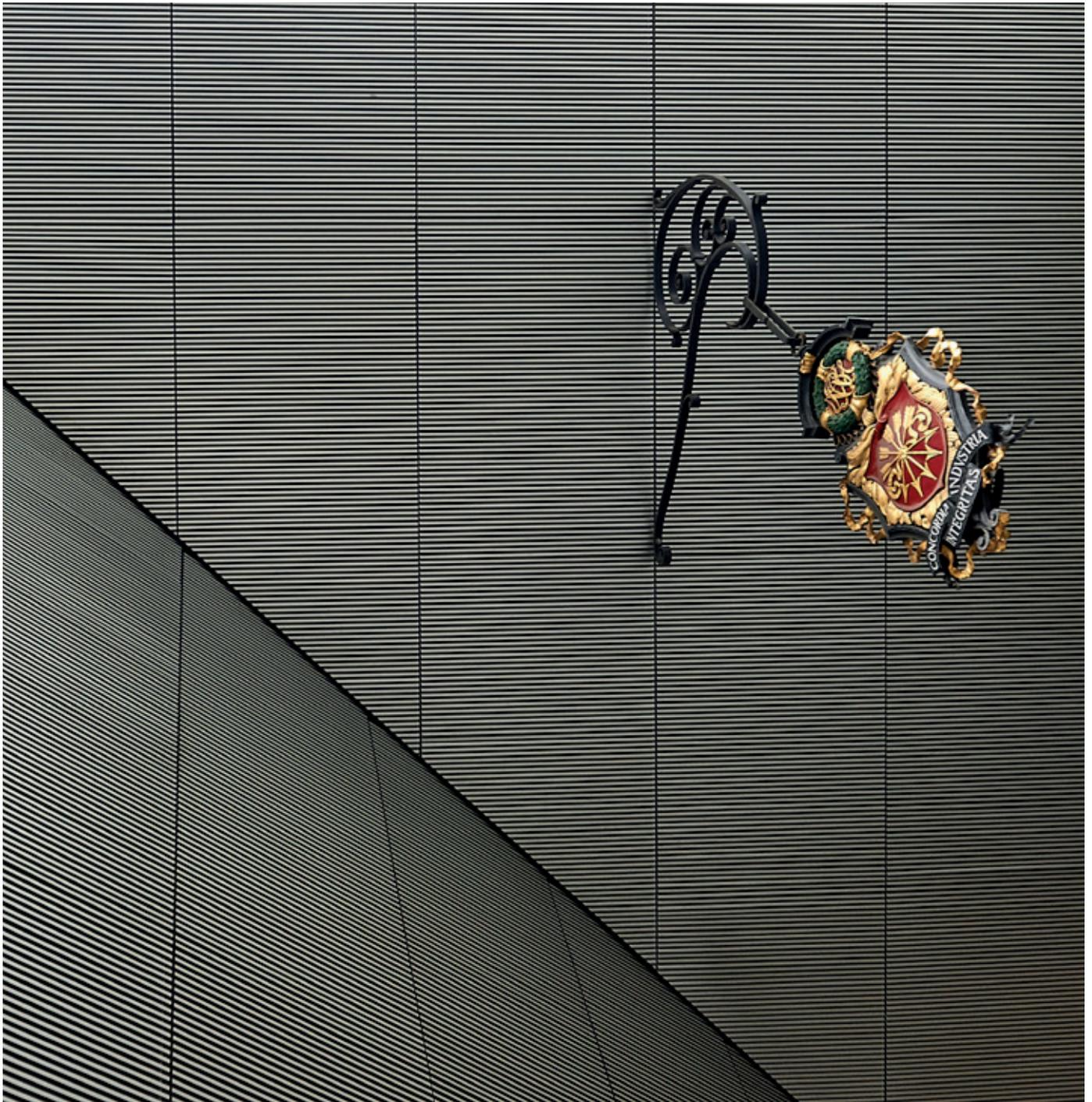


Perspectivas de mercado



Mientras estábamos fuera | Nota sobre las elecciones estadounidenses

Número 64 | Septiembre 2020



Prefacio

Las tasas de contagio tristemente elevadas todavía no han hecho descarrilar la recuperación económica. Afortunadamente, las tasas de mortalidad parece que se mantienen en niveles reducidos, lo que ayuda a los gobiernos en sus intentos por evitar nuevos confinamientos a gran escala; si lo consiguen, no existirían trabas obvias al crecimiento.

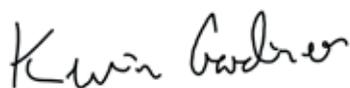
Los consumidores muestran cierto nerviosismo, pero parecen estar gastando otra vez. Las ayudas al mercado laboral están retirándose, aunque lentamente, y con el empleo en niveles más altos de lo que se temía. Esas predicciones que daban por seguro un desempleo masivo sostenido tal vez hayan sido prematuras.

Es improbable que la mayor parte de los restantes estímulos se retiren a corto plazo. De hecho, el discurso de la Reserva Federal (Fed) suena aún más expansivo que antes y cuando la Fed apunta en una dirección, otros bancos centrales suelen seguir sus pasos.

Si acaso, nos preocupa que los bancos centrales puedan estar siendo demasiado laxos. El pensamiento keynesiano afirma que una inflación baja debe ser sinónimo de crecimiento bajo y, por lo tanto, es «algo malo», pero el ciclo recién concluido dejó una inflación baja y pleno empleo y el siguiente podría ser igual. El populismo monetario amenaza con matar a la gallina de los huevos de oro del crecimiento no inflacionista: la inflación no puede afinarse del modo que sugieren los bancos centrales.

En cuanto a los mercados, el mes pasado planteábamos que podría ser demasiado pronto para apostar por una rotación generalizada en detrimento de los valores estadounidenses y de crecimiento. El retroceso actual no resulta sorprendente después de las nuevas subidas de agosto, aunque su mecánica interna podría ser más ilustrativa del romance que mantiene nuestra industria con los derivados que de las valoraciones bursátiles en general.

Una rotación duradera podría venir de la mano de un replanteamiento de los tipos de interés. Otro catalizador podría ser un relevo en la Casa Blanca, aunque como indicamos en el segundo artículo, las políticas de Biden podrían no tener una repercusión tan grande como se teme. Además, al candidato demócrata se le podría terminar escapando una victoria que acaricia con los dedos.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

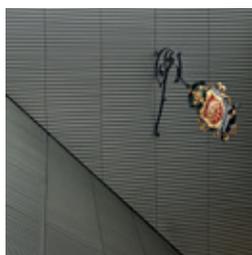


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2020 Rothschild & Co Wealth Management
Fecha de publicación: Septiembre de 2020
Valores: todos los datos a fecha de 31 de Agosto de 2020.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Mientras estábamos fuera

Contagios, reactivación económica, giro a la baja de la tecnología y populismo monetario

«El asunto es que a los medios les gusta predecir catástrofes inminentes, preferiblemente poniéndoles fecha, y hay algo en la psicología humana que nos impulsa a creerlo».

False Alarm, Bjorn Lomborg

Última noticias sobre la pandemia

Los contagios varían considerablemente. En fechas recientes, China ha estado comunicando menos de 100 nuevos casos diarios (Wuhan celebró una, cuando menos, sorprendente macrofiesta acuática a mediados de agosto), pero la India está notificando alrededor de 80.000.

A escala mundial, vemos que los nuevos casos están estabilizándose desde finales de julio, pero sin descender mucho (la figura 1 está ajustada por población). El perfil de los países desarrollados muestra una primera oleada prolongada en EE. UU. que se suma a una atenuación en Europa. En fechas más recientes, los contagios en EE. UU. parecen haber disminuido en agosto, cuando surgió la segunda oleada en Europa. Sin embargo, las tasas de mortalidad del mundo desarrollado han descendido sustancialmente desde la primavera, debido a que son los más jóvenes los que se infectan, a la existencia de mejores tratamientos y/o a la realización de más pruebas.

Las medidas de distanciamiento social que se están aplicando, y que no han detenido la recuperación económica, podrían contener los contagios. Comprensiblemente, los gobiernos son reacios a volver a instaurar medidas más duras: los costes son más visibles, los votantes las cumplen menos y el virus es algo menos peligroso. La reapertura de la economía mundial podría continuar incluso sin una vacuna (que, de todos modos, tardará tiempo en distribuirse).

Recuperación económica desigual, pero constante

En agosto, algunos indicadores apuntaron que la recuperación estaba debilitándose. Sin embargo, el crecimiento rara vez discurre en línea recta, ni siquiera en periodos de normalidad. Los datos más recientes han sido más sólidos, a pesar del desalentador panorama de los contagios.

EE. UU. ha repuesto la mitad de los empleos destruidos. La reducción de los subsidios de desempleo todavía no se ha dejado notar en el gasto de los consumidores estadounidenses e

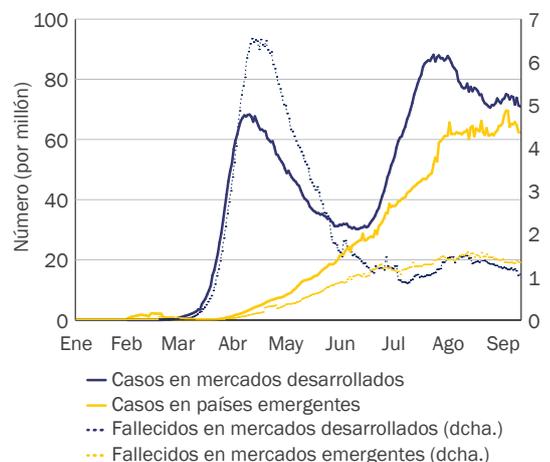
incluso podría haber incentivado el retorno al trabajo (muchos trabajadores han ganado más estando sin trabajar). No obstante, el rebote estadounidense es, como decíamos, muy desigual. Las ventas minoristas han alcanzado nuevos máximos, pero algunos servicios siguen de capa caída (figura 2).

Los indicadores mundiales han vuelto a subir y muchas estimaciones sobre el daño infligido a los PIB y los beneficios empresariales en el segundo trimestre resultaron ser demasiado pesimistas. Era imposible de saber, pero no importa qué opinión tenga uno sobre la orientación política de los medios: siempre caen en el sensacionalismo.

Por ejemplo, al informar sobre la contracción del 20% en el PIB británico en el segundo trimestre, las redacciones olvidaron oportunamente los titulares de mediados de abril en los que la desafortunada Oficina de Responsabilidad Presupuestaria predecía un descenso del 35%. Extraviar casi una quinta parte del PIB del trimestre en curso bien podría ser el error de previsión a corto plazo más grande y terrible de la historia, pero no hubo titulares con mensajes del tipo «La economía muestra un

Figura 1: Últimas noticias sobre la COVID-19

Nuevos casos y fallecidos notificados (ajustado por población, media móvil de 7 días)



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

El grupo de los mercados desarrollados está formado por EE. UU., Italia, España, Reino Unido, Suecia, Alemania, Japón, Corea del Sur y Francia. El grupo de los mercados emergentes está formado por la India, Brasil, México, Rusia, Venezuela, Sudáfrica, Argentina y Turquía.

tono notablemente menos nefasto que el que afirmábamos que tendría». También era fácil pasar por alto el dato que mostraba un marcado giro al alza dentro del trimestre (aunque, como en EE. UU., la recuperación es muy desigual).

Las circunstancias concretas también pueden llevar a engaño. Si una empresa despiden a 1.000 trabajadores, emite un comunicado de prensa, pero si 100 empresas pequeñas contratan (o vuelven a contratar) a 10 personas cada una, no lo hacen.

En general, seguimos pensando que esta alarmante desaceleración, de por sí inusual en muchos aspectos, podría terminar siendo relativamente corta. Como sugeríamos el mes pasado, las cosas podrían estar «moviéndose».

Rotación sectorial: ¿Hemos llegado ya?

Hace un mes sugeríamos que, en general, los valores tecnológicos y de crecimiento de EE. UU. estaban caros, aunque no sumidos en una burbuja. Volvieron a subir con fuerza en agosto y la escalada del mercado —encabezada por los famosos cinco valores (los FAAAM)— incrementó aún más su grado de concentración. Suscribimos la idea de «mirar al otro lado del valle», pero eso suponía mirar muy lejos y con bastante rapidez.

Como cabía esperar, llegó el retroceso. ¿Estamos ante la gran rotación que hemos comentado? El mercado estadounidense, los valores de crecimiento y el dólar acumulan rachas de muchos años, y ningún árbol crece hasta el cielo. ¿Están a punto de ponerse en cabeza otras regiones, sectores y monedas? ¿O es simplemente más volatilidad a corto plazo y más recogidas de beneficios, como las que hemos presenciado ya en varias ocasiones?

Los activos refugio, como los bonos y el oro, no han reaccionado mucho. El dólar sí se ha revalorizado; de hecho, acostumbra a hacerlo cuando la bolsa cae, pero que ocurra ahora constituye un argumento en contra de una rotación más amplia, al menos por el momento.

La negociación de derivados (por parte de las grandes entidades, no solo los inversores minoristas) parece que ha registrado una gran actividad. Los índices de volatilidad implícita, que recogen el coste de las opciones cotizadas, subieron junto con las bolsas, lo que no sucede muy a menudo. ¿Estaban los derivados actuando como agitadores del mercado, con los vendedores de opciones comprando valores al contado como cobertura? Sería poco edificante, pero tampoco es indicativo de una panorámica de conjunto.

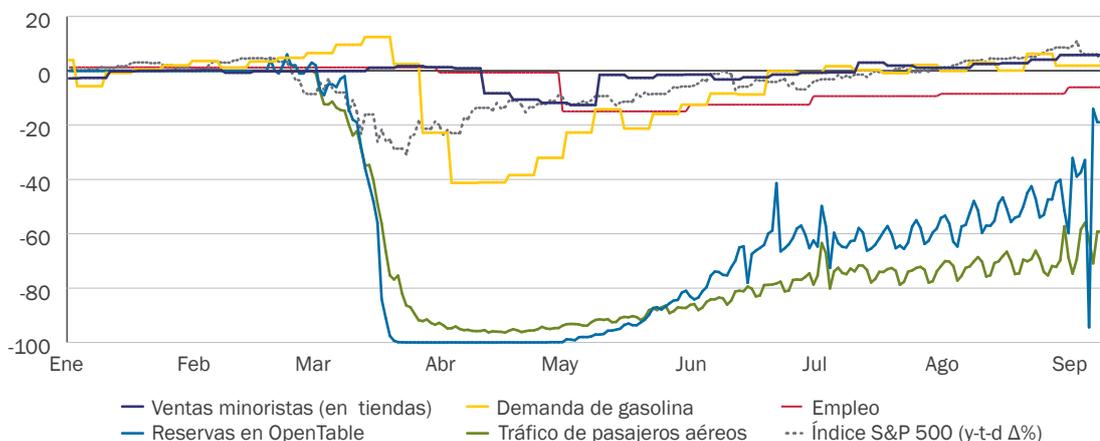
Es probable que se produzca una rotación en algún momento, y podría no ser tan agradable como suena. Si se recogen los beneficios antes de que los fondos reinviertan, el conjunto del mercado podría acusarlo. No obstante, sin valoraciones alocadas podría ser necesario un catalizador, como un replanteamiento de los tipos de interés (como decíamos el mes pasado, buena suerte con eso), un cambio en la Casa Blanca (véase más adelante) o una vacuna. Llegaremos cuando lleguemos.

Populismo monetario

Incluso con tipos de interés bajos y compras de bonos elevadas, los bancos centrales han estado buscando formas de estimular la demanda. Ahora la Fed asegura que buscará una tasa de inflación media y que solo se preocupará por el empleo cuando sea inusualmente bajo, no alto.

Figura 2: Un rebote desigual

Selección de indicadores de EE. UU. (variación porcentual interanual)



Fuente: Bloomberg, Redbook Research, BLS, OpenTable.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Eso significa que si la inflación se ha movido por debajo del objetivo del 2% durante un tiempo, la Fed no endurecerá su política tan pronto como regrese al objetivo, sino que esperará hasta que lo supere también durante un tiempo. Y solo se dejará influir por la actividad económica (es decir, el empleo) si ha dado muestras de debilidad.

Se podría decir que la Fed siempre ha tenido como objetivo una tasa de inflación media; la clave son los plazos. Efectivamente, ahora se pondrá como meta permitir que la inflación —y la economía real— se recaliente durante más tiempo.

Sin embargo, quererlo no basta para conseguirlo. Como señala (Lord) Mervyn King: «Por encima de todo, está la cuestión de la credibilidad. Si la Fed ha puesto todo su empeño y no ha conseguido elevar la inflación hasta su objetivo del 2%, ¿por qué los mercados habrían de creer que va a tener éxito yendo más lejos? Los saltadores de altura olímpicos que no consiguen superar los 2 metros en sus dos primeros intentos, no suelen pedir que les suban la barra hasta 2,5 metros».

Nuestros recelos son más profundos. Nadie entiende muy bien la inflación y la credibilidad monetaria se pierde con más facilidad de la que se gana. El riesgo podría parecer pequeño en estos momentos, pero los bancos centrales no necesitan asumirlo. Podríamos solidarizarnos si las economías no estuvieran reviviendo, aunque incluso en ese caso, ¿qué podría hacer una política monetaria si no se permite a los consumidores salir a trabajar y gastar? Pero la recuperación está en marcha.

Podemos *imaginar* otro ciclo no inflacionista, como el anterior. Disfrutaríamos con una combinación de crecimiento impulsado por la oferta y deflación, como a finales del siglo XIX, lo que podría dar impulso tanto a los bonos como a las acciones, pero por ahora pensamos que persisten los riesgos de inflación a más largo y nos hemos posicionado de cara a ellos teniendo en cartera pocos bonos convencionales. Los bancos centrales están tomándose sus objetivos —incluso en forma de medias— de un modo demasiado literal. La inflación no puede afinarse de la manera que sugieren sus modelos e intentarlo podría ser peligroso, a la par que innecesario.

Nota sobre las elecciones estadounidenses

Las circunstancias importan más que los presidentes

En septiembre de 2016 apuntábamos que la campaña presidencial que estábamos viviendo era la más ruidosa de los últimos tiempos. Parece que la campaña de 2020 (la quincuagésima novena) podría haberla eclipsado: la pandemia, la reactivación de las disputas comerciales, el descontento social y los políticos con personalidades estridentes están interviniendo en esta acalorada carrera.

La ventaja de casi dos dígitos que atesora Joe Biden en las encuestas (mantenida desde comienzos de junio, figura 3) sugiere que tiene bastantes posibilidades de imponerse al presidente Trump el 3 de noviembre. Las encuestas no son en modo alguno decisivas: la experiencia de Hillary Clinton en 2016 puso de manifiesto las limitaciones y sesgos de estos datos. Sin embargo, su liderazgo a escala nacional es más amplio que el de Clinton en esta fase y marcha por delante en varios estados

bisagra, lo que refuerza sus posibilidades en el colegio electoral, aunque su ventaja se ha estrechado recientemente.

Para los inversores, el relevo en la Casa Blanca podría augurar un cambio importante en las políticas económicas y financieras de EE. UU., en el liderazgo bursátil y en el atractivo internacional de EE. UU. como destino de inversión.

De sus promesas electorales más controvertidas, la subida de los impuestos a las empresas podría ser la mayor amenaza para los inversores, junto con una postura más intervencionista en los precios de los medicamentos, la exploración petrolífera y la normativa financiera, reintroduciendo en algunos casos regulaciones derogadas por la administración Trump. Su propuesta para acabar con las posiciones de mercado dominantes de los grandes valores tecnológicos amenaza la

relativamente estrecha recuperación de la bolsa, aunque la administración actual ya los está observando de cerca.

¿Otros cuatro años?

En términos puramente de inversión, los cuatro años del presidente Trump en el Despacho Oval han sido ruidosos pero, en última instancia, poco significativos. La bolsa estadounidense ha ganado un respetable 13% anual (descontada la inflación) a pesar de la crisis del COVID-19, una cifra que sale bien parada comparada con una media del 9% anual en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial.

La combinación de inflación y tipos de interés bajos, crecimiento aceptable, desempleo reducido (descontando el hundimiento provocado por la pandemia) y rebajas de los impuestos a las empresas ayudó al mercado. Sin duda, el mayor éxito legislativo de Trump es la Tax and Job Cuts Act de 2017, el primer gran cambio en los impuestos estadounidenses desde el primer mandato —por otra parte, casi igual de particular— de Ronald Reagan.

En cuanto a sus demás promesas, su «contrato con el votante estadounidense» ha tenido menos éxito. Los grandes proyectos de infraestructuras, la reforma educativa, la derogación del Obamacare y la revisión de las políticas de emigración no superaron el trámite del Congreso. Se han sucedido las situaciones límite, como el cierre de la administración estadounidense más largo de la historia a comienzos de 2019. El muro no se construyó y México no pagó nada.

Entretanto, el énfasis de Trump en la realpolitik y la mercantilista política del «America First» han

acelerado el repliegue de EE. UU. de la escena internacional y han provocado la salida de importantes organizaciones supranacionales y acuerdos medioambientales.

En este contexto, el posible cambio a una perspectiva más colectivista, aunque internacionalista, podría no parecer amenazador (figura 4), sobre todo si recordamos que un demócrata en la Casa Blanca no se traduce necesariamente en un mal comportamiento de la economía y la inversión.

Biden: ¿Menos nacionalismo económico?

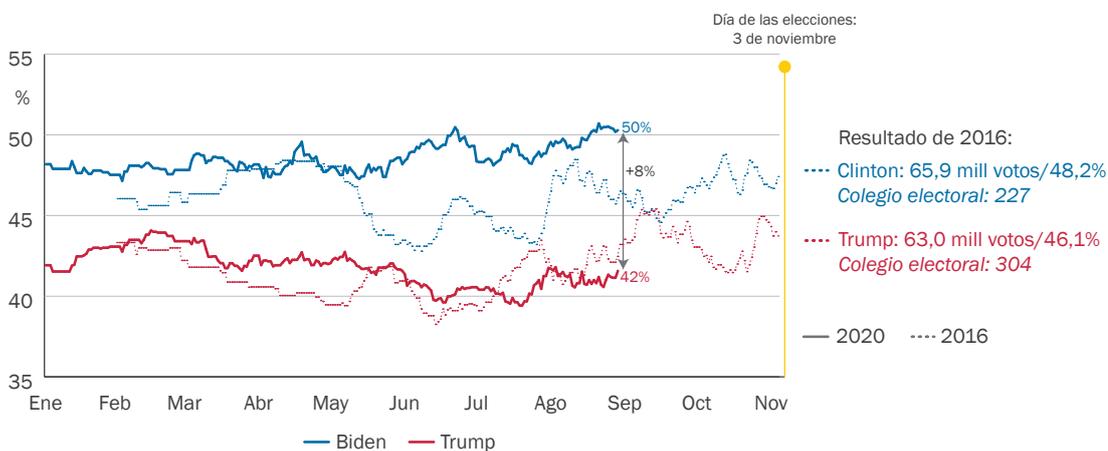
La postura más intervencionista de Biden debería considerarse junto con sus promesas de promover la igualdad social, sus iniciativas verdes (incluida una inversión de 2 billones de dólares en energías limpias hasta 2035), las nuevas inversiones en infraestructuras y una línea menos dura con China. También podría reactivar el papel de EE. UU. en la escena internacional, con una posible reanudación de su liderazgo mundial y un retorno a la integración económica y, en general, el multilateralismo.

Los mercados podrían experimentar cierta incomodidad, ya que las subidas de impuestos supondrían un mazazo para los beneficios (subir el tipo del impuesto de sociedades podría reducir los beneficios anuales alrededor de un 10%), pero con otros cambios se podría contrarrestar el golpe que encajen los inversores, como ha ocurrido en el pasado. En la media docena de ocasiones en que se subieron los tipos del impuesto de sociedades después de la Segunda Guerra Mundial, el S&P 500 avanzó, en promedio, en los doce meses siguientes.

Las probabilidades de que esto ocurra podrían verse favorecidas si, como parece probable,

Figura 3: Intenciones de voto en EE. UU.

Encuestas nacionales en las campañas de 2016 y 2020



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

los fondos recaudados con las subidas de impuestos se destinaran a elevar el gasto público y de consumo, lo que sostendría los ingresos de las empresas. A más largo plazo, los programas de infraestructuras y medioambientales podrían alentar un crecimiento más sostenible.

El punto de partida es un tipo marginal del impuesto de sociedades de EE. UU. que está en la parte baja de la horquilla de la OCDE (figura 5). Los tipos impositivos efectivos de EE. UU. son aún más bajos.

Como hemos señalado a menudo, el contexto importa tanto como el color político de cualquier presidente. Son muchos los elementos que se entrelazan en la economía estadounidense y mundial y la política interna no es el único motor de las rentabilidades de la inversión, como ha demostrado visiblemente este año. Además, los programas electorales rara vez se cumplen íntegramente y para algunas de las políticas más controvertidas será necesaria una victoria completa del Partido Demócrata en el Congreso que dista de estar asegurada.

Entonces, nuestro consejo de inversión sería tomar conciencia de los posibles cambios en las políticas, asegurarse de contar con un seguro en la cartera, pero esperar a tener más certezas y seguir abordando el cambiante contexto general con amplitud de miras.

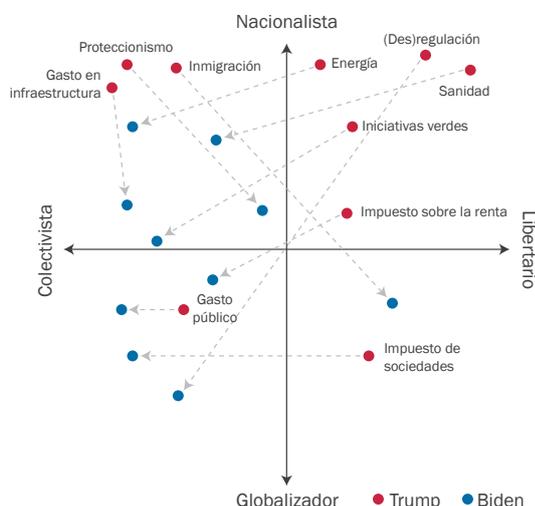
Después de todo, en la política, como en la inversión, no existen las apuestas seguras. Con casi dos meses por delante, la recuperación

económica en marcha y las novedades en torno al desarrollo de una vacuna podrían hacer oscilar el sentimiento y los sólidos datos de las encuestas.

Lo mismo podría hacer un Partido Demócrata que podría haber olvidado el ABC de la política: si tu oponente se sitúa en un extremo del espectro político, no le ganarás yendo en la dirección contraria, sino acercándote al centro.

Figura 4: Brújula política esquemática

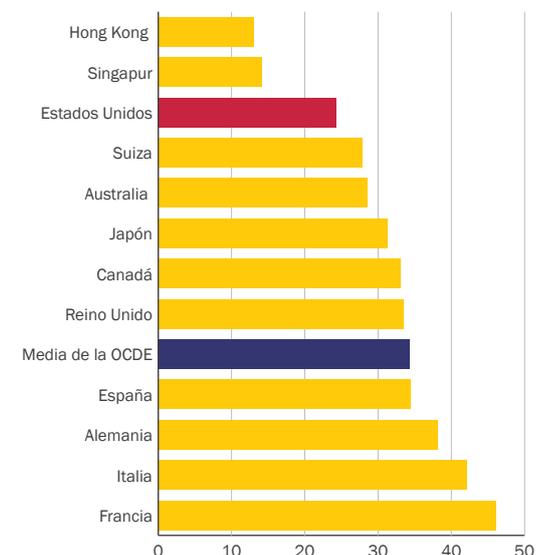
Una interpretación cualitativa esquemática de la dirección en la que se moverían una selección de políticas con Biden como presidente



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

Figura 5: Los tipos fiscales de EE. UU. son bajos

Ingresos fiscales de 2008 en porcentaje del PIB



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

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

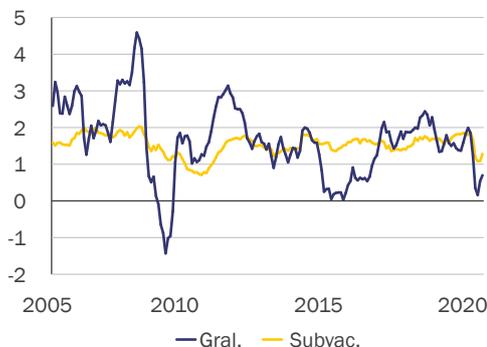
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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



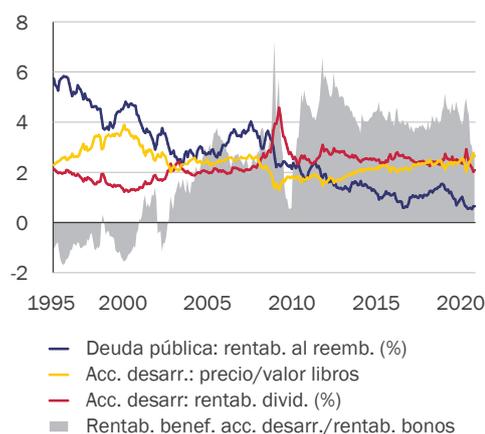
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	0.7	9.0	19.3
Gilt RU 10a	0.2	2.9	10.7
Bund alemán 10a	-0.5	-1.3	7.4
Bonos gob. suizo 10a	-0.5	-3.6	2.5
Bonos gob. japonés 10a	0.0	-2.2	0.4
Crédito global: grado inversión (USD)	0.9	3.8	15.3
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.8	3.5	11.9
Emergentes (USD)	4.1	5.1	14.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.1	8.8	26.5
Desarroll.	2.1	8.3	27.8
Emergen.	2.3	12.6	16.3
EE.UU.	1.7	14.6	42.5
Zona euro	2.3	-4.9	0.7
RU	4.2	-17.4	-11.7
Suiza	2.8	2.2	23.5
Japón	2.4	7.9	10.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	110	-0.5	8.0
Euro (EUR)	132	5.9	5.7
Yen (JPY)	96	-1.1	6.3
Libra esterl. (GBP)	78	2.8	4.0
Franco suizo (CHF)	168	4.1	7.9
Yuan (CNY)	131	3.0	-1.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	146	-15.4	-19.4
Crudo Brent (\$/b)	39.8	-35.4	-26.0
Oro (\$/onza)	1,939	28.7	44.0
Metales indus. (1991 = 100)	250	0.7	-3.9
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	31.5	109.7	159.6
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	50.7	-35.7	-7.6

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Agosto 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

Passaggio Centrale, 3
Milán 20123
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).