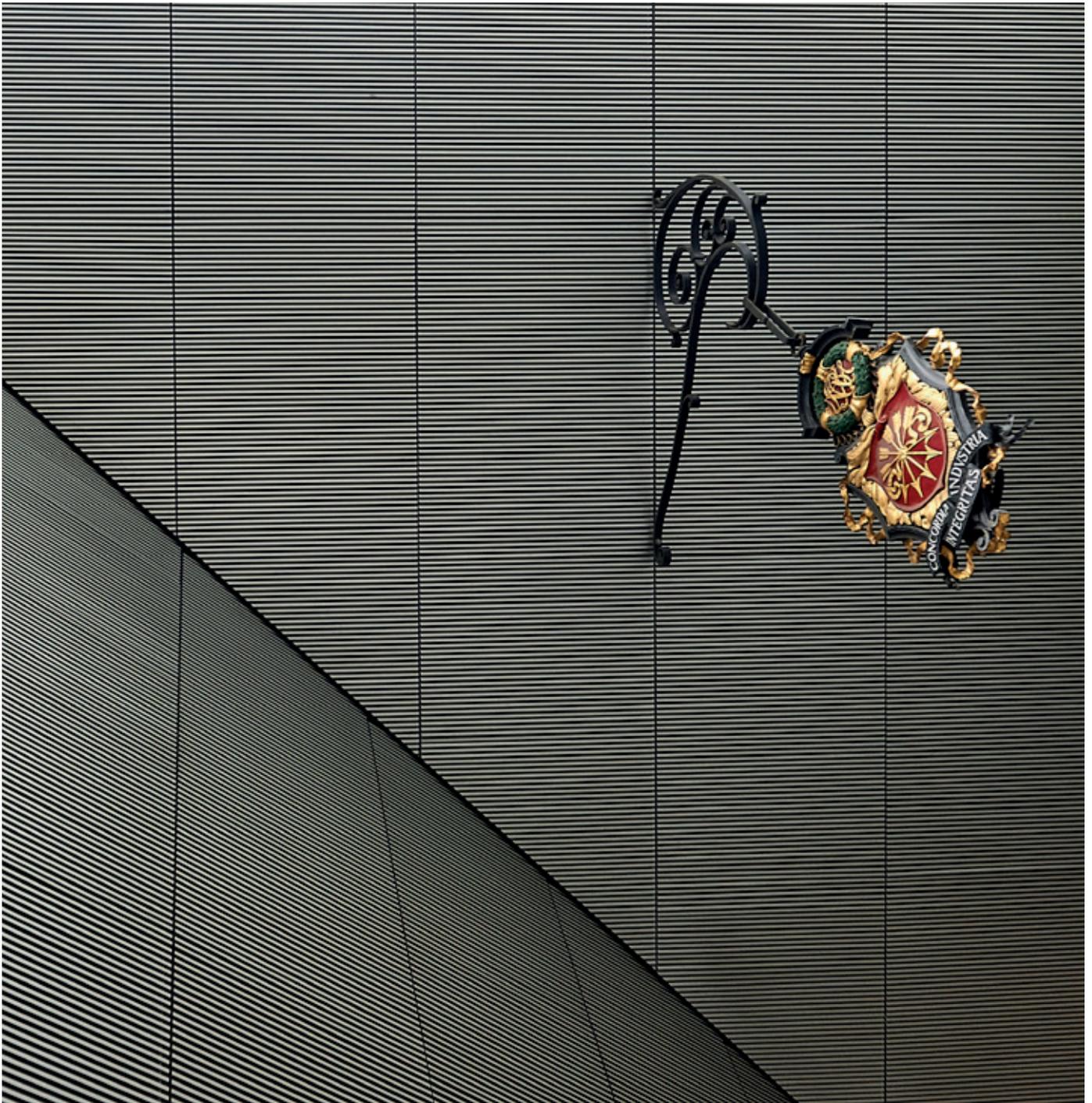


Perspectivas de mercado



Mirar al otro lado del valle | La factura

Número 62 | Junio 2020



Prefacio

Nuestros pensamientos están con las personas afectadas por el virus y los que han hecho posible que la función continúe.

Los titulares de prensa siguen hablando de economías enfrentando la recesión, pero la mayoría de ellas probablemente crezca de nuevo. No conocemos con exactitud la profundidad del agujero en el que se precipitó la economía mundial, pero probablemente empecemos a salir de él en mayo.

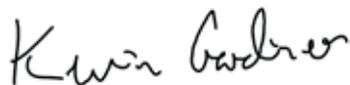
Llevará más tiempo salir del que se tardó en caer. Las medidas de confinamiento, por su parte, se levantarán con mayor lentitud de la que se impusieron y muchas empresas y empleos no conseguirán salir del bache. Además, podría producirse un rebrote y algunos hábitos cotidianos podrían cambiar.

En cualquier caso, nadie espera una recuperación simétrica: la forma en V perfecta únicamente se encuentra en las elucubraciones de los entendidos. De lo que se ha hablado menos es de la posibilidad de que el rebote en marcha pueda seguir una línea temporal que haga que las grandes pérdidas actuales de las empresas parezcan pequeñas para unos mercados de capitales que miran al largo plazo.

Lo que menos se ha comentado, a juzgar por nuestros buzones de correo y listas de lectura, es la posibilidad de un desenlace a largo plazo más positivo. Alguna posibilidad tiene que existir de que la confianza cobre impulso paulatinamente, alimentada por la continuación de las políticas monetarias expansivas, los paquetes de ayudas y la demanda contenida, y que se siga conteniendo este virus.

Esta creencia popular tan descompensada es uno de los factores que hacen que esta desaceleración, por lo demás tan especial, se parezca a otras. El «muro de preocupación» se ha hecho más grande. Mientras tanto, las bolsas, como es su costumbre, se han recuperado antes que la economía. A este respecto, sugerimos que las dos esferas no están tan desconectadas como parecen.

En el segundo artículo comentamos los posibles costes económicos de la desaceleración y nos preguntamos si habrá algún tipo de resaca fiscal y monetaria. A la segunda le prestaremos una atención especial. Todos reivindicamos a Hamilton estos días, pero su idea clave giraba en torno al endeudamiento mutuo, no a la impresión de dinero.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

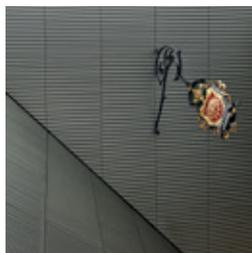


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

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

Mirar al otro lado del valle

No hay tanta indiferencia en las bolsas

El esquivo Sr. Mercado

Hablamos de que los mercados sucumben al pánico o se muestran eufóricos. No cabe duda de que las cotizaciones son a menudo un reflejo de las emociones, pero esas emociones son nuestras, no del Sr. Mercado.

Cuando los inversores se suman colectivamente al pánico —o la euforia— están estrechando sus miras y fijándose en aquello que más afecta a sus inversiones: los beneficios empresariales y los tipos de interés.

A veces, este énfasis inversor puede ligarse a inquietudes más generales. A menudo no ocurre así y los mercados parecen insensibles, como cuando (por ejemplo) las catástrofes naturales, los regímenes opresores, el descontento social (tan de actualidad desafortunadamente estos días a ambos lados del mundo mientras escribimos) o el drama de los refugiados no los alteren.

La actitud de los inversores parece un tanto deshumanizada estos días. Las bolsas se han disparado y han incrementado un tercio su valor desde el 23 de marzo, pero el número de víctimas del virus sigue aumentando y las economías emiten señales de debilidad. Lo cierto es que la renta variable y los intereses de la humanidad podrían no ser tan divergentes como parecen. Las discrepancias obedecen principalmente a una cuestión de plazos, no a la indiferencia.

La decisión de contener el virus cerrando una parte de la economía mundial ha tenido grandes implicaciones tanto para las empresas como para las personas. Los beneficios se han desplomado junto con el empleo y los ingresos, y todavía estamos a la espera de saber exactamente cuánto (los datos van con retraso). En este caso, lo que fue malo para las personas (el virus y los costes de su contención) fue malo también para las bolsas.

Las expectativas importan

No obstante, los mercados —léase «los inversores»— miran hacia adelante, no hacia atrás, y las cotizaciones cayeron tan pronto como quedó claro que los beneficios harían lo mismo, y antes de que lo hicieran. Entre el 19 de febrero y el 23 de marzo, las bolsas mundiales perdieron un tercio de su valor. Los datos económicos retrospectivos que se publicaron en ese periodo evidenciaron un deterioro escaso.

A esas cotas inferiores, las cotizaciones parecerían sugerir (sobre todo, estando los tipos de interés tan bajos) que los beneficios no solo se desplomarían, sino que se mantendrían en mínimos durante años.

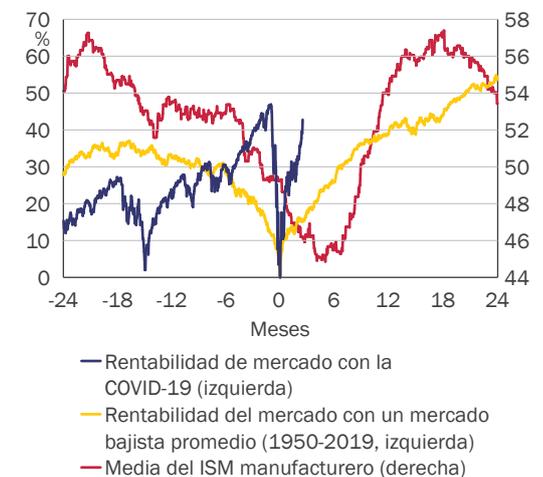
Sin embargo, la norma es el crecimiento, de ahí que se necesiten más razones de peso y menos tribunas extravagantes para esperar que no vaya a reactivarse.

Como indicábamos en abril, estamos ante una desaceleración especial en muchos sentidos. Es la más repentina, probablemente la más profunda, la menos controvertida, la primera encabezada por los servicios, ha roto récords en los mercados financieros (los mercados bajistas y alcistas más rápidos), ha provocado la respuesta más grande y rápida de las autoridades y, lo más importante, ha sido la primera desaceleración *deliberada*.

Este último punto es importante. Son muy pocos los excesos que se deben corregir antes de que pueda comenzar la recuperación, ya que no ha habido un boom especulativo, excesos de concesión de préstamos o picos de inflación. De la misma forma que decidimos cerrar parte de la economía, podemos reabrirla.

Figura 1: Acciones estadounidenses y actividad económica

Movimientos de las cotizaciones estadounidenses en torno a los mínimos de la encuesta ISM



Fuente: Datastream, Rothschild & Co
Nota: A estos efectos, un mercado bajista se define como un movimiento entre el máximo y el mínimo superior al 20 %.
ISM (The Institute of Supply Management).
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Repentina, profunda y... ¿breve?

A medida que se han frenado las tasas de contagio (replicando a grandes rasgos la evolución anterior de China) y se han aclarado los costes de los esfuerzos de contención, las medidas de confinamiento han comenzado a levantarse. A consecuencia de ello, podríamos estar ante una de las desaceleraciones más breves. La contracción de la economía mundial probablemente se concentró en aproximadamente seis semanas desde mediados de marzo y la mayoría de las economías posiblemente esté creciendo de nuevo otra vez. El notable dato de empleo de EE. UU. del mes de mayo constituye el indicio más visible hasta la fecha.

Los beneficios rebotarán con el crecimiento. En infinidad de columnas periodísticas se ha debatido sobre la velocidad y magnitud del rebote, pero para una bolsa que perdió un tercio de su valor lo más importante tal vez sea saber que está ahí.

Así pues, y con el riesgo de analizar en exceso los movimientos del mercado a corto plazo —un riesgo de la profesión—, sospechamos que los inversores reaccionaron desproporcionadamente en un primer momento.

Las bolsas generalmente «miran al otro lado del valle»

En relación con esta lectura, los mercados/ inversores no se han mostrado particularmente insensibles o desconectados de la realidad. Del mismo modo que los precios de mercado prospectivos cayeron antes de que lo hicieran las economías, también podrían haber empezado a recuperarse antes que ellas. En este sentido las cotizaciones generalmente «miran al otro lado del valle» de este modo (figuras 1 y 2). No obstante, no conviene esperar que eso les levante el ánimo

a los redactores cuando tengan que titular con los datos del PIB y los beneficios empresariales del segundo trimestre en julio y agosto.

Obviamente, el descenso de los tipos de interés también está animando a los inversores a mirar al otro lado del valle y estos no están tan en sintonía con el bienestar de las personas como las condiciones empresariales. Una de las razones por las que el mercado era escéptico en relación con las alzas de las bolsas después de 2008 era que estas se atribuían mayoritariamente a los tipos bajos: los inversores parecían estar ganando, mientras las economías se contraían.

Sin embargo, vimos el rebote posterior a 2008 en los beneficios como el principal motor de las bolsas y vimos el saludable crecimiento del empleo como un indicio de que la producción no se estaba registrando adecuadamente. Del mismo modo, el último rebote de las acciones probablemente le deba más a la constatación de que los beneficios pueden revivir y que los últimos (y pequeños descensos) de los tipos de interés y los rendimientos de los bonos desempeñan un papel secundario.

Los horizontes temporales son largos

De hecho, no pensamos que las valoraciones bursátiles hayan reflejado plenamente en algún momento los niveles recientes de los tipos de interés. Pero incluso con tipos más altos que los de hoy, los precios seguirían poniendo la vista implícitamente en un punto alejado. Perder los flujos de efectivo de este año podría borrar solo una pequeña porción del valor bursátil (figura 3).

Esto es lo que dice la teoría. En la práctica, si se hiciera evidente la desaparición de un año entero de beneficios, los inversores sucumbirían al pánico de nuevo y los precios sin lugar a dudas se hundirían.

Figura 2: Mirar al otro lado del valle

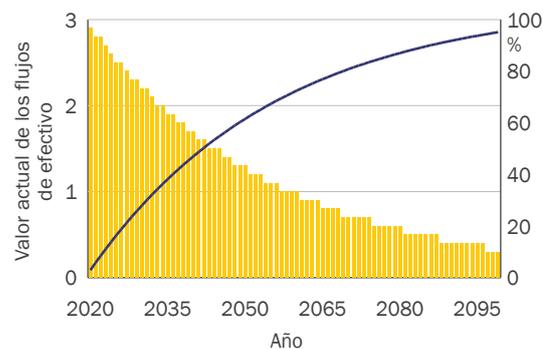
Expectativas de beneficio de explotación en el S&P 500 (por acción)



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

Figura 3: Valor bursátil

Dividendos anuales y su contribución acumulada al valor bursátil



Fuente: Rothschild & Co.
Nota: Presupone un crecimiento del dividendo del 3 %, un tipo de interés sin riesgo del 3 % y una prima de riesgo del 3 %.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

En 2001 y 2008, los beneficios desaparecieron de forma efectiva, pero los rebotes eran predecibles: los balances (fondo de comercio en los sectores de telecom, medios y tecnología en 2001, activos bancarios en 2008) solo se podían sanear una vez. Un rebote es predecible ahora, puesto que las medidas de confinamiento están levantándose.

No obstante, las estimaciones ajustadas al ciclo sugieren que los valores no están ni especialmente baratos ni especialmente caros. Hemos estado encantados de mantener y reforzar posiciones durante este tiempo, pero estas posiciones no son más pequeñas o grandes de lo habitual.

¿Y ahora qué?

Confrontados con semejante convulsión, cuesta imaginar que una actividad siga «como de costumbre». Se producirán muchos cambios en las prácticas laborales y los patrones de gasto. No obstante, seguimos pensando que el futuro se parecerá al pasado más de lo que muchos comentaristas afirman con tanta seguridad.

La desmemoria está a la orden del día: los gustos de la gente puede que no cambien

tanto. La ventaja comparativa internacional sigue existiendo. No todo el mundo puede permitirse abandonar el materialismo. Cuando se trata de responder a las preguntas realmente importantes, como cuál es la mejor forma de organizar economías, existen muchas menos alternativas disponibles de lo que la gente imagina.

Así pues, nuestro consejo es seguir dejando los análisis de conjunto para otro momento y centrarnos en las tendencias preexistentes, como una economía cada vez más conectada, virtual y sin contacto; el declive de la era del petróleo; y la inversión sostenible y responsable.

Conviene prepararse para regresar a un mundo de la inversión en el que las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, la soberanía china de Hong Kong, las aproximaciones al federalismo de la UE, las elecciones presidenciales en EE. UU. (aumento de los impuestos a las empresas si gana Biden) y el Brexit ocupen de nuevo un lugar destacado junto a unos indicadores económicos que (finalmente) perderán espectacularidad.

La factura

¿Qué aspecto podría tener una estimación económica?

Si las cotizaciones conceden que el daño a largo plazo infligido a las empresas cotizadas podría no ser tan grande como se temía en marzo, ¿qué podemos decir del impacto en el conjunto de la economía?

La conmoción tendrá todo tipo de efectos económicos directos e indirectos. Identificarlos todos, y sus consecuencias, es tarea imposible. ¿Cómo calibrar la pérdida de capital humano y oportunidades a causa del cierre de las escuelas y las universidades? ¿Cómo podemos cuantificar el aumento de la desigualdad?

¿Acaso la mejor forma de abordar el impacto es como «coste»?

Rentas, producción y gasto (PIB)

Las rentas totales (PIB) han caído de forma acusada. Podríamos comparar su trayectoria con la tendencia que habría descrito de otro modo, pero eso presupone que sabemos cuál habría sido el camino alternativo, y no es así. Una estimación

más sencilla del impacto es el déficit acumulado desde el punto de partida. El tipo de caída del PIB mundial que ha calculado el Fondo Monetario Internacional, en el que el nivel de partida se recupera en algún momento del próximo año, podría sugerir una pérdida acumulada de PIB que es varias veces superior a la pérdida sufrida durante la crisis financiera mundial.

Pero surgen algunas preguntas: ¿Era evitable? ¿Cuáles eran las alternativas? ¿Habría seguido el PIB su «tendencia» de todas formas? Un mundo hipotético con más víctimas mortales y sistemas sanitarios absolutamente desbordados también habría generado enormes perjuicios, ciertamente en términos de vidas humanas, pero económicos también. A veces, solo podemos elegir entre dos desenlaces negativos.

Balances empresariales

Los mercados de capitales reflejan cómo va cambiando el valor de las empresas que han emitido títulos. Cuando pase un tiempo,

podremos ver cuánto ha aumentado el endeudamiento de las familias. Los datos de las empresas privadas y gran parte del sector inmobiliario son incompletos y llegan con retraso. Solo podemos aventurar que las pérdidas serán considerables y permanentes.

Los pasivos de los estados son muy visibles y están aumentando rápidamente con esos paquetes de ayudas. La magnitud del exceso de deuda dependerá de la cantidad de ayudas que se absorban eventualmente. La figura 4 contiene algunas estimaciones plausibles sobre los ratios de deuda-PIB después del pico de este año. Recordemos: la deuda está aumentando mientras el PIB está descendiendo, lo que supone un doble golpe para los ratios, que están subiendo más rápido que en la crisis financiera mundial y hasta cotas más elevadas. Sin embargo, la amplia horquilla que describen los ratios en los diferentes países, así como la historia británica, sugiere que no está claro a qué nivel estos empiezan a causar problemas. A día de hoy no se observan señales de que el endeudamiento futuro esté incomodando a los prestamistas. Los rendimientos de la deuda pública de alta calidad se han situado en mínimos nominales históricos o cerca de ellos y en términos reales son netamente negativos en la mayoría de lugares.

Se podría afirmar que la creación de deudas nacionales, para financiar infraestructuras y estimular la liquidez en los mercados de capitales, fue uno de los principales vectores del desarrollo económico.

Nada de eso consigue que la gente deje de preocuparse por ella. La deuda puede ser un lastre abrumador para los ciudadanos y las empresas. Y naturalmente existen límites, incluso para el endeudamiento público. El gobierno estadounidense puede pedir prestado

tanto como quiera en su propia moneda, pero Venezuela no puede endeudarse en cualquier moneda a cualquier precio.

Este debate es uno de los más intensos en el mundo de las finanzas. De nuevo, sugerimos dejar de lado las afirmaciones dramáticas. El mundo no puede ser insolvente, aunque puede ser ilíquido. No podemos «pedir prestado a las generaciones futuras».

Los impuestos pueden subir, dado que los tipos efectivos no son elevados, pero podrían no tener que hacerlo (y definitivamente no pronto... ¿qué sentido tendría?). El coste del endeudamiento es bajo y la reactivación del crecimiento reducirá los déficits y, en este sentido, las grandes subidas de impuestos y los recortes del gasto son, desde un punto de vista económico y político, la última opción.

Entonces, como decíamos, ¿qué alternativas había? Si el endeudamiento público no hubiera aumentado, el daño para el PIB a más largo plazo y la economía de los hogares habría sido probablemente mayor.

¿Pedir prestado o imprimir?

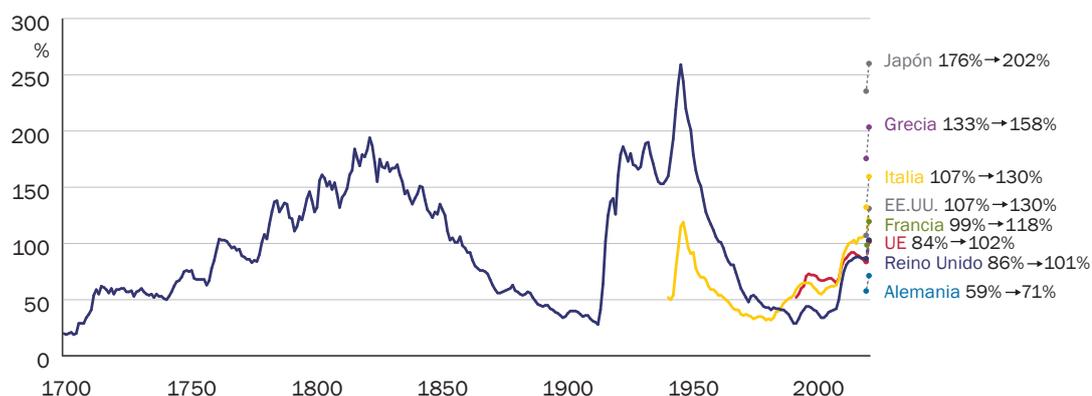
Tan arraigada está la desconfianza hacia el crédito que muchos economistas (y muchos bancos centrales, que deberían saberlo mejor) están apuntando una alternativa de mayor riesgo, a saber, imprimir dinero.

¿Qué tiene de alarmante la financiación monetaria? ¿No son los billetes de banco simplemente otro pasivo estatal con rendimientos reales negativos, aunque en este caso perpetuo?

Lo son. Los déficits financiados por bonos vendidos al público está redirigiendo el poder adquisitivo que ya existe, pero cuando los gobiernos imprimen dinero, crean un nuevo

Figura 4: El exceso de deuda de los estados

Ratios generales de deuda pública bruta-PIB (%)



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

poder adquisitivo. Y si lo hacen de forma muy notoria, es decir, no solo a través de la relajación cuantitativa, sino estimulando la contratación y otros gastos y usando el dinero recién acuñado para sufragarlos, entonces la gente puede empezar a hacer preguntas.

La más obvia de ellas es la siguiente: si tenemos todo este dinero extra circulando, ¿cómo puede valer tanto? Y si va a perder valor, ¿no deberíamos usarlo con bastante rapidez?

Credibilidad monetaria y riesgo de inflación

Actualmente apenas hay inflación (figura 5) y, a la vista de la debilidad de la demanda, casi no se la espera (figura 6). La inflación subyacente de EE. UU. registró una caída récord en abril. Antes incluso de la crisis, la idea que más se repetía es que un poco más venía bien y ayudaría a liberarse de esta deuda (presuntamente) inasumible.

Ahora, como decíamos, el apoyo de los estados y los bancos centrales se ha disparado y no desaparecerá hasta bastante después de que el rebote económico sea visible. De ser así, la demanda pública estimulada podría complementarse con una demanda privada resucitada, lo que superaría en crecimiento a la oferta agregada. Podríamos asistir todavía a una clásica inflación de demanda, sobre todo si gran parte de esta demanda está respaldada por la impresión de dinero. Den paso a esas preguntas escépticas.

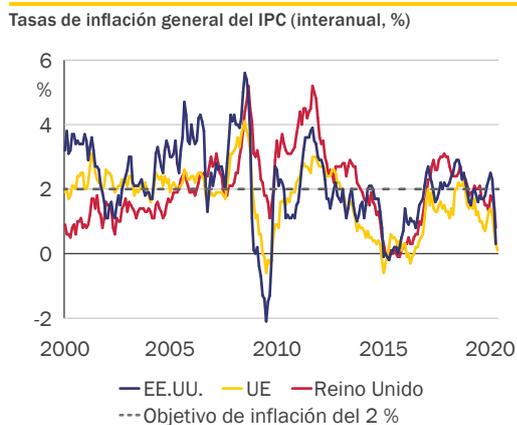
Los componentes de la «teoría monetaria moderna» estarán en lo cierto, hasta cierto punto. No sabemos cuándo será ese punto, pero podemos aventurar que llegará antes del punto en el que los estados pierdan su capacidad para endeudarse. Costó mucho

restaurar la credibilidad monetaria después de la década de 1970, pero se podría volver a perder rápidamente. Cuando los tipos de interés están tan bajos y los ahorros tan altos, ¿por qué asumir el riesgo?

Mucho se está hablando hoy en día — comprensiblemente— del posible «momento hamiltoniano» de la UE, pero Alemania en particular es muy consciente de que la idea central de Hamilton era el endeudamiento mutuo, no la impresión de dinero.

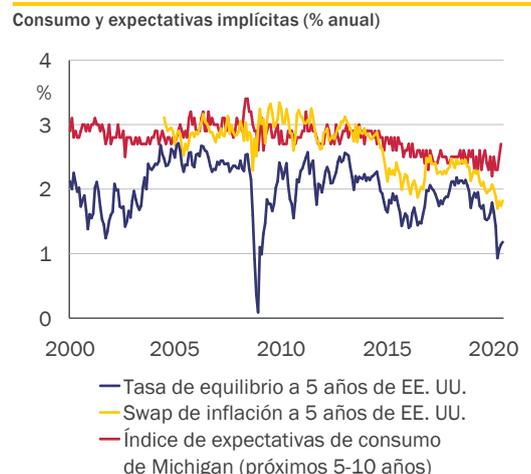
Dudamos que la inflación pueda ajustarse con precisión. Usarla para afrontar el problema de la deuda es como prenderle fuego a tu propia casa para resolver un problema de humedades. Por tanto, la factura que más nos preocupa tener que afrontar es intangible: el riesgo de perder la credibilidad monetaria y una reactivación a largo plazo de la inflación.

Figura 5: Inflación



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

Figura 6: Expectativas de inflación en EE. UU.



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

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

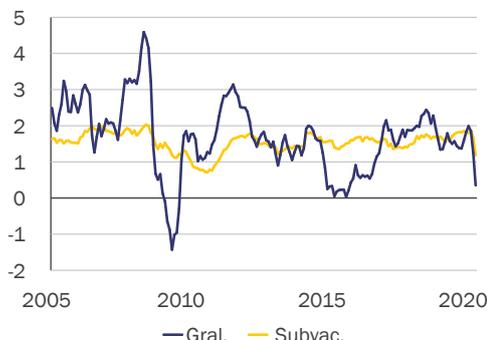
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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



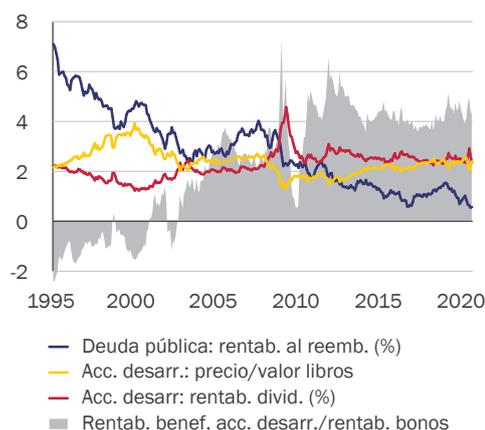
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	0.7	15.1	21.5
Gilt RU 10a	0.2	6.8	11.1
Bund alemán 10a	-0.4	1.5	7.1
Bonos gob. suizo 10a	-0.5	-0.6	2.6
Bonos gob. japonés 10a	0.0	-0.6	1.2
Crédito global: grado inversión (USD)	1.0	7.3	15.5
Crédito global: alta rentab. (USD)	7.4	-0.8	6.4
Emergentes (USD)	5.1	3.3	10.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.5	5.2	17.8
Desarroll.	2.4	5.9	19.2
Emergen.	3.0	0.4	7.7
EE.UU.	2.0	11.6	32.2
Zona euro	2.9	-5.8	-7.8
RU	4.8	-13.4	-10.8
Suiza	2.9	5.0	17.7
Japón	2.5	4.5	7.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	114	4.0	6.6
Euro (EUR)	128	2.5	6.5
Yen (JPY)	97	3.5	7.6
Libra esterl. (GBP)	77	-1.0	0.1
Franco suizo (CHF)	167	6.4	4.9
Yuan (CNY)	130	-1.6	0.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	132	-26.7	-27.3
Crudo Brent (\$/b)	35.3	-49.1	-32.4
Oro (\$/onza)	1,730	34.9	36.6
Metales indus. (1991 = 100)	209	-11.1	-7.6
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	27.5	53.7	180.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	51.6	-18.4	-4.6

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Mayo 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).