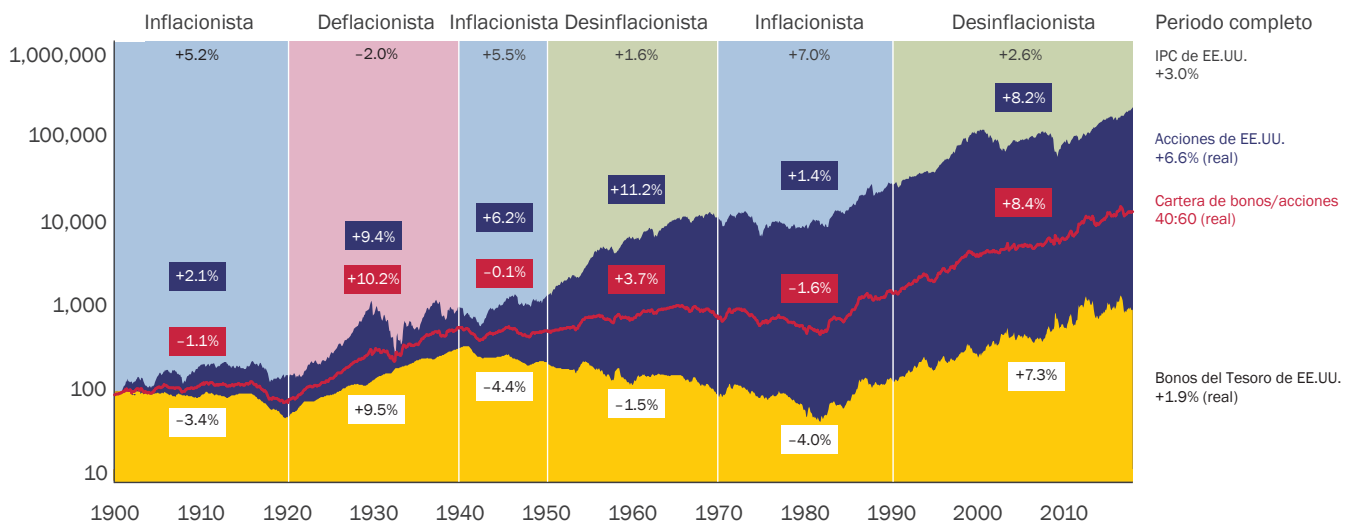
En otros lugares más cercanos, la falta de rumbo asociada al aparente cambio radical de Macron y la próxima salida de Merkel también amenazan el apetito por el riesgo de los inversores. La minicrisis presupuestaria de Italia, en cambio, parece exagerada y podría estar disipándose ya.

Lo mismo puede decirse de lo que parece una próxima crisis constitucional en el Reino Unido. Se ha aplazado la votación parlamentaria sobre el acuerdo de salida de la UE.

Todavía no hay una mayoría visible para ninguna de las tres opciones que realmente están sobre la mesa (acuerdo, sin acuerdo o permanecer en la UE) y el gobierno británico no tiene un plan de acción evidente.

Figura 3: Rendimiento a largo plazo de las acciones y los bonos de EE.UU.

Índices de rentabilidad total real: Acciones y bonos del Tesoro de EE.UU. (escala logarítmica, 1900 = 100)



Fuente: Datastream, Robert Shiller, Rothschild & Co

La cartera compuesta de bonos y acciones se ha reajustado con periodicidad mensual. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

No obstante, nos limitamos a repetir que, a nuestro juicio, el daño duradero para las carteras en libras esterlinas de una salida de la UE sin acuerdo será limitado. Un tipo de cambio más bajo ayudará, y la economía británica es probablemente más resistente de lo que sugieren el gobierno y los economistas del Banco de Inglaterra. Pero seguimos esperando no tener ocasión de averiguarlo.

Los mercados no tienen por qué cumplir...

Averiguar el momento adecuado para entrar o salir del mercado es muy difícil —claramente— y si intentamos ajustar nuestro asesoramiento ahora, podríamos encontrarnos varados fuera del mercado cuando este repunte. Pensamos que aún hay perspectivas de que las rentabilidades superen a la inflación a largo plazo.

Aunque no tiene por qué haberlas. No hay una ley de los mercados que diga que deban hacer lo que queremos que hagan, esto es, preservar e incrementar el patrimonio real con una perspectiva a largo plazo. Históricamente, ha habido periodos bastante largos en que no lo han hecho.

La figura 3 resume el último siglo más o menos de rentabilidades de las acciones y bonos estadounidenses. La experiencia británica (que no se muestra) es notablemente similar (es difícil obtener datos continuos de otros grandes mercados).

Ha habido tres décadas en las que una combinación de 60:40 de acciones y bonos —una cartera «equilibrada» típica en la actualidad— no ha logrado ofrecer un resultado que haya superado a la inflación, y una cuarta en que ha sido marginal: las décadas de 1910, 1940 y 1970, siendo la de los 60, que sería la marginal. En casi medio siglo, apenas igualó la inflación, y fue entre 1936 y 1981.

Un análisis más detallado indica que el factor inmediato determinante de las débiles rentabilidades fue el mercado de deuda pública. En cada una de esas décadas, los rendimientos de los bonos cayeron por debajo de la inflación, mientras que en tres de ellas —siendo la excepción la de 1970— las rentabilidades reales de las acciones se mantuvieron positivas.

Lo que esos periodos tienen en común, a riesgo de simplificar demasiado, es que la propia inflación era relativamente alta en cada uno de ellos. En tres de las cuatro, la inflación estaba asociada a la guerra, y a «demasiado dinero para comprar demasiados pocos productos», pero en los 70 hubo un mayor componente de «impulso de los costes» gracias a la OPEP y a unas pobres relaciones laborales.

El hecho de que la experiencia de la inflación británica fuera similar —en todo caso, fue más

disruptiva, y en los 70 las acciones del Reino Unido tuvieron más dificultades que los *gilts* y la renta variable estadounidense— sugiere que había cierta causalidad común.

Dada la reciente obsesión con el riesgo de deflación, merece la pena destacar que en el único episodio deflacionista —las décadas de 1920 y 1930— las carteras equilibradas tanto estadounidenses como británicas, y tanto las acciones como los bonos, ofrecieron sólidas rentabilidades reales positivas. Y ello pese a que estas décadas incluyeron el *crash* de 1929 y la Gran Depresión posterior.

Si se reflexiona sobre ello, esto tiene sentido. Los cupones y el principal de la mayoría de los bonos se fijan en términos nominales y su valor real es especialmente vulnerable a una inflación prolongada. Las acciones no son inmunes, pero probablemente son una clase de activo real en sí misma, esto es, pequeñas porciones de empresas reales.

La razón de que las acciones estadounidenses y británicas también cayeran en unos años 70 especialmente inflacionistas, es que las empresas también estaban evolucionando mal (la rentabilidad era baja, en parte a causa de la inflación que hacía subir los costes).

Las rentabilidades bursátiles reales también fueron pobres (en el Reino Unido al igual que en Estados Unidos) en la década de 2000, pese a que la inflación era baja y los bonos se comportaron bien. No obstante, cabe señalar que estos malos resultados se producían tras las extremas sobrevaloraciones vistas en el episodio puntocom.

... pero pensamos que pueden

Es por esto que a menudo nos centramos en la inflación. Cuanto más alta es, más difícil resulta de superar. Ha sido asociada con unas pobres rentabilidades de inversión, habitualmente de los bonos, pero también, cuando ha sido lo bastante disruptiva, de las acciones.

Incluso a los moderados niveles de inflación actuales, las rentabilidades reales prospectivas de la mayoría de los bonos son insignificantes o negativas, como en Europa. Pero parece improbable que sean tan débiles como en las décadas aquí mencionadas. Y a menos que la inflación se vuelva mucho más disruptiva —haciendo subir drásticamente los tipos de interés y/o mermando el crecimiento— parece improbable que mitigue las rentabilidades bursátiles. A las valoraciones actuales y con las tasas de crecimiento económico tendencial en mente, los rendimientos de las acciones pueden superar a la inflación a largo plazo —de media, aunque no necesariamente todos los años.

Conclusiones de inversión

Nuestras opiniones *top-down* se mantienen sin cambios. Nuestros gestores de carteras conservan cierta protección específica en anticipación de la volatilidad de los mercados de renta variable, pero una reestructuración más defensiva podría dejarnos varados si los mercados repuntan. Una fuerte subida de la inflación y/o una caída recesionista de los beneficios no parecen inminentes, los riesgos geopolíticos son manejables y las valoraciones bursátiles se sitúan ahora cerca de la tendencia. Las acciones aún pueden ofrecer rentabilidades que superen a la inflación a largo plazo.

- Seguimos viendo la mayoría de los bonos y el efectivo como seguros para la cartera, no como fuentes probables de rentabilidades de inversión reales.
- La mayoría de los mercados de deuda pública parecen caros. Los rendimientos de los bonos estadounidenses subieron notablemente, pero ahora han vuelto a caer ligeramente y de nuevo ofrecen poca compensación por la inflación y el riesgo de duración. En otros mercados, las rentabilidades nominales de la mayoría de los mercados desarrollados permanecen firmemente por debajo de las tasas de inflación probables.
- Nuestra preferencia por los bonos corporativos de alta calidad está disipándose, incluso después de su reciente debilidad. El rendimiento extra que ofrecen no es atractivo, sobre todo en esta fase del ciclo, cuando el riesgo de impagos corporativos está aumentando. El margen de una rentabilidad relativa superior es especialmente escaso en la zona euro, donde las valoraciones han sido más altas, las compras del Banco Central Europeo están a punto de finalizar y las inquietudes en torno al crédito local presentan cierto riesgo para los bancos, pero también está disminuyendo en Estados Unidos.
- Continuamos prefiriendo los bonos de duración relativamente baja de la zona euro y el Reino Unido, y nos hemos vuelto más neutrales en Estados Unidos, donde seguimos viendo cierto atractivo en los bonos indexados

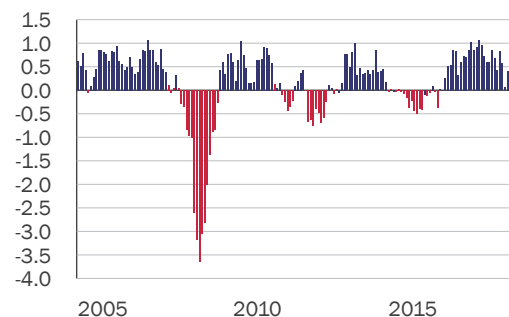
a la inflación. El crédito de grado especulativo se ha abaratado aún más, pero sigue ofreciendo escaso margen, ya que, netas de impagos y pérdidas, las rentabilidades europeas podrían tener dificultades para igualar a la inflación. Vemos escaso atractivo en los bonos de mercados emergentes para las carteras multiactivo, incluso después de su reciente corriente vendedora.

- Seguimos prefiriendo las acciones a los bonos en la mayoría de los mercados, incluso en el Reino Unido (donde los grandes índices tienen una naturaleza verdaderamente global). Tenemos pocas convicciones regionales, pero continuamos creyendo que el atractivo estructural de la Asia emergente se mantiene intacto, al margen de las tensiones comerciales y la volatilidad. 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 de gran alcance entre las principales monedas. Dado que la inclinación al riesgo es reducida, el franco suizo podría mantenerse fuerte durante más tiempo del que habíamos pensado. Nuestro recelo se ha trasladado en cambio al euro: el crecimiento y el *carry* de los tipos de interés son bajos, la incertidumbre política a medio plazo ha aumentado y no está barato. La dinámica cíclica y el *carry* de los tipos de interés claramente favorecen al dólar, que a menudo también se ve como una divisa refugio; está cara, pero no especialmente. La libra sigue siendo rehén de las tensiones en torno al *Brexit*, pero es competitiva. El yen también se perfila competitivo, pero la política monetaria japonesa continúa siendo la más laxa. La política monetaria de China se ha relajado últimamente y el yuan ha bajado hacia la tendencia, pero en términos de paridad del poder adquisitivo a muy largo plazo sigue siendo la divisa más obviamente infravalorada. En conjunto, tenemos una ligera preferencia por el dólar y nos inclinamos menos por el euro.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

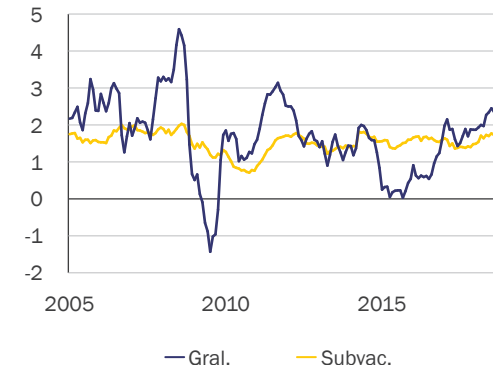
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

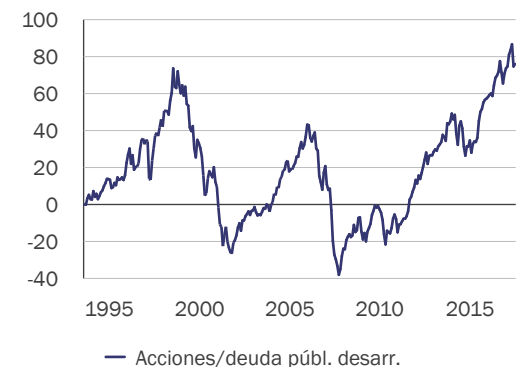
Inflación G7

%, interanual



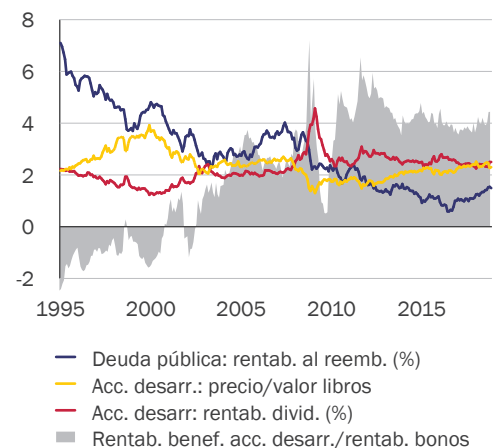
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



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

Acciones/bonos: valoraciones relativas



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

Bonos seleccionados

Rentab. actu., rentab. recientes divis. loc.

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Tesoro EE.UU. 10a	3.0	-1.6	1.2
Gilt RU 10a	1.4	2.0	9.7
Bund alemán 10a	0.3	1.6	4.5
Bonos gob. suizo 10a	-0.1	0.2	-1.3
Bonos gob. japonés 10a	0.1	0.1	2.5
Crédito global: grado inversión (USD)	2.2	0.5	7.1
Crédito global: alta rentab. (USD)	7.2	-1.5	20.1
Emergentes (USD)	6.2	-3.4	12.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.5	0.8	27.3
Desarroll.	2.5	1.6	27.0
Emergen.	2.9	-5.4	30.7
EE.UU.	1.9	5.5	37.9
Zona euro	3.5	-8.1	2.7
RU	4.5	-0.6	23.6
Suiza	3.2	-0.8	10.0
Japón	2.3	-4.6	9.5

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	110	5.4	3.7
Euro (EUR)	125	0.3	11.7
Yen (JPY)	90	3.1	10.8
Libra esterl. (GBP)	77	-1.0	-16.2
Franco suizo (CHF)	157	3.4	1.9
Yuan (CNY)	130	-1.4	-9.1

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	182	-3.9	-0.4
Crudo Brent (\$/b)	58.7	-7.6	31.6
Oro (\$/onza)	1,223	-4.1	14.8
Metales indus. (1991 = 100)	240	-7.4	36.1
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	18.1	60.2	12.0
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	52.4	12.0	-25.0

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 30 de Noviembre 2018.

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

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 discrecionales 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