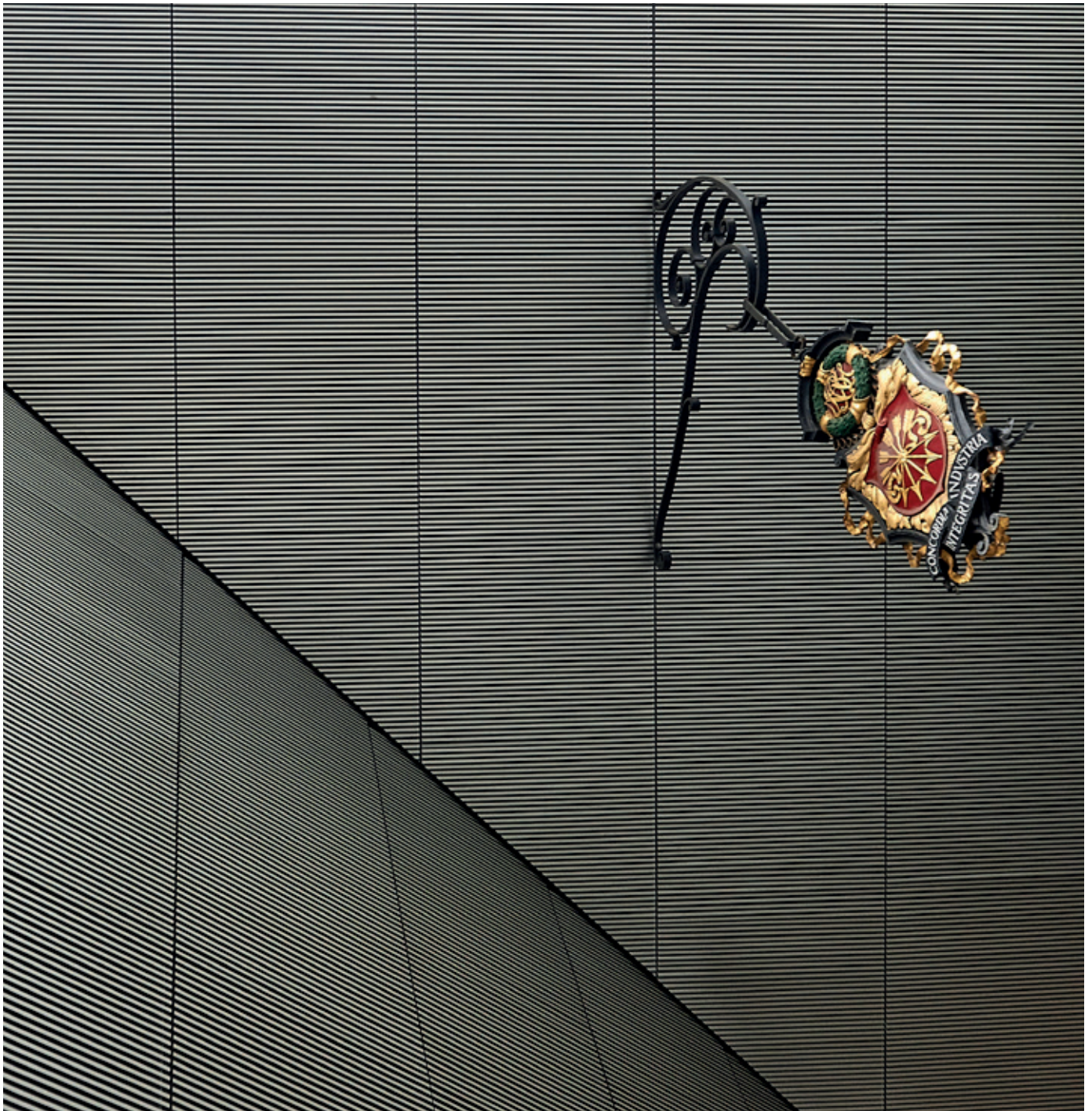


Perspectivas de mercado



Nos veremos otra vez | Incertidumbre a largo plazo

Número 61 | Abril 2020



Prefacio

Market Perspective se centra en el estrecho mundo de la economía y las finanzas. Puede parecer insensible hablar de estas cuestiones en un momento tan difícil. Por eso queríamos remarcar que nuestros pensamientos están con las personas afectadas por la enfermedad y nuestros agradecimientos van dirigidos a los profesionales sanitarios que los ayudan.

Dudamos que alguna vez se haya producido un cambio tan brusco en las perspectivas. En apenas un par de semanas en marzo, el crecimiento revirtió profundamente cuando los estados, con apoyo de la población, decretaron el cierre parcial de la economía mundial para contener el COVID-19.

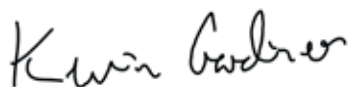
Los datos están poniéndose al día, pero podrían haber perdido parte de su capacidad para alarmar. Tan pronto como la magnitud de la contención se hizo evidente, era inevitable que se produjera un batacazo, posiblemente el más grande de todos.

Así pues, no estamos únicamente ante la primera desaceleración deliberada —si dejamos de reunirnos, dejamos de trabajar y dejamos de gastar como siempre—, sino que también es la primera que ha suscitado unanimidad en cuanto a su inicio y magnitud. No es, pues, una desaceleración que suscite desacuerdos, de ahí que los pesimistas que han esperado toda una vida para ver estos movimientos pueden sentirse un tanto engañados.

Eso no significa que no sea importante, únicamente que ahora no es una gran sorpresa. Algunas estadísticas seguirán moviendo los mercados, pero estos podrían recuperar cierto aplomo antes de que lo hagan los datos, tal vez en mayor medida que de costumbre.

Resulta prematuro, además de torpe, describir lo que estamos viviendo como otra depresión económica. Las tasas de contagio podrían frenarse y el ánimo de la ciudadanía podría mejorar, lo que permitiría a las economías empezar a recuperarse durante el verano.

También dudamos que «esto lo cambie todo», como muchos apuntan. Nuestro consejo para los inversores a largo plazo es que mantengan la mente abierta: al otro lado del valle, el futuro podría no ser tan diferente como el pasado reciente.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

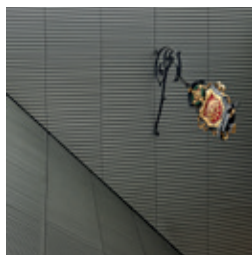


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2020 Rothschild & Co Wealth Management
Fecha de publicación: Abril de 2020
Valores: todos los datos a fecha de 14 de Abril de 2020.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Nos veremos otra vez

Una desaceleración impresionante, pero ¿cuánto va a durar?

Se acumulan los superlativos: esta desaceleración ya es la más rápida, la primera en orquestarse deliberadamente y la que suscita menos desacuerdos (todos coincidimos en lo que está ocurriendo y por qué).

Hemos visto cómo las solicitudes de subsidio de desempleo en EE. UU. de todo un ciclo completo (22 millones) se comprimían en los datos de cuatro semanas. De ahora en adelante, los descensos de dos dígitos (en tasa no anualizada) en el PIB y los beneficios empresariales (BPA) entran dentro de lo posible. Aritméticamente, la salvación podría provenir del hecho de que el centro de gravedad de los confinamientos abarca dos trimestres.

Resulta tentador esperar que los estímulos monetarios y fiscales conjuren la amenaza, pero sería no entender la cuestión. Las autoridades han actuado con inusitada rapidez y contundencia tras las lecciones de 2008 (y, a su vez, de la década de 1930), pero no pueden evitar que las economías se contraigan, y no lo están intentando. En lugar de eso, pretenden reducir los perjuicios y el daño a largo plazo que provocará el cierre de una parte sustancial de la economía. Algunas empresas se quedarán

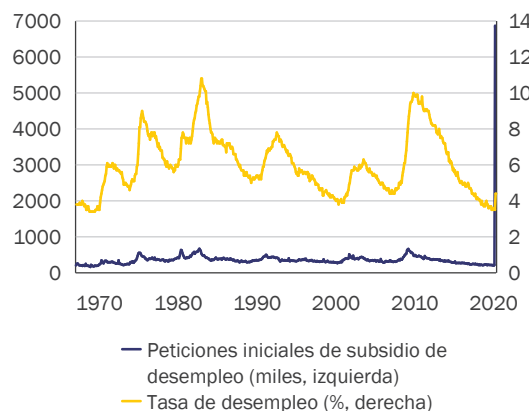
en la cuneta, es inevitable. Tristemente, las familias más pobres serán las que más van a sufrir, como siempre.

Por ahora, no nos preocuparíamos del coste público de estas medidas. Desconocemos el volumen de ayudas del que se hará uso y los mercados de bonos están indicando a los estados que tienen financiación disponible. La idea de que estamos pidiendo prestado a las generaciones futuras no es correcto. También existe la posibilidad (de hecho realidad, a medida que se reactiva y amplía la relajación cuantitativa y aumenta la financiación de los bancos centrales para el día a día) de imprimir dinero, aunque consideramos que reviste un mayor riesgo. Los riesgos financieros sistémicos también podrían ser gestionables. La capitalización de los bancos se ha reforzado —más en EE.UU. y el Reino Unido que en la zona euro— y el crecimiento del crédito estuvo contenido en este ciclo. Los tipos de interés son bajos, tanto en términos reales como nominales.

La desaceleración con la que nos hemos topado súbitamente es considerable, cierto, pero establecer comparaciones tan apresuradas con la Depresión, como están haciendo muchos

Figura 1: ¿Un ciclo completo en una quincena?

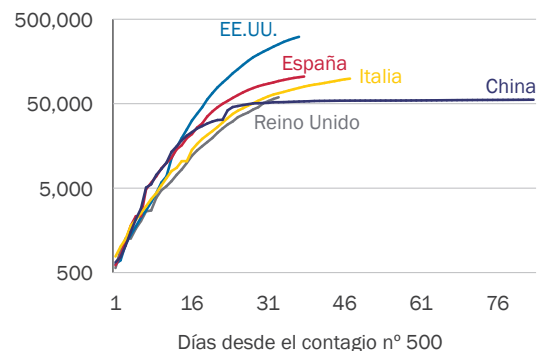
Nuevas peticiones semanales de subsidio de desempleo en EE. UU. y tasa mensual de desempleo



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

Figura 2: ¿Se avecina una desaceleración de los contagios internacionales?

Casos acumulados de COVID-19 en Asia, Europa y EE. UU. (escala logarítmica)



Fuente: OMS/Johns Hopkins, Rothschild & Co
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

entendidos, es erróneo a la par que torpe. La miseria de entonces, que se puede conocer mejor con *Las uvas de la ira* que con los textos económicos, se prolongó durante años. El nivel de vida actual es mucho más alto, incluso en las bajas cotas que nos amenazan y entre los más pobres.

La reacción ante el COVID-19 ha sido mucho más dramática de lo que habíamos previsto, pero seguimos pensando que lo peor de la perturbación podría no durar mucho. La secuencia temporal que ha descrito China, donde todavía no ha habido una segunda gran oleada, podría ser válida todavía. Italia y España, por ejemplo, podrían describir una trayectoria similar.

Además, la determinación de los ciudadanos podría resquebrajarse, y los confinamientos relajarse, aunque el contagio no se frene de forma acusada. Las voces más discordantes hasta ahora han señalado que los gobiernos deberían haber hecho más y antes. Ahora se observa un mayor debate público sobre:

- La distinción entre la ciencia y los modelos matemáticos de sistemas complejos (donde los pequeños cambios en las variables clave producen resultados muy diferentes).
- La justicia intergeneracional y social de abordar la enfermedad de esta forma (los jóvenes y los pobres cargan con el mayor coste).
- Los grandes, ciertos y posiblemente insostenibles costes de la contención.
- El hecho de que la sociedad se enfrenta periódicamente a decisiones difíciles que cambian la vida, como las que tienen que ver con la sanidad.

- Si la postura alternativa de Suecia, apoyada por una población que está favor de un sector público fuerte, es sostenible (internacionalmente, así como internamente).
- Posibles rutas de salida.

¿Recuperación económica de qué tipo?

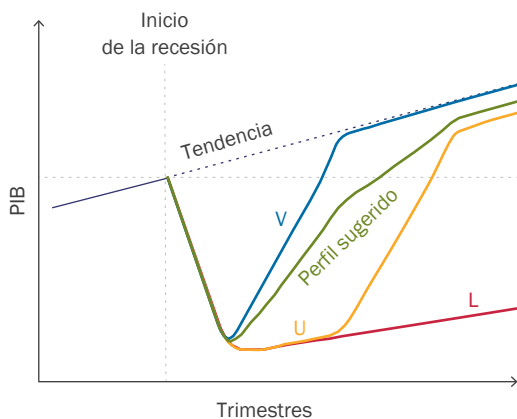
Generalmente, las limitaciones residen en la confianza y el poder adquisitivo. Ahora, la limitación inmediata son los decretos. Cuando se relajen los controles, se reactivará buena parte del sector empresarial.

Pedir precisión en estos momentos, en cualquiera de las dos direcciones, resulta extemporáneo. Creemos que la caída abrupta podría dar paso inmediatamente a algún tipo de rebote. Si la política monetaria sigue siendo expansiva, resulta viable un retorno no solo al punto de partida, sino a la tendencia que podríamos haber mantenido en otras circunstancias. No pensamos que las tasas de crecimiento a largo plazo tengan que ser más bajas. En general, parece probable un perfil en forma de V asimétrica o alargada: el rebote llevará más tiempo que la caída, ya que algunas empresas van a desaparecer.

Aun cuando/suponiendo que las variables económicas recuperen su rumbo anterior, se habrá infligido un daño duradero a las rentas agregadas: el área entre la recuperación y la línea de tendencia de la figura 3 será dolorosamente positiva (más para los balances, ya que las quiebras y los activos obsoletos actúan como una cuña entre la trayectoria del PIB y el capital).

Figura 3: ¿Recuperación de qué tipo?

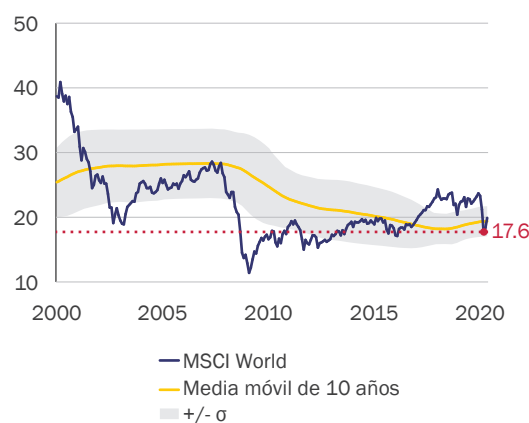
Perfiles simplificados del posible aspecto de la recuperación económica



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

Figura 4: Las acciones están más baratas

PER ajustado al ciclo en los mercados desarrollados



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

Sin embargo, los mercados de capitales probablemente se centren primero en la dirección, no en la distancia o la velocidad.

¿En qué posición deja eso a las bolsas?

La respuesta de las bolsas parece más comprensible a tenor de la magnitud de los esfuerzos de contención. No obstante, llegamos a la conclusión de que habían sobrestimado la pérdida a largo plazo de actividad y siguen haciéndolo, incluso después de su rebote parcial. Perder incluso un año completo de ingresos borraría únicamente unos pocos puntos porcentuales de valor de mercado.

Hemos asistido a los mercados bajistas y alcistas más rápidos de la historia. El 23 de marzo, el índice MSCI All Countries en dólares había perdido un 34 % desde los máximos de mediados de febrero. Posteriormente ha recuperado un 22 %, de modo que se sitúa «solo» un 19 % por debajo del máximo.

Todavía podríamos asistir a nuevos mínimos, pero la idea de que «siempre se vuelve sobre los

mínimos antes de la recuperación» es tan falible como otras píldoras de sabiduría de los mercados. Se podría decir que el propio mínimo del 23 de marzo formó parte de un proceso de «vuelta».

Los beneficios empresariales van a hundirse durante algún tiempo y los dividendos ya se han recortado, dificultando —aún más, si cabe— la tarea de valorar acciones. Nos centraremos en los PER ajustados al ciclo y posiblemente en los ratios precio-valor en libros. Estos sugieren que las acciones estaban más caras de lo normal en enero, pero después de caer por debajo de este nivel se encuentran en estos momentos en su tendencia (es decir, que no están claramente «baratas»). Los parámetros que integran los tipos de interés, como el descuento de flujos de efectivo, sí hacen que las acciones parezcan baratas, pero generan más controversia.

A no ser que registren, al menos, un drástico descenso, las valoraciones tienen menos probabilidades de desencadenar un rebote que las noticias sobre los contagios y los confinamientos.

¿Dónde pueden refugiarse los inversores?

¿Qué tipo de activos pueden diversificar el riesgo de renta variable y cómo se han comportado hasta ahora?

La mayoría de los activos son menos volátiles que las acciones. En las carteras mixtas, buscamos activos con características complementarias: evoluciones descorrelacionadas (o con correlaciones negativas) que pueden generar rentabilidades positivas (o al menos una estabilidad que limite las pérdidas) cuando las bolsas caen.

Los activos diversificadores tradicionales son los bonos, el oro y los activos monetarios (estos últimos se pasan por alto fácilmente: no ofrecen rendimientos, aunque son estables). Algunos de los activos «alternativos» tan populares últimamente son los derivados, los productos estructurados, los fondos de inversión libre (algunos) y los mercados no cotizados (acciones y deuda).

El agitado primer trimestre puso de relieve la inconstancia de algunas correlaciones. También nos recuerda que la aparente estabilidad de los mercados no cotizados obedece a su falta de liquidez: no se cierran operaciones a menudo, así que no podemos saber cómo les va.

La figura 5 muestra que si bien los bonos del Tesoro de EE. UU. y la deuda pública del Reino Unido generaron rentabilidades positivas, con tipos que marcaron nuevos mínimos, los bonos de los países de la zona euro cayeron (los bonos italianos retrocedieron y los avances de Alemania y Francia fueron exigüos). En general, el comportamiento ha sido inferior al observado durante otros derrumbes bursátiles recientes. Por cada punto porcentual de caída de las bolsas, los bonos rindieron menos de lo que es «habitual».

En el caso de los bonos corporativos de alta calidad crediticia o *investment grade*, la diferencia es amplia. Estos títulos nunca son tan seguros como la deuda pública, pero su depreciación es acusada y su liquidez (no se muestra en el gráfico) se ha evaporado. Su rendimiento adicional ha tenido un alto precio en términos de volatilidad por variaciones de valor e iliquidez. Los bonos con inferiores calificaciones y especulativos, llamados «basura» o «de alto rendimiento» (*high yield*), también han mostrado un mal tono, aunque estos son siempre activos de riesgo.

—>

¿Dónde pueden refugiarse los inversores?

A primera vista, la imposibilidad de los bonos de obtener mejores resultados resulta sorprendente. El derrumbe bursátil viene acompañado de grandes perturbaciones económicas y más compras de bonos por parte de los bancos centrales y el bajo nivel inicial de los rendimientos ha aumentado la sensibilidad de sus precios (su «duración»).

Sin embargo, en el caso concreto de Europa, estos bajos rendimientos de partida podrían haber actuado como elemento disuasorio. Si los inversores creen que simplemente no pueden descender más (recordemos que ya son negativos en la mayoría de países solventes), serán reacios a pujar aún más por ellos. Dado que los tipos de interés referencia se mantendrán en niveles bajos durante más tiempo, la inflación sigue siendo baja (todavía) y los bancos centrales prosiguen con sus compras, los bonos podrían seguir siendo caros. Pero por fin podrían estar quedándose sin margen, razón por la cual hemos tenido pocos en cartera.

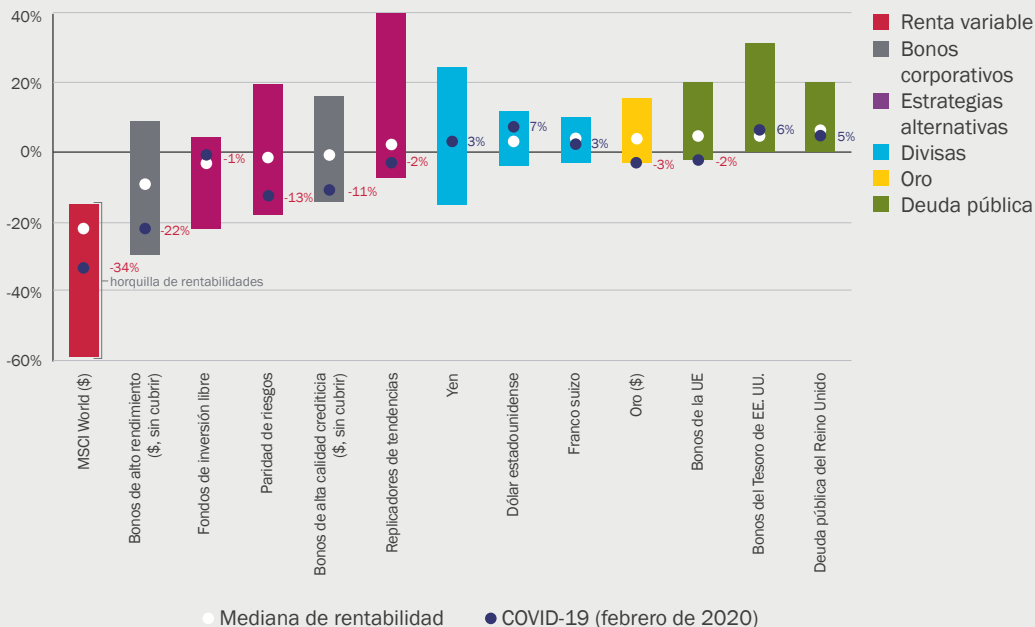
Otros activos diversificadores también han defraudado hasta ahora. El oro no ha relucido como podría haberlo hecho, los fondos de inversión libre andan de capa caída y el *bitcoin* (no se muestra en el gráfico) se desplomó. Las monedas refugio se han comportado bien, pero no comparadas con la escala del riesgo de renta variable.

Al menos, los humildes activos monetarios han hecho lo que hacen habitualmente: mantener su valor nominal. Con la inflación en niveles bajos, son inversiones diversificadoras cuyo comportamiento real, a pesar de la falta de rendimiento, podría haber mejorado. También tenemos las estrategias basadas en derivados que implican opciones de venta, sobre todo a tenor de su bajo precio, pero estos activos a medida no pueden reproducirse.

Atenuar el riesgo bursátil está poniéndose difícil. Con los tipos de interés tan bajos, simplemente puede que haya menos refugios.

Figura 5: Comportamiento de los activos en crisis anteriores

Horquilla de rentabilidades entre los activos durante correcciones anteriores de los mercados



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
 Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.
 Las rentabilidades se han calculado durante el periodo de caídas comprendido entre el máximo y el mínimo en una selección de correcciones desde 1987.
 Las estrategias alternativas ilustran índices compuestos (en USD). Las divisas ilustran índices "reales" ponderados por intercambios comerciales.

Incertidumbre a largo plazo

*“Supongamos, Pooh, que un árbol se cae cuando estamos debajo él”.
“Supongamos que no”, dijo Pooh, después de pensarlo detenidamente.
— A. A. Milne*

El contagio y el aislamiento, la recesión, las perturbaciones de los patrones de trabajo y gasto, y la posibilidad de una segunda oleada y/o la llegada de un nuevo virus. ¿Acaso eso no «cambia todo»?

En un coloquio reciente en el que participé, los ponentes sugerían, entre otras cosas, que los líderes occidentales serán irrelevantes; que China y Rusia aumentarán su poder; que la globalización ha acabado; que la desigualdad y los bajos salarios ya no se tolerarán; que no se completará el Brexit; y que nos trataremos mejor los unos a los otros.

El futuro siempre ha sido tremendamente incierto. Ahora no lo es más. ¿Cómo, si no, hemos acabado aquí?

Preferimos dejar los análisis de conjunto para otro momento. También preferimos no buscar culpables: gobernar no es fácil y a veces hay que elegir entre dos consecuencias negativas. Los mercados de capitales no lo castigan.

Las perspectivas a largo plazo podrían no cambiar mucho. Mi sugerencia en este coloquio fue que prosperaremos otra vez, pero también que la gente pensará y afirmará que no lo estamos haciendo.

El mundo no es necesariamente más peligroso. La llegada de la primera pandemia desde 2009, por terrible que sea, no revierte la tendencia de mejora a largo plazo que experimentan la salud y la seguridad.

Otra opinión extendida es que se trata de una crisis del capitalismo. Ciertamente es una crisis en un contexto capitalista —un parte mayor del mundo es capitalista en estos tiempos—, ¿pero quiere eso decir que el sistema está condenado? Nosotros lo dudamos.

Los entendidos hablan como si existiera una

colección primorosamente etiquetada de regímenes económicos en la estantería de políticas entre los que podemos elegir, pero lo cierto es que, del mismo modo que un físico no puede reemplazar la gravedad, no podemos sustituir el individualismo como fuerza económica, y con tan poca necesidad de ello. No es veneración (los físicos no veneran la gravedad), sino reconocimiento.

Seguramente el capitalismo seguirá sufriendo cambios, por ejemplo para afrontar los fracasos de los mercados medioambientales, la desigualdad percibida, etc., pero no existe «otro sistema» disponible.

Tampoco es seguro que los impuestos tengan que aumentar mucho: depende de cuántas ayudas públicas se desembolsen y cómo marche la economía. Afirmar que el estado fuerte ha «ganado el debate» es un tanto prematuro. Los poderes de emergencia podrían ser simplemente eso, de emergencia.

Podríamos rechazar los viajes, comer fuera, los espectáculos en directo y los acontecimientos deportivos cuando se retomen. También es posible —probable— que algunos de nosotros no veamos el trayecto diario al trabajo en transporte público de la misma forma, pero los gustos podrían cambiar menos de lo que sugieren los ensayos más fantasiosos, y no todo el mundo pueda trabajar desde casa. La desmemoria está a la orden del día: hace tan solo tres semanas leíamos sobre la fragilidad de las cadenas de suministro de alimentos.

En lugar de buscar nuevas direcciones, los inversores harían mejor en centrarse en las tendencias actuales que están cobrando impulso con la crisis. La sostenibilidad, por ejemplo. ¿Se acerca tal vez el final de la era del petróleo, los grandes bancos y el dinero físico? ¿Más distribución a través de Internet y desconfianza ante los medios de comunicación consolidados?

El futuro siempre ha sido tremendamente incierto. Ahora no lo es más. ¿Cómo, si no, hemos acabado aquí?

Inflación

Debemos estar alerta ante un posible suceso. El último cuarto de siglo se ha caracterizado por una inflación baja. Contrariamente a lo que algunos economistas y bancos centrales han planteado, ha sido algo bueno.

En estos momentos, los estados están congelando la producción con una mano y con la otra están sosteniendo la demanda, y lo están haciendo creando liquidez, no sólo pidiéndola prestada. ¿Estamos por fin a punto de ver «demasiado dinero en busca de pocos productos» y la reactivación de la inflación de demanda?

Por ahora, los bajos precios del petróleo están conteniendo las expectativas de inflación y cuando el crecimiento reviva, la oferta podría tener más capacidad de respuesta de lo que se temía, como ya hemos indicado en estas páginas. Como bajistas trasnochados en renta fija, somos conscientes de que el cuadro de inflación-producción ha sido mejor de lo que nos temíamos durante algunos años.

Y, sin embargo... volveremos sobre este tema. ¡Atentos a esta sección!

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

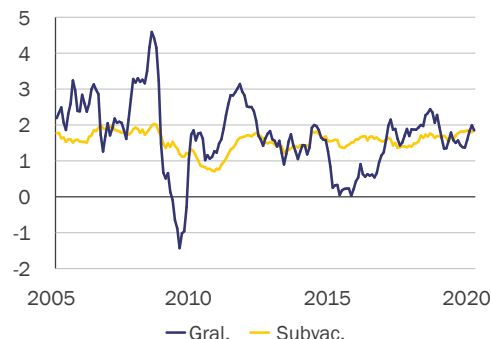
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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

Inflación G7

%, interanual



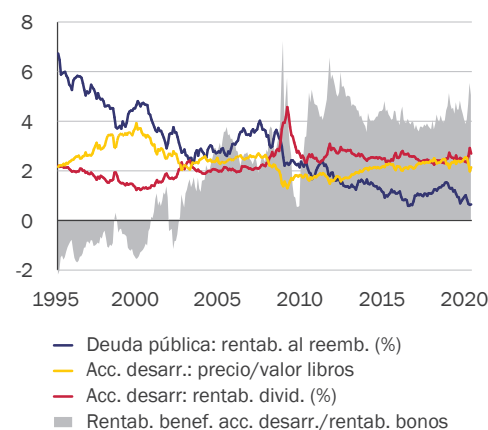
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



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

Acciones/bonos: valoraciones relativas



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

Bonos seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Tesoro EE.UU. 10a	0.8	17.1	20.5
Gilt RU 10a	0.3	8.2	10.2
Bund alemán 10a	-0.4	2.9	5.8
Bonos gob. suizo 10a	-0.3	0.1	1.7
Bonos gob. japonés 10a	0.0	-0.4	0.8
Crédito global: grado inversión (USD)	1.2	7.7	14.5
Crédito global: alta rentab. (USD)	9.1	-5.2	3.8
Emergentes (USD)	6.7	-0.7	6.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.7	-5.4	15.0
Desarroll.	2.7	-4.8	15.7
Emergen.	3.1	-10.5	9.6
EE.UU.	2.1	-0.8	27.4
Zona euro	4.0	-14.8	-8.6
RU	5.5	-19.8	-12.2
Suiza	3.2	2.9	19.3
Japón	2.6	-7.6	5.8

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	115	7.0	6.3
Euro (EUR)	127	2.0	9.2
Yen (JPY)	98	9.2	4.6
Libra esterl. (GBP)	79	0.3	2.5
Franco suizo (CHF)	168	8.4	5.7
Yuan (CNY)	132	-1.4	1.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	126	-33.1	-32.9
Crudo Brent (\$/b)	29.6	-58.6	-47.0
Oro (\$/onza)	1,734	34.4	34.9
Metales indus. (1991 = 100)	202	-20.9	-10.9
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	37.8	214.4	136.6
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	69.5	42.3	-6.7

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 14 de Abril 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.

Düsseldorf
Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
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 nº 04416252. Sede social: New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) de Reino Unido.

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

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