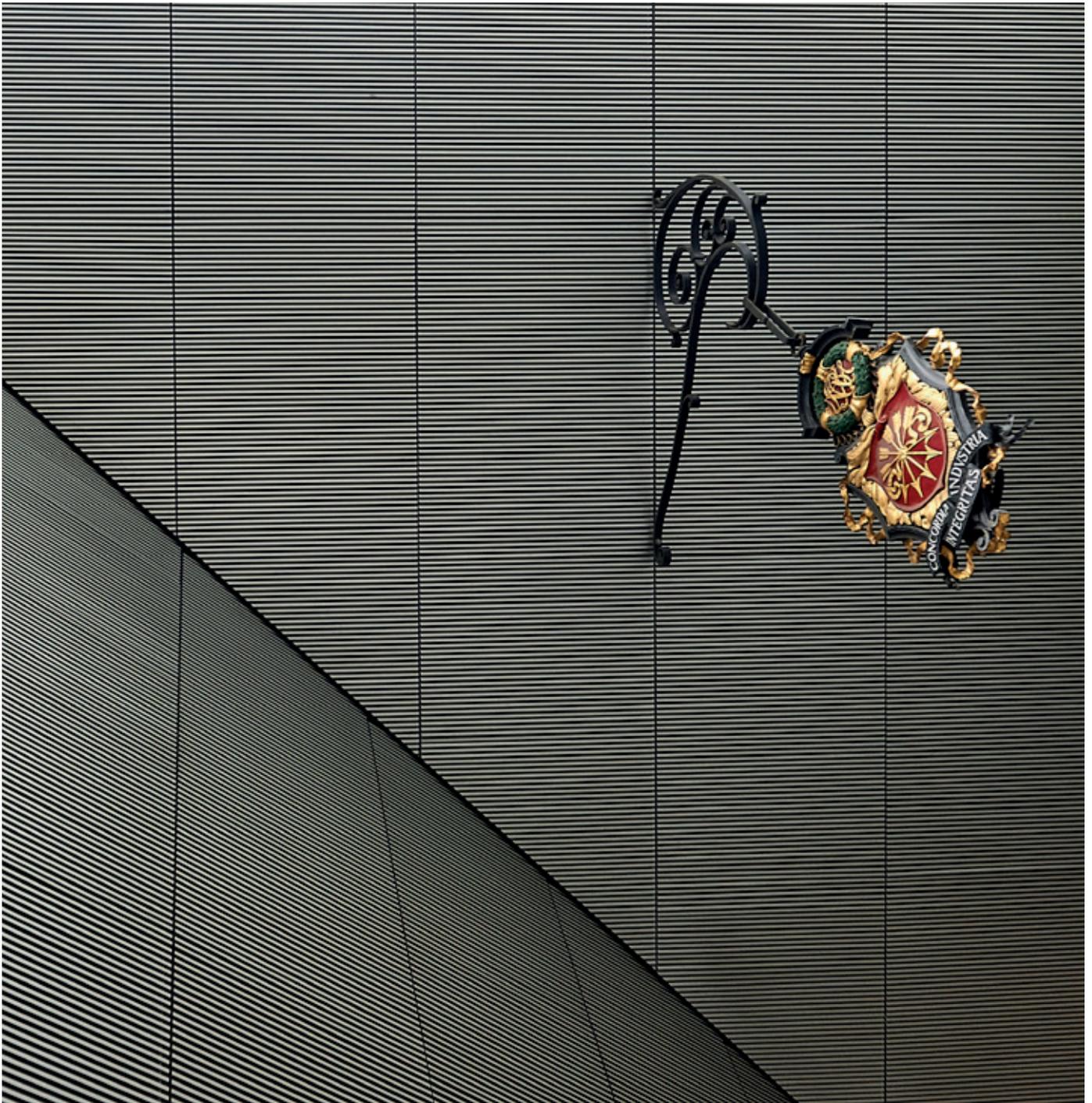


# Perspectivas de mercado



Permanecer firmes

Número 65 | Noviembre 2020



# Prefacio

Es posible que la distribución de la vacuna esté un poco más cerca, y puede que la nueva administración estadounidense sea más predecible y menos capaz de perjudicar a las empresas, pero en otros aspectos el ambiente se ha ido oscureciendo a medida que los gobiernos europeos han reaccionado a la segunda ola de contagios con el nuevo cierre de partes de la economía.

El hecho de que el crecimiento local se ralentice, se detenga o se invierta depende de la gravedad y la duración de los cierres reanudados. En otros lugares, China parece estar evitando una segunda oleada, mientras que los cierres estadounidenses – al menos con la administración saliente – siguen siendo de menor intensidad.

La notable reactivación de la producción en forma de V hasta septiembre al menos – más rápido incluso de lo que habíamos previsto – nos indica que las economías pueden seguir creciendo cuando se les permite. La gente sigue queriendo viajar, relacionarse y prosperar: hablar de un consumidor occidental cambiado y menos materialista siempre ha parecido una fantasía (muchos hogares simplemente no pueden permitirse no gastar).

El riesgo de daños permanentes está aumentando una vez más. Sin embargo, la política tratará de nuevo de reducir ese riesgo. La cuestión que se nos plantea a nosotros como inversores – por suerte no tenemos que abordar la aritmética social más amplia – es si debemos centrarnos en las pérdidas y los riesgos renovados a corto plazo o en la probabilidad continua de una eventual recuperación. Al igual que en la primavera, aconsejamos permanecer firmes, con preferencia hacia los activos relacionados con los negocios. No esperamos que pronto vaya a distribuirse la vacuna, pero si fuese así, mejor.

Esta edición de *Perspectivas de mercado* contiene una selección de artículos editados de nuestro blog de estrategia. Los temas abordados son tan importantes como siempre, entre los que se incluyen: una nueva administración estadounidense; las vueltas parciales a los confinamientos; y – quizá lo más notable – un Fondo Monetario Internacional que argumenta que está bien recurrir a préstamos.

**Kevin Gardiner y Victor Balfour**

Global Investment Strategists

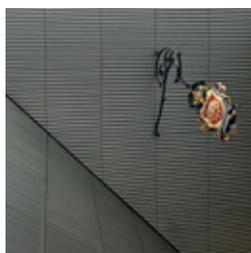


Imagen de portada:  
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa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

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

## Tiempo de Biden

**El resultado...** tardó bastante, pero fue claro, a nivel nacional y en el Colegio Electoral. Una impugnación legal con éxito del perdedor parece incluso menos probable que un magnánimo discurso de aceptación de la derrota. Sin embargo, la “ola azul” fue más bien una “onda azul” – aunque los demócratas finalmente ganaron los escaños pendientes del Senado – de ahí la respuesta positiva del mercado de valores. Un presidente menos idiosincrásico ofrece un mundo más estable, mientras que un Congreso estancado mantendría muchas medidas antinegocios a distancia.

**Las políticas...** puede que no cambien demasiado, pero las órdenes ejecutivas sí pueden conseguir mucho (como la reincorporación al Acuerdo de París sobre el cambio climático). Las conversaciones comerciales serán más diplomáticas, pero EE.UU. probablemente continuará con su línea dura con China (como hemos sugerido, Trump tenía cierta razón). En términos de perspectivas más amplias, el centro de gravedad de la política de EE. UU. no ha cambiado mucho, si es que lo ha hecho, en la dirección colectivista. Habrá más regulación – incluso con un Congreso dividido – y el poder de mercado de las big tech

y de las redes sociales seguirá siendo objeto de análisis, al igual que el sector financiero (aunque la asistencia sanitaria puede estar menos en riesgo de lo que podría haber estado). Sin embargo, es poco probable que se aumenten los impuestos a las empresas y que se emprendan grandes iniciativas de gasto.

**La relevancia...** de la elección de carteras puede ser exagerada (sus implicaciones más amplias pueden no serlo, por supuesto). Hay muchos elementos móviles en el proceso de inversión, y otras cosas a menudo importan más. Sospechamos, por ejemplo, que es más importante, y probable, que continúe la recuperación económica tras la supresión de la COVID-19. Una vez que la respuesta inmediata haya pasado, los mercados pueden adoptar una configuración más cíclica (una rotación alejada de la tecnología y las comunicaciones y una curva de rendimiento más pronunciada), incluso sin la ola azul. Es probable que se adopte un paquete de medidas fiscales a corto plazo (tal vez en el año nuevo).

La figura 1 nos recuerda que los mercados y la economía de los EE. UU. a menudo han ido mejor cuando ha habido un presidente demócrata. Sin embargo, no se debía a sus políticas, sino a que a menudo tuvieron la suerte de estar

**Figura 1: A los mercados les ha mejor con presidentes demócratas**

Los presidentes republicanos suelen estar en el poder durante tiempos más de prueba.

| Presidente              | Inauguración | Acciones EE. UU. (%) | PIB (%)    | Inflación (%) | Desempleo (%) |
|-------------------------|--------------|----------------------|------------|---------------|---------------|
| FDR / Truman            | 1945         | 6.3                  | -2.4       | 2.9           | 3.3           |
| Truman                  | 1949         | 23.0                 | 6.8        | 2.7           | 4.4           |
| Eisenhower              | 1953         | 20.0                 | 2.9        | 0.9           | 4.2           |
| Eisenhower              | 1957         | 8.0                  | 2.1        | 1.9           | 5.4           |
| JFK / Johnson           | 1961         | 12.6                 | 5.3        | 1.2           | 5.8           |
| Johnson                 | 1961         | 5.8                  | 5.1        | 3.3           | 4.0           |
| Nixon                   | 1969         | 2.4                  | 3.3        | 4.5           | 4.9           |
| Nixon / Ford            | 1973         | -8.8                 | 2.2        | 8.3           | 6.6           |
| Carter                  | 1977         | 1.8                  | 3.2        | 10.3          | 6.6           |
| Reagan                  | 1981         | 6.5                  | 3.3        | 5.1           | 8.5           |
| Reagan                  | 1985         | 15.4                 | 3.8        | 3.4           | 6.5           |
| Bush                    | 1989         | 12.6                 | 2.2        | 4.2           | 6.2           |
| Clinton                 | 1993         | 15.3                 | 3.3        | 2.8           | 6.1           |
| Clinton                 | 1997         | 15.6                 | 4.3        | 2.4           | 4.5           |
| Bush                    | 2001         | -3.1                 | 2.5        | 2.4           | 5.4           |
| Bush                    | 2005         | -8.4                 | 1.2        | 2.5           | 5.0           |
| Obama                   | 2009         | 13.0                 | 1.5        | 2.3           | 8.8           |
| Obama                   | 2013         | 13.5                 | 2.4        | 1.2           | 6.0           |
| Trump                   | 2017         | 12.1                 | 1.0        | 1.8           | 4.9           |
| <b>Periodo completo</b> |              | <b>9.6</b>           | <b>2.8</b> | <b>3.4</b>    | <b>5.6</b>    |
| <b>Demócrata</b>        |              | <b>12.4</b>          | <b>3.3</b> | <b>3.2</b>    | <b>5.5</b>    |
| <b>Republicano</b>      |              | <b>6.8</b>           | <b>2.5</b> | <b>3.5</b>    | <b>5.8</b>    |

Fuentes: BEA, BLS, Bloomberg, Rothschild & Co.

Notas: La rentabilidad de las acciones de EE. UU. se calcula sobre una base de “rentabilidad total”, ajustada por la inflación y anualizada. El PIB y la inflación se calculan como tasas compuestas durante cada mandato presidencial independiente. La tasa de desempleo (U3) es la media de todo el mandato presidencial.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

en el cargo en tiempos favorables (como los años sesenta), mientras que los presidentes republicanos vivieron más tiempos de prueba (como a mediados de los setenta y principios de los noventa). Del mismo modo, que el Congreso haya estado dividido se ha asociado a menudo

con mercados decepcionantes, pero en gran medida porque coincidían con malas noticias que poco tenían que ver con esa división (como el inicio de la Gran Depresión y el estallido de la burbuja tecnológica de 2000).

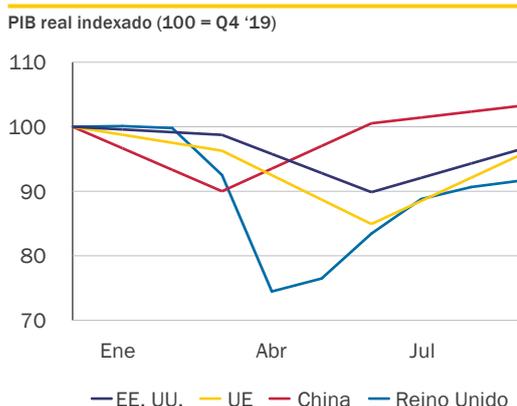
9 de noviembre — Kevin Gardiner, Victor Balfour

## Hasta ahora, todo V

A veces una imagen realmente vale más que mil palabras. La figura 2 muestra los índices del PIB al final del tercer trimestre. El siguiente paso de estas líneas está siendo cuestionado por las renovadas medidas tomadas por los gobiernos (ver más abajo), pero hasta la fecha la recuperación ha sido, si acaso, más rápida incluso de lo que nos habríamos esperado. Tal y como sugirió el economista jefe del Banco de Inglaterra (BoE) en verano: “Hasta ahora, todo V”.

2 de noviembre — Kevin Gardiner, Victor Balfour

Figura 2: Recuperando el terreno perdido



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

## Realidad más sombría

Los gobiernos están acercándose de nuevo a confinamientos más amplios: Francia y Alemania (y, como se anunció el 31 de octubre, Inglaterra) han anunciado medidas más duras durante un mes, y otros gobiernos están siguiendo su ejemplo o están siendo presionados para que lo hagan.

Como siempre, nuestras preocupaciones están siendo amplificadas y reflejadas por los medios de comunicación sensacionalistas (insatisfechos con una mera pandemia, los expertos pesimistas hacen cada vez más comparaciones con la plaga). Aquí, en el hemisferio norte, la temperatura baja y los días se acortan. La perspectiva vuelve a ser escasa. La renovada volatilidad no ha sido sorprendente: es probable que la recuperación de las empresas en Europa, al menos ahora, se estanque o incluso se invierta por un tiempo.

¿Cómo deberían reaccionar los inversores?

Aconsejamos permanecer firmes, con preferencia hacia los activos relacionados con los negocios. La volatilidad a corto plazo da miedo y es impredecible, pero la confianza del mercado tiende a reaccionar de forma exagerada (en ambas direcciones, hay que reconocerlo).

Ha habido progresos en el tratamiento desde la primavera, y por el momento al menos las tasas de mortalidad, afortunadamente, siguen siendo claramente inferiores. La mayoría de las escuelas europeas siguen abiertas, lo que ayuda a que muchos padres sigan trabajando. Las restricciones en Estados Unidos siguen siendo más leves. No necesitamos una vacuna para avanzar: la adaptación – un mundo con más distanciamiento físico, aunque no confinado – servirá.

En cuanto al mercado, las acciones han subido mucho desde el mínimo alcanzado en marzo, impulsadas por una mezcla de recuperación económica anticipada y tipos de interés más bajos esperados.

Esperábamos que las economías se recuperasen energicamente, pero el rebote ha sido más en forma de V incluso de lo que habíamos previsto. Las economías occidentales han recuperado más de la mitad del terreno perdido. La economía de China (la primera en entrar, la primera en salir) es más grande de lo que era antes, y no se enfrenta a una segunda ola.

Claramente, las economías pueden seguir creciendo, si se les permite hacerlo. Incluso con cierta ralentización, en occidente podríamos haber estado mirando de nuevo los niveles de PIB anteriores a la COVID-19 en 2021 (todavía

podríamos estarlo, dependiendo de esos nuevos confinamientos).

A nivel microeconómico, las pruebas de la respuesta a los confinamientos de menor intensidad del verano, y del gasto en línea durante todo el tiempo, deberían haber hecho olvidar la idea de que nos enfrentamos a un nuevo mundo no materialista en el que la gente no querrá viajar, comer fuera, entretenerse o incluso consumir.

Podría decirse que, dado que es probable que las políticas establecidas sigan siendo generosas incluso cuando las economías se recuperen más plenamente – ahora con la bendición oficial del FMI –, la posibilidad de un período de crecimiento por encima de la tendencia y de recuperación después de 2021 está aumentando (de hecho, las autoridades europeas han respondido a la amenaza de nuevos confinamientos con un apoyo monetario y fiscal aún mayor). Sin embargo, al igual que en la primavera, hay que recordar que el impacto inmediato será limitado: las autoridades no van a cerrar la economía con una mano para tratar de mantenerla abierta con la otra.

Las políticas pueden ayudar a los mercados silenciando los daños económicos duraderos, facilitando la liquidez y sustentando las valoraciones. Cuando los tipos de interés reales son bajos, y es probable que sigan siéndolo, los

horizontes del mercado de valores se alargan. En este contexto, la pérdida incluso de las ganancias de un año completo – que, a nivel mundial, sigue siendo muy poco probable que veamos – representaría solo unos pocos puntos porcentuales del valor total del mercado de valores.

Si las ganancias volvieran a bajar, los precios caerían aún más bruscamente, por supuesto, ya que la confianza reacciona de forma exagerada, pero si las ganancias finalmente se recuperasen, los precios podrían volver a subir por anticipado.

Este punto de vista podría ser criticado como una ingenua estrategia de “comprar a la baja”. Ingenua o no, muchos expertos sofisticados no han sido capaces de asumirla. De hecho, comprar en un mercado en declive es extremadamente difícil, psicológicamente. Sabemos que puede ser lo correcto, pero ese día siempre encontramos una razón para esperar un poco más. Y puede que tengamos que echar nuestras redes ampliamente: Los barcos del Reino Unido y Japón no han sido levantados de manera sostenible por la marea de crecimiento mundial desde hace un par de décadas.

Así que, de nuevo: esto también pasará. No es una plaga, podemos adaptarnos, y la gente sigue queriendo prosperar.

30 de octubre – Kevin Gardiner

---

## Inflación: actualización

Las tasas de inflación en la mayoría de las principales economías desarrolladas siguen siendo bajas. Las políticas fiscales y monetarias son laxas, pero la capacidad disponible sigue siendo elevada.

La inflación del Reino Unido invirtió su tendencia desinflacionista en septiembre, pero sigue estando muy por debajo del objetivo de inflación del 2% del Banco de Inglaterra (*y la decisión más reciente del Comité de Política Monetaria de impulsar la expansión cuantitativa no fue sorprendente*).

La eurozona se adentró en un territorio absolutamente deflacionista en septiembre, muy significativamente por debajo del objetivo de la tasa del Banco Central Europeo (BCE) de (justo por debajo) 2%, lo que animó al BCE a señalar un estímulo adicional en su próxima reunión de diciembre (*incluso antes de los últimos confinamientos- véase más arriba*).

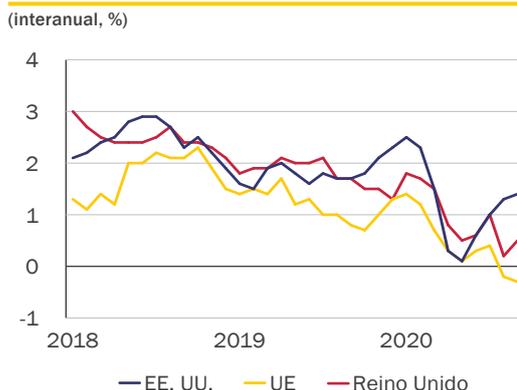
Estados Unidos parece ser el país menos deflacionista y ha visto cómo la inflación general del IPC sigue aumentando, aunque lentamente en septiembre. El objetivo de inflación de la Reserva Federal (Fed) está formulado en términos del deflador de los precios al consumo básico, no del IPC, pero los últimos datos también muestran que la tasa básica tiene una modesta tendencia alcista. Los cambios recientes en el marco de la política del banco central sugieren que permitirá que la inflación supere el objetivo del 2% durante un tiempo para “compensar” parte de su reciente déficit. La inflación ha estado por debajo del objetivo de la Reserva Federal durante bastante tiempo, al margen de breves períodos en 2012 y 2018.

Los mercados de bonos implícitamente esperan que la inflación se mantenga baja durante algún tiempo todavía. La amenaza de un aumento del desempleo en los próximos meses, junto con las restricciones más estrictas por la COVID-19, sigue siendo un factor adverso.

Por ahora, entonces, las fuerzas en juego parecen más deflacionistas que inflacionistas. A largo plazo, sin embargo, seguimos pensando que la inflación comenzará a dominar. Es posible que unas políticas públicas generosas continúen estimulando la demanda incluso cuando se reavive la confianza del sector privado, y vemos que la demanda efectiva acaba superando a la oferta. Y, contrariamente a las ideas recibidas, no lo vemos como algo bueno. Los objetivos de inflación existen para limitar la inflación, no para fomentarla.

21 de octubre – Charlie Hines

**Figura 3: Tasas de inflación general**



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co.  
 Nota: Corrección de 30 de septiembre  
 Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

## Inflación: se hace realidad

Si la inflación finalmente regresa, ¿qué deberían (o pueden) hacer los inversores al respecto?

Suele parecer que los activos nominales, como los activos monetarios y los bonos, corren más riesgo en ese entorno, mientras que los activos más “reales”, como las acciones, parecen menos expuestos. Muchas empresas tienen cierto poder en el plano de los precios y a menudo pueden trasladar los costes de los insumos a los consumidores.

Sin embargo, la crisis del petróleo de la década de 1970 y el período de inflación excesiva de principios de 1980 dieron lugar a un escaso rendimiento “real” de los activos monetarios, los bonos y las acciones (figura 4).

En ese momento había muchas cosas que iban mal, no solo la inflación. El embargo de petróleo y el aumento de los precios del petróleo afectaron a la producción y al crecimiento; los gobiernos no lograron mantener los tipos de

interés por encima de la tasa de inflación, lo que debilitó la credibilidad monetaria y los beneficios reales de los activos monetarios y los bonos; y las relaciones laborales eran terribles, lo que aumentó las presiones sobre la rentabilidad.

Algunos tipos de inflación son más difíciles de manejar para las acciones en particular. El tipo más común por tirón de la demanda – “demasiado dinero para muy pocos bienes” – hace que los márgenes de beneficio sean efectivamente más altos. Pero la inflación “de empuje de costes” de los setenta, impulsada por el aumento de los precios del petróleo y los costes salariales unitarios, golpeó duramente a las empresas sin poder para la imposición de precios.

¿Cuán diferente podría haber sido el episodio de la década de los 70 si la inflación hubiese estado acompañada de un mejor crecimiento y tasas reales positivas? ¿Habría sido la deflación de los años 30 tan dramática sin la Gran Depresión? Para responder a esto, no podemos simplemente añadir la inflación a las rentabilidades reales, porque esas

**Figura 4: Rentabilidad real a largo plazo: 1900-2020**

(ajustada por la inflación y anualizada, %)

| Régimen de inflación (proporción de tiempo) | Activos monetarios EE. UU. | Tesorerías | Acciones EE. UU. | Oro (post 1970) |
|---|----------------------------|------------|------------------|-----------------|
| Alta (23%)                                  | -4.5                       | -5.9       | -2.6             | 9.1             |
| Moderada (63%)                              | 0.6                        | 3.3        | 12.0             | 0.4             |
| Deflación (14%)                             | 5.2                        | 8.8        | -1.1             | 0.2             |
| Total                                       | 0.0                        | 1.8        | 6.7              | 2.2             |

Fuentes: Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co.  
 Notas: Calculada mensualmente y basada en la inflación anual de los precios al consumidor de los Estados Unidos. Alta: >5%; Moderada: 1-5%; Deflación: <0%.  
 Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

rentabilidades reales probablemente habrían sido muy diferentes en circunstancias distintas. Ahora debemos pensar en el contexto probable.

Si la inflación se reavivara junto con un crecimiento próspero y con la continuación de los tipos reales negativos, las acciones podrían ofrecer rendimientos reales positivos, pero los activos monetarios y los bonos probablemente tendrían dificultades. Probablemente existe una gama de inflación “moderada” – superior a la actual pero inferior a la de los años setenta – en la que el poder en el plano de los precios de las empresas está intacto y se contiene una mayor perturbación.

Si la inflación aumenta junto con un crecimiento próspero y unos tipos de interés reales positivos, puede ser más conveniente poseer activos monetarios, e incluso bonos, una vez que los

tipos más altos se “fijen” en bonos y acciones. Por supuesto, los bonos y las acciones son más vulnerables cuando los tipos de interés esperados suben.

Pero si la inflación repuntara junto con un crecimiento deficiente y con la persistencia de las tasas negativas, entonces – como en la década de 1970 – habría pocos lugares donde esconderse en las carteras convencionales.

Por el momento, creemos que la probable recuperación de la inflación será moderada en escala y, al menos inicialmente, irá acompañada de un crecimiento respetable pero con unos tipos de interés real que seguirán siendo bajos (el primero de los tres escenarios esbozados anteriormente).

7 de noviembre – Victor Balfour

## FMI: esta vez es diferente

*“Nadie nos dijo que podíamos hacer algo así” - Sidney Webb, cuando el gobierno conservador sacó al Reino Unido del patrón oro en 1931.*

Como si el 2020 no fuera lo suficientemente extraño, ahora el FMI se ha vuelto keynesiano. Su último monitor fiscal entiende que aun cuando los ratios de deuda de los gobiernos del mundo desarrollado se acercan al 100% del PIB, los políticos no deberían reaccionar aumentando los impuestos o recortando el gasto público, sino seguir recurriendo a préstamos e invirtiendo en crecimiento.

El Fondo sostiene que reducir ahora rápidamente los déficits pondría en peligro la recuperación, intensificaría la pobreza y exacerbaría la desigualdad.

Estamos de acuerdo: no hay necesidad de una reducción urgente. Si los inversores estuvieran muy descontentos con la deuda, los rendimientos de los bonos aumentarían, incluso frente a todas esas compras de los bancos centrales (expansión cuantitativa). No lo están, y el FMI está llamando a una puerta abierta.

Algunos observadores tendrán sentimientos encontrados. Claramente estas son circunstancias especiales, pero las circunstancias han sido especiales en el pasado, solo para que el FMI inste a la austeridad fiscal y la rectitud monetaria.

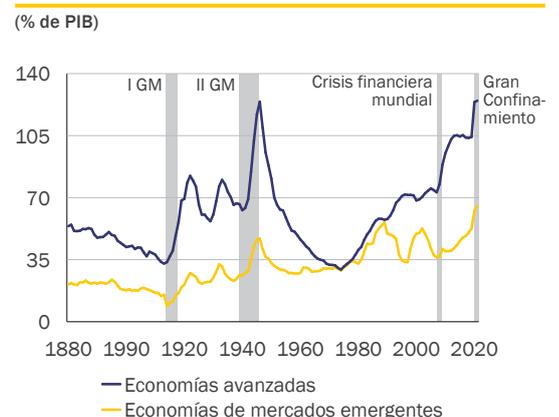
Piensen en los programas de austeridad después de la crisis financiera mundial; en las numerosas economías emergentes que tuvieron

que “ajustarse” antes de que se les ofrecieran programas del Fondo; y en las innumerables ambiciones y manifiestos “progresivos” criticados por sus planes de préstamo propuestos (figura 5).

Como dijo el exministro laborista Sidney Webb cuando vio a un gobierno conservador sacar al Reino Unido del patrón oro en la época anterior al FMI: “Nadie nos dijo que podíamos hacer algo así”.

En efecto. Nadie le dijo a los gobiernos que podían pedir prestado tanto y salirse con la suya. La mayoría de la gente, la mayoría de las veces, liderada por el FMI, y animada desde 2009 por el libro de gran influencia de Reinhart y Rogoff *Esta vez es distinto*, les dijo que no podían.

**Figura 5: Patrones históricos de la deuda pública**



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

La ironía en el título de ese libro puede aún rebotar en sus autores y en el establecimiento económico más amplio.

Debe parecer todo bastante injusto. No solo los gobiernos (en su mayoría) conservadores de hoy en día piden préstamos mucho más elevados de lo que los partidos de la oposición se habrían atrevido, sino que el FMI ahora los anima positivamente a pedirlos.

Sin embargo, si bien estamos de acuerdo – y llevamos muchos años argumentando – en que los niveles de deuda son más sostenibles de lo que se temía, y que no hay una necesidad apremiante de reducir la deuda, nos sentimos

un poco incómodos en este último caso de ampliación de la misión institucional.

Todavía podemos imaginarnos circunstancias en las que no se tolera un gran endeudamiento. Puede depender de quién hace el préstamo (o, señor Webb, la devaluación) y por qué; y cuáles son las contrapartidas monetarias del préstamo.

Préstamos junto con emisión sería aterrador.

Y así como los pasivos financieros brutos pueden no ser una limitación estricta para el crecimiento, es igualmente improbable que sean una fuente sostenible del mismo.

*14 de octubre – Kevin Gardiner*

# La economía y los mercados: contexto

## Crecimiento: grandes economías

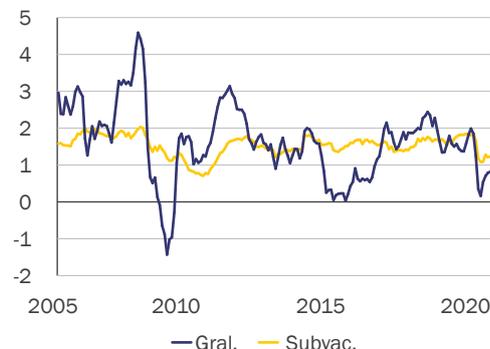
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



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

## Inflación G7

%, interanual



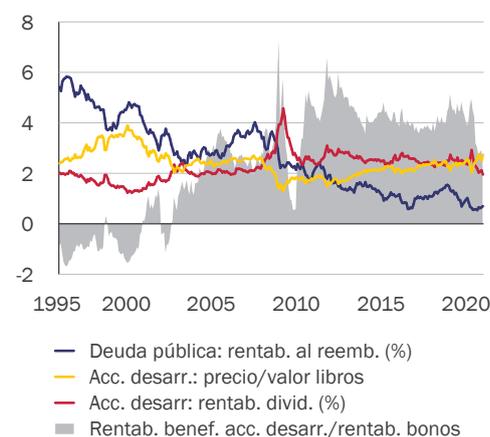
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



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

## Acciones/bonos: valoraciones relativas



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

## Bonos seleccionados

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

|                                       | Rentab. (%) | 1a (%) | 3a (%) |
|---------------------------------------|-------------|--------|--------|
| Tesoro EE.UU. 10a                     | 1.0         | 9.6    | 19.6   |
| Gilt RU 10a                           | 0.4         | 3.5    | 11.7   |
| Bund alemán 10a                       | -0.5        | 1.5    | 7.9    |
| Bonos gob. suizo 10a                  | -0.4        | 0.0    | 2.7    |
| Bonos gob. japonés 10a                | 0.0         | -0.5   | 0.9    |
| Crédito global: grado inversión (USD) | 0.9         | 5.0    | 15.6   |
| Crédito global: alta rentab. (USD)    | 5.1         | 4.7    | 13.8   |
| Emergentes (USD)                      | 3.9         | 5.9    | 15.8   |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Mercados de valores seleccionados

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

|                       | Rentab. (%) | 1a (%) | 3a (%) |
|-----------------------|-------------|--------|--------|
| Mundial: todos países | 2.0         | 10.9   | 27.8   |
| Desarroll.            | 1.9         | 10.3   | 29.0   |
| Emergen.              | 2.1         | 14.6   | 17.9   |
| EE.UU.                | 1.6         | 17.9   | 45.1   |
| Zona euro             | 2.2         | -4.1   | 2.5    |
| RU                    | 3.7         | -13.1  | -6.8   |
| Suiza                 | 2.8         | 1.7    | 21.0   |
| Japón                 | 2.2         | 2.5    | 2.7    |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Tipos de cambio seleccionados

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

|                     | Nivel | 1a (%) | 3a (%) |
|---------------------|-------|--------|--------|
| Dólar (USD)         | 108   | -2.0   | 2.1    |
| Euro (EUR)          | 130   | 5.8    | 5.4    |
| Yen (JPY)           | 94    | 0.6    | 8.3    |
| Libra esterl. (GBP) | 78    | -0.3   | 1.7    |
| Franco suizo (CHF)  | 168   | 5.1    | 10.2   |
| Yuan (CNY)          | 134   | 3.8    | 1.3    |

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

## Materias primas y volatilidad

|                                      | Nivel | 1a (%) | 3a (%) |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|
| Índice CRB Spot (1994 = 100)         | 154   | -15.3  | -19.9  |
| Crudo Brent (\$/b)                   | 43.6  | -30.2  | -31.3  |
| Oro (\$/onza)                        | 1,882 | 29.0   | 47.6   |
| Metales indus. (1991 = 100)          | 265   | 6.0    | -0.2   |
| Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)    | 24.8  | 105.5  | 119.7  |
| Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb) | 46.2  | -28.3  | -2.3   |

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 31 de Octubre 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).