

Perspectivas de mercado



Asuntos pendientes | ¿Tipos aún más bajos durante más tiempo?

Número 59 | Febrero 2020



Prefacio

Groucho Marx dijo que no aceptaría pertenecer a un club que le admitiera como socio. Inversores tácticos, tomen nota: si su visión del mercado es acogida con los brazos abiertos, tal vez no estén afiliándose a un club lo suficientemente exclusivo.

Concretamente, si todo el mundo es optimista, ¿quién queda para tirar al alza de los precios? Podría ser demasiado tarde para comprar, así que los potenciales inversores contracorriente tienen que vender. A finales de año, y en contadas ocasiones durante este ciclo tan incierto, esa era la sensación que daba.

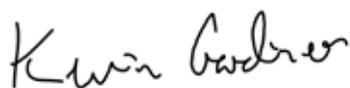
Y con razón, para ser justos: los dos años de desaceleración mundial parecían estar tocando fondo, el riesgo de una desaceleración aún mayor quedaba silenciado por el acuerdo comercial entre EE. UU. y China, y la incertidumbre política había remitido. Sin embargo, la política monetaria todavía parecía anclada en un exceso de generosidad.

Puede que parte de ello haya resultado difícil de predecir, pero no así la respuesta de la bolsa. Eso nos dejó asintiendo ante el renovado consenso positivo, pero preguntándonos también si, de hecho, era demasiado tarde para aprovecharnos tácticamente. Las valoraciones eran manifiestamente —aunque no prohibitivamente— elevadas.

Entonces surgió una amenaza que todos habíamos olvidado: una posible pandemia. Los mercados a menudo pasan por alto cuestiones de tipo humanitario hasta que afectan a los negocios, pero eso es exactamente lo que la enfermedad y la comprensible respuesta de las autoridades están consiguiendo al asustar a los clientes y proveedores encerrándolos en sus casas.

Hasta que se conozcan mejor las tasas de contagio y mortalidad, resulta prematuro apuntar que la amenaza ha tocado techo. No obstante, sospechamos que lo hará durante las próximas semanas y consideramos que la oleada de ventas ha dejado algo de margen a corto plazo a los mercados. Entretanto, nuestros pensamientos están con los afectados.

A más largo plazo, el posicionamiento y el sentimiento son obviamente menos importantes y seguimos pensando, incluso después de un buen año y una buena década, que las acciones podrían generar rentabilidades superiores a la inflación para los inversores capaces de poner la vista en ese horizonte lejano.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co Wealth Management

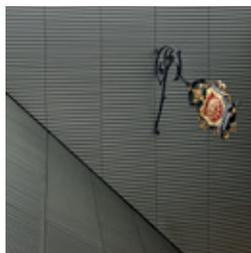


Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

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

Asuntos pendientes

La desaceleración fue un suceso de mediados de ciclo

Es demasiado pronto para asegurar que la desaceleración mundial ha pasado, ya que el adjetivo «irregulares» es el que mejor describe todavía a los datos, pero dos años son ya lo habitual (como la aceleración anterior) y necesitamos una buena razón para esperar que las cosas se deterioren mucho frente a los niveles actuales.

No obstante, todavía es posible que las tensiones comerciales vuelvan a agravarse. El acuerdo entre EE. UU. y China es parcial, además de imperfecto, y el presidente Trump todavía tiene cuenta de Twitter, así que no podemos dar nada por sentado, pero el acuerdo ofrece al menos un respiro temporal. Y si China realmente compra ese volumen extra de exportaciones, podría aportar un 1% al PIB estadounidense durante los dos próximos años.

Desde 2016 hemos sugerido que el abanico de posibles desenlaces en el plano comercial no son todos negativos. Es China, no EE. UU., el país que tiene la economía más cerrada y que más se ha beneficiado del *statu quo* que dejó el año 2000. Al Sr. Trump le ha faltado mano izquierda, pero tiene parte de razón. China lo sabe, como también sabe que una futura liberalización sigue siendo lo que más le conviene.

El acuerdo podría hacer aguas, pero también podría traer consigo un marco comercial mejorado, muy parecido a cuando el presidente Reagan sacó adelante a golpe de bravata la distensión militar con la vieja Unión Soviética en la década de 1980.

Entretanto, esta expansión estadounidense que ha batido récords ha tenido pocos excesos que corregir, puesto que los consumidores, los bancos y la inflación se han comportado bien en todo momento. Así, parte de la ralentización obedece no tanto a padecimientos macroeconómicos como a las dificultades concretas que sufren dos sectores cíclicos importantes como son la industria automovilística mundial y los fabricantes aeronáuticos estadounidenses. Resulta imposible predecir con confianza el momento de su recuperación, pero cuando ocurra probablemente será en forma de V.

La política monetaria también es favorable. En 2019, la Reserva Federal, junto con el Banco Central Europeo y el Banco Popular de China, aplicaron estímulos adicionales en un clima monetario de por sí bastante benigno. Esta medida de precaución dista de ser infalible, pero algo ayuda. Por su parte, la política

Figura 1: El virus de Wuhan, visto con perspectiva

¿Cómo se compara el reciente brote vírico en China con epidemias anteriores?

	Primer cas	«Fin» del brote	Número de infectados	Número de fallecimientos por el virus	Tasa de mortalidad (%)
Gripe española	1918	1920	aprox. 500 mill.	aprox. 50 mill.	10
SARS	Nov. 2002	Jul. 2003	8.096	774	10
Gripe porcina (H1N1)	Mar. 2009	Ago. 2010	10-200 mill.	>18.000	-
MERS	Abr. 2012	-	2.494	858	35
Ébola	Dic. 2013	Jun. 2016	28.616	11.310	40
Gripe en 2018 (solo en EE. UU.)	-	-	aprox. 45 mill.	aprox. 61 000	0,1
Virus de Wuhan (nCov-2019)	Dic. 2019		aprox. 30,000	563	2-3

Fuente: OMS, CDC, JPM, Rothschild & Co
Nota: Estimaciones sobre virus de Wuhan a 6 de febrero de 2020.

presupuestaria también está volviéndose más procíclica en algunas grandes economías, incluido el Reino Unido.

Puede decirse que ahora la idea imperante es una cierta reactivación del crecimiento económico y la carga de la prueba recae en los entendidos que siguen esperando una contracción más grave. Entretanto, los beneficios empresariales estadounidenses parecen haber crecido de nuevo a finales de 2019.

El virus de Wuhan plantea riesgos ciertos a corto plazo, ya que golpeará a la economía de China

y de la región de forma apreciable (aunque las ayudas económicas lo amortiguarán un tanto), y los mercados alcistas han generado beneficios que se pueden recoger.

Sin embargo, estas epidemias no duran mucho y el coste humano tal vez se valora de forma más idónea si se compara con los estragos que causan enfermedades y accidentes más «habituales». Podría prolongarse este punto de inflación de mediados de ciclo, pero de ser así, sería más probable la eventual reactivación y no al contrario, no menos.

¿Tipos aún más bajos durante más tiempo?

Creemos que todavía se tiene que descontar un futuro incierto, y así terminará ocurriendo

«Caballeros—dije—, he estudiado los mapas y, si estoy en lo cierto, existe otro mundo nuevo encima del mundo para aquel que pueda romper el hielo»
Josh Ritter, Another New World

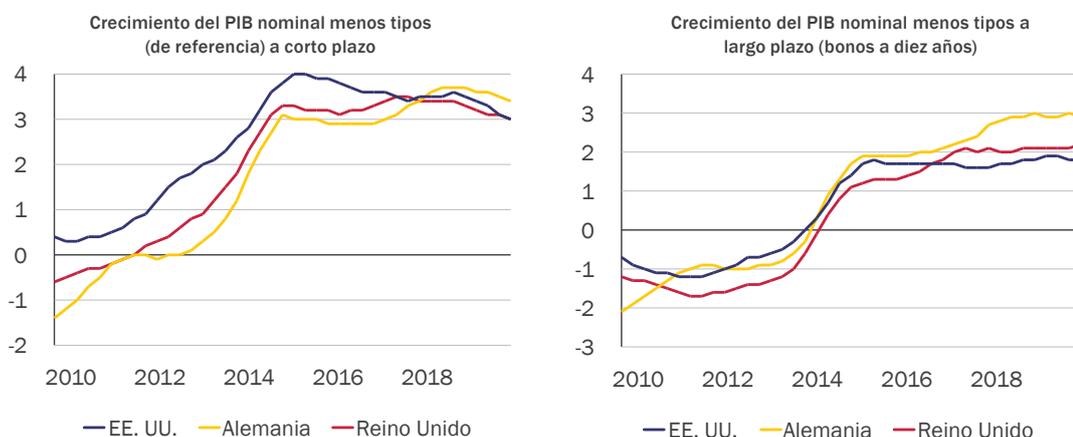
El «verano del amor» que se vivió el año pasado en el mercado mundial de bonos y el giro de 180 grados en la política monetaria de EE. UU. volvieron a poner de relieve la brecha entre la realidad de los tipos de interés y las expectativas.

De hecho, los tipos de interés llevan ya una década en niveles inusualmente bajos. La brecha entre el crecimiento del PIB nominal —quizá una aproximación de lo «normal»— y los tipos de interés se ha mantenido firmemente en niveles positivos durante los últimos años (figura 2).

No nos importa admitir que nos ha sorprendido. No somos los únicos. Más importante si cabe es que eso no nos ha impedido apreciar el atractivo de la renta variable, la principal fuente de rentabilidades superiores a la inflación en la mayoría de carteras mixtas.

Figura 2: El déficit de los tipos de interés

La brecha entre el crecimiento del PIB nominal y los tipos de interés en EE. UU., Alemania y el Reino Unido (% , media móvil de 5 años).



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

Escribimos sobre este tema en septiembre, pero no nos vamos a disculpar por volver sobre ello tan pronto. Conscientes de que somos unos bajistas en renta fija, estamos intentando mantener una mentalidad más abierta. ¿Y si los tipos actuales fueran sostenibles después de todo? Si fuera así, ¿qué podría suponer para las carteras de los clientes?

¿Otro nuevo mundo? Mesa redonda

¿Se nos está escapando algo? En el marco de nuestros esfuerzos de análisis, organizamos una mesa redonda recientemente con dos invitados externos y manifiestamente independientes: un eminente catedrático de economía con experiencia en política monetaria y un responsable de asignación de activos de un gran banco de inversión. Sin embargo, se habló muy poco de otro nuevo mundo.

La situación actual ciertamente parecía bastante estable. Los tipos y rendimientos actuales podrían no durar siempre, pero no se observan señales de que se avecine un cambio de régimen. En este sentido, destacó la expresión «equilibrio local».

Se habló de la escasez de activos «seguros» con respecto a la demanda a consecuencia del clima político prudencial. Las emisiones de deuda de los estados con calificaciones más altas han aumentado, pero no han bastado para atender la demanda mundial. Algunos de los factores subyacentes podrían estar actuando desde antes incluso de la crisis financiera mundial.

Por ejemplo, gran parte del crecimiento económico reciente en este siglo se ha originado en los países emergentes, cuyos bonos no se perciben (todavía) como «seguros», lo que ha incrementado la demanda neta de bonos de

los países desarrollados. Obviamente, desde 2008 la presión se ha visto acentuada por las compras de los bancos centrales a través de sus programas de expansión cuantitativa.

Se evidenció el escepticismo en torno al «estancamiento duradero», y no solo por nuestra parte. El crecimiento de la producción podría ser superior a lo que se registra (posiblemente medio punto porcentual al año), casi con toda probabilidad debido a la economía «virtual» moderna. Se apuntó que las solicitudes de patentes no muestran señales obvias de desaceleración estructural.

Al abordar posibles sucesos desestabilizadores, éstos parecían ser más deflacionistas, en cuyo caso, la respuesta más probable de las autoridades ante cualquier nuevo giro a la baja sería presupuestaria, no monetaria. La reticencia de los gobiernos a utilizar los bajos tipos de interés actuales para impulsar la inversión en infraestructuras resulta un tanto desconcertante.

Se apuntó, y tampoco fuimos nosotros, que podría haber menos «burbujas» ahí fuera de las que sugieren los entendidos. Los bonos podrían no ser una inversión para preservar la riqueza a los precios actuales, pero las probables pérdidas al vencimiento no merecen aquella etiqueta.

En cuanto a las bolsas, se señaló que algunos mercados están baratos actualmente, como el Reino Unido, Alemania y España. El mercado estadounidense está obviamente más caro, pero no prohibitivo.

También comentamos el efecto de los bajos rendimientos y la mayor esperanza de vida en los planes de pensiones de prestación definida;

Figura 3: ¿Cuándo era «normal»?

Tipos de interés reales internacionales y tendencia ajustada, 1311-2018 (%)



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

la distribución variable del apetito por el riesgo en las diferentes regiones (en lugar de cohortes, ya que el dinero «nuevo» no asume más riesgos que el «viejo»); y la idea de que la inversión filantrópica está extendiéndose.

En el pasado hemos sugerido varias posibles razones para el régimen actual de tipos de interés:

- una decepción duradera o cíclica en el plano del crecimiento;
- un crecimiento «impulsado por la oferta» (frente al impulsado por la demanda, de tipo keynesiano), que puede coexistir con un descenso de los precios al consumo (deflación);
- una «preferencia temporal» más baja (si la sociedad se toma el bienestar de las generaciones futuras más en serio y/o si el presente se ve de algún modo más incierto que el mañana) y/o la denominada «curva de posibilidades de producción» (si la rentabilidad empresarial tendiera a la baja); y
- la «distorsión» basada en los flujos que comentamos aquí.

La última de estas ideas es por la que hemos optado en gran medida hasta la fecha. Esa parecía también ser la opinión de nuestros invitados, pero ninguno de nosotros apreció cambios en ese panorama a corto plazo.

Suprasecularmente hablando...

Otra forma de asesoramiento externo a la que podríamos necesitar prestar atención son los estudios académicos. En este sentido, se ha realizado una nueva e intrigante aportación al debate: un documento de trabajo del Banco de Inglaterra, redactado por Paul Schmelzing y titulado *Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018*, presenta por primera vez una serie continua ponderada de tipos de interés reales desde el s. XIV.

Supone una abrumadora hazaña de erudición y ha generado mucho interés. He aquí la cosa: los datos parecen sugerir que lo «normal» no existe y nunca ha existido.

En todo este periodo, el tipo de interés global de Schmelzing promedia un 4,6% (sobre una inflación del 1,6% anual). Sin embargo, hasta el vistazo más somero a su gráfico muestra que la serie no es estacionaria, sino que tiende a la baja (al igual que la volatilidad de los tipos reales y la inflación).

Partiendo de alrededor de un 13% a comienzos del siglo XIV, Schmelzing identificó directrices que descendían hasta casi el cero en la actualidad, con una caída anual media de 1,6 puntos básicos (0,016 puntos porcentuales al año).

La mayor parte de los tipos reales actuales son obviamente negativos y se sitúan justo por debajo de esa directriz (Schmelzing trabaja con medias móviles de siete años), pero si extrapolamos la línea hacia el futuro, se sugiere que los tipos de interés reales negativos se convertirán en la norma, no la excepción, en las vidas laborales de muchos de nuestros clientes y compañeros más jóvenes.

Así, los tipos de interés actuales podrían no ser tan inusuales, sino simplemente lo que está por venir. Hemos llegado ahí pronto, posiblemente a causa de la expansión cuantitativa, las expectativas (desacertadas o no) de estancamiento duradero, la inminente deflación o lo que sea (el estudio no da muchos detalles sobre las razones de fondo de esta tendencia).

Schmelzing distingue entre tipos de interés reales «seguros» y la media global. Es en esta última donde la tendencia descendente se hace más visible, lo que sugiere que los diferenciales de los préstamos de mayor riesgo son en gran medida los responsables (no lo que la gente percibiera o pensara sobre estas cosas en ese momento).

También sugiere que la tendencia a la baja de los tipos de interés reales constituye un reflejo del descenso general de las rentabilidades sobre el capital, y que eso contradice la influyente obra de Thomas Piketty *El capital en el s. XXI* (2014). Las letras «R-G» que figuran en el título del trabajo de Schmelzing se refieren a la

Si estamos en lo cierto, y todavía es factible que los tipos de interés terminen rebotando junto con el crecimiento económico en marcha, entonces probablemente se puedan conseguir mejores rentabilidades a largo plazo con otros activos, muy posiblemente con la renta variable.

afirmación de Piketty de que las rentabilidades de la inversión superan las tasas de crecimiento, lo que nos condena a todos a una mayor desigualdad.

La capacidad de recopilación de Schmelzing y su gran erudición son tremendas, pero los costes del endeudamiento del Medievo podrían no ser relevantes para los actuales.

Hace tiempo que sabemos que los tipos de interés reales del pasado remoto podrían haber sido mucho mayores. En la obra *A History of Interest Rates* (1902) de Sydney Homer, se cuenta que en Sumeria (3.000 a.C.) los tipos de interés sobre el grano eran de un tercio (es decir, 33.33%). Sin embargo, los mercados de capitales clásicos, y los medievales también, eran bastante diferentes de los actuales, al igual que los índices retrospectivos de inflación.

Como hemos indicado, Schmelzing no profundiza mucho en las causas, pero es posible que el descenso a largo plazo de los tipos de interés reales, como el descenso duradero de los rendimientos de las bolsas desde que se crearon los índices bursátiles en el siglo XIX, simplemente refleje el profundo cambio en la liquidez y la solvencia crediticia.

El crédito ya no es el coto privado de los reyes y los comerciantes, sino que obedece a las decisiones de solicitud y concesión de préstamos que toman millones de hogares e intermediarios, todos ellos mejor informados —y más solventes— que los estudiosos más brillantes del mundo antiguo.

Tampoco estamos convencidos de que el descenso de los tipos de interés reales refleje necesariamente «la» rentabilidad sobre el capital en general (dudamos que exista tal cosa).

La historia tiene mucho que enseñarnos desde una óptica cualitativa, pero puede ser también el origen de una precisión engañosa. Aunque nos enorgullecemos de adoptar una perspectiva a largo plazo, 700 años no es un periodo muy práctico y se puede pasar toda una vida por debajo (o por encima) de la directriz.

Los tipos de interés más relevantes para las decisiones de inversión de hoy son a buen seguro los del último siglo aproximadamente. Durante este periodo, la tendencia bajista es menos pronunciada.

No obstante, como se puso de relieve en la mesa redonda, cada vez confiamos menos, no más, en la posibilidad de que los tipos reboten en un futuro cercano. Y, de todos modos, tampoco “compramos” en su día la tesis de Piketty.

¿La conclusión desde el punto de vista de la inversión?

Si estamos en lo cierto, y todavía es factible que los tipos de interés terminen rebotando junto con el crecimiento económico en marcha, entonces probablemente se puedan conseguir mejores rentabilidades a largo plazo con otros activos, muy posiblemente con la renta variable.

Si no, y los tipos vuelven a desafiar las expectativas y se mantienen en niveles aún más bajos durante aún más tiempo, entonces los bonos se comportarán claramente mejor de lo que esperamos. Pero, ¿qué pasa con las acciones, y las empresas en general?

Todo depende de la razón que mantenga esos tipos bajos. Si el crecimiento va a defraudar (digamos que nos equivocamos con el estancamiento duradero y resulta que es real), entonces las rentabilidades de las bolsas y la confianza empresarial podrían decepcionar también. La carta que habría que jugar entonces sería el carácter defensivo.

Sin embargo, si los rendimientos se mantienen en niveles bajos debido a un cambio de régimen motivado por la oferta, o una preferencia temporal más baja, entonces las acciones podrían seguir teniendo ventaja. Si utilizamos los tipos de interés actuales para descontar los flujos de efectivo a largo plazo de los valores, los grandes índices bursátiles están baratos, no caros, especialmente los que pertenecen a las regiones y sectores con mayores duraciones, como EE. UU. y el sector de la tecnología, incluso después de su espectacular subida reciente.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

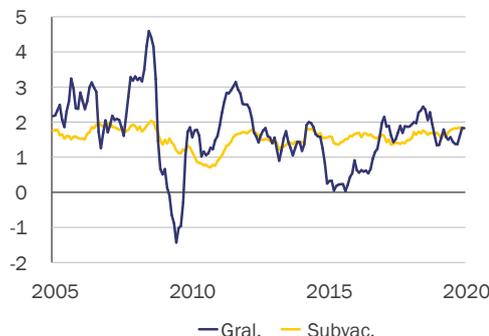
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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

Inflación G7

%, interanual



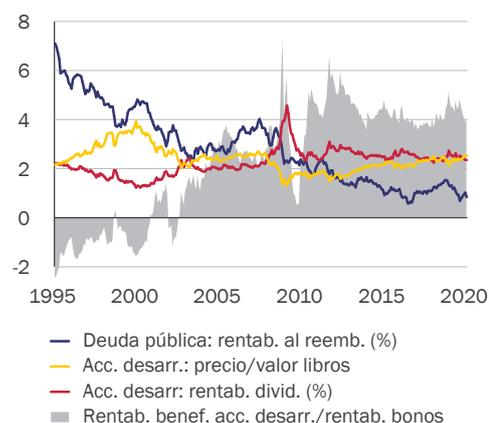
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



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

Acciones/bonos: valoraciones relativas



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

Bonos seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Tesoro EE.UU. 10a	1.5	11.2	15.7
Gilt RU 10a	0.5	6.6	11.9
Bund alemán 10a	-0.4	4.3	8.6
Bonos gob. suizo 10a	-0.7	3.1	5.4
Bonos gob. japonés 10a	-0.1	0.4	2.2
Crédito global: grado inversión (USD)	1.2	9.0	15.9
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.9	9.0	18.2
Emergentes (USD)	4.7	11.3	19.7

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	17.0	36.6
Desarroll.	2.3	18.4	37.6
Emergen.	2.7	6.5	28.9
EE.UU.	1.8	21.2	47.8
Zona euro	3.2	16.0	22.3
RU	4.6	8.5	15.2
Suiza	2.8	22.1	39.6
Japón	2.4	10.7	18.3

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	109	2.4	-0.5
Euro (EUR)	123	-1.1	4.1
Yen (JPY)	94	2.7	4.0
Libra esterl. (GBP)	81	3.2	4.7
Franco suizo (CHF)	164	5.7	1.8
Yuan (CNY)	131	-1.4	-0.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	170	-5.2	-11.3
Crudo Brent (\$/b)	58.2	-6.0	4.4
Oro (\$/onza)	1,589	20.2	31.3
Metales indus. (1991 = 100)	226	-8.2	-3.9
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	18.8	13.7	57.1
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	73.0	46.5	0.6

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Enero 2020.

El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Notas

En Rothschild & Co Wealth Management ofrecemos una perspectiva objetiva a largo plazo sobre la inversión, estructuración y protección de activos para preservar e incrementar el patrimonio de nuestros clientes

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zúrich
Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 7111

Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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