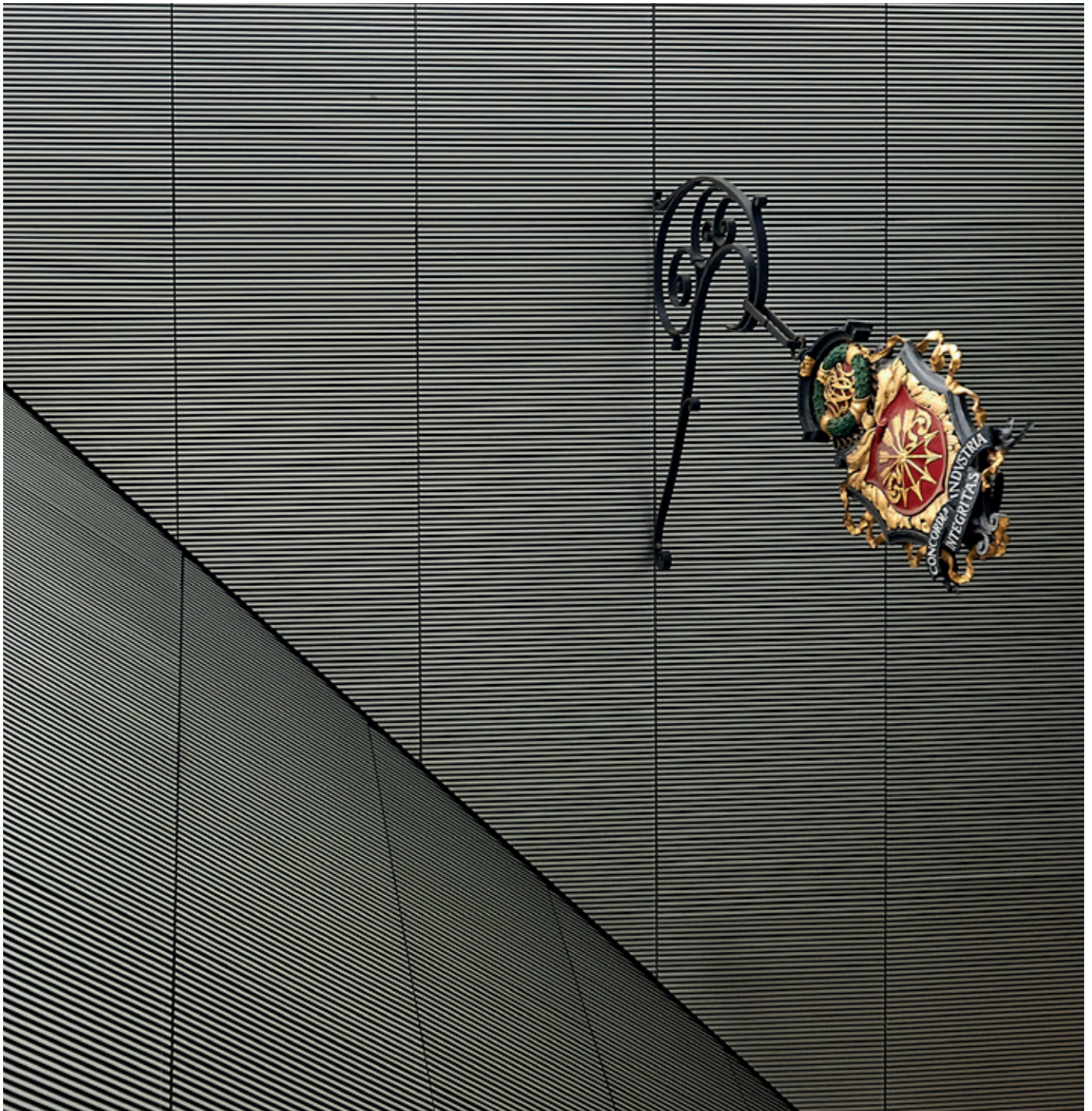


Perspectivas de mercado



Recesiones y carteras

Número 53 | Mayo 2019



Preámbulo

«Buenos días, y por si no nos vemos luego, ¡buenos días, buenas tardes y buenas noches!»

El Show de Truman (1998)

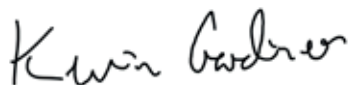
Parecía que estaba asentándose la estabilidad, al menos hasta los últimos tuits relacionados con el conflicto comercial. La economía global sin duda se ha ralentizado —pero no se ha desplomado— y la rentabilidad corporativa nos ha sorprendido agradablemente (hasta ahora).

China y Estados Unidos siguen ocupando los primeros puestos en cuanto a crecimiento y la zona euro se halla casi al final (incluso un Reino Unido que carece de rumbo podría estar superándola). Sin embargo, la inflación no supone una preocupación en ningún lugar. Podríamos pensar que los bancos centrales están siendo demasiado generosos —sobre todo la Fed—, pero todavía no han hecho mucho daño.

Hace ya una década de esta expansión estadounidense tan poco querida, un ciclo que ha durado más de lo previsto, además de superar los míseros pronósticos que la han acompañado durante toda su vida. Este verano, podría convertirse en el periodo de auge económico más largo de la historia; la tasa básica de crecimiento parece un poco distinta de la de la última expansión (potenciada entonces, por supuesto, por los excesos hipotecarios).

En algún momento se producirá una desaceleración económica. Este mes repasamos la historia y nos preguntamos hasta qué punto los inversores deberían estar asustados por la llegada de una recesión. La respuesta es que todo depende, lo cual es positivo si uno piensa que estamos condenados a sufrir otro episodio como la crisis financiera global.

Asimismo, sugerimos que, pese al orgullo profesional de los economistas que les lleva a desear abolir el ciclo, se trata de un hecho de la vida económica y podría no ser una cosa tan mala. Un mundo exento sistemáticamente de excesos y resacas se asemejaría al de Truman: atractivo superficialmente, pero más pobre en cierto modo.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

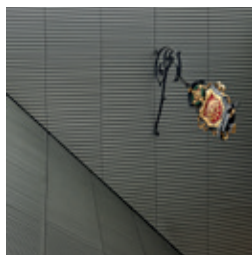


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

© 2019 Rothschild & Co Wealth Management
Fecha de publicación: Mayo de 2019
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Abril de 2019.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Recesiones y carteras

Todo depende

Un ciclo poco querido se adentra en un territorio nuevo

La expansión estadounidense actual en breve podría convertirse en la más prolongada de la historia. Si dura hasta mediados de año, desbancará al ciclo de 1991-2001 del primer puesto de la clasificación de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), cuya elaboración comenzó en 1860.

Algunos inversores están nerviosos: la avanzada edad del periodo expansivo parece apuntar a que ya tendría que haber acabado. ¿Deberían prepararse para su posible fallecimiento? Y de ser así, ¿cómo deberían hacerlo?

Hasta ahora hemos concedido el beneficio de la duda. Pero muchos expertos lo hicieron desde el principio: ha sido el menos querido de los ciclos recientes. Inversores en posesión de una gran cantidad de «dinero inteligente» han estado vendiendo o ignorándolo durante todo el recorrido alcista.

Se considera inteligente decir que Estados Unidos ya no puede crecer mucho más («demasiada deuda», «estancamiento estructural» y todo eso). En realidad, el crecimiento medio del gasto real de los hogares y las empresas se ha situado en el 3,1%, lo cual no dista mucho del 3,4% registrado en el repunte anterior. Esto no debería haber sorprendido a nadie.

También está de moda decir que Estados Unidos ya no es tan importante. Pero, aunque China pueda haber contribuido más al avance del PIB global últimamente, el crecimiento que más cuenta para los mercados de capitales es (sigue siendo) el estadounidense. Y dado que las importaciones de Estados Unidos son mayores y crecen más rápido que sus exportaciones, su economía ha realizado una mayor aportación internacional.

Tampoco los beneficios obtenidos por los distintos grupos económicos han sido tan desiguales como se ha indicado. La tasa de desempleo es la más baja desde la década de 1960 y los datos de la renta media de los hogares, que se citan profusamente en informes y noticias, pueden ser engañosos. Es un poco incoherente creer a la vez, como les sucede

a comentaristas cuyas intenciones sin duda son buenas, que los efectos de la relajación cuantitativa sobre el patrimonio han impulsado el auge económico y que el crecimiento ha sido extraordinariamente desigual: los consumidores acaudalados no son tan representativos en el gasto total. Y, en contra de lo que los expertos parecen indicar, nunca ha existido una edad dorada en la que se registrara una igualdad en este sentido.

Por otra parte, la principal razón por la que damos al ciclo estadounidense el beneficio de la duda sigue siendo válida: la ausencia de excesos. Los consumidores no se han embarcado en un endeudamiento irresponsable, ni tampoco los bancos han concedido préstamos de forma imprudente. Asimismo, la inflación sigue bajo control.

No obstante, pese a que la expansión estadounidense no se valora en su justa medida y que está comportándose estupendamente, en algún momento tocará a su fin y la economía dará marcha atrás durante algún tiempo. El coste humano probable está claro: un repunte del desempleo y una caída de las rentas. ¿Pero que podría significar ello para las inversiones?

La respuesta, frustrante pero honesta, es: todo depende. A menudo dejamos de lado los matices y usamos el término «recesión» indiscriminadamente para indicar «una cosa mala». Pero las desaceleraciones económicas varían enormemente entre sí y su impacto en las carteras varía aún más.

‘Spoiler’: pronosticadores, tengan cuidado

El final de una expansión que se ajuste a los datos de la NBER no es la única definición de una recesión. La NBER fecha el ciclo estadounidense al mes más reciente, usando varios indicadores, mientras que una recesión generalmente se define —en todas partes— como dos caídas trimestrales consecutivas del PIB. Pero ambas definiciones denotan economías en retroceso.

Podría ser que no detectáramos la próxima contracción estadounidense con antelación. Haremos todo lo que esté en nuestra mano, pero el momento del comienzo de la mayoría de las recesiones no se puede predecir. La mayoría

de las recesiones cuyo comienzo sí se logra predecir no se producen, sino que resultan ser los errores de personas habitualmente más pesimistas que elaboran pronósticos.

¿Por qué es tan difícil detectar las contracciones? Las contracciones son bastante infrecuentes: la mayor parte del tiempo, las economías están en crecimiento. Acontecimientos imprevistos —como el 11 de septiembre o el tamaño de la oferta monetaria global en 2008— pueden provocar que las economías cambien el rumbo. Pero lo habitual es que las recesiones se produzcan inesperadamente porque la economía la mueven las personas, a las personas las mueven las emociones y las emociones fluctúan.

La confianza puede cambiar de forma brusca y contagiosa. Saber cuándo nuestro ánimo colectivo pasará de ver las compras discrecionales (el coche nuevo o una línea de producción más moderna) como activos que

mejoran nuestra vida o nuestra empresa a verlas en cambio como cargas que se comen nuestra liquidez es un arte, no una ciencia. Y es un arte sin grandes artistas.

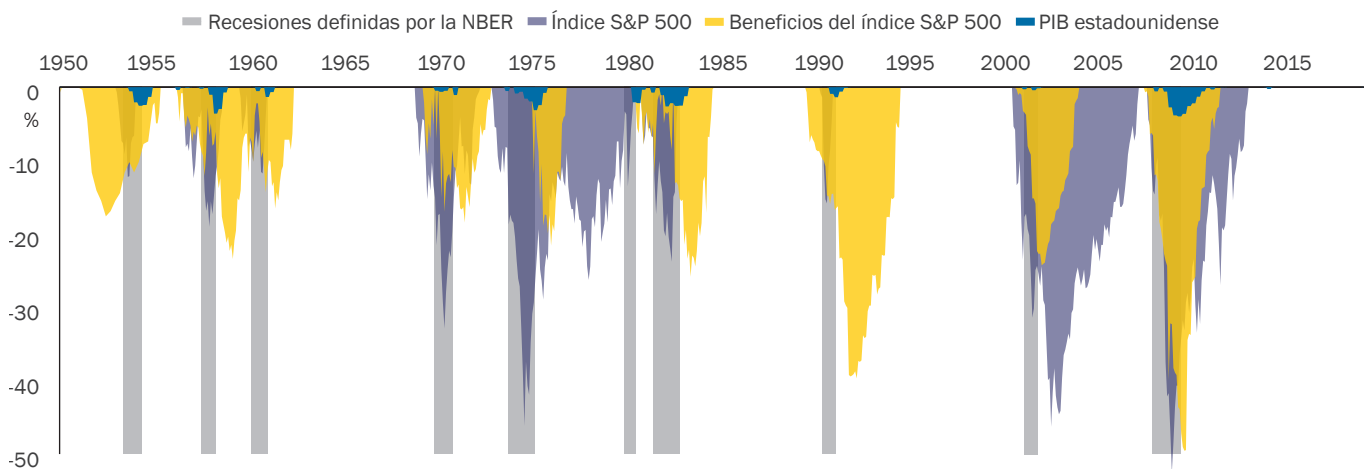
¿No pueden evitar las recesiones los bancos centrales?

En el mundo ideal de los economistas, en el instante en que una recesión pareciera inminente se rebajarían los tipos de interés y/o se aumentaría el gasto público y/o se reducirían los impuestos, neutralizándola ordenadamente. De forma similar, si pareciera que el crecimiento es demasiado fuerte, las autoridades podrían elevar los tipos y/o endurecer la política fiscal.

Este punto de vista de «ingeniería del control» se popularizó por primera vez en la década de 1950. Pero, en la práctica, en lugar de suavizar el ciclo, los retrasos en el sistema —se tardó en detectar el problema, decidir qué hacer y luego actuar— a menudo da lugar a una amplificación del ciclo, no a una suavización. Para cuando a la

Figura 1: Recesiones definidas por la NBER y acciones estadounidenses

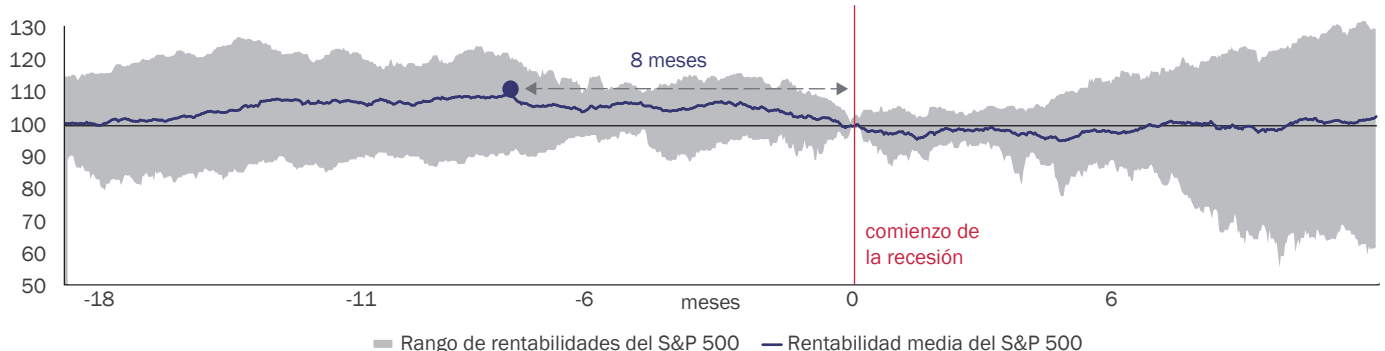
Caída del PIB, cotizaciones bursátiles y beneficios de Estados Unidos desde máximos en relación con las recesiones definidas por la NBER



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

Figura 2: Evolución del mercado y recesiones definidas por la NBER

Rentabilidad del mercado antes y después de las recesiones definidas por la NBER: experiencia media



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

economía se le daba un impulso, por ejemplo, ya había comenzado a revitalizarse por su cuenta. Esta fue la era de los avances y los retrocesos.

Algunos datos con menos retraso y el éxito de las políticas contracíclicas en 2008/2009, han hecho que los economistas y los bancos centrales piensen que merece la pena volver a intentar aplicar tal ajuste cíclico. Nosotros somos escépticos. Los problemas de «control» siguen presentes y un mundo completamente estable podría no ser la bendición que los economistas imaginan.

Podemos seguir tardando en decidir que una economía posiblemente esté invirtiendo su trayectoria: los datos de un solo mes rara vez bastan para hacer semejante pronóstico. En 2008, el colapso de Lehman Brothers siguió a un prolongado periodo de volatilidad en los mercados, durante el cual la bancarrota no parecía ser inevitable (en contraste con el panorama perfectamente dibujado que se confiere a la visión retrospectiva de la situación en la película *La gran apuesta*).

Los bancos centrales esperan que las nuevas técnicas de aprendizaje automático y los grandes conjuntos de datos transversales ayuden a detectar las grandes recesiones con más rapidez. Nosotros dudamos de que los patrones que se identifiquen sean significativos y no hay suficientes acontecimientos que nos permitan hablar de una crisis «típica».

Ejercer control sigue siendo difícil porque los vínculos entre los tipos de interés, por ejemplo, y la economía son menos estrechos de lo que imaginan los economistas. Hablar de «mecanismos de transmisión» es engañoso. Simplemente existen demasiadas piezas independientes que actúan por su cuenta.

Una economía del show de Truman

Un control perfecto podría resultar contraproducente en cualquier caso. Un

mundo sin accidentes económicos sería un poco como *El show de Truman*. Truman, «en el aire, sin saberlo» como el sujeto de un *reality* de televisión, está protegido de toda clase de percances, incluido el uso de su libre albedrío.

Cualquiera podría pensar que ojalá todos los problemas fueran como ese. El mundo de Truman está bien ordenado y es superficialmente alegre. Pero nos perderíamos algo importante, justo igual que Truman, quien, protegido de las desgracias, se está perdiendo la vida real.

Un mundo aparentemente sin riesgo cíclico podría ser más pobre a largo plazo. Carecería de urgencia y espontaneidad. Los precios de los activos de riesgo podrían reajustarse, quizá de forma errónea. La eliminación de los peligros que presenta un clima económico en constante cambio —el eufórico exceso de inversión que sigue (por ejemplo) a las innovaciones tecnológicas o el descubrimiento de recursos nuevos o el flujo de caja libre— también podría suprimir muchas oportunidades.

Necesitamos una cobertura de seguro adecuada para quienes quedan desplazados por el ciclo. Y, por supuesto, hay límites a los riesgos que podríamos asumir en aras de la destrucción creativa: las autoridades tendrían que esforzarse por evitar que se produjeran grandes crisis y que el sistema colapsara. Sin embargo, si el mundo real es inevitable y profundamente incierto, los mundos artificiales diseñados minuciosamente podrían tener menos atractivo. No compartimos la creencia cada vez más extendida de que, habiendo salvado al mundo en 2008, los bancos centrales deberían intentar abolir completamente el ciclo. Huele a orgullo profesional de algunos.

Esto no significa que estemos esperando con alegría la próxima recesión. Es probable que tarde o temprano se produzca una recesión en cualquier caso (a causa de esos problemas de control) que podrá considerarse una parte

Figura 3: Ganadores y perdedores durante caídas del PIB

Acciones frente a bonos y sectores cíclicos frente a defensivos, cuando el PIB ha estado cayendo (las cifras se presentan una vez descontada la inflación)

Recesión	1953	1958	1960	1969-70	1973-75	1980	1981-82	1990	2001	2007-09	Media*
PIB estadounidense	-2.5%	-3.6%	-1.3%	-0.7%	-3.1%	-1.9%	-2.2%	-1.3%	-0.3%	-4.0%	-2.1%
Bonos del Tesoro estadounidense	9.6%	10.0%	5.8%	11.5%	-7.4%	-8.5%	4.2%	6.5%	3.6%	11.2%	4.6%
Acciones estadounidenses	16.7%	-2.2%	5.3%	-5.1%	-14.9%	13.1%	-15.5%	3.9%	-9.8%	-34.5%	-4.3%
Acciones cíclicas*	-	-	-	-	-25.6%	6.7%	-22.8%	1.3%	-12.3%	-41.0%	-15.6%
Acciones defensivas*	-	-	-	-	-19.7%	-1.3%	-7.1%	1.2%	-3.6%	-30.1%	-10.1%

Fuente: Datastream, NBER, Rothschild & Co

* Las rentabilidades de las acciones cíclicas y defensivas solo están disponibles desde 1973 en adelante. La media se basa en el periodo de 1973 a 2009. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

integrante del funcionamiento de la economía de mercado, que es el sistema económico menos malo que hemos descubierto hasta la fecha.

Teoría y práctica anterior

Las recesiones afectan a las acciones fundamentalmente a través de su impacto en las empresas: caída de los ingresos, reducción de los márgenes, mayor riesgo de crédito y depreciación de los activos. Esperaríamos que el impacto que tuviesen en las carteras variara. ¿Las empresas y/o el sistema bancario son especialmente frágiles y propensos al contagio del riesgo sistémico? ¿Es una sorpresa total o está descontada en parte?

Y, de manera importante, ¿cómo responderán las autoridades? Los tipos de interés pueden afectar a los precios de las acciones y, si los tipos caen lo suficiente —sean cuales sean nuestros recelos con respecto a la posibilidad o el deseo de un control perfecto—, las acciones pueden incluso responder de forma positiva a la ralentización.

La historia confirma que no hay tal cosa como una recesión o una respuesta del mercado típicas. La Figura 1 muestra las recesiones definidas por la NBER y la evolución del PIB, los beneficios de las empresas y el mercado bursátil asociada a dichas recesiones. Las caídas del PIB parecen pequeñas, pero recuérdese que el PIB es una medida del crecimiento de toda la economía y que dicho crecimiento aporta valor, y es mucho menos volátil que los beneficios corporativos: un retroceso del PIB de «tan solo» un 3% es de hecho un acontecimiento cíclico de gran envergadura.

Claramente, habría sido mucho mejor evitar la mayoría de las recesiones. Pero, en algunos casos, para cuando se produce el acontecimiento y se han tomado e implementado las decisiones con respecto a las carteras, el panorama ya no está tan claro.

De «media», los mercados bursátiles han alcanzado sus máximos ocho meses antes de que comience una recesión definida por la NBER y se mantienen en general sin cambios ocho meses después. Si bien el momento exacto del comienzo de la recesión puede seguir siendo una sorpresa para los economistas, cuando de hecho empieza, ya se ha descontado parcialmente (Figura 2).

La recesión de 1990 siguió a un prolongado periodo de excesos económicos, pero el mercado marcó máximos antes de que comenzara y comenzó a subir antes de que finalizara. Los inversores podrían haber acabado vendiendo después de la caída y perdiéndose

el repunte. También ha habido otras ocasiones en las que el retroceso total fue breve o simplemente no fue alarmante.

Una de las mayores caídas del mercado se asoció simplemente con una recesión económica moderada, en 2000. Con los datos actuales, la situación ya no reúne los requisitos para considerarse como una recesión convencional del PIB. Fue el estallido de la burbuja de la «nueva economía», un recordatorio de que el mercado de valores es perfectamente capaz de empezar una pelea sin tener a un adversario enfrente, por así decirlo. La caída más reciente del mercado —la gran crisis financiera global de 2008/2009— estuvo asociada ciertamente con un fuerte varapalo económico. Pero una vez más, el trauma realmente tuvo su origen en los mercados, no en la economía.

Si advertimos que se avecina una recesión y pensamos que podría ser suficientemente grande —o que no está suficientemente descontada por los mercados— para intentar evitarla, ¿qué aconsejaríamos?

Una cartera diseñada con minuciosidad contendrá algunos activos de diversificación junto con otros favorables al ciclo. La Figura 3 se centra en periodos en que el PIB cayó y muestra, tal como esperaríamos, que los bonos y los sectores defensivos suelen ser los que mejor evolucionan en estos casos. Pero tampoco es tan sencillo: aunque los bonos presentaron un mejor comportamiento que las acciones en las recesiones inflacionistas de la década de 1970, siguieron ofreciendo rentabilidades negativas (una vez descontada la inflación). Cuando el PIB cayó en 1980, las acciones de hecho superaron a los bonos y arrojaron rentabilidades reales positivas. Y la sensibilidad cíclica de un sector puede variar con su valoración, el apalancamiento de los balances, los tipos de interés... y los cambios en el impacto que dicho sector tiene en la economía.

¿Los títulos «defensivos» de consumo básico, por ejemplo, ofrecen necesariamente más seguridad cuando el valor de sus marcas —y de sus redes de distribución— se cuestionan?

Conclusión: mantenga la mente abierta

Aún no creemos que la próxima recesión estadounidense sea inminente. Los «sospechosos habituales» que han provocado recesiones antaño —inflación, endeudamiento/ actividad de préstamo imprudente o burbujas del mercado— brillan por su ausencia. Esto no constituye garantía alguna, pero seguimos dando al ciclo el beneficio de la duda.

Habrá una recesión, sin duda: son inevitables. Pero el impacto que tienen varía enormemente de unas a otras y un mundo sin ellas podría ser un mundo más pobre.

Después de la gran crisis financiera global, muchos expertos aseguran que el próximo revés económico/de los mercados tendría que ser igual de drástico. Pudiera ser así, pero no hay razón alguna por la que tenga que serlo. Podría suceder que —eventualmente— la próxima recesión tuviese más en común con 1990 que con 2008.

Entretanto, recuérdese que, descontando recesiones y caídas, en términos ajustados a la inflación, la economía estadounidense es nueve veces mayor que en 1950 y el índice de rentabilidad total del mercado de valores es 146 veces más alto. Como inversores a largo plazo, no debemos dejar que estas señales se difuminen a causa del ruido cíclico, independientemente de lo mucho que este distraiga en el momento en que se produce.

Y ahora, volvamos a centrarnos en las cifras...

Conclusiones de inversión actuales

La corriente de ventas bursátil de finales de 2018 pareció exagerada, pero el repunte elevó recientemente el índice estadounidense a un nuevo máximo y nos preguntamos el margen alcista que puede haber a corto plazo. La recesión no parece inminente y las valoraciones no son descabelladas: seguimos pensando que las acciones pueden ofrecer rentabilidades a largo plazo que superen a la inflación, a diferencia de los bonos. Pero la convicción es menor en la actualidad de lo que ha sido desde que comenzó el recorrido alcista del mercado hace ya más de 10 años.

- Seguimos viendo la mayoría de los bonos y el efectivo como seguros para la cartera, no como fuentes probables de rentabilidades de inversión reales.
- La mayoría de los mercados de deuda pública continúan siendo caros y ofrecen escasa recompensa por la inflación y el riesgo de duración. Pocos bonos de alta calidad presentan rentabilidades que superen a las tasas de inflación actuales.
- Tras el *rally* de los bonos corporativos estadounidenses de alta calidad, ya no los preferimos a la deuda pública del país. En Europa, los diferenciales son menos estrechos (con respecto a unas rentabilidades de la deuda pública mucho más bajas).
- Nos inclinamos por los bonos de duración relativamente baja. Seguimos viendo cierto atractivo en los bonos estadounidenses ligados a la inflación. El crédito de grado especulativo no alcanzó niveles suficientemente interesantes durante la corriente de ventas y ahora ha repuntado, reanudándose la oferta. Seguimos detectando poco atractivo en los bonos de

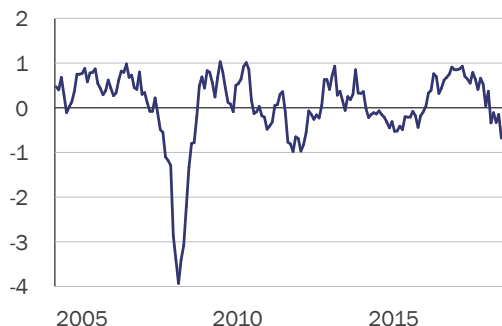
mercados emergentes en divisas locales para las carteras multiactivo.

- Continuamos prefiriendo las acciones a los bonos en la mayoría de los mercados, incluso en el Reino Unido (donde los principales índices son verdaderamente globales), pero después de su repunte, percibimos un riesgo táctico derivado de la ralentización del crecimiento de los beneficios y/o de un cambio de rumbo por parte de la Fed. Tenemos pocas convicciones regionales, pero el atractivo cíclico de la Asia emergente ha aumentado, independientemente de la inquietud que genera el conflicto comercial, y sigue siendo interesante en el aspecto estructural. Por otra parte, parece que la rentabilidad corporativa estadounidense se mantendrá elevada. Seguimos apostando principalmente por una combinación de valores cíclicos y de crecimiento estructural, pero últimamente la balanza se ha inclinado más hacia estos últimos.
- La negociación en divisas no aporta valor de manera sistemática y hay pocos desajustes de gran alcance que puedan aprovecharse. El crecimiento estadounidense y el *carry* de intereses han contrarrestado con creces el tono más moderado adoptado por la Fed, pero el dólar estadounidense podría haberse apreciado ya de forma suficiente. El euro tiene que hacer frente a un banco central cuya postura es aún más expansiva, pero las decepciones en torno al crecimiento de la zona euro están disipándose. La libra esterlina sigue siendo rehén del *brexit* y la política local, pero es competitiva y capaz de apreciarse (eventualmente), incluso después de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo (una opción que parece menos probable que antaño).

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

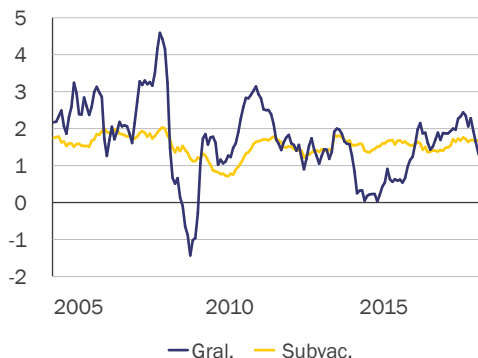
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

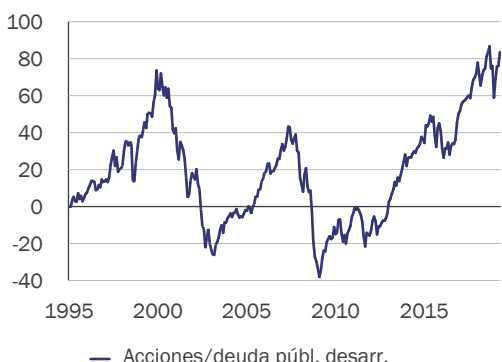
Inflación G7

%, interanual



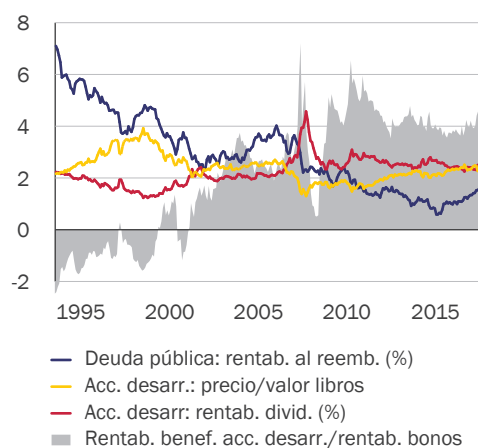
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.5	6.6	2.5
Gilt RU 10a	1.2	4.1	8.8
Bund alemán 10a	0.0	5.3	5.1
Bonos gob. suizo 10a	-0.3	3.2	1.5
Bonos gob. japonés 10a	-0.0	1.3	0.6
Crédito global: grado inversión (USD)	1.8	5.4	8.6
Crédito global: alta rentab. (USD)	6.2	5.4	22.8
Emergentes (USD)	5.3	5.9	15.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.5	7.5	41.3
Desarroll.	2.5	8.6	41.4
Emergen.	2.7	-0.6	41.3
EE.UU.	1.9	12.7	49.1
Zona euro	3.3	0.7	27.7
RU	4.6	3.0	33.4
Suiza	3.0	12.7	33.2
Japón	2.4	-5.5	27.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	109	5.6	5.5
Euro (EUR)	124	-1.3	4.7
Yen (JPY)	91	3.4	-1.0
Libra esterl. (GBP)	79	1.0	-7.2
Franco suizo (CHF)	154	3.5	-2.1
Yuan (CNY)	134	-1.3	-0.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	184	-8.8	-0.2
Crudo Brent (\$/b)	72.8	-3.2	51.3
Oro (\$/onza)	1,284	-2.4	-0.7
Metales indus. (1991 = 100)	248	-9.6	24.2
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	13.1	-17.6	-16.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	49.5	-1.8	-23.8

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 28 de Febrero 2019.

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 y acrecentar el patrimonio de nuestros clientes

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

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

Bruselas

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

Dusseldorf

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

Fráncfort

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

Ginebra

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

Guernsey

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

Hong Kong

16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
República Popular de China
+852 2131 9971

Londres

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

Manchester

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

Milán

Via Agnello 5
20121 Milán
Italia
+39 02 7244 31

París

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

Singapur

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

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 7111

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).