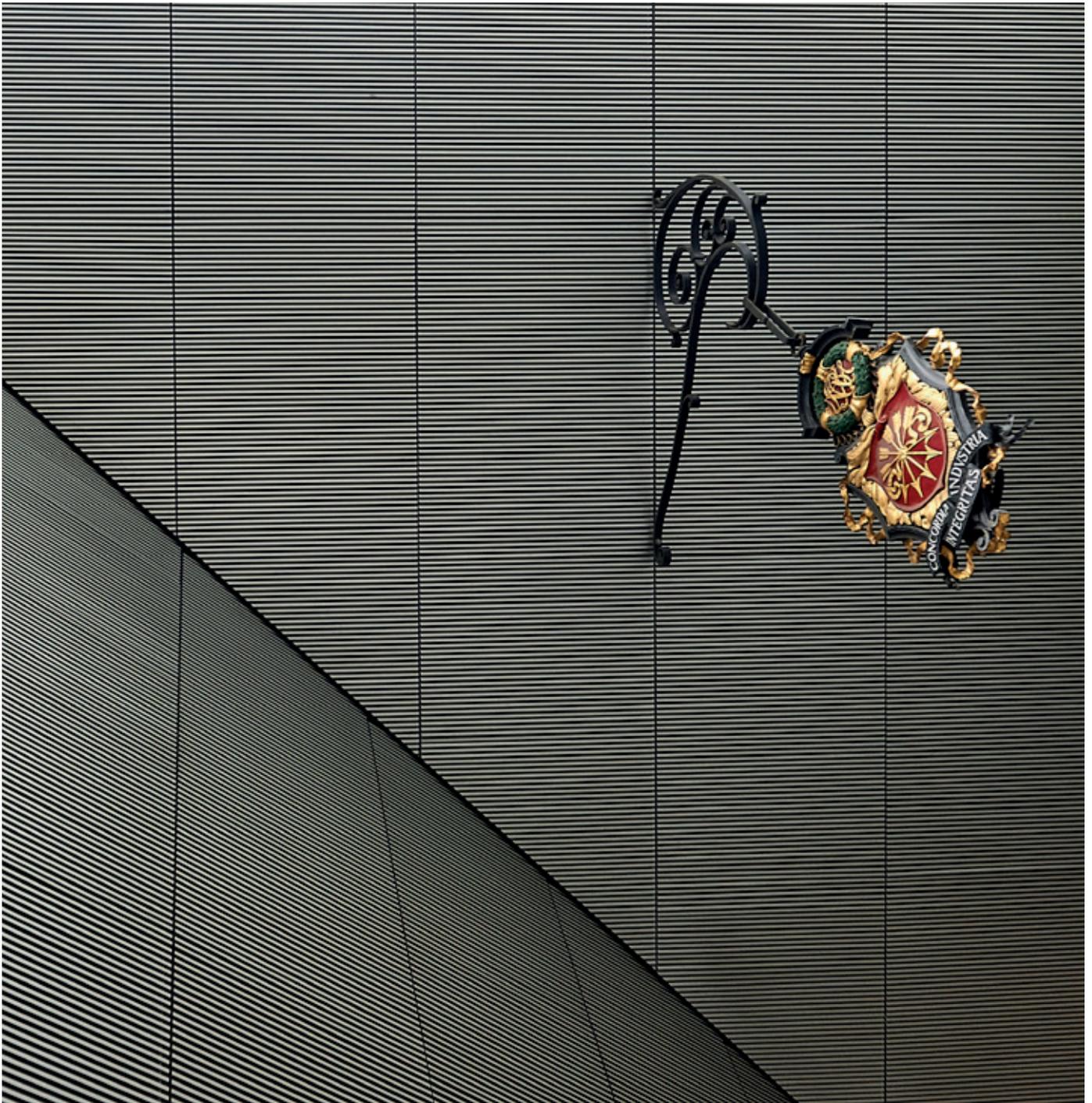


# Perspectivas de mercado



Esto también pasará

Número 60 | Marzo 2020



# Prefacio

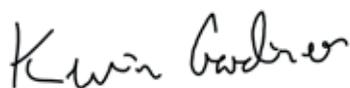
Hace algo más de un mes, se apreciaba un consenso inusualmente positivo que nos llevó a preguntarnos si las acciones estaban quedándose sin margen táctico. Quién lo iba a decir: la difusión del coronavirus más allá de Asia provocó que la bolsa estadounidense registrara en febrero su corrección más rápida desde la Segunda Guerra Mundial (definida como una caída del 10% desde su máximo). Los mercados han vuelto a caer con fuerza en lo que llevamos de mes de marzo.

La tentativa de crecimiento mundial, las elecciones estadounidenses y, de hecho, la mayor parte del resto de cuestiones se han dejado de lado conforme ese consenso positivo se ha ido evaporando. Nos encontramos de nuevo ante un muro de preocupación y, como inversores contracorriente natos (y estudiosos entusiastas de las formas en que interactúan los medios y los mercados), volvemos a pisar un terreno que nos resulta más familiar.

Por desgracia, el coste humano del brote difícilmente puede exagerarse, pero ¿estamos ante una reacción excesiva en el ánimo económico y financiero? No podemos saber con exactitud cuándo se frenarán los contagios en el mundo o cuándo convergerán las tasas de mortalidad. Las perturbaciones en el sector empresarial probablemente serán considerables: después de alejarse a finales de 2019, la posibilidad de una recesión se ha acercado de nuevo. Tampoco nos tranquiliza mucho la reacción de pánico de los bancos centrales, que en este contexto parece tan ilógica como probablemente ineficaz.

Sin embargo, la Organización Mundial de la Salud (OMS) ha informado de que los contagios se han frenado en China durante las últimas semanas. Las perturbaciones económicas podrían no durar mucho, pero si lo hacen, sospechamos que una recesión por este motivo podría ser menos amenazadora de lo normal, no más. Además, las caídas de las bolsas desde un punto de partida indudablemente elevado nos parecen más abultadas que el posible valor de los negocios perdidos.

Ante este alarmante e inesperado golpe, nuestro consejo para los inversores pacientes es que mantengan la calma y esperen a que se aclaren las cosas, pero sin dejar de buscar oportunidades para reforzar las posiciones a largo plazo, no recortarlas.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild & Co Wealth Management

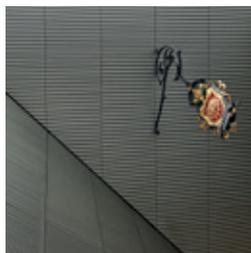


Imagen de portada:  
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2020 Rothschild & Co Wealth Management  
Fecha de publicación: Marzo de 2020  
Valores: todos los datos a fecha de 29 de Febrero de 2020.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Esto también pasará

## Preguntas económicas acerca del coronavirus

¿Podría provocar una recesión? Seguramente *podría*, pero no estamos ni muchos menos seguros de que lo vaya a hacer.

Los perjuicios económicos están derivándose principalmente de la comprensible respuesta ante el virus, no del propio virus. Son muchas más las personas afectadas por las cancelaciones y las cuarentenas que las que se van incapacitadas por el virus. Si para controlar su expansión hace falta impedir que la gente se reúna, entonces se cancelarán muchos negocios.

Este ha sido un ciclo empresarial profundamente denostado a pesar de haber desbaratado no pocas predicciones pesimistas, o tal vez a causa de ello. Los entendidos no han tardado en lanzarse sobre el virus para convertirlo en la última razón para esperar su fin.

Las encuestas empresariales de China han descendido drásticamente hasta niveles que son incluso inferiores a los de 2008 (figura 1). Ciertamente, los efectos estacionales en torno al Año Nuevo chino pueden ser considerables, pero no cuesta imaginar que el PIB allí, y en algunas grandes economías occidentales, está contrayéndose. Si la OMS declarase una pandemia, el impacto sería aún mayor.

Después de atenuarse a finales de 2019 con la rebaja de las tensiones comerciales y la estabilización aparente de los datos, las perspectivas de recesión parecen haberse reavivado.

Todavía no está claro si la inminente caída de los datos de actividad real (ventas, producción, empleo) será comparativamente grande y sostenida durante un trimestre completo, y menos aún durante los dos trimestres consecutivos que ordinariamente definen una recesión.

Muchas operaciones se perderán de forma permanente. Sin embargo, algunas simplemente se pospondrán, mientras que otras, como los productos domésticos que se acumulan y el gasto público adicional en prevención y tratamiento, no se habrían producido en otras circunstancias.

Se ha debatido sobre la forma que podría adoptar el rebote, cuando se produzca. Se podía discutir si la reactivación que iba a dejar atrás los dos años de desaceleración que parecían estar terminando a finales de 2019 iba a ser vigorosa o no, pero pensamos que habrá menos incertidumbre en torno al perfil del rebote cuando se suavicen los controles del coronavirus. Esperamos que sea casi tan acusado como la desaceleración.

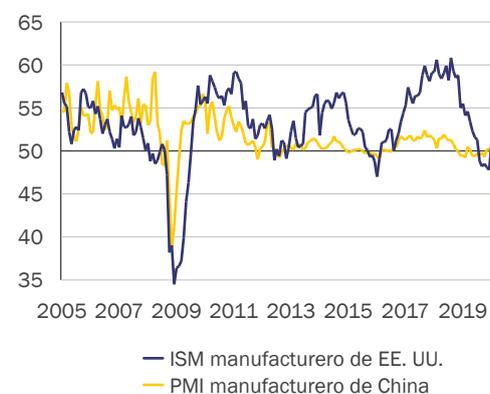
### Si es así, ¿qué pasa con los beneficios?

Los beneficios probablemente descenderán y las acciones ya han caído en previsión de ello. Como se ha indicado, no pensamos que tenga que producirse una recesión, pero es importante ser conscientes de que los beneficios empresariales están literalmente engranados en el crecimiento económico: una pequeña variación en el segundo puede tener un gran efecto sobre los primeros y uno incluso mayor en las cotizaciones (véase el cuadro «Un viaje accidentado: beneficios y cotizaciones»).

Sin embargo, la clave desde el punto de vista de la inversión es que el crecimiento de las economías y los beneficios es la norma, no la excepción: cuando el crecimiento se reactiva, los beneficios —y las cotizaciones— normalmente

**Figura 1: China parece haberse llevado un fuerte golpe**

Principales encuestas empresariales: PMI de China e índice ISM de EE. UU.



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

## Un viaje accidentado: beneficios y cotizaciones

Los precios de las acciones muestran (aunque de forma difusa) los movimientos de los beneficios empresariales, que a su vez suelen mostrar (también de forma difusa) los movimientos de la economía. Si la respuesta al virus afecta al crecimiento económico, ¿qué tipo de turbulencias podemos esperar en los beneficios y las cotizaciones?

Frente a una desaceleración del ritmo de crecimiento, un desplome de los beneficios empresariales es relativamente poco frecuente, pero cuando ocurre, el retroceso puede ser notable. También puede tardar algún tiempo en revertirse: de media, los beneficios tardan 18 meses en tocar fondo y rebotan hasta sus niveles anteriores a la crisis alrededor de 24 meses después.

Las amenazas cíclicas a la rentabilidad empresarial son obvias: recesión, el lastre de unos costes de financiación más elevados o contratiempos de índole política. Sin embargo, estos episodios, aunque son los más frecuentes, no son los que históricamente han hecho más daño (figura 2). Los episodios más destructivos han estado asociados más bien con accidentes financieros, como la explosión de la burbuja puntocom y la crisis financiera mundial. Obviamente, estos sucesos pueden tener consecuencias cíclicas: durante la crisis financiera mundial, los problemas de liquidez y la debilidad del sector bancario provocaron una profunda recesión, ya que las empresas y los ciudadanos simplemente dejaron de gastar.

El carácter difuso del vínculo entre las cotizaciones y los beneficios obedece al sentimiento y a los cambios de las expectativas del mercado, que a menudo fuerzan a las cotizaciones bursátiles (y a las valoraciones) a alejarse de los fundamentales. El último ejemplo de lo anterior pudo observarse a finales de 2018, cuando repuntó con fuerza la volatilidad de los mercados durante un periodo de beneficios estables, aunque sin brillo.

La magnitud del descenso de los beneficios puede diferir notablemente del alcance y la duración de la corrección de los mercados. A comienzos de la década de 1990, las empresas estadounidenses se enfrentaban

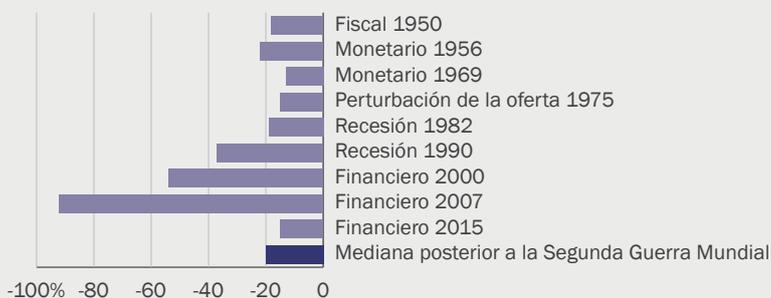
a una coyuntura compleja: una política monetaria restrictiva y una recesión interna (junto con una crisis en los precios del petróleo a raíz de la invasión de Kuwait por parte de Irak). Los beneficios se redujeron más de un tercio, pero la respuesta del mercado fue moderada, ya que perdió una sexta parte de su valor en su punto álgido. Por el contrario, la volatilidad del mercado a menudo supera la de los beneficios.

Poner cifras a la amenaza del virus resulta complicado. El riesgo de una nueva recesión se ha reactivado claramente y probablemente veamos algún descenso en las cifras de beneficio de explotación y beneficio neto. Sin embargo, a día de hoy pensamos que el descenso podría ser pequeño y efímero.

En medio de la vorágine informativa, puede resultar difícil recordar que los perjuicios duraderos que está sufriendo el patrimonio de las empresas podrían ser pequeños. Si el sector empresarial mundial pierde de forma permanente un mes de resultado neto, su valor actual podría verse recortado *grosso modo* alrededor de un cuarto de punto. Incluso en los mercados de baja volatilidad de los últimos tiempos, esto se encuentra claramente dentro de los límites de una fluctuación «normal». Sin embargo, el sentimiento puede distanciarse fácilmente de la realidad, en ambas direcciones.

### Figura 2: Grandes descensos de los beneficios empresariales en EE. UU.

Descensos de los beneficios por acción superiores al 10% después de la Segunda Guerra Mundial (máximo-mínimo)



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

rebotan. La volatilidad de las cotizaciones normalmente exagera de forma considerable cualquier variación de fondo en el valor actual neto de las empresas.

### ¿Sería peor una desaceleración provocada por el virus?

Las recesiones pueden dañar con fuerza el empleo y los beneficios, aunque temporalmente. ¿El riesgo planteado por una desaceleración provocada por el virus es peor ahora que el planteado por una desaceleración «normal»?

La desaceleración inicial en la producción y las ventas indudablemente expondrá a aquellas empresas cuyos flujos de efectivo sean menores y estén más endeudadas, y sus quiebras podrían suponer un duro golpe para la liquidez general, pero lo cierto es que se han producido relativamente pocos excesos macroeconómicos en este ciclo (los bancos y los consumidores no han prestado y no se han endeudado de forma temeraria) y estos efectos de contagio podrían no ser mayores de lo habitual.

Resulta prematuro hablar de otra crisis financiera. La caída de las cotizaciones y la curva invertida de rendimientos debido a la caída de los bonos estadounidenses a largo plazo a nuevos mínimos históricos, no bastan para declararla. Los diferenciales monetarios que pueden poner de relieve un aumento de la falta de liquidez en el sistema no se han ampliado aún de forma alarmante (figura 3). También resulta prematuro hablar del fin de la «globalización», a pesar de que los aeropuertos se queden desiertos.

En esta coyuntura, los tipos de interés disponen de menos margen del habitual para seguir bajando ya que se encuentran en niveles muy bajos (aunque no descartamos que los bancos centrales podrían agotar todo el margen que exista; véase más adelante). Incluso si los tipos bajarán aun más en el contexto de las restricciones a los viajes, los controles para evitar contagios y el miedo de los consumidores su impacto sería a buen seguro menos potente de lo habitual.

La política presupuestaria dispone de un mayor margen de respuesta, pero, de nuevo, más allá del gasto inmediato en medidas de ayuda y control no hay mucho que pueda hacer ante estas restricciones. Como señalamos más adelante, es discutible si la política monetaria y presupuestaria debería actuar con determinación o no en estos momentos.

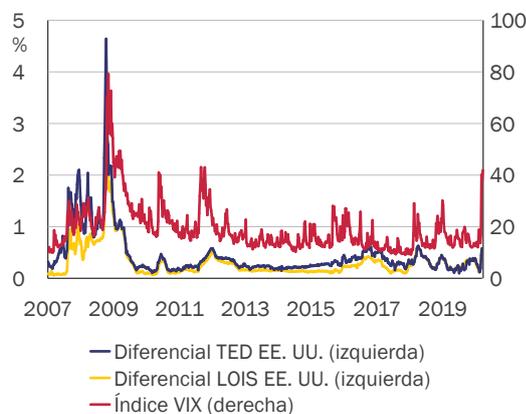
No obstante, sospechamos que una recesión —circunstancia que, como decíamos, podría evitarse todavía— podría ser menos intensa que la que se necesitaría para corregir excesos en el consumo o la inflación. La causa clara y no económica de esta ralentización, así como la ausencia de excesos recientes, posiblemente la haga menos amenazadora que unos males económicos o financieros más arraigados.

### ¿Es una perturbación de la oferta o de la demanda?

Si la economía crece porque las personas deciden gastar más, decimos que el crecimiento está «impulsado por la demanda». Ese es probablemente el escenario predeterminado, y

**Figura 3: El riesgo sistémico podría no haber aumentado mucho**

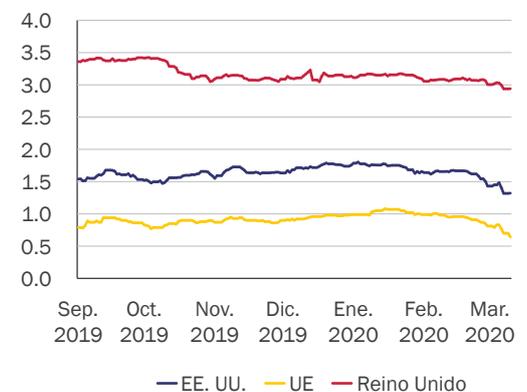
Diferenciales entre los tipos de referencia y los tipos monetarios a corto plazo



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

**Figura 4: La inflación prevista ha descendido ligeramente**

La inflación prevista ha descendido ligeramente



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

es ciertamente la visión imperante o keynesiana del mundo. Sin embargo, el crecimiento a menudo puede verse impulsado por una mejora inesperada de los recursos o la tecnología, en cuyo caso decimos que está «impulsado por la oferta».

¿Por qué habría de importar? Una reducción repentina de la demanda probablemente sume al descenso de la actividad una caída de los precios (deflación), ya que los proveedores tratarían de incitar a unos clientes más indecisos para que sigan comprando. Sin embargo, una reducción repentina de la oferta probablemente sume al descenso de la actividad un aumento de los precios (inflación), ya que los clientes competirían por unos productos más escasos. Los márgenes de beneficios también podrían verse afectados de forma diferente, dependiendo del punto exacto del que provenga el influjo bajista.

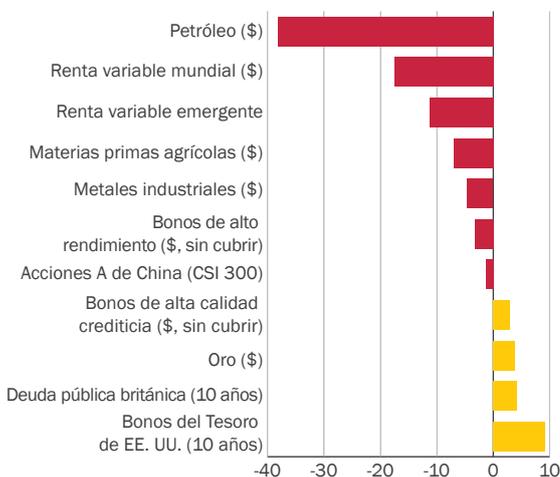
La crisis financiera se debió principalmente a un hundimiento de la demanda y tuvo un efecto deflacionista. Los conflictos industriales de la década de 1970 provocaron una caída de la oferta y tuvieron un efecto inflacionista.

Sin embargo, la respuesta ante el coronavirus está afectando a buen seguro tanto a la demanda como a la oferta. Las restricciones a los viajes y el pánico están impidiendo que las personas gasten como normalmente lo harían, pero también les están impidiendo ir a trabajar y fabricar cosas.

Los precios del petróleo han caído con fuerza porque la oferta se ha visto menos afectada que la demanda, y la repercusión neta parece ser deflacionista. Como se muestra en la figura 4, las expectativas de inflación implícita

### Figura 5: Ganadores y perdedores desde los máximos bursátiles

Variaciones de los precios en una selección de activos: del 19 de febrero al 9 de marzo (intradía), %



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

que descuentan los mercados de bonos han descendido ligeramente, pero el efecto principal es la caída de la actividad, no el impacto en los precios al consumo.

### ¿Quién está más expuesto?

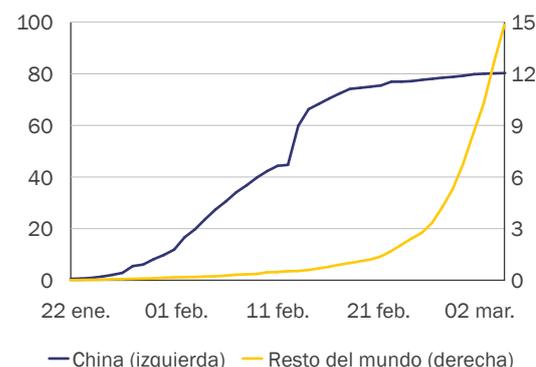
Interrupción de la actividad empresarial y miedo constituyen la receta perfecta para un descenso de las cotizaciones y una subida de los activos refugio. En la primera línea se encuentran el petróleo (donde las reservas dependen enteramente de la demanda), los viajes, los hoteles, los servicios de distribución y los servicios financieros lastrados por la caída de los tipos de interés (véase más adelante), pero también las acciones de mayor riesgo (y los bonos con inferiores calificaciones crediticias) en general, que sufren los efectos de la huida hacia la seguridad. Geográficamente, la presión vendedora se trasladó desde Asia hasta Occidente.

La deuda pública de alta calidad se ha comportado de forma previsible (previsible, es decir, si uno hubiera sabido que iba a surgir un sobresalto) y se revalorizó con fuerza. Lo mismo le ocurrió al oro y a las criptomonedas tan en boga últimamente (pero que están fuera de nuestro ámbito de inversión), antes de volver a caer con fuerza. La respuesta de los tipos de cambio tampoco pudo reproducir el patrón habitual: el dólar, el yen y el franco suizo subieron, como de costumbre, pero en fechas más recientes también lo hizo el euro, que no suele pasar por refugio en caso de tormenta.

Pensamos que los efectos podrían ser efímeros y que los mercados están reaccionando en exceso y, por tanto, nos inclinamos por comprar algunos de los perdedores (no del sector energético, que se enfrenta a unos obstáculos estructurales cada vez mayores) y vender algunos de los ganadores.

### Figura 6: Contagio

La propagación del virus: casos declarados (miles)



Fuente: Universidad John Hopkins, Rothschild & Co  
Nota: Datos correctos a 5 de marzo

### **¿Qué deben/pueden hacer las autoridades?**

¿Deben las autoridades intentar siquiera contener una desaceleración inminente por este motivo? Como decíamos, por un lado los poderes fácticos han decidido que para contener los contagios es preciso aceptar cierto grado de perturbaciones económicas. ¿Para qué molestarse, si al mismo tiempo están intentando oponerse a esas perturbaciones?

Naturalmente, los bancos centrales son independientes y harán lo que consideren que es mejor en cumplimiento de sus mandatos. A comienzos de marzo, la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) recortó inesperadamente su tipo de referencia (el tipo de los fondos de la Fed) 50 pb, dejando la horquilla objetivo en el 1-1,25%. Por lo general, la entidad aplica ajustes más pequeños y en aquél momento todavía restaban dos semanas para la siguiente reunión programada del FOMC.

En el pasado, la Fed ya ha recortado los tipos de interés más de lo que suele hacer y entre reuniones; los ejemplos más recientes los encontramos en 2008, 2007 y 2001, que fueron periodos caracterizados por importantes turbulencias en los mercados. En apariencia, el banco central piensa que la situación es comparativamente igual de grave.

Otros bancos centrales han recortado tipos, entre ellos el chino y el australiano. El Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra han indicado que también están considerando medidas de relajación monetaria.

Nosotros albergamos dudas sobre estas respuestas monetarias. Aunque es deseable que se actúe, si a las cadenas de suministro de los fabricantes estadounidenses, por poner un ejemplo, les faltan componentes procedentes de China, los tipos de interés más bajos en EE. UU. no van a hacerlos aparecer por arte de magia.

Tal vez la Fed piense que algunas empresas se enfrentan a dificultades financieras, pero aun así, la respuesta más lógica podría haber sido una inyección directa de liquidez, no un recorte de los costes de financiación desde niveles que, para empezar, ya eran bajos y estables en líneas generales. Los diferenciales de la deuda corporativa se han ampliado ciertamente, pero no hasta cotas extremas, y como se ha indicado, los diferenciales monetarios no se han disparado de forma alarmante.

Pero más allá de incidir psicológicamente en los inversores para que confíen aún más en el apoyo de los bancos centrales, estos movimientos podrían no ser tan dañinos.

### **¿A qué debemos estar atentos?**

Hablar de que la desaceleración se limitará a un único trimestre natural o de un eventual rebote podría sonar optimista en estos momentos. No obstante, los epidemiólogos —los de verdad— sugieren que las epidemias a menudo muestran perfiles diferentes en los que influyen las «tasas de reproducción», las variables de contagio y la inmunidad. Las curvas típicas generalmente describen un perfil sigmoideo o en forma de S.

La figura 6 muestra que China (si confiamos en sus datos) podría haber pasado ya el punto de inflexión que marca la ralentización del contagio. El resto del mundo marcha todavía por detrás (obsérvese la escala espectacularmente menor), pero si tomamos los mismos plazos podríamos, de hecho, estar hablando de semanas en lugar de meses antes de que los contagios internacionales también se frenen.

Existencialmente, la aparición de un nuevo virus es inquietante y la aparente tasa de mortalidad en torno al 3% es peor que muchas otras, pero en algún momento los ciudadanos (y sus gobiernos) aceptarán (o se sentirán capaces de aceptar públicamente) que la amenaza de una pandemia nos acompaña siempre y volverán al trabajo. Además, la tasa de mortalidad podría estar inflada, ya que casi con toda probabilidad el número de casos subestima los niveles generales de infección.

### **Conclusión desde el punto de vista de la inversión**

La respuesta colectiva ante el virus es comprensible: en un mundo que nunca antes había estado tan protegido frente a la violencia y las plagas, cualquier repunte del peligro resulta alarmante. Nuestros pensamientos están con las familias afectadas. Sin embargo, sospechamos que la situación podría no durar mucho. Los descensos de los valores bursátiles nos parecen mucho mayores que el probable perjuicio que esa respuesta ha infligido al valor actual neto del negocio que se ha perdido.

Las cotizaciones habían subido mucho con anterioridad. Así, en febrero habíamos apuntado que desde un punto de vista táctico podrían haber llegado demasiado lejos, pero la magnitud de la corrección parece excesiva. No aconsejamos seguir a los mercados en su caída, pero sí consideramos que los inversores a largo plazo deberían ponerse a buscar oportunidades.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

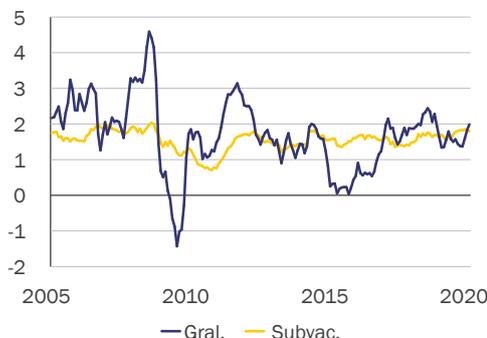
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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



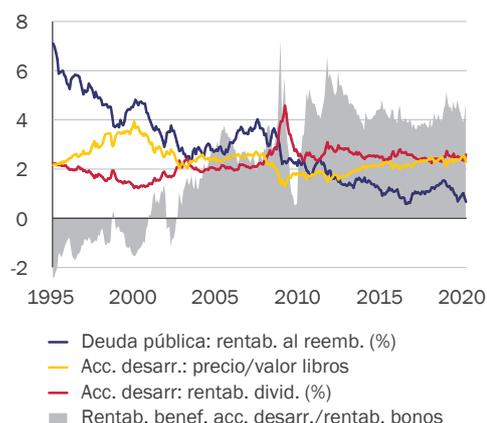
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	1.1	15.1	18.7
Gilt RU 10a	0.4	7.9	9.9
Bund alemán 10a	-0.6	5.7	7.7
Bonos gob. suizo 10a	-0.8	3.8	4.8
Bonos gob. japonés 10a	-0.2	1.2	2.7
Crédito global: grado inversión (USD)	1.1	10.2	16.4
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.5	5.7	14.6
Emergentes (USD)	4.8	10.2	17.5

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.6	4.9	22.6
Desarroll.	2.6	5.3	22.7
Emergen.	2.8	1.3	21.9
EE.UU.	2.0	7.7	30.7
Zona euro	3.5	2.7	9.7
RU	4.9	-3.5	1.5
Suiza	3.0	7.8	25.1
Japón	2.5	-2.1	6.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	111	3.3	1.2
Euro (EUR)	124	-0.2	6.5
Yen (JPY)	96	6.1	5.0
Libra esterl. (GBP)	79	-0.8	3.1
Franco suizo (CHF)	165	6.3	3.1
Yuan (CNY)	131	-2.2	-0.5

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	159	-12.7	-16.4
Crudo Brent (\$/b)	50.5	-23.5	-9.1
Oro (\$/onza)	1,586	20.6	26.2
Metales indus. (1991 = 100)	220	-13.6	-8.4
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	40.1	171.4	210.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	109.7	132.3	53.8

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 29 de Febrero 2020.

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 e incrementar 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 ricas y exitosas del mundo

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

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

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

**Ginebra**  
Rue de la Corrairie 6  
1204 Ginebra  
Suiza  
+41 22 818 59 00

**Guernsey**  
St Julian's Court  
St Julian's Avenue  
St Peter Port  
Guernsey, GY1 3BP  
Islas del Canal  
+44 1481 705194

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

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

**Milán**  
Via Agnello 5  
20121 Milán  
Italia  
+39 02 7244 31

**Zúrich**  
Zollikerstrasse 181  
8034 Zúrich  
Suiza  
+41 44 384 7111

## Información importante

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

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

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

Cuando los datos de esta presentación sean fuente: MSCI, se nos exige como condición de uso advertirle que: «Ni MSCI ni ninguna otra parte involucrada en o relacionada con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos de MSCI ofrece ninguna garantía o representación expresa o implícita respecto a tales datos (o los resultados que se obtengan por el uso de

los mismos), y tales partes rechazan expresamente cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o adecuación a un fin particular con respecto a ninguno de tales datos. Sin limitación a nada de lo expuesto, ni MSCI ni ninguna de sus filiales ni ningún tercero involucrado en o relacionado con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos tendrán en ningún caso responsabilidad alguna por ningún dato directo, indirecto, especial, punitivo, consecuente o de otra índole (incluida la pérdida de beneficios), incluso si se les hubiera notificado la posibilidad de tales daños. No se permite la distribución o difusión ulterior de los datos de MSCI sin el consentimiento expreso por escrito de MSCI».

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

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

El Rothschild & Co group está integrado por de gestión patrimonial (entre otras):

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Inscrita en Inglaterra con el 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).