

# Perspectivas de mercado



Manteniendo la mente abierta | Teoría Monetaria Moderna |  
Elecciones estadounidenses y carteras

Número 58 | Diciembre 2019



# Prefacio

Un año que parecía predestinado al desastre para los inversores podría terminar recibiendo la calificación de histórico. Mientras escribimos, la mayoría de las clases de activos han batido ampliamente a la inflación. El tirón alcista, sobre todo en las bolsas, no fue únicamente un rebote tras las abultadas pérdidas de finales de 2018: las rentabilidades desde finales de 2017 también son netamente positivas. La volatilidad se ha mantenido baja en las acciones, los bonos y las divisas.

Estamos intentando abordar lo que nos deparará el futuro con una mente abierta. La política monetaria sigue siendo generosa, que es una de las razones del buen comportamiento de las acciones y los bonos. Podría mantenerse así durante algún tiempo más a la vista del creciente interés por las medidas (aún más) alejadas de la ortodoxia como la denominada Teoría Monetaria Moderna (TMM), que goza de popularidad entre algunos de los candidatos que buscan la nominación del Partido Demócrata en 2020. En este número, abordamos brevemente qué podría suponer para las carteras la TMM y la campaña de las elecciones presidenciales en EE. UU.

Dudamos que la política monetaria tenga que ser tan generosa. La desaceleración mundial podría estar dando sus últimos coletazos, pero aunque no fuera así, desde una óptica macroeconómica apenas se ha apreciado el tipo de desaceleración que cabría esperar a tenor del nivel actual de los tipos de interés y los precios de los bonos. A consecuencia de ello, seguimos considerando que muchos bonos están prohibitivamente caros, dado que la mayor parte de los rendimientos siguen moviéndose por debajo de las actuales tasas de inflación.

Un cambio de postura —muy especialmente— de la Fed también golpearía a las bolsas, pero posiblemente eso solo ocurra si un revés económico importante termina siendo menos probable de lo que se teme. Las valoraciones bursátiles todavía son discretas en su mayor parte, por lo que dicho revés podría durar poco. Seguimos pensando que la renta variable constituye la fuente más probable de rentabilidades a largo plazo para batir a la inflación.

Esta Perspectiva de mercado se publicará de nuevo en febrero de 2020. A nuestros lectores, allí donde estén, les deseamos un plácido y próspero Año Nuevo.



**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: Diciembre de 2019  
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Noviembre de 2019.  
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

# Mantener una mentalidad abierta

Un ciclo sin todavía fecha de caducidad

Han aparecido nuevas señales de que la desaceleración de la economía mundial, que dura ya dos años, podría estar empezando a quedar atrás.

Un sector tan eminentemente cíclico como el manufacturero parece estar estabilizándose a ambos lados del Atlántico y en China y la escalada del conflicto comercial entre EE. UU. y el gigante asiático —la causa más probable para un nuevo frenazo— parece un poco menos probable.

No obstante, todavía no podemos relajarnos: la cuenta más famosa de Twitter, la presidencial, sigue activa. A medida que avance el proceso de destitución (aunque solo sea para terminar fracasando en el Senado), un Trump a la defensiva pero en clave electoral podría ser aún menos predecible.

Sin embargo, al menos la «fase 1» del acuerdo parece haberse cerrado y seguimos contemplando un desenlace potencialmente más positivo, lo que ayuda a contrarrestar el riesgo de un desenlace negativo. Pese a todas sus peculiaridades, el Sr. Trump es el único mandatario occidental dispuesto a recordarnos que China sigue siendo la gran economía con mayor grado de proteccionismo. China lo sabe,

como también sabe que la liberalización, no los dictados centralistas, es lo que más ha contribuido a su fulgurante éxito económico.

Entretanto, el tropiezo de las manufacturas no ha sido (todavía) muy contagioso. EE. UU. acaba de anunciar su dato de desempleo más bajo y la cifra de nuevos permisos de construcción más alta en lo que llevamos de ciclo.

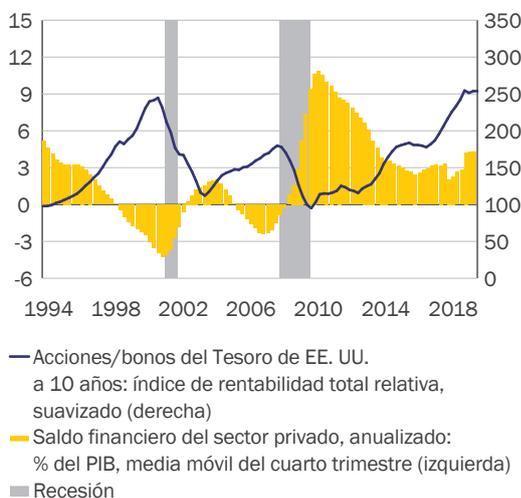
Con independencia de si nos encontramos o no cerca de un suelo, tal y como vemos las cosas no hay necesidad de buscarle un final más dramático a este prolongado ciclo empresarial. Esta desaceleración de dos años podría ser simplemente la réplica a la aceleración que la precedió a golpe de rebajas de impuestos extraordinarios.

¿Por qué debería acechar un desenlace más dramático? A menudo hemos señalado que este denostado ciclo ha sido uno de los que mejor se ha comportado. Concretamente, los excesos financieros que caracterizaron a los dos ciclos anteriores prácticamente no se han detectado.

La figura 1 nos recuerda que, tras diez años de expansión económica, el sector privado estadounidense sigue teniendo excedente de tesorería. En lugar de endeudarse, está aportando liquidez al conjunto de la economía. Eso no garantiza en absoluto que no nos aguarde una gran recesión a la vuelta de la esquina (puede que los consumidores estadounidenses opten por ahorrar más y

**Figura 1: Escasas señales de excesos macroeconómicos**

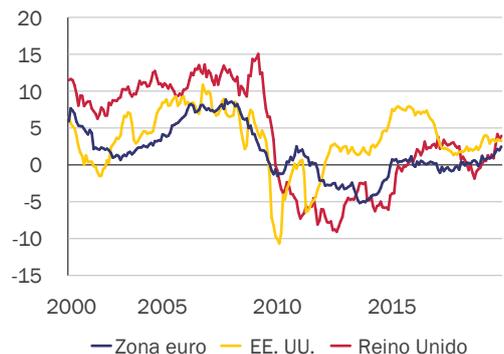
Sector privado de EE. UU., saldo financiero (media móvil del cuarto trimestre, en % del PIB)



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

**Figura 2: Atonía relativa del crédito bancario**

Crecimiento de los préstamos bancarios en EE. UU., zona euro y Reino Unido (var. interanual, ajustado por la inflación)



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

punto), pero hasta ahora ha sido un buen motivo para dar a este venerable ciclo el beneficio de la duda y para plantearse si, tal vez, podríamos ver todavía una fase de mayor efervescencia.

La figura 2 muestra que no solo en EE. UU. los préstamos bancarios al sector privado han crecido con mayor lentitud en este ciclo que en el anterior, el crédito también ha estado mucho más contenido en la zona euro y el Reino Unido.

En algunos casos, como los préstamos corporativos, la ralentización del crédito se ha debido a la pérdida de cuota de mercado por parte de los bancos a medida que el endeudamiento se ha desplazado a los mercados de bonos, pero probablemente los bonos sean «más seguros» para el sistema —y los prestatarios— que los préstamos bancarios. Los cupones de estos títulos son en su mayor parte fijos, sus vencimientos son más largos y los impagos afectarán a los bonistas individuales, no al sistema bancario. En el cómputo global, este ciclo nunca se ha percibido como «irracionalmente exuberante».

La inflación constituye otro exceso que ha dado lugar a recesiones «correctivas» en el pasado. Sin embargo, la atonía de los precios en este ciclo ha sido uno de los factores que han animado a los bancos centrales a mantener unas condiciones monetarias de por sí laxas y buscar formas no convencionales para conseguirlo, como comentamos como comentamos, mas adelante, con no pocos recelos.

(Noticia de última hora: las elecciones británicas alejan la posibilidad de un gobierno menos favorable a las empresas. Los principales beneficiarios son la moneda y los valores orientados al mercado interno. Los valores con mayor exposición internacional y la deuda pública se enfrentan a riesgos que se contrarrestan: impuestos más altos frente a moneda más barata para los que generan beneficios en el extranjero; mayor volumen de emisión e inflación frente al estatus de refugio en el caso de los Gilts.)

---

## Teoría Monetaria Moderna

El cinismo monetario podría resultar contraproducente

*«Los hombres prácticos, que se creen libres de toda influencia intelectual, generalmente son esclavos de algún economista desaparecido. Los locos que ostentan el poder, que oyen voces en el aire, extraen su locura de las obras de algún académico admirado algunos años atrás...»* – Keynes, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*

Hemos pasado gran parte de la última década argumentando que los economistas se preocupan demasiado por muchas cosas, como la deuda, la demografía y la deflación, pero sí que hay algo por lo que, en nuestra opinión, se preocupan poco: ¿Realmente la política monetaria ha de ser tan generosa?

Estamos oyendo hablar de otra novedad a este respecto que nos inquieta. Los economistas y los bancos centrales, así como un puñado de posibles candidatos demócratas a la Casa Blanca, están tomándose muy en serio algo denominado Teoría Monetaria Moderna (TMM) o neochartalismo.

La TMM no es, en realidad, una idea moderna y desgraciadamente tampoco es un planteamiento teórico. Se ha puesto en práctica con demasiada frecuencia.

### TMM: un impulso a las cuentas públicas financiado con dinero

Si un gobierno decide que hay que hacer algo para impulsar la economía, ¿de qué opciones dispone?

- puede intentar cambiar el nivel de actividad en la economía con sus propios planes en materia de gasto y fiscalidad (política presupuestaria);
- puede intentar manipular los tipos de interés y/o la cantidad de crédito o dinero y/o el tipo de cambio (política monetaria);
- puede hacer las dos cosas a la vez.

(Lo anterior presupone que el gobierno cuenta con cierta autonomía o soberanía en asuntos monetarios. EE. UU. tiene el lujo de poder imprimir su propio dinero y endeudarse en él, pero los miembros de la unión monetaria, por ejemplo, o los países pequeños que dependen de la financiación externa podrían tener poco control sobre sus tipos de interés y de cambio.)

Si gasta más, pero también sube los impuestos, los presupuestos mantienen el equilibrio y la demanda neta no varía en exceso

(probablemente aumente ligeramente, ya que parte de los impuestos se habrían ahorrado.

Si gasta más (o reduce los impuestos) y lo paga pidiendo prestado (emitiendo bonos) al público, entonces la política presupuestaria se denomina expansiva e impulsará la demanda neta siempre que los fondos que se han tomado prestados no estuvieran destinados a otros proyectos.

Si gasta más y, en lugar de lo anterior, lo costea creando dinero, o si gasta más y recorta los tipos de interés para compensar cualquier posible desplazamiento de la inversión, entonces está recurriendo tanto a la política presupuestaria como a la monetaria.

La TMM hace las dos cosas: combina los estímulos monetarios y presupuestarios en forma de gasto público respaldado con dinero. Sin embargo, el componente monetario difiere de otras herramientas monetarias «no convencionales» utilizadas recientemente, como la expansión cuantitativa.

El dinero creado por la vía de la expansión cuantitativa se queda en los balances de los bancos: podría o no entrar en los grandes canales de circulación y, a su vez, podría o no fomentar el gasto privado. Sin embargo, el gasto propio de los gobiernos es el punto focal de la TMM y se apoya directamente en la creación de nuevo dinero en circulación, eliminando intermediarios. Posiblemente sería mejor llamar a esta idea «Teoría Fiscal Moderna». (Se han sugerido también otras denominaciones menos amables: el profesor Ken Rogoff se ha referido a ella como «Tontería Monetaria Moderna» y la expresión «árbol mágico del dinero» podría venir a la mente si no se hubiera utilizado ya en otros contextos.)

La TMM podría, pues, tener enormes repercusiones. No tiene por qué, ya que si las personas ven el gasto respaldado con dinero como un sustituto de proyectos, que de otro modo habrían hecho ellos mismos, entonces el gasto total no aumentaría, pero, en general, si el estado es capaz de obtener lo que desea y lo hace sin obligar a las personas a tomar algún tipo de medida compensatoria o estrangular las finanzas del sector privado, podría generar de forma directa un gran aumento de la demanda.

### **El hombre tras la cortina**

En última instancia, el dinero es un truco basado en la confianza: no posee valor intrínseco, sino que adquiere valor porque las personas lo ven como moneda aceptable y como algo cuya oferta es más o menos fija (o que, al menos, no crece de forma espectacular y arbitraria).

Las políticas que proclaman a los cuatro vientos un gran aumento de la oferta monetaria podrían

socavar esta confianza y provocar que el dinero perdiera parte de su valor (es decir, inflación). Como resultado de ello, el poder de la TMM podría asemejarse al Mago de Oz: bastante impresionante, hasta que se descubre que la voz atronadora, la pirotecnia y el confeti son obra de un tipo bastante ordinario que se esconde tras una cortina.

Entonces, en lugar de traducirse en maravillosas mejoras de la producción y el empleo, y tal vez en pequeños incrementos de la inflación, la nueva demanda impulsada por el dinero podría transformarse enteramente en inflación y, si fuera lo suficientemente grande, causar un colapso monetario.

No sabemos dónde se sitúa ese momento revelador. Podría estar todavía lejos, sobre todo si existe mucha capacidad sobrante en la economía, lo que puede ayudar a absorber la contratación adicional del sector público sin dejar menos producción disponible para el resto de compradores, pero ese momento podría, por el contrario, no estar tan lejos.

Keynes habló de abordar el desempleo enterrando billetes bancarios y dejando que las personas pujaran por el derecho a desenterrarlos, pero solo lo harían si piensan que los billetes valen algo todavía. En la década de 1930, con el paro por las nubes y las comunicaciones lentas, su valor no podía cuestionarse, pero cuando existe poco exceso de capacidad en la economía y todo el mundo sabe qué está ocurriendo, un cinismo monetario tan flagrante podría socavar la fe en la moneda.

Asumir semejante riesgo no es algo que se pueda tomar a la ligera. No existen ejemplos de sociedades que hayan implosionado a causa de una baja inflación, pero el colapso monetario resulta devastador. Y no estamos diciendo nada de la administración pública.

### **¿Por qué asumir este riesgo ahora?**

No está claro qué pregunta podría estar intentando responder esa política potencialmente alarmante.

Ciertamente el crecimiento mundial se ha ralentizado durante dos años y las tasas de inflación se encuentran ligeramente por debajo de su objetivo. El aumento de la desigualdad es una cuestión que preocupa. También incomodan (en Europa) los tipos de interés nominales negativos y las distorsiones que llevan aparejadas (entre las que destacan los elevados precios de los bonos) y a algunos les inquieta qué podrían hacer los bancos centrales si se declarara una emergencia económica estando como está la política de tipos de interés, es decir, llevada al extremo.

Estos argumentos son poco convincentes. Como hemos indicado arriba, existen pocas razones para considerar esta desaceleración como algo especialmente siniestro. Así, lejos de ser elevado, el desempleo se mueve en mínimos históricos en las economías occidentales y la mejor forma de abordar la desigualdad tal vez no sea con un bazoca monetario. Tampoco queda claro si la TMM contribuiría a normalizar los tipos de interés. Tal vez la TMM podría ayudar si se desatara una verdadera emergencia económica —idea planteada por Christine Lagarde cuando todavía estaba al frente del FMI— y lo hiciera con los tipos todavía en los niveles actuales. Pero, ¿por qué introducirla ahora?

### Extralimitación y arrogancia

El auge de la TMM obedece a cierta extralimitación dentro del debate en torno a la banca central. Muchos economistas, creyendo que el crecimiento es decepcionante, nerviosos porque la inflación se sitúa unas décimas por debajo de su objetivo y envalentonados por el éxito de los bancos centrales al salvar el mundo en 2008-2009, quieren que las autoridades lo intenten con más ahínco.

Sin embargo, los objetivos de inflación no existen porque queramos más de ella: los

objetivos arbitrarios y pequeños fueron la única forma de purgar del sistema unas expectativas crónicamente elevadas. Un poco más de inflación no es algo bueno en sí mismo y la idea de que puede calibrarse a voluntad, denota arrogancia. Paul Volcker, el presidente de la Fed que tanto hizo por restaurar la credibilidad monetaria de EE. UU. a comienzos de 1980 y cuyo fallecimiento acaba de anunciarse tristemente mientras redactamos estas líneas, dijo en 2018:

*«... aunque sería deseable, las herramientas de política monetaria y presupuestaria simplemente no permiten ese grado de precisión... El verdadero peligro surge cuando se fomenta o se tolera inadvertidamente el aumento de la inflación y su pariente cercano: la especulación y la asunción de riesgo extremas».*

Nuestro escenario «renqueante» ha funcionado bien durante una década, pero la adopción a gran escala de la TMM (o, como se denomina en el Reino Unido, la «expansión cuantitativa del pueblo») podría ser un riesgo demasiado alto. Podría suponer morir en la orilla después de tanto nadar en la lucha contra la inflación, el enemigo a largo plazo más acérrimo de un inversor.

---

## Elecciones estadounidenses y carteras

Las circunstancias importan más que dos victorias

¿Qué podrían suponer las elecciones presidenciales de 2020 en EE. UU. para las carteras?

El proceso arranca a comienzos de febrero con la primera cita de las primarias, el crucial cónclave de Iowa, y probablemente sea más ruidoso de lo habitual debido al procedimiento de destitución presidencial, las tensiones comerciales sin resolver y el bandazo colectivista de los Demócratas.

Aunque son numerosos los contendientes en el bando Demócrata (Michael Bloomberg se ha lanzado al ruedo recientemente), el círculo debería estrecharse conformen avancen las primarias. Las últimas encuestas sugieren que Joe Biden se impondrá casi con toda probabilidad a Elisabeth Warren y se enfrentará al presidente Trump en la carrera electoral.

El presidente podría ir por detrás en popularidad, pero estadísticamente el inquilino de la Casa

Blanca tiene ventaja. La distribución de los votos del Colegio Electoral (el primer candidato que se adjudique 270 de los 538 electores gana la Casa Blanca) sugiere que los candidatos podrían no necesitar conseguir el mayor número de votos (Hillary Clinton ganó el voto popular en 2016).

Cabe pensar que las credenciales pro-empresa de los Republicanos podrían impulsar el crecimiento y los mercados financieros, pero lo cierto es que, de acuerdo con la media del periodo de posguerra, los presidentes Republicanos se han caracterizado por un crecimiento y unas rentabilidades bursátiles mediocres. Así pues, queda claro que las circunstancias importan tanto como el color político del presidente.

Mientras tanto, el primer mandato del presidente Trump no ha sido el desastre financiero que muchos pronosticaban. La bolsa estadounidense ha ganado un 12 % anual (descontada la inflación), lo que mejora la

media del 8 % anual del periodo de posguerra, mientras que la economía estadounidense se ha expandido de forma más que respetable a pesar de la considerable duración de este ciclo.

No obstante, las circunstancias han ayudado: las políticas monetarias laxas y las rebajas de la fiscalidad empresarial han dado impulso

a las bolsas. Gane quien gane en la carrera por la Casa Blanca, cuesta imaginar que esta coyuntura económica tan favorable se mantenga otros cuatro años.

**Figura 3: Historial en el periodo de posguerra**

Presidentes estadounidenses, rentabilidades de la inversión y la economía

Presidente	Toma de posesión	RV estadounidense (%)	Bonos del Tesoro de EE. UU. (%)	Crecimiento real del PIB (%)	Inflación (%)	Desempleo (%)
FDR / Truman	1945	6.3	-4.3	-2.4	2.9	3.3
Truman	1949	23.0	-1.2	5.6	2.7	4.4
Eisenhower	1953	20.0	0.5	2.9	0.9	4.2
Eisenhower	1957	8.0	1.0	2.1	1.9	5.4
JFK / Johnson	1961	12.6	2.1	5.2	1.2	5.8
Johnson	1961	5.8	-1.5	5.1	3.3	4.0
Nixon	1969	2.4	1.0	3.3	4.5	4.9
Nixon / Ford	1973	-8.8	-1.9	2.2	8.3	6.6
Carter	1977	1.8	-9.5	3.2	10.3	6.6
Reagan	1981	6.5	9.2	3.3	5.1	8.5
Reagan	1985	15.4	9.4	3.9	3.4	6.5
Bush	1989	12.6	7.5	2.2	4.2	6.2
Clinton	1993	15.3	5.3	3.4	2.8	6.1
Clinton	1997	15.6	5.4	4.2	2.4	4.5
Bush	2001	-3.1	4.5	2.4	2.4	5.4
Bush	2005	-8.4	5.8	1.1	2.5	5.0
Obama	2009	13.0	2.8	1.4	2.3	8.8
Obama	2013	13.5	0.1	3.7	1.2	6.0
Trump	2017	12.4	2.1	2.6	2.0	4.1
<b>Todo el periodo</b>		<b>8.1</b>	<b>0.5</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>5.6</b>
<b>Demócrata</b>		<b>11.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>5.5</b>
<b>Republicano</b>		<b>5.0</b>	<b>1.0</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>	<b>5.7</b>

Fuente: Rothschild & Co.

Nota: Las rentabilidades están ajustadas por la inflación y se muestran en tasa anualizada. Los bonos del Tesoro de EE. UU. se han calculado usando la rentabilidad del bono de referencia a 10 años. La tasa de desempleo es la media de todo el mandato.

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

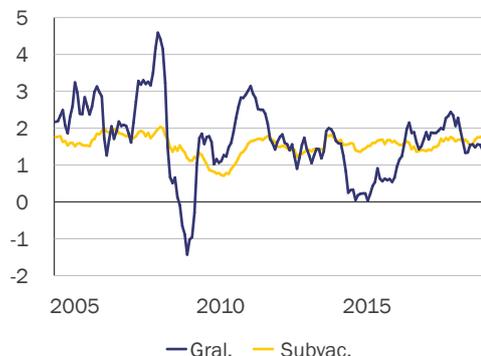
Optimismo empr.: desv. estándar frente tendencia



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



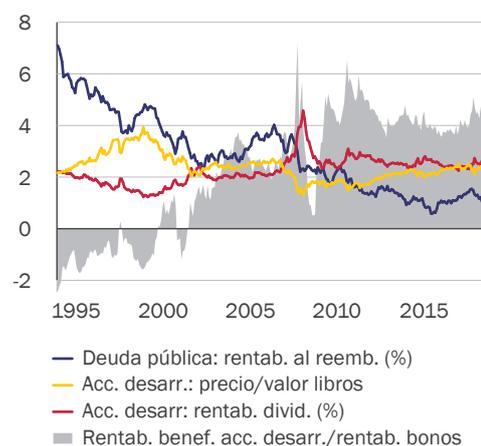
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	1.8	10.5	13.2
Gilt RU 10a	0.8	4.2	10.3
Bund alemán 10a	-0.3	4.1	7.3
Bonos gob. suizo 10a	-0.6	3.0	4.5
Bonos gob. japonés 10a	-0.0	0.5	1.5
Crédito global: grado inversión (USD)	1.5	9.0	14.2
Crédito global: alta rentab. (USD)	5.9	10.6	18.3
Emergentes (USD)	5.0	12.5	18.6

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	2.4	18.6	35.3
Desarroll.	2.4	19.4	36.0
Emergen.	2.8	12.5	30.6
EE.UU.	1.8	20.6	44.7
Zona euro	3.3	22.2	24.0
RU	4.7	11.3	16.4
Suiza	2.9	25.0	39.3
Japón	2.4	11.4	19.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	110	-0.2	-0.9
Euro (EUR)	123	-2.0	5.8
Yen (JPY)	94	4.6	5.5
Libra esterl. (GBP)	81	6.5	3.0
Franco suizo (CHF)	161	1.7	1.2
Yuan (CNY)	129	-1.7	-3.1

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	182	0.3	-5.1
Crudo Brent (\$/b)	64.3	7.3	18.4
Oro (\$/onza)	1,464	17.7	26.2
Metales indus. (1991 = 100)	238	0.9	2.4
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	15.7	-30.7	33.4
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	67.1	11.3	-11.2

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 30 de Noviembre 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 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 discretivas 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).