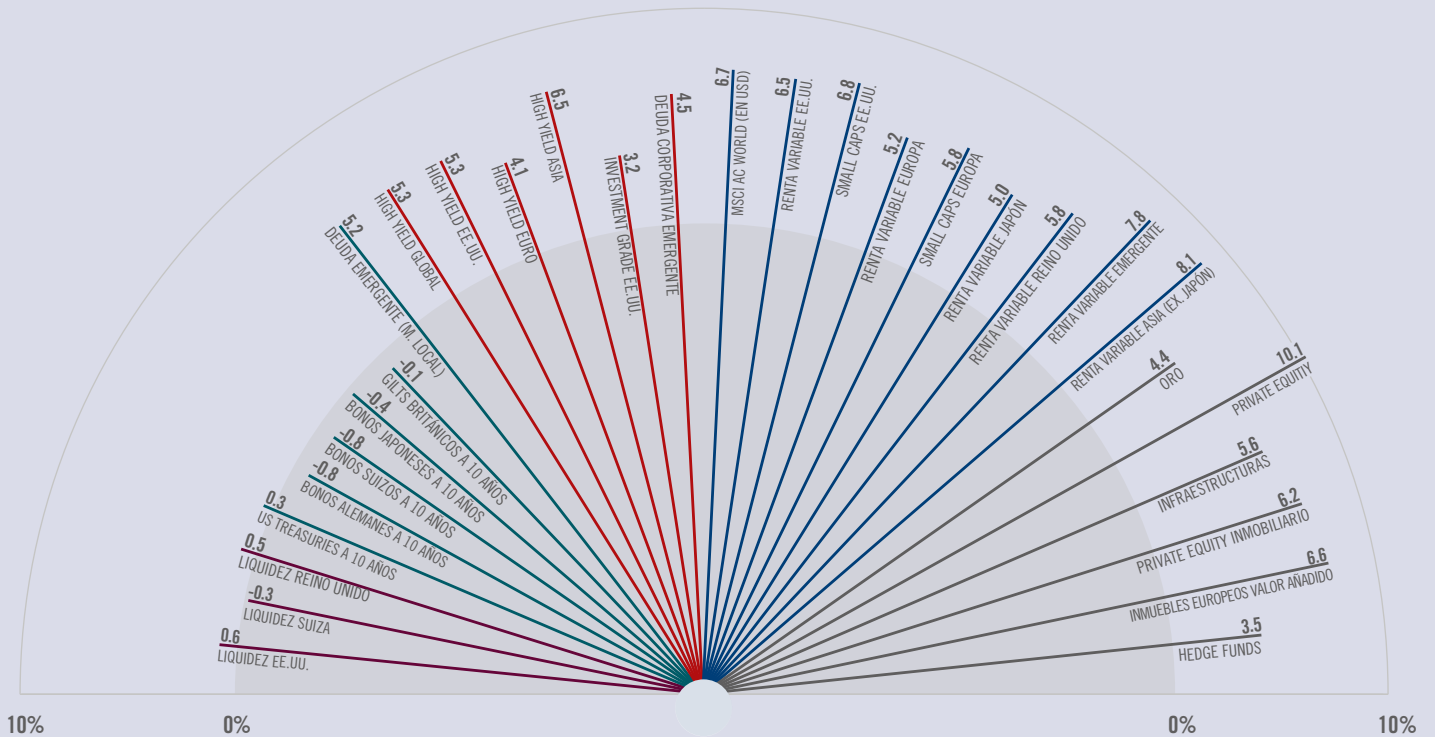


HORIZONTE

EXPECTATIVAS DE RENTABILIDAD PARA LOS PRÓXIMOS 10 AÑOS
NUEVOS ENFOQUES DE INVERSIÓN



LIQUIDEZ

BONOS SOBERANOS

BONOS CORPORATIVOS

RENTA VARIABLE

ALTERNATIVOS Y ORO

ÍNDICE

Expectativas de rentabilidad de Pictet Wealth Management para los próximos 10 años	3
Nuevo enfoque de la inversión estratégica tras la pandemia	4
Diez mensajes esenciales	6
El covid-19 dejará una huella indeleble en las rentabilidades a largo plazo	8
Beyond <i>Horizon</i>	12
Unos tipos permanentemente bajos implican mejores rentabilidades para la renta variable y los activos similares a la renta variable	13
El atractivo de la inversión tipo ‘endowment’	23
La inversión por objetivos: el nuevo estilo de asignación estratégica	24

NUESTROS ESCENARIOS CENTRAL, BAJISTA Y ALCISTA DEL CRECIMIENTO REAL Y DE LA INFLACIÓN

Media 2020

Inflación %	Suiza	EE.UU.	Zona euro	UK	Japón	China	India	Mundo
Bajista	-1,0%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,3%	2,5%	2,2%	1,8%
Central	-0,5%	0,4%	0,2%	0,0%	0,2%	3,0%	3,2%	1,9%
Alcista	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%	0,5%	3,5%	4,2%	1,9%

Crecimiento real PIB	Suiza	EE.UU.	Zona euro	UK	Japón	China	India	Mundo
Bajista	-10,0%	-12,3%	-14,0%	-12,0%	-7,8%	-2,7%	-4,0%	-7,0%
Central	-7,5%	-7,7%	-9,5%	-10,5%	-5,8%	1,2%	-2,7%	-4,1%
Alcista	-4,0%	-4,2%	-4,7%	-5,5%	-3,3%	2,8%	-1,5%	-1,2%

Media 2029

Inflación %	Suiza	EE.UU.	Zona euro	UK	Japón	China	India	Mundo
Bajista	0,7%	1,8%	1,0%	1,9%	0,0%	2,0%	4,0%	2,3%
Central	1,4%	1,9%	1,7%	2,1%	0,8%	3,0%	5,0%	2,8%
Alcista	1,9%	4,0%	2,0%	4,0%	1,2%	4,0%	6,0%	3,9%

Crecimiento real PIB	Suiza	EE.UU.	Zona euro	UK	Japón	China	India	Mundo
Bajista	1,3%	1,4%	0,8%	0,9%	0,2%	4,1%	6,3%	2,5%
Central	1,7%	2,1%	1,3%	1,5%	0,7%	4,6%	6,8%	2,9%
Alcista	2,0%	2,5%	1,7%	1,9%	1,2%	5,1%	7,3%	3,6%

Fuente: Pictet WM, AA&MR, junio 2020

EXPECTATIVAS DE RENTABILIDAD DE PICTET WEALTH MANAGEMENT PARA LOS PRÓXIMOS 10 AÑOS*

	10 AÑOS	RENTABILIDAD ESPERADA POR MONEDA USANDO LA PPA MODIFICADA			
		Local (PPA modificada)	CHF	USD	EUR
LIQUIDEZ					
Liquidez EE.UU.	0,6%	0,6%	0,6%	-0,6%	-1,0%
Liquidez Europa	-0,1%	1,1%	1,1%	-0,1%	-0,5%
Liquidez Suiza	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-1,4%	-1,9%
Liquidez Reino Unido	0,5%	2,2%	2,1%	0,9%	0,5%
Liquidez Japón	0,0%	0,8%	1,3%	0,2%	-0,1%
BONOS SOBERANOS					
B. soberanos globales, todos vtos.	0,6%	0,4%	0,6%	-0,6%	-1,0%
B. soberanos globales a 10 años	0,5%	0,4%	0,5%	-0,7%	-1,0%
US Treasuries a 10 años	0,3%	0,3%	0,3%	-0,9%	-1,3%
Bunds alemanes a 10 años	-0,8%	0,3%	0,3%	-0,8%	-1,2%
Bonos suizos a 10 años	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,9%	-2,4%
Bonos japoneses a 10 años	-0,4%	0,5%	1,0%	-0,2%	-0,4%
Bonos británicos a 10 años	-0,1%	1,6%	1,5%	0,3%	-0,1%
Deuda emergente (moneda local)	5,2%	5,3%	5,2%	4,1%	3,6%
Deuda emergente (moneda fuerte)	4,7%	4,8%	4,7%	3,6%	3,1%
BONOS CORPORATIVOS					
HY global	5,3%	5,3%	5,3%	4,1%	3,7%
High Yield EE.UU.	5,3%	5,4%	5,3%	4,1%	3,7%
High Yield Euro	4,1%	5,2%	5,2%	4,1%	3,7%
High Yield Asia	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%
IG global	3,1%	3,1%	3,1%	1,9%	1,5%
Investment Grade EE.UU.	3,2%	3,3%	3,2%	2,1%	1,6%
Investment Grade Euro	1,8%	2,9%	2,9%	1,8%	1,4%
Investment Grade Asia	4,0%	4,0%	4,0%	2,8%	2,4%
Deuda corporativa emergente	4,5%	4,6%	4,5%	3,3%	2,9%
RENTA VARIABLE					
MSCI World USD	6,5%	6,5%	6,5%	5,4%	5,0%
MSCI AC World USD	6,7%	6,7%	6,7%	5,5%	5,1%
Renta variable EE.UU.	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%
Small caps EE.UU.	6,8%	6,9%	6,8%	5,7%	5,3%
Renta variable Europa	5,2%	6,3%	6,3%	5,2%	4,8%
Small caps Europa	5,8%	7,0%	7,0%	5,8%	5,4%
Renta variable Euro	5,4%	6,6%	6,6%	5,4%	5,0%
Renta variable Japón	5,0%	5,8%	6,3%	5,2%	4,9%
Renta variable Suiza	5,8%	5,8%	5,8%	4,7%	4,2%
Renta variable Reino Unido	5,8%	7,4%	7,4%	6,2%	5,8%
Renta variable emergente	7,8%	7,9%	7,8%	6,7%	6,2%
Renta variable Asia (Ex. Japón)	8,1%	8,2%	8,1%	7,0%	6,6%
ORO Y ALTERNATIVOS					
Oro	4,4%	4,5%	4,4%	3,3%	2,8%
Private equity	10,1%	10,1%	10,1%	8,9%	8,5%
Infraestructuras	5,6%	5,7%	5,6%	4,5%	4,0%
Private equity inmobiliario	6,2%	6,3%	6,2%	5,1%	4,6%
Inmuebles europeos con valor añadido	6,6%	7,8%	7,8%	6,6%	6,2%
Hedge funds	3,5%	3,5%	3,5%	2,3%	1,9%

*Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.
Fuente: Pictet WM, AA&MR, junio 2020

NUEVO ENFOQUE DE LA INVERSIÓN ESTRATÉGICA TRAS LA PANDEMIA



Christophe DONAY

Responsable de distribución de activos y de investigación macroeconómica.
Jefe de Estrategia



César Pérez Ruiz

Responsable de la plataforma de inversión
Director de Inversiones

Estimado lector, estimada lectora:

Es un gran placer para nosotros presentar la edición 2020 de *Horizonte*, dedicada a nuestra visión *top-down* a largo plazo de las economías, las rentabilidades esperadas y la asignación estratégica de activos.

Este año, el estallido del covid-19 nos ha obligado a retener la publicación durante varias semanas mientras tratábamos de evaluar lo que la pandemia significaría para los mercados y las economías aparte de una caída a corto plazo y un eventual *rally*. Nos hallamos en un territorio totalmente desconocido, y comprender plenamente las consecuencias de la pandemia requerirá un par de años, pero hemos aprovechado la demora en la publicación para evaluar nuevamente nuestras previsiones económicas y nuestras expectativas de rentabilidad de las diversas clases de activos.

Ateniéndonos a nuestro horizonte temporal de 10 años, que creemos es el más relevante para la inversión estratégica, opinamos que **la súbita y violenta recesión desencadenada por el covid-19 ha reforzado una serie de dinámicas económicas y de mercado preexistentes**. Por ejemplo, habiendo tenido que intervenir para comprar masivas emisiones de deuda pública nueva, los bancos centrales están apartándose de cualquier idea de “normalización política”, al tiempo que se afianzan nuevas ideas para estimular las economías, como la Teoría Monetaria Moderna y el control de la curva de rendimientos. En resumen, estamos en lo que denominamos un régimen de política monetaria de “dominio de la deuda” orientado a mantener los tipos de interés bajos de forma duradera. Esto tiene una serie de consecuencias para la rentabilidad de los activos. Ante todo, significa una paradójica mejora de la rentabilidad de la renta variable, puesto que prevemos que continuaremos en el mismo régimen durante el marco temporal de esta publicación. También mejoran nuestras expectativas de rentabilidad para los activos privados. En cambio, la contención de los tipos de interés significa que las perspectivas de la deuda pública y la liquidez disminuyen. El viraje de la política monetaria confirma también que el estilo de inversión tipo “endowment” sigue siendo el más apropiado para la asignación estratégica de activos.

Seguimos opinando que los conceptos de régimen y cambio de régimen son vitales para entender las dinámicas económicas y de inflación que respaldan las tendencias de las clases de activos. El ejemplo más obvio de un “cambio de régimen” es China, donde el crecimiento del PIB real cayó del 12% en términos reales a principios de los noventa a menos de un 7% después de 2015 y seguirá cayendo, hasta un 4% aproximadamente durante los próximos 10 años. Aunque prevemos que la inflación en China aumente a una media anual del 3%, nuestro escenario básico es que seguiremos en un régimen de baja inflación en las principales economías. Sin embargo, dadas las enormes inyecciones de liquidez de los bancos centrales a los sistemas financieros para afrontar los efectos de la pandemia de coronavirus, existe la posibilidad de

un “cambio de régimen” hacia niveles más altos de inflación global, provocados posiblemente por la depreciación de las divisas.

Entre las clases de activos tradicionales, nuestro análisis ya demostraba que las rentabilidades de los bonos soberanos *core* serían más bajas que en el pasado: ahora **esperamos una rentabilidad anual nominal media del 0,3% para los US Treasuries en los próximos 10 años (frente al 9% durante la mayor parte de las últimas cuatro décadas)**. En ediciones anteriores de *Horizonte* se sostenía también que las menores expectativas de rentabilidad para la liquidez significaban que debiera ser simplemente un modo de almacenar valor hasta que aparecieran oportunidades de inversión más atractivas, más que una parte intrínseca de la asignación estratégica de activos. Como consecuencia del cambio de régimen en curso en la política monetaria, la edición de este año de *Horizonte* prevé otra caída de la rentabilidad anual de la liquidez durante los próximos 10 años. En cambio, el oro es uno de los activos que debería beneficiarse más del cambio en el régimen de política monetaria (y posiblemente en el régimen de inflación), con una rentabilidad anual media esperada de más del 4% (en USD). Desde que empezamos a recopilar nuestras expectativas de rentabilidad en 2013, hemos mejorado y ampliado nuestra cobertura de catalizadores *top-down*, con análisis de aspectos económicos incorporados a nuestras rentabilidades esperadas para un número cada vez mayor de clases de activos, y después a nuestra asignación estratégica de activos. Este año hay varias adiciones a las clases de activos que cubrimos, hasta un total de 41 en cuatro divisas. Como los activos privados desempeñan un papel creciente en nuestra estrategia de inversión, este año presentamos nuestras expectativas para las infraestructuras. La deuda corporativa asiática también aparece en *Horizonte* por primera vez. Al mismo tiempo, seguimos ampliando nuestra investigación sobre la asignación estratégica de activos, y en la edición de este año ofrecemos información sobre las finanzas conductuales y la inversión por objetivos.

La ampliación de nuestra cobertura forma parte de los esfuerzos de Pictet Wealth Management por identificar mejor la dinámica de rentabilidad entre clases de activos. Esto conlleva profundizar en nuestro análisis de los “regímenes” y asegurarnos de que los modelos que usamos siguen siendo sólidos. Ahora queremos explorar más a fondo las tendencias estructurales arraigadas que podrían afectar a las expectativas de rentabilidad a largo plazo, lo que llevará al lanzamiento de “Beyond Horizon”. “Beyond Horizon” desarrolla nuestra investigación *top-down*, sobre la premisa de que tras los cambios de regímenes económicos hay diversos catalizadores estructurales concretos. Nuestra investigación nos lleva a concentrarnos en siete catalizadores estructurales, algunos de los cuales ya conocerán los lectores de ediciones anteriores de *Horizonte*.

Por ejemplo, hemos estado integrando aspectos relativos a la innovación en nuestro análisis de rentabilidades esperadas desde 2014. De igual modo, la “gran divergencia” en la dinámica y la sostenibilidad de la deuda en el mundo, el cambio demográfico y el auge del populismo. Los acontecimientos del primer semestre de 2020 reforzaron el empuje de varios de los catalizadores estructurales. Por ejemplo, la sostenibilidad de la deuda será probablemente una cuestión espinosa durante los próximos años, con un ratio de PIB a deuda pública disparado en los países desarrollados desde una media del 105% hasta un 130% en cuestión de meses.

“Prevedemos una mejora de las rentabilidades a largo plazo de los activos privados y, paradójicamente, de las acciones. Pero la supresión de los tipos de interés afecta las perspectivas de la liquidez y los bonos soberanos”

El desafío de China a EE.UU. probablemente adquirirá fuerza, con la perspectiva, por primera vez en la historia, de un mundo bipolar en cuanto a liderazgo tecnológico y económico. Estos acontecimientos tienen importantes consecuencias para nuestras previsiones económicas y por clases de activos.

Diseñar una asignación estratégica de activos es uno de los pasos más importantes en cualquier proceso de inversión. En él se basan decisiones de asignación tácticas y la mayor parte de la rentabilidad a largo plazo. Llegar a la asignación estratégica de activos idónea para estos tiempos es un motivo fundamental para desarrollar más nuestra investigación y combinar nuestro análisis macroeconómico, las convicciones por clases de activos y la asignación táctica de activos de la forma más coherente y resiliente posible. Esta edición de *Horizonte* incluye también los últimos ajustes de nuestras estimaciones de riesgo, basándonos en la idea de que la volatilidad ofrece una visión demasiado restrictiva del riesgo que asumen realmente los inversores. En años anteriores, proponíamos examinar las correcciones como una mejor medida de riesgo. Por este motivo, esta edición estudia las finanzas conductuales, lo que naturalmente lleva a examinar el potencial de inversión por objetivos, un área que tiene mucho que ofrecer a los expertos en asignación estratégica. Esperamos que esta edición de *Horizonte* le proporcione información sobre los aspectos *top-down* que Pictet Wealth Management examina en su asignación estratégica de activos así como para lograr sus objetivos de inversión. Les deseamos una agradable lectura.

DIEZ MENSAJES ESENCIALES

Perspectivas y tendencias seculares

1 Expectativas de rentabilidad influidas por la pandemia.

Las graves presiones que afectaron a los activos de riesgo mientras el covid-19 se propagaba por todo el mundo, junto con los cambios estructurales en la economía global y las distorsiones causadas por las respuestas políticas a la pandemia, nos están llevando a modificar nuestras expectativas de rentabilidad a largo plazo para una serie de activos, entre los que se incluyen la liquidez, la renta fija y la renta variable.

3 Un régimen de política monetaria de “dominio de la deuda”.

El covid-19 acelerará varias tendencias a largo plazo, tales como el auge de la economía virtual y la creciente concentración de la creación de valor. También intensificará el movimiento hacia nuevos enfoques de política económica, y la formulación de políticas heterodoxas hará que los tipos de interés permanezcan bajos durante un período prolongado.

2 Factores de crecimiento a largo plazo de nuevo en primer plano.

La pandemia del coronavirus modifica la trayectoria de la economía mundial, que debería experimentar un fuerte repunte en 2021 tras la contracción de 2020. China debería recuperarse relativamente rápido y volver hacia su nivel de equilibrio con un crecimiento más bajo a largo plazo, mientras prosiguen los cambios estructurales internos. Un leve repunte del crecimiento de la productividad impulsado por la tecnología justifica que seamos más optimistas en cuanto a las perspectivas a largo y medio plazo para la economía y las instituciones públicas estadounidenses. EE.UU. debería consolidar su ventaja de crecimiento con respecto a Europa.

4 El auge del populismo amenaza las proyecciones.

Nuestro escenario central prevé que nos mantendremos en un régimen de crecimiento moderado impulsado por la innovación, que se prolongará debido a un mayor activismo de los bancos centrales. Nuestro escenario negativo refleja el riesgo de que diversas formas de populismo acaben beneficiándose de la pandemia de coronavirus, representando una amenaza para el crecimiento del PIB a largo plazo.

Rentabilidades esperadas

5 El efectivo ya no es el rey.

Nuestro análisis ha llevado a la misma conclusión que en años anteriores, pero como estamos convencidos de que viviremos un período de represión financiera para mantener bajos los costes de financiación tanto para los gobiernos como para las empresas, estimamos que la liquidez en francos suizos y en euros registrará una rentabilidad anual media real negativa a lo largo de los próximos 10 años, mientras que la liquidez en EE.UU. generará apenas un 0,6%. Los inversores necesitarán tener en cuenta otras alternativas líquidas para mejorar las perspectivas en un período prolongado de tipos de interés en niveles mínimos.

6**Las rentabilidades de las acciones aumentarán.**

Al tomar como punto de partida un año como 2020, en el que los beneficios bajarán notablemente a consecuencia del coronavirus, se produce automáticamente un incremento de nuestras expectativas de rentabilidad para la renta variable a 10 años en comparación con nuestros cálculos iniciales. La persistencia de los bajos rendimientos de los bonos prolongará probablemente el atractivo de la renta variable. Sin embargo, las consecuencias derivadas del covid-19 significan que el rendimiento de las acciones en forma de dividendos está disminuyendo.

8**El argumento a favor de aceptar la prima de iliquidez.**

En un contexto de disminución de las rentabilidades de los activos tradicionales, como bonos y liquidez, los inversores seguirán sintiéndose atraídos por alternativas capaces de incrementar las perspectivas de una cartera diversificada. Creemos que la pandemia abre nuevas vías para activos con largos períodos de bloqueo, como el *private equity*, que podría generar, por término medio, unas rentabilidades anuales de dos dígitos durante los próximos 10 años.

Asignación de activos

9**Mayor volatilidad a la vista**

Los inversores tendrán que acostumbrarse a una volatilidad mucho más elevada en los próximos años, con un incremento de la frecuencia y la magnitud de las correcciones transitorias. Por consiguiente, la diversificación y la selectividad deben seguir siendo esenciales entre las consideraciones de los inversores, los cuales tendrán que ajustar su enfoque en cuanto a tolerancia al riesgo. Pensamos que las finanzas conductuales tendrán cada vez mayor relevancia en los esfuerzos que se hagan para mejorar las rentabilidades de las carteras.

7**Rentabilidades negativas de los bonos soberanos, mejores perspectivas para el *high yield*.**

La prolongada presión bajista sobre los tipos de interés implica que la deuda pública *core* generará rentabilidades anuales medias insignificantes o incluso negativas a lo largo de los próximos 10 años. Unos tipos persistentemente bajos significan que los bonos *core* proporcionarán una escasa protección incluso contra un ligero aumento de la inflación. Es posible que hasta llegue a cuestionarse su condición de activo refugio. Aunque las débiles perspectivas de la deuda pública afectarán a las rentabilidades de los títulos con grado de inversión, las expectativas de rentabilidad a largo plazo de los bonos *high yield*, que tienen características más parecidas a la renta variable, parecen estar mejorando a raíz de los recientes acontecimientos. Las rentabilidades esperadas de la deuda de mercados emergentes también resultan relativamente más atractivas para los inversores que estén dispuestos a tolerar el riesgo.

10**El enfoque de tipo “endowment” mantiene su atractivo.**

El reducido potencial de las carteras tradicionales 60/40 (60% renta variable y 40% renta fija), debido a las insignificantes rentabilidades de los bonos, intensificará la urgencia de hallar enfoques alternativos para la asignación estratégica de activos. Creemos que la inversión tipo “endowment”, cuidadosamente calibrada, que incorpora una exposición sustancial a *private equity*, activos reales y estrategias de retorno absoluto, tiene el potencial de incrementar las rentabilidades a largo plazo.

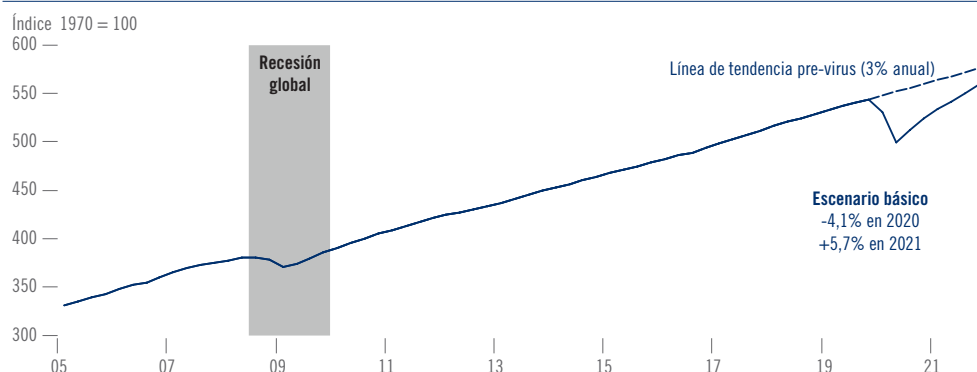
EL COVID-19 DEJARÁ UNA HUELLA INDELEBLE EN LAS RENTABILIDADES A LARGO PLAZO

Las consecuencias a largo plazo de la pandemia del coronavirus varían en la economía mundial y en los mercados. Más que nunca, una diversificación y una selección acertadas son la clave para una asignación estratégica de activos.

La primera consecuencia –y la más obvia– de la pandemia del covid-19 es que los riesgos en torno a nuestro escenario central a largo plazo han aumentado. En este momento, es más fácil ver nuevos riesgos que aumentan desproporcionadamente en comparación con las oportunidades. El

segundo aspecto es que la economía global se encuentra ahora en una trayectoria diferente de la que seguía antes del covid-19. La recesión global de 2020 adquirirá una magnitud sin precedentes. Nuestra previsión central es que el PIB mundial se contraerá en más de un 4% en

GRÁFICO 1: RECESIÓN GLOBAL EN 2020: NUESTRO ESCENARIO CENTRAL



Fuente: PWM-AA&MR, Fondo Monetario Internacional, Thomson Reuters, abril 2020

2020, repuntando después en un 5,7% en 2021 (véase gráfico 1).

Hasta 2022 no podremos ver el retorno del PIB mundial real a su nivel de finales de 2019. Y, como suele ocurrir tras una crisis económica, la evolución del crecimiento a lo largo de la próxima década será más débil que en los 10 años anteriores. En otras palabras, como sucede en todas las

crisis, la pandemia conducirá a una pérdida permanente de PIB.

Nuestras previsiones para el PIB mundial en 2020 y 2021 se basan en dos hipótesis: primero, que no habrá una segunda (ni tercera) oleada de coronavirus y, segundo, que los confinamientos nacionales más drásticos no superarán los 60 días.

El tercer punto que hay que resaltar es que nuestras expectativas de rentabilidad a 10 años en las distintas clases de activos se han visto considerablemente distorsionadas por la pandemia (véase gráfico 2). Hemos tenido que modificar nuestras expectativas no sólo porque la economía mundial seguirá una trayectoria de crecimiento diferente, sino también porque el punto de partida para las previsiones de la mayoría de las clases de activos ha cambiado completamente. Por ejemplo:

- Los rendimientos nominales de los *US Treasuries* alcanzaron un mínimo histórico del 0,6% a principios de mayo de 2020, y esperamos que continúen bajos debido al cambio duradero del régimen de política monetaria. Por ello, preveemos que la rentabilidad total de los bonos soberanos *core*, incluyendo los *US Treasuries*, baje en hasta 150 pb en el período 2020-2029.
- La caída de los principales índices de renta variable entre mediados de febrero y mediados de marzo mejora automáticamente las rentabilidades de la renta variable a 10 años en unos 90 pb en comparación con nuestras estimaciones de 2019. Como es habitual, una crisis como la de 2020 ofrece mejores puntos de entrada y, por lo tanto, mejores oportunidades para los inversores a largo plazo.
- Preveemos que los diferenciales de los bonos corporativos de alta calidad disminuyan significativamente durante los próximos 10 años, con un incremento de sus rentabilidades nominales anuales en EE.UU. y Europa del orden de 90 pb y 140 pb, respectivamente, en comparación con los datos de la edición de Horizonte del año pasado.

Los ajustes de nuestras expectativas de rentabilidad están produciéndose en medio de una compleja interacción entre mercados políticos, geopolíticos, económicos y financieros.

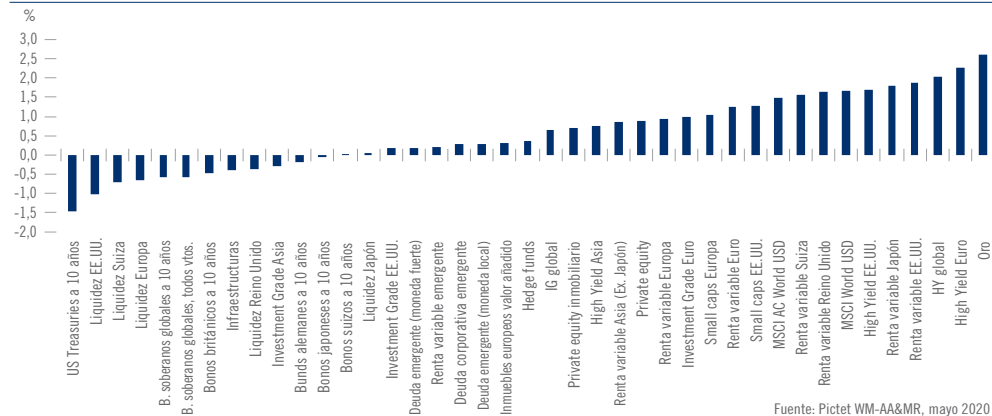
Las consecuencias económicas y políticas

Las consecuencias económicas y políticas del estallido del coronavirus son variadas y están reforzando tendencias estructurales identificadas anteriormente. En este sentido, pueden mencionarse siete puntos generales:

1. Los crecientes niveles de deuda pública y privada podrían llegar a reducir los niveles de crecimiento real potencial tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes.
2. Las acciones de los bancos centrales han impedido una restricción de liquidez así como una crisis crediticia — pero a costa de una mayor inestabilidad financiera. Nuestras expectativas de rentabilidad incluyen el reconocimiento de que los niveles de deuda aumentarán en todas las principales economías, con el consiguiente aumento de la inestabilidad financiera. La próxima crisis podría tener un mayor impacto y resultar más difícil de afrontar.
3. La cuestión de cómo financiar los excesivos déficits públicos aumenta considerablemente el riesgo de represión financiera y confiscación. Podrían gravarse impuestos más altos a las empresas y las familias.
4. La independencia de los bancos centrales se cuestionará cada vez más a medida que los países con grandes déficits presupuestarios y ratios de deuda elevados tengan la tentación de asumir el control de los bancos centrales para utilizar la política monetaria a efectos políticos.
5. La presión por monetizar la deuda pública, incluyendo la devaluación monetaria, podría dar lugar a un resurgimiento de la inflación y a una creciente desconfianza hacia la moneda en cuestión. En última instancia, un escenario así podría elevar el riesgo de crisis financieras y económicas.

“Nuestras expectativas de rentabilidad a 10 años en las distintas clases de activos se ven considerablemente distorsionadas por la pandemia”

GRÁFICO 2: CAMBIOS EN NUESTRAS RENTABILIDADES ESPERADAS A 10 AÑOS A CONSECUENCIA DEL COVID-19 (MAYO 2020 VS. MARZO 2020)



“La pandemia ha aumentado el atractivo del enfoque de tipo ‘endowment’ en la inversión”

- La monetización de la deuda pública ya está lográndose mediante la compra directa o indirecta de bonos soberanos por parte de los bancos centrales. En el proceso, estamos aproximándonos a las ideas establecidas por la Teoría Monetaria Moderna. Cada vez es más frecuente que sean los gobiernos los que determinan la cantidad de dinero en circulación, con independencia del nivel de actividad económica. Si los gobiernos terminan estableciendo los tipos de interés oficiales, los mecanismos crediticios convencionales cambiarán, con unos tipos artificialmente bajos que se traduzcan en valoraciones artificiales de los activos.
- Probablemente veamos que la desglobalización toma impulso, mientras que un nuevo auge del nacionalismo y del populismo, motivado por las repercusiones de la pandemia, cambiaría profundamente los estilos de política económica.

Mercados financieros y asignación de activos

Tras la pandemia, podemos esperar que se aceleren algunas de las tendencias económicas y de los cambios de estilo de política monetaria y fiscal que

identificamos y comentamos en ediciones anteriores de *Horizonte*.

- Los economistas y los estrategas discuten sobre los factores fundamentales que han acelerado la caída general de los tipos de interés a casi cero o por debajo de cero desde la aparición del coronavirus. No obstante, es razonable pensar que el viraje en el estilo de política monetaria de los bancos centrales es uno de los factores. Observamos que los bancos centrales tienden a adoptar un estilo que combina el control de la curva de rendimientos y la Teoría Monetaria Moderna (TMM). En resumen, los bancos centrales estarán financiando los déficits públicos al tiempo que fijan sus costes de financiación en niveles considerablemente inferiores al crecimiento nominal.
- En consecuencia, estando en manos de la Reserva Federal un 26% de todos los bonos soberanos emitidos por el Tesoro americano, los mecanismos del mercado de renta fija están viéndose dislocados por el riesgo de que los bonos soberanos *core* pierdan su condición de activo refugio.

-
3. Las bajísimas rentabilidades de los bonos soberanos *core* están conduciendo a una erosión del capital en términos reales (represión financiera) y haciendo que cada vez sea más difícil crear una cartera bien diversificada mediante una asignación estratégica de activos equilibrada.
 4. Hemos defendido anteriormente que “el efectivo ya no es el rey” con respecto a la asignación estratégica de activos. La combinación de TMM + control de la curva de rendimientos que están adoptando los bancos centrales respalda esta afirmación.
 5. La asignación estratégica de activos 60/40 clásica (60% acciones, 40% bonos soberanos *core*) está perdiendo esplendor debido al creciente coste de la diversificación provocado por unas rentabilidades reales de la deuda pública cada vez más negativas. En cambio, el atractivo del estilo “endowment”, que efectúa significativas asignaciones a activos alternativos (*private equity*, activos inmobiliarios, estrategias de rentabilidad absoluta), está aumentando como resultado de la pandemia.
 6. No obstante, el preocupante aumento de los niveles de deuda plantea la cuestión de la sostenibilidad de la deuda. La necesidad de ser selectivos se vuelve cada vez más acuciante. El acceso de las empresas de *private equity* a financiación a un coste razonable y su resiliencia a los choques económicos deben formar una parte cada vez mayor de la ecuación a la hora de seleccionar operaciones.

En resumen, tras la crisis del coronavirus, las palabras clave en la asignación estratégica de activos son, ahora más que nunca, diversificación y selección.

BEYOND HORIZON

Pictet Wealth Management ha desarrollado una nueva iniciativa denominada “Beyond Horizon” con el propósito de profundizar aún más la investigación contenida en *Horizonte* y ampliar nuestra comprensión de los catalizadores subyacentes de los regímenes económicos y sus consecuencias para las clases de activos.

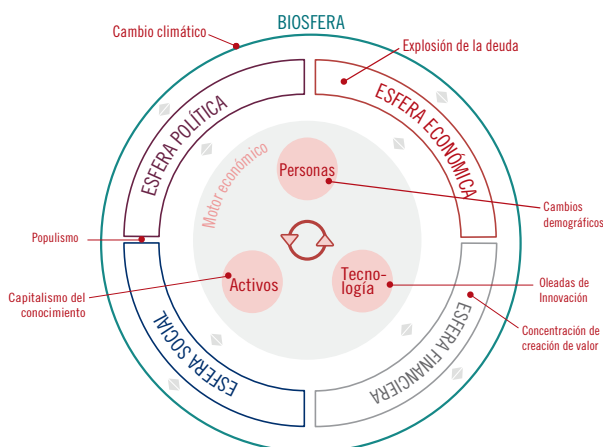
‘Beyond Horizon’ es un vehículo para examinar los catalizadores estructurales que tienen consecuencias de gran alcance y potencialmente masivas en nuestro entorno geopolítico, económico y financiero. Esta iniciativa tiene como propósito específico profundizar nuestra comprensión de los catalizadores subyacentes de los regímenes económicos y de las clases de activos y su impacto en la evolución de los activos. Esto, a su vez, debería ayudarnos a mejorar y ajustar continuamente nuestras proyecciones a largo plazo y nuestras decisiones en cuanto a asignación de activos.

Hasta ahora, hemos identificado siete catalizadores de los regímenes económicos

y de las clases de activos: cambio climático, innovación, demografía, populismo, problemas de deuda, creciente concentración de la creación de valor y creciente importancia del capital intelectual. Se añadirán más a medida que pase el tiempo. Tres de estos catalizadores —**demografía, innovación y populismo**— se encuentran ya en el núcleo del análisis que llevamos a cabo para *Horizonte*.

A estos tres catalizadores a largo plazo estamos sumando ahora otros cuatro. Primero, el **cambio climático** ha subido rápidamente en la lista de las preocupaciones de la gente y está afectando a las perspectivas de todas las economías. Segundo, la **explosión de la deuda** en una época de crecimiento relativamente débil significa que la capacidad de discriminar entre diferentes niveles de solvencia continuará siendo una de las mayores preocupaciones de los inversores. Tercero, la transición hacia un **capitalismo del conocimiento** basado en elementos intangibles y fomentado por el conocimiento está muy avanzada y marca un cambio importante en las oportunidades (y fuentes de riesgo) para todos los actores económicos. Cuarto, la **concentración de la creación de valor** en manos de un número reducido de agentes económicos está dando lugar a cambios sustanciales en el universo de inversión. Nuestras previsiones a largo plazo respecto a las economías, las clases de activos y la asignación de activos se irán perfeccionando a medida que exploremos más a fondo los nuevos temas señalados y otros asuntos.

SIETE CATALIZADORES - CÓMO ENCAJAN EN EL MARCO TOP-DOWN GLOBAL DE AA&MR



Fuente: Pictet WM - AA&MR, 12 de junio de 2020

UNOS TIPOS PERMANENTEMENTE BAJOS IMPLICAN MEJORES RENTABILIDADES PARA LA RENTA VARIABLE Y LOS ACTIVOS SIMILARES A LA RENTA VARIABLE

Unos tipos de interés persistentemente bajos son el hilo conductor de nuestras expectativas de rentabilidad para los próximos 10 años. Primero, las iniciativas de los bancos centrales para mantener los tipos de interés bajos hacen que descendan las previsiones de rentabilidad de la deuda pública y la liquidez. Como consecuencia del bajo nivel de los tipos y del cambio de régimen que se está observando en la política monetaria hacia diversas modalidades de la Teoría Monetaria Moderna (TMM), prevemos un nuevo descenso de las rentabilidades anuales de la liquidez durante los próximos 10 años. La liquidez en euros y francos suizos generará una rentabilidad anual media negativa, a nuestro parecer. Con la rentabilidad a 10 años considerablemente por debajo del 1% en EE.UU. y negativa en Europa y Japón, las rentabilidades esperadas de los bonos soberanos han disminuido.

En cambio, los efectos de la respuesta política al coronavirus, junto con ajustes en nuestro análisis de valoraciones, hacen que mejoren las expectativas de rentabilidad para la renta variable. Presuponiendo un régimen económico final sin cambios, la enorme brecha entre las rentabilidades reales este año y las previsiones de rentabilidad anualizada efectuadas el año pasado da lugar automáticamente a un aumento de las rentabilidades de la renta variable proyectadas para los 10 próximos años.

Unos tipos bajos y mejores valoraciones también están elevando las expectativas de rentabilidad para activos privados, tales como operaciones inmobiliarias y *private equity*. Nuestro análisis revela que la rentabilidad anual media del *private equity* podría superar la cota del 10% (en USD) y el *private equity* inmobiliario la del 6%.

El oro es uno de los pocos activos que debería beneficiarse más del cambio en el régimen de política monetaria (y posiblemente en el régimen de inflación), con una rentabilidad anual media esperada superior al 4% (en USD). Para quienes estén dispuestos a asumir el riesgo, la deuda de mercados emergentes y los bonos *high-yield* ofrecen un interesante potencial.

El efectivo ya no es el rey

El análisis demuestra que la liquidez ha proporcionado unas rentabilidades tan solo moderadas, descontando la inflación, durante los últimos 30 años. En un momento de tipos de interés a corto plazo muy bajos o incluso negativos, es importante diferenciar entre rentabilidades reales y nominales. Teniendo en cuenta los impuestos y la inflación, las rentabilidades reales de la liquidez parecen aún menos atractivas (véase tabla 1). En general, aunque el bajo nivel de los tipos ya nos estaba impulsando a rebajar nuestras expectativas,

el cambio de régimen en curso en la política monetaria nos hace prever un nuevo descenso de las rentabilidades anuales de la liquidez durante los próximos 10 años. La rentabilidad anual media de la liquidez en euros y francos suizos será negativa, mientras que la liquidez británica generará un 0,5%.

Para elevar el potencial de rentabilidad, los inversores en liquidez tienen que plantearse su predisposición ante diferentes formas de riesgo, como el riesgo de mercado y de liquidez, el riesgo de duración y el de crédito.

TABLA 1: EROSIÓN DEL CAPITAL DE 100 UNIDADES DE EFECTIVO EN CIERTAS ECONOMÍAS DURANTE LOS 10 PRÓXIMOS AÑOS DEBIDO A LA INFLACIÓN Y A LOS IMPUESTOS SOBRE PATRIMONIO

	Inflación media prevista %	Impuesto sobre patrimonio %	Capital restante	Erosión del capital %
EE.UU.	1,71	0	84,17	-15,8
EE.UU.	1,71	6	50,85	-49,1
Japón	0,68	0	93,41	-6,6
Zona euro	1,39	0	86,95	-13,1
Suiza	1,09	1,01	80,89	-19,1

Fuente: Pictet WM- AA&MR junio 2020

Bonos soberanos: la protección de las carteras tendrá un coste

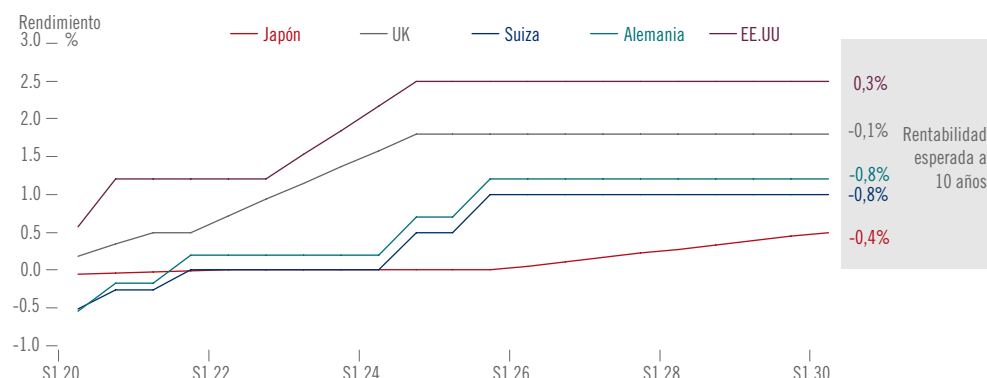
Las rentabilidades anuales medias nominales de los bonos soberanos estadounidenses podrían ser de tan solo un 0,3% para los US Treasuries a 10 años. Pero este dato es mejor que nuestras expectativas para los bonos japoneses con el mismo plazo (-0,4%) o los Bunds alemanes (-0,8%) (véase gráfico 1).

En general, la permanente supresión de los tipos de interés por parte de los bancos centrales hace que, como sucede con la liquidez, las perspectivas de rentabilidad de los bonos soberanos “refugio” sean débiles. Los tipos de interés a largo plazo deberían aumentar gradualmente en los próximos 10 años, subiendo el rendimiento de los US Treasuries a 10 años de alrededor del 0,6% a un 2,5%. No obstante, esperamos que los rendimientos soberanos permanezcan estructuralmente por debajo del crecimiento del PIB nominal durante los próximos 10

años. Ahora se prevé que la brecha en EE.UU. se sitúe en 150 pb en comparación con los 50 pb indicados en la edición 2019 de *Horizonte*. Por ello, creemos que los pagos de cupón de los bonos soberanos no compensarán la pérdida de valor asociada con las subidas de tipos que se produzcan, salvo en EE.UU. y el Reino Unido.

El cambio de régimen hacia unos rendimientos de los bonos soberanos estructuralmente más bajos significa que los inversores han de estar preparados para unas rentabilidades bajas, o incluso para pagar (mediante tipos de interés negativos) por el nivel deseado de protección de las carteras proporcionado tradicionalmente por los bonos del Estado a largo plazo. En resumen, la protección que los bonos soberanos de referencia proporcionan a las carteras tendrá un coste para los inversores en términos de potencial de rentabilidad.

GRÁFICO 1: ESCENARIOS DE RENDIMIENTOS DE LOS PRINCIPALES BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS Y RENTABILIDADES ESPERADAS*



* Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Pictet WM - AA&MR, mayo 2020

Bonos corporativos: el high-yield mantendrá su atractivo

Esperamos unas rentabilidades anuales medias totales del 3,2% para los bonos corporativos *investment-grade* (IG) americanos a 10 años, basando nuestro cálculo en una combinación de nuestras expectativas para el rendimiento soberano a 10 años y para el diferencial de rendimiento entre los bonos corporativos IG y los bonos soberanos a 10 años. Esperamos unas rentabilidades anuales medias del 1,8% para el IG en euros durante el mismo período (véase gráfico 2).

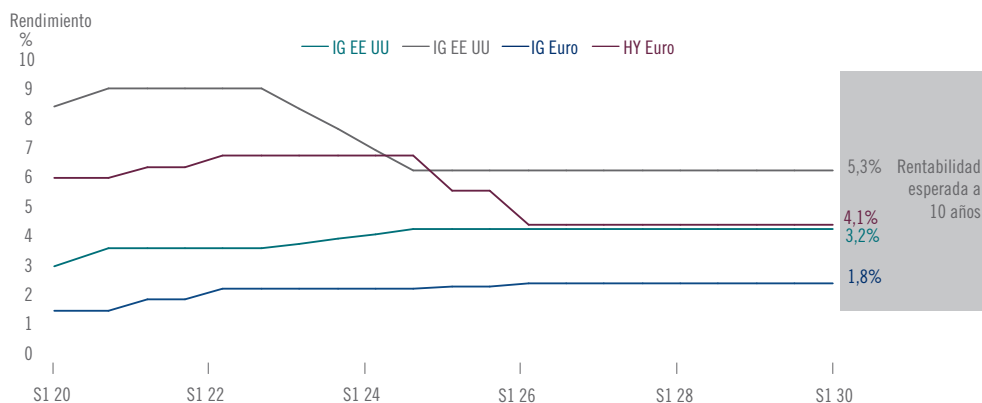
El aumento de los diferenciales debido al estallido del covid-19 en 2020 proporciona un mejor punto de partida para el *high-yield*: con un mayor potencial de compresión de diferenciales en los próximos 10 años, hemos revisado al alza nuestras expectativas de

rentabilidad anual media para los bonos *high-yield* americanos al 5,3% (en USD) desde el 4,4% de 2019. Se espera que la rentabilidad anual media del *high-yield* americano sea superior a las rentabilidades del *high-yield* en euros, que prevemos se sitúen en un 4,1% (en EUR).

Aunque los diferenciales del *high-yield* tienden a subir en paralelo al riesgo de renta variable, esta correlación tiene sus límites. De hecho, la ampliación de los diferenciales del *high-yield* a medida que los temores sobre el covid-19 repercutían en los mercados en marzo de este año fue moderada en comparación con el aumento del riesgo de renta variable, mientras bancos centrales y gobiernos se apresuraban a aportar respuestas mediante políticas destinadas a proporcionar liquidez a los mercados financieros.

“Prevemos que el mercado de bonos corporativos de Asia continúe expandiéndose y madurando”

GRÁFICO 2: ESCENARIOS DE RENDIMIENTOS DE BONOS CORPORATIVOS DE MERCADOS DESARROLLADOS Y RENTABILIDADES ESPERADAS*



* Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras

Fuente: Pictet WM-AA&MR, Factset, abril 2020

Los bonos corporativos asiáticos ofrecen la perspectiva de rentabilidades esperadas superiores

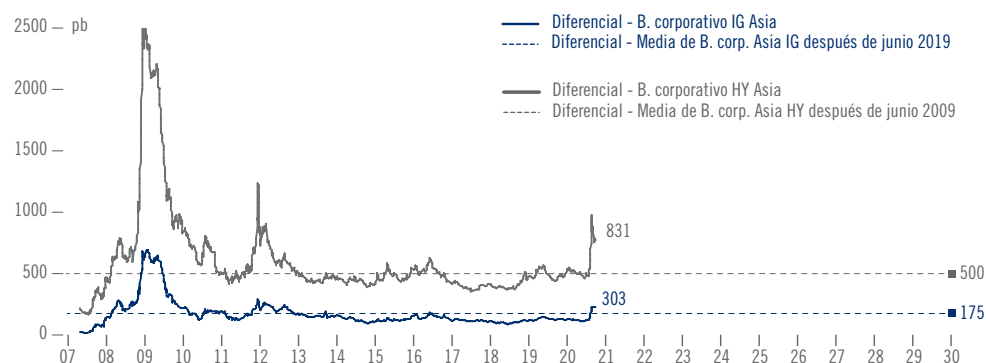
Los bonos corporativos asiáticos en divisas fuertes han estado atrayendo a los inversores extranjeros gracias a unos tentadores diferenciales de crédito y mejor calidad crediticia, habiéndose multiplicado el mercado por siete desde 2008.

Teniendo en cuenta nuestras expectativas sobre la reducción de los diferenciales de crédito en los próximos años (véase gráfico 3) a medida que el mercado de deuda corporativa asiática madure (aunque deberían seguir siendo mayores que los de la deuda corporativa desarrollada), prevemos una rentabilidad anual media del 4,0% para los bonos *investment-grade* en divisas fuertes de Asia (exc. Japón) y del 6,5% para los bonos

high-yield en divisas fuertes de Asia (exc. Japón) durante los próximos 10 años. Así, se prevé que la rentabilidad anual media en USD de la deuda corporativa asiática sea superior a las rentabilidades de la deuda corporativa americana, tanto *investment-grade* como *high-yield*.

Prevedemos que el mercado de bonos corporativos de Asia continúe expandiéndose y madurando a lo largo de la próxima década. Entre los motivos de este crecimiento se encuentran una rápida expansión económica en la región, el deseo de las empresas asiáticas de diversificar sus fuentes de financiación, la necesidad de los emisores asiáticos que operan en industrias denominadas en USD de minimizar los desajustes de divisas y, por último pero igual de importante, el aumento del apetito del inversor global.

GRÁFICO 3: DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS IG Y HY ASIÁTICOS, INCLUYENDO PREVISIONES PARA LOS PRÓXIMOS 10 AÑOS*



*Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Pictet WM - AA&MR, FactSet, mayo 2020

La pandemia mejora las rentabilidades para la renta variable de mercados desarrollados, pero no hará que superen su media a largo plazo

Situadas en un 6,5% (en USD), las rentabilidades anuales esperadas de la renta variable americana durante los próximos 10 años rondarán la mitad de la anterior media móvil a 10 años. Nuestra

expectativa de rentabilidad anual media del 5,4% para la renta variable europea es también inferior a la media histórica. La disminución de las expectativas de rentabilidad habría sido aún mayor de no ser por el bajo punto básico, que es uno de los efectos secundarios del estallido del covid-19, lo que significa que nuestras expectativas de rentabilidad a largo plazo son mayores que las del año pasado.

Hay dos factores principales que ejercen presión en la renta variable: el aumento de las valoraciones desde la crisis financiera global y la desaceleración prevista del crecimiento de los beneficios, en consonancia con un debilitamiento de la perspectiva secular. Dado que se prevé que los rendimientos soberanos continúen bastante bajos, nuestras expectativas de valoración se han revisado al alza con respecto al año pasado. En vista del panorama actual, se prevé que la rentabilidad por dividendo represente alrededor del 60% de las rentabilidades de la renta variable en

Europa y cerca del 40% en EE.UU., por encima de la media a largo plazo (véase tabla 2).

Las pequeñas capitalizaciones afrontan riesgos específicos, con una prima de valoración que es muy inestable a lo largo del tiempo. Esto significa una mayor incertidumbre en torno a nuestras expectativas, si bien actualmente esperamos una rentabilidad anual media del 6,8% para las *small caps* americanas y del 5,8% para sus homólogas de la zona euro (ambas cifras en divisas locales).

“La renta variable emergente ha generado una rentabilidad notablemente superior a largo plazo, y esperamos que esto siga siendo así en los próximos 10 años”

TABLA 2: FACTORES CLAVE EN LAS RENTABILIDADES ESPERADAS A LARGO PLAZO (EN%)*

	Rentab. por dividendo objetivo	PER inicial	PER objetivo	Crecimiento beneficios objetivo
EE.UU.	2,1	16,9	16,5	4,0
Small caps EE.UU.	1,7	21,7	22,0	4,6
Renta variable Europa	3,1	13,2	12,0	3,0
R.V. zona euro	2,9	12,7	12,0	3,0
Small caps Europa	2,6	14,0	12,0	4,6
R.V. Reino Unido	2,5	11,1	11,0	4,2
R.V. Suiza	3,0	15,2	13,0	4,3
R.V. Japón	2,2	11,9	12,0	1,8

*Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras

Fuente: Pictet WM-AA&MR, Factset, abril 2020

El vigor de la renta variable emergente

En general, se espera que la renta variable emergente continúe generando elevadas rentabilidades anuales medias en los próximos 10 años (7,8%), gracias a un crecimiento económico superior. Nuestras rentabilidades esperadas han aumentado desde el año pasado por la expectativa de una menor dilución, un efecto positivo de los tipos de cambio y un efecto base favorable debido a la crisis del covid-19.

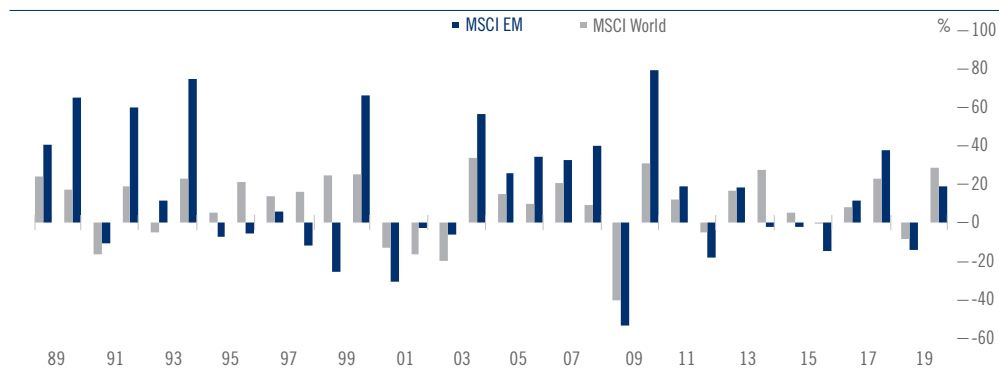
La renta variable emergente ha generado una rentabilidad notablemente superior a la de la desarrollada a largo plazo, y nuestra expectativa es que esto siga siendo así en los próximos 10 años (véase gráfico 4).

Pero la brecha es menor de lo que podría esperarse atendiendo únicamente a los diferenciales de crecimiento económico. Un motivo importante es la necesidad vital de las empresas emergentes de captar capital e invertir, lo que automáticamente diluye los beneficios por acción. Además, las rentabilidades superiores de la renta variable emergente se han producido a costa de un riesgo mayor, que se ha visto suficientemente compensado menos de la mitad de las veces. No obstante, la clase de activos sigue siendo atractiva para los inversores a largo plazo dispuestos a asumir el riesgo adicional.

Al desglosar las rentabilidades de las acciones emergentes se observa que los efectos de los dividendos y de las divisas no deberían pasarse por alto. Los primeros suelen representar un tercio de la rentabilidad total a lo largo del tiempo, mientras que los segundos pueden tener un efecto desmedido en los resultados, especialmente en horizontes a corto plazo.

En los mercados emergentes, el avance de la renta variable china dista de haber terminado, pues la progresiva apertura de la economía de China probablemente conduzca a que se la incluya más en índices de referencia y asignaciones de inversores. La cuota de China en el ámbito emergente ya es sustancial: invertir en mercados emergentes significa cada vez más invertir en China. Además, Corea del Sur y Taiwán, segundo y tercero de los países emergentes por capitalización bursátil, están estrechamente vinculados a los ciclos de producción y oferta de China.

GRÁFICO 4: RENTABILIDADES NOMINALES ANUALES DE LA RENTA VARIABLE EMERGENTE Y DESARROLLADA (EN USD)*



* Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Pictet WM – AA&MR, Factset, 6 de enero de 2020

Divisas: interrogantes sobre el dólar

Según nuestro modelo, el dólar estadounidense y el franco suizo son las más sobrevaloradas de las principales divisas, mientras que el yen japonés es el más infravalorado. Prevedemos que el dólar se deprecie frente a la mayoría de las divisas en un horizonte a 10 años, a medida que los favorables diferenciales de tipos de interés se deterioren y los rendimientos americanos reales permanezcan bajos. Según nuestro modelo, el yen es la divisa con mayor potencial alcista.

Nuestras conclusiones demuestran asimismo que la libra esterlina está infravalorada. Por consiguiente, creemos que la libra será la divisa que más probablemente se revalorice a 10 años vista frente a todas las demás excepto el yen. Sin embargo, la vuelta al valor de equilibrio a largo plazo de esa divisa depende en gran medida de la futura relación del Reino Unido con la UE. El Brexit pone de relieve los límites de nuestro modelo. Los modelos de valoración clásicos no consiguen captar los potenciales cambios de régimen causados por choques políticos. El riesgo de dichos choques ha aumentado con el auge global de los populismos.

Hacia una época de esplendor para el oro

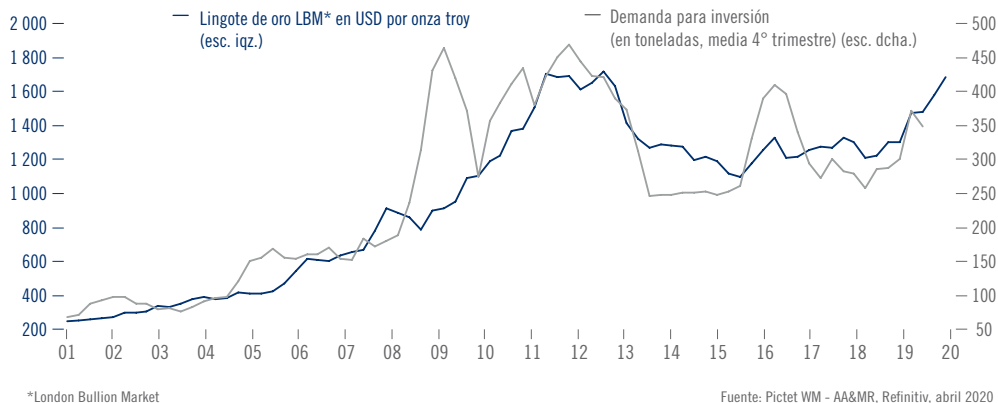
Basándonos en nuestro modelo, prevedemos que el precio de los lingotes de oro rondará los 2.470 USD la onza troy en un horizonte temporal de 10 años (frente a unos 1.520 USD a finales de 2019). Esto se traduce en una rentabilidad anual del 4,4% en el mismo período. El avance del oro derivado de nuestra expectativa de que el índice USD

caiga en torno a un 14% en el mismo período y de que el balance de la Fed aumente (a un ritmo considerablemente superior al del crecimiento económico nominal de EE.UU.) se ve ligeramente contrarrestado por el repunte previsto de los tipos reales americanos. Combinados con una mayor expectativa de depreciación del USD, unos tipos oficiales en su límite mínimo efectivo durante un período prolongado de tiempo junto con la creciente deuda pública están haciendo que los bonos soberanos estadounidenses sean menos atractivos que el oro, que no conlleva ningún riesgo de crédito y cuenta con un sólido historial como depósito de valor.

Mientras que la demanda de oro como inversión (véase gráfico 5) representa solo un 30% de la demanda total de oro, una serie de motivos hacen que sea el centro de nuestras proyecciones sobre el precio del oro. Utilizamos el USD, el tipo real americano a 10 años y el tamaño del balance de la Reserva Federal americana para estimar la demanda de oro como inversión.

Aunque observamos un repunte de los tipos reales, se considera muy moderado, y se prevé que el balance de la Fed crezca a un ritmo considerablemente más rápido que el año pasado debido a la reanudación de un amplio programa de relajación cuantitativa. La combinación de niveles crecientes de deuda y una expansión masiva del balance de la Fed para contrarrestar el efecto de la crisis del covid-19 indican que cualquier retorno a condiciones más “normales” será un reto.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL ORO Y DEMANDA PARA INVERSIÓN



Private equity: el activo de alto octanaje

Prevedemos que el *private equity* genere unas rentabilidades anuales medias de alrededor del 10% anual durante los próximos 10 años, considerablemente más que la renta variable global.

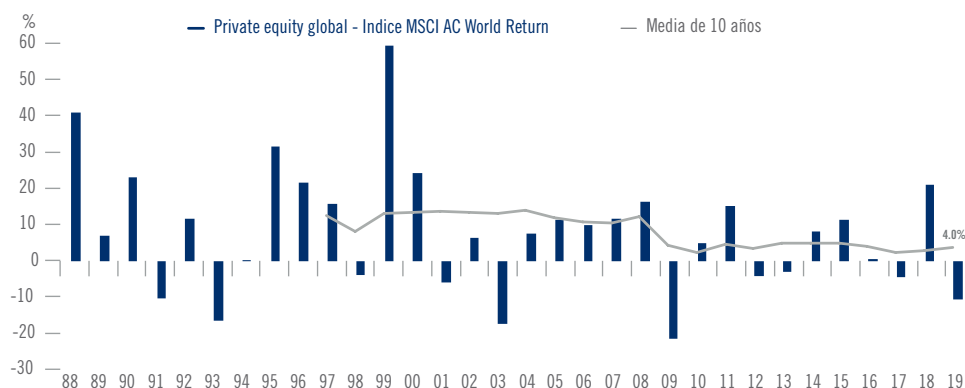
La caída de las rentabilidades esperadas para las carteras 60/40 clásicas ha llevado a los inversores a contemplar alternativas, habiendo dado lugar a un enorme crecimiento del *private equity* y los activos privados en general durante la década pasada. Las expectativas de que los bajos rendimientos persistan significan que el apalancamiento debería continuar respaldando las rentabilidades del *private equity* en lo sucesivo.

El *private equity* ofrece beneficios de diversificación, rentabilidades constantes y un alfa considerable en relación con la renta variable cotizada (véase gráfico 6) — pero la selección de gestores es primordial. El control de la empresa, la capacidad para determinar el momento de deshacerse de la inversión, la asignación sectorial y el uso adecuado del apalancamiento financiero son los pilares de rentabilidades superiores de las inversiones en *private equity*.

El capital riesgo, que representa alrededor del 13% de los activos de *private equity*, se comporta más o menos como el *private equity* en conjunto.

“Tipos oficiales bajos durante un período prolongado y la creciente deuda pública están haciendo que los *US Treasuries* sean menos atractivos que el oro”

GRÁFICO 6: PRIVATE EQUITY GLOBAL: DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ANUAL RESPECTO A LA RENTABILIDAD TOTAL DEL MSCI AC WORLD*



* Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Pictet WM-AA&MR, Pitchbook, marzo 2020

“Se espera que continúe la fuerte rentabilidad de las infraestructuras básicas privadas”

Infraestructuras, una clase de activos clave en los próximos años

Se espera que la fuerte rentabilidad generada por las infraestructuras básicas privadas en los 10 últimos años (8,5% anual) continúe a un buen ritmo, aunque más lento, en la próxima década (5,6% anual) (véase gráfico 7).

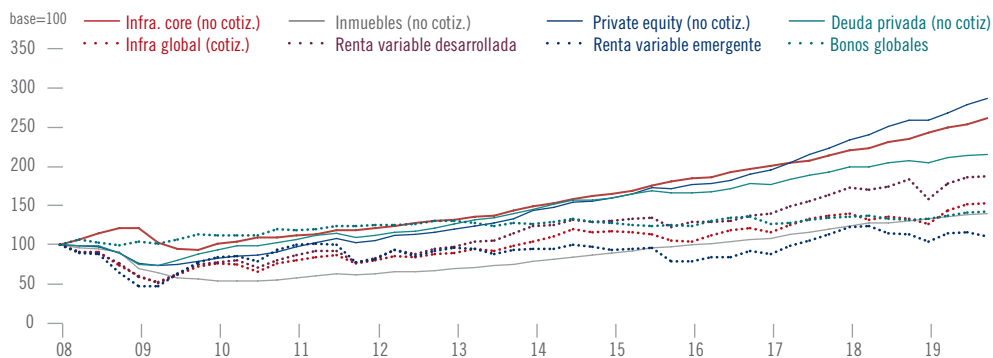
Entre los atractivos de las infraestructuras se encuentran la alta visibilidad y predecibilidad de los ingresos. Además, las infraestructuras no cotizadas, similares a muchos otros activos privados, tienen una correlación limitada con los mercados cotizados y pueden mejorar el perfil de riesgo-rendimiento de las carteras.

Las infraestructuras privadas – participaciones de capital para infraestructuras básicas en particular – son una clase de activos relativamente nueva, pero su popularidad ha aumentado entre los inversores a largo plazo atraídos por la promesa de fuertes rentabilidades y diversificación de las carteras.

Las infraestructuras como tema de inversión están aquí para quedarse. Habrá una ingente necesidad de inversiones en todo el mundo durante las próximas décadas que el sector público no podrá satisfacer en su totalidad y por lo tanto será necesario que los inversores privados cubran esa laguna. Además, el estrecho vínculo entre los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU y las infraestructuras hace que éstas sean atractivas para inversores concienciados con los criterios ASG.

La clase de activos dista de ser homogénea, pues cubre un amplio abanico de perfiles de riesgo, sectores y plazos. Los muchos tipos de formatos financieros aumentan asimismo la complejidad. Por lo tanto, se requiere una cuidadosa comprensión de los riesgos. Además, como clase de activos, las infraestructuras privadas han de ser sometidas a prueba también en condiciones del mercado adversas para evaluar la función estructural apropiada que pueden desempeñar en la asignación de activos de los inversores a largo plazo.

GRÁFICO 7: LOS ACTIVOS NO COTIZADOS TIENDEN A GENERAR RENTABILIDADES SUPERIORES - RENTABILIDAD HISTÓRICA DE ALGUNAS CLASES DE ACTIVOS



Fuente: Pictet WM - AA&MR, Pictet Alternative Advisors, FactSet, Prequin Ltd., abril 2020

Buenos motivos para incluir el *private equity* inmobiliario en una asignación estratégica de activos

Se espera que el *private equity* inmobiliario global genere, en promedio, un 6,2% en dólares y un 5,1% en euros al año durante los próximos 10 años.

La rentabilidad del *private equity* inmobiliario se define como el diferencial sobre los *US Treasuries* a 10 años. Mientras que desde 1988 el diferencial medio a largo plazo se sitúa en un 0,7%, durante los últimos 10 años el diferencial ha subido a un 5,5%, reflejando el impacto de la crisis *subprime* y el entorno de

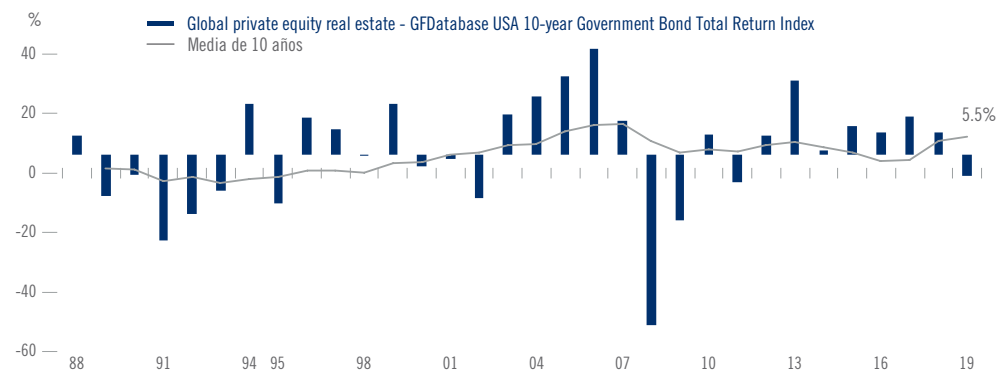
tipos bajos que ha prevalecido desde entonces. Además, el covid-19 convenció a los bancos centrales, incluida la Fed, de la necesidad de emprender más medidas de relajación cuantitativa. La rentabilidad media a 10 años ofrecida por el *private equity* se sitúa en un 5,5% (véase gráfico 8), pero esperamos que aumente ligeramente habida cuenta del entorno de rendimientos dominante. **Los rendimientos a largo plazo, que se espera permanezcan más bajos durante más tiempo, deberían fomentar la participación en inversiones inmobiliarias y respaldar las valoraciones de los bienes inmuebles.**

Las rentabilidades esperadas en los activos inmobiliarios pueden dividirse en cuatro componentes principales: el rendimiento corriente, que se prevé genere un tercio de las rentabilidades totales en los próximos años, el apalancamiento financiero (16% de la rentabilidad total, al menos) y el valor añadido (hasta un 35%), correspondiendo el importe residual a la elección de ubicaciones inteligentes. En otras palabras, como en

otras inversiones de *private equity*, un gestor inmobiliario de valor añadido tiene dos palancas principales para impulsar las rentabilidades y generar alfa adicional: el uso óptimo del apalancamiento financiero y la mejora de los inmuebles para incrementar los ingresos y el valor. Esto explica por qué esperamos que los activos inmobiliarios europeos con valor añadido generen una rentabilidad anual media del 6,6% en euros durante los próximos 10 años, optimizando los gestores las rentabilidades mediante apalancamiento financiero y creación de valor.

Los activos inmobiliarios pueden defender las carteras de la inflación mejor que los bonos soberanos. Un aumento de la inflación suele dar lugar a un aumento de los tipos de interés, lo que se traduce en una caída del precio de los bonos existentes y por lo tanto en pérdidas para las carteras de bonos soberanos. Pero en el sector inmobiliario, los alquileres están generalmente indexados al índice de precios al consumo.

GRÁFICO 8: PRIMA DE RENTABILIDAD DEL *PRIVATE EQUITY* INMOBILIARIO GLOBAL RESPECTO A LOS US TREASURIES A 10 AÑOS*



*Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Pictet WM-AA&MR, Burgiss, Global Financial Data, mayo 2020

Hedge funds: activos similares a la renta variable pero con beta más baja

Los índices de hedge funds presentan una beta más baja que sus equivalentes de renta variable mundial, lo que significa que muestran menos volatilidad que esta

pero proporcionan también menores rentabilidades. Esta beta se situaba en 0,7 antes de la crisis financiera global de 2007-2008 y desde entonces ha descendido a 0,5. Nuestra expectativa de unas rentabilidades totales anuales medias del 3,5% para los hedge funds durante los próximos

10 años presupone que la beta media en relación con la renta variable permanecerá sin cambios a lo largo de la próxima década.

En pocas palabras, todo tiene un coste. El tener una beta más baja que la renta variable hace que los hedge funds ofrezcan una volatilidad menor, pero también rentabilidades menores. Por lo tanto, los hedge funds parecen más atractivos en los malos tiempos que en los buenos. **Sin embargo, elegir la estrategia y el gestor más apropiados puede mejorar las rentabilidades esperadas de los hedge funds.**

EL ATRACTIVO DE LA INVERSIÓN TIPO ‘ENDOWMENT’

Enfrentados a la caída de las rentabilidades de una cartera 60/40 clásica, los inversores tendrán que plantearse el recurrir a activos alternativos. Esto ha dado lugar a un creciente interés por el enfoque de diversificación de carteras adoptado por los fondos dotacionales o tipo ‘endowment’, que prometen mejores rentabilidades.

En este contexto, la inversión tipo ‘endowment’ representa un sustituto o complemento interesante. Los fondos dotacionales son agrupaciones de capital establecidas en nombre de organizaciones sin ánimo de lucro y se financian mediante donativos y donaciones. Los mayores fondos son gestionados por cuenta de universidades de EE. UU.

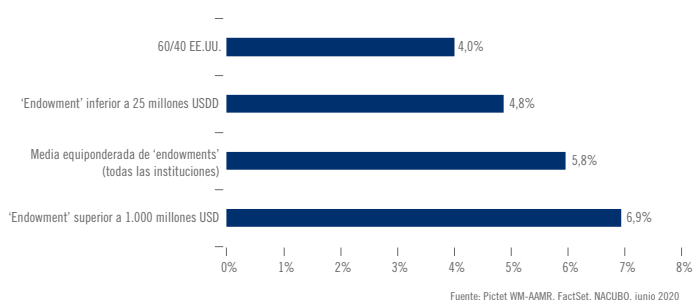
Las rentabilidades esperadas a largo plazo para los fondos tipo ‘endowment’ americanos se sitúan en un 7% anual por término medio, según NACUBO (7,2% en 2018). Nuestra previsión es que los ‘endowment funds’ proporcionen una rentabilidad anual media del 5,8% a lo largo de los próximos 10 años, rindiendo los de mayor tamaño un 6,9% por término medio y los más pequeños un 4,8% (véase gráfico).

No existe una única estrategia de tipo ‘endowment’. Por término medio, los ‘endowment funds’ invierten un 30% en activos alternativos, pero esta cifra puede elevarse a más del 60% en el caso de algunos de los de mayor tamaño, lo que explica en gran medida por qué los ‘endowment funds’ más grandes (con más de 1.000 millones de USD en activos bajo gestión) se comportan mejor que los más pequeños.

Las rentabilidades a largo plazo ajustadas al riesgo logradas por los mayores ‘endowment funds’ pueden parecer atractivas, pero pocos inversores privados pueden invertir en activos alternativos como el *private equity*,

activos inmobiliarios directos y algunos hedge funds, que son la fuente principal de las rentabilidades superiores de los ‘endowment funds’, porque para ello se requieren unos conocimientos específicos y una mayor inversión inicial, además de que no proporcionan la misma liquidez que los mercados cotizados. No obstante, siendo probable que las rentabilidades de las carteras 60/40 equilibradas continúen flojas, sigue pareciendo interesante un estilo de asignación de activos más cercano al adoptado por los ‘endowment funds’

EXPECTATIVAS A 10 AÑOS DE LOS ‘ENDOWMENT FUNDS’ VS. UNA CARTERA AMERICANA 60/40



LA INVERSIÓN POR OBJETIVOS: EL NUEVO ESTILO DE ASIGNACIÓN ESTRATÉGICA

Al igual que el enfoque ‘*endowment*’, la inversión en función de objetivos representa una ruptura con el enfoque tradicional de la asignación de activos en las carteras, al situar los objetivos de los inversores en el núcleo del proceso de inversión

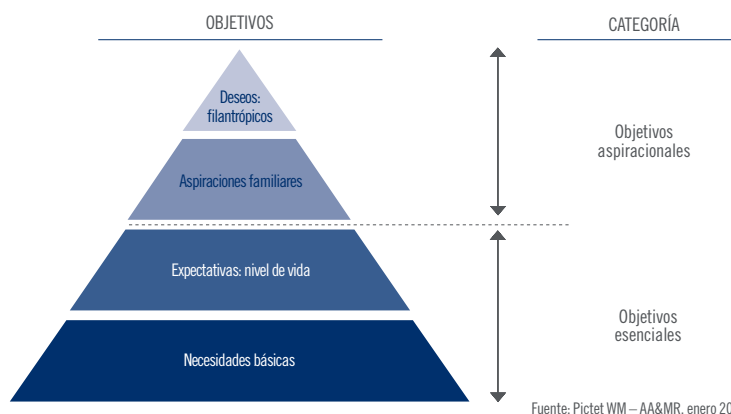
La inversión por objetivos (GBI por sus siglas en inglés) es un enfoque de inversión que trata de maximizar la probabilidad de lograr los objetivos de los inversores colocándolos en el núcleo del proceso y teniendo en cuenta la singularidad de cada inversor. El planteamiento GBI va más allá de los enfoques tradicionales de la gestión de inversiones, que tratan de elaborar una asignación de activos óptima que supere la rentabilidad del mercado basándose únicamente en el perfil de riesgo y el patrimonio disponible del inversor. La principal ventaja del planteamiento GBI con respecto a los enfoques tradicionales de la asignación de activos es que tiene en cuenta las particularidades de cada inversor, incorporando avances recientes logrados en las finanzas conductuales. Los activos bajo gestión a los que se aplica la

metodología GBI han experimentado un crecimiento notable en los últimos años, alcanzando unos 2.000 billones de USD.

Esta metodología parte de la premisa de que los factores que los inversores tienen en cuenta pueden ser demasiado variados para reducirlos a los dos parámetros que habitualmente se tienen en cuenta a la hora de invertir (el nivel deseado de rentabilidad y el grado de volatilidad aceptable), especialmente porque el riesgo no puede medirse exclusivamente en términos de la volatilidad del precio de una clase de activos.

Los objetivos de los inversores y el modo en el que alcanzan dichos objetivos están estrechamente ligados. Podría incluso decirse que, para algunos inversores, el

LOS ‘OBJETIVOS’ DE LA INVERSIÓN BASADA EN OBJETIVOS



modo de lograr los objetivos de inversión es tan importante como los propios objetivos. En la metodología GBI, los objetivos se dividen a grandes rasgos entre esenciales y aspiracionales. Estas dos amplias categorías abarcan muchos tipos diferentes de objetivos: necesidades básicas (necesidades); nivel de vida (expectativas); filantrópicos (deseos); y familiares (aspiraciones) (*véase gráfico*).

El enfoque GBI tiene muchas ventajas importantes. Proporciona mayor conocimiento sobre los sesgos emocionales y conductuales del inversor; determina con claridad el capital necesario para lograr

los objetivos y definir los compromisos a más largo plazo; es tan adecuado para la asignación de activos individualizada como para la personalización a gran escala; puede calcular la probabilidad de lograr los objetivos de un inversor; ayuda a medir cuánto valor está aportando un gestor patrimonial a los objetivos de un inversor más que a compararlo con un índice de referencia o un competidor; contribuye a una integración natural y coherente de las finanzas conductuales en el proceso de inversión; y proporciona una definición más exacta y pertinente del riesgo que la gestión de inversiones tradicional.

Autores: Pictet Wealth Management, Asset Allocation & Macro Research Team (Christophe Donay, Djâafar Aballeche, Lauréline Chatelain, Dong Chen, Thomas Costerg, Jean-Pierre Durante, Nadia Gharbi, Jacques Henry, Julien Holtz, Luc Luyet, Wilhelm Sissener)
Edición: Pictet Wealth Management, Investment Communication Team (Isidore Ryan)
Maquetación: Pictet Group, Production Multimedia Team (Diana Messina)
Traducción: Isabel Alvarez Castillo, Nieves García de las Heras
Julio 2020

AVISO LEGAL

La presente comunicación comercial no está destinada a personas o entidades que sean nacionales de, o residentes en, o estén domiciliadas o registradas en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, puesta a disposición o uso sean contrarios a la legislación o reglamentación vigente.

La información, los datos y los análisis contenidos en este documento se proporcionan a título informativo exclusivamente. No constituyen ningún tipo de recomendación, general o adaptada a las circunstancias personales de ninguna persona. A no ser que se especifique lo contrario, toda la información relativa a precios es solo indicativa. Ninguna entidad del grupo Pictet asumirá ninguna responsabilidad en relación con dicha información, la cual no constituye una oferta o invitación para comprar, vender o suscribir títulos u otros instrumentos financieros. La información contenida en el presente documento no es el resultado de un análisis financiero en el sentido de las Directivas de la Asociación Suiza de Banqueros relativas a la Independencia de la Investigación Financiera, ni de una investigación de inversiones realizada a efectos de lo dispuesto en la MiFID de la UE. Toda la información y las opiniones presentadas en este documento se han obtenido de fuentes consideradas fiables y de buena fe, pero no se realiza ninguna declaración ni se da ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.

Excepto en el caso de determinadas obligaciones que pueda tener alguna entidad del grupo Pictet con el destinatario del presente documento, el destinatario deberá considerar la idoneidad de la transacción en función de sus objetivos individuales y evaluar de forma independiente, con un asesor profesional, los riesgos financieros específicos, así como las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables.

Por otra parte, la información, las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente documento reflejan una evaluación a la fecha de su publicación inicial y pueden ser objeto de cambios sin previo aviso. El grupo Pictet no tiene la obligación de actualizar o mantener al día la información aquí contenida. En caso de que el presente documento se refiera al valor y al rendimiento de uno o varios títulos o instrumentos financieros, se basa en cotizaciones proporcionadas por fuentes habituales de información financiera, que pueden sufrir fluctuaciones. El valor de mercado de los instrumentos financieros puede variar en función de cambios de orden económico, financiero o político, del plazo residual, de las condiciones del mercado, de la volatilidad y de la solvencia del emisor o de la del emisor de referencia. Algunas inversiones pueden no ser fácilmente realizables, dado que el mercado de valores puede ser ilíquido. Además, los tipos de cambio pueden tener un efecto positivo o negativo sobre el valor, el precio o el rendimiento de los títulos o de las inversiones correspondientes, que se mencionan en el presente documento. Al invertir en mercados emergentes, conviene

tener en cuenta que la situación política y económica de esos países es significativamente menos estable que la de los países industrializados. Están mucho más expuestos a los riesgos de rápidos cambios políticos y reveses económicos.

Las rentabilidades pasadas no deben considerarse una indicación o garantía de la futura rentabilidad y las personas destinatarias de este documento son totalmente responsables de sus eventuales inversiones. No se proporciona ninguna garantía expresa o implícita en cuanto a futuras rentabilidades. Por otra parte, las proyecciones no son un indicador fiable de futuras rentabilidades.

El contenido del presente documento solo podrá ser leído y/o utilizado por la persona a quien va dirigido. El grupo Pictet no será responsable de la utilización, la transmisión o la explotación del contenido de este documento. Por consiguiente, cualquier forma de reproducción, copia, divulgación, modificación y/o publicación del contenido será exclusivamente bajo la responsabilidad del destinatario del presente documento, eximiendo de toda responsabilidad al grupo Pictet. El destinatario del presente documento se compromete a respetar las leyes y las reglamentaciones aplicables en las jurisdicciones en las que pueda tener que utilizar los datos reproducidos en este documento.

El presente documento ha sido publicado por Banque Pictet & Cie SA. Esta publicación y su contenido pueden citarse a condición de que se indique la fuente. Todos los derechos reservados. Copyright 2020. Banque Pictet & Cie SA es una entidad establecida en Suiza, con licencia exclusiva obtenida con arreglo a la legislación suiza y, por consiguiente, sujeta a la supervisión de la autoridad de supervisión de los mercados financieros suizos (FINMA).

Distribución: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) SA

Solo disponible en inglés

SIX: "SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of the relevant SIX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. SIX Swiss Exchange has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant index or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited."

MSCI: The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, fast profits) or any other damages. (www.msci.com)

FTSE: " FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE International Limited under licence. All rights in the FTSE indices and / or FTSE ratings vest in FTSE and/or its licensors. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and / or FTSE ratings or underlying data and no party may rely on any FTSE indices, ratings and / or data underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent. FTSE does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

RUSSELL: Frank Russell Company ("Russell") is the source and owner of the trademarks, service marks and copyrights related to the Russell Indexes. Russell® is a trademark of Frank Russell Company. Neither Russell nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the Russell Indexes and / or Russell ratings or underlying data and no party may rely on any Russell Indexes and / or Russell ratings and / or underlying data contained in this communication. No further distribution of Russell Data is permitted without Russell's express written consent. Russell does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

FTSE/CITI: "Source: FTSE Fixed Income LLC ("FTSE FI") © FTSE FI 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE FI under license. All rights in the FTSE FI indices vest in FTSE FI and/or its licensors. Neither FTSE FI nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE FI indices or underlying data and no party may rely on any FTSE FI indices or underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE FI data is permitted without FTSE FI's express written consent. FTSE FI does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

JPMORGAN: "Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved."

BLOOMBERG-BARCLAYS: Bloomberg Index Services Limited

STOXX: "STOXX Limited ("STOXX") is the source of The relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. STOXX has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group or its data. Any dissemination or further distribution of any such in-formation pertaining to STOXX is prohibited."

MARKIT: "Copyright 2018, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by Markit Economics Limited."

RICI/RI-CI-Beeland: Rogers International Commodity Index®. "Jim Rogers", "James Beeland Rogers, Jr.", and "Rogers" are trademarks and service marks of, and "Rogers International Commodity Index" and "RICI" are registered service marks of, Beeland Interests, Inc., which is owned and controlled by James Beeland Rogers, Jr., and are used subject to license. The personal names and likeness of Jim Rogers/James Beeland Rogers, Jr. are owned and licensed by James Beeland Rogers, Jr. Products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof are not sponsored, endorsed, sold or promoted by Beeland Interests, Inc. ("Beeland Interests") or James Beeland Rogers, Jr. Neither Beeland Interests nor James Beeland Rogers, Jr. makes any representation or warranty, express or implied, nor accepts any responsibility, regarding the accuracy or completeness of this website, or the advisability of investing in securities or commodities generally, or in products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof or in futures particularly.

TOPIX: The TOPIX Index Value and the TOPIX Marks are subject to the proprietary rights owned by Tokyo Stock Exchange, Inc. and Tokyo Stock Exchange, Inc. owns all rights and know-how relating to the TOPIX such as calculation, publication and use of the TOPIX Index Value and relating to the TOPIX Marks. No product is in any way sponsored, endorsed or promoted by Tokyo Stock Exchange, Inc.

EMMI-EURIBOR: Euribor®, Eonia® and Europeo® are registered trademarks of EMMI a.i.s.d.l. All rights reserved. All use of these names must indicate that the index is a registered trademark.

NOMURA: The intellectual property rights and any other rights, in the Nomura indices belong to Nomura Securities Co., Ltd. ("Nomura"). Nomura does not guarantee accuracy, completeness, reliability, usefulness, marketability, merchantability or fitness of the Index, and does not account for business activities or services that Pictet group undertakes with the use of the Index.

S&P DOW JONES: The "relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group" is a product of S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global, or its affiliates ("SPDJ") and Third Party Licensor, and has been licensed for use by Pictet group. Standard & Poor's® and S&P® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC, a division of S&P Global ("S&P"); Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones");

Third Party Licensor Trademarks are trademarks of the Third Party Licensor and these trademarks have been licensed for use by SPDJ and sublicensed for certain purposes by Pictet group. It is not possible to invest directly in an index. The relevant product of the Pictet group are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJ, Dow Jones, S&P, any of their respective affiliates (collectively, "S&P Dow Jones Indices") or Third Party Licensor. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensor make any representation or warranty, express or implied, to the owners of the relevant product of the Pictet group or any member of the public regarding the advisability of investing in securities generally or in the relevant product of the Pictet group particularly or the ability of the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group to track general market performance. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor only relationship to Pictet Group with respect to the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is the licensing of the Index and certain trademarks, service marks and/or trade names of S&P Dow Jones Indices and/or its licensors. The relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is determined, composed and calculated by S&P Dow Jones Indices or Third Party Licensor without regard to Pictet Group or the relevant product of the Pictet group. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation to take the needs of Pictet Group or the owners of the relevant product of the Pictet group into consideration in determining, composing or calculating the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensors are responsible for and have not participated in the determination of the prices, and amount of the relevant product of the Pictet group or the timing of the issuance or sale of The relevant product of the Pictet group in the determination or calculation of the equation by which the relevant product of the Pictet group is to be converted into cash, surrendered or redeemed, as the case may be. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation or liability in connection with the administration, marketing or trading of the relevant product of the Pictet group. There is no assurance that investment products based on the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment or tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of any tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

NEITHER S&P DOW JONES INDICES NOR THIRD PARTY LICENSOR GUARANTEES THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS AND/OR THE COMPLETENESS OF THE INDICES OR ANY DATA RELATED THERETO OR ANY COMMUNICATION, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, ORAL OR WRITTEN COMMUNICATION (INCLUDING ELECTRONIC COMMUNICATIONS) WITH RESPECT THERETO. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY FOR ANY ERRORS, OMISSIONS, OR DELAYS THEREIN. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR MAKES NO EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, AND EXPRESSLY DISCLAIMS ALL WARRANTIES, OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE OR AS TO RESULTS TO BE OBTAINED BY PICTET GROUP OWNERS OF THE RELEVANT PRODUCT OF PICTET GROUP OR ANY OTHER PERSON OR ENTITY FROM THE USE OF THE INDICES OR WITH RESPECT TO ANY DATA RELATED THERETO. WITHOUT LIMITING ANY OF THE FOREGOING, IN NO EVENT WHATSOEVER SHALL S&P DOW JONES INDICES OR THIRD PARTY LICENSOR BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, SPECIAL, INCIDENTAL, PUNITIVE, OR CONSEQUENTIAL DAMAGES INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, LOSS OF PROFITS, TRADING LOSSES, LOST TIME OR GOODWILL, EVEN IF THEY HAVE BEEN ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH DAMAGES, WHETHER IN CONTRACT, TORT, STRICT LIABILITY, OR OTHERWISE. THERE ARE NO THIRD PARTY BENEFICIARIES OF ANY AGREEMENTS OR ARRANGEMENTS BETWEEN S&P DOW JONES INDICES AND PICTET GROUP, OTHER THAN THE LICENSORS OF S&P DOW JONES INDICES.

NASDAQ: Nasdaq®, The relevant NASDAQ indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group, are registered trademarks of Nasdaq, Inc. (which with its affiliates is referred to as the "Corporations") and are licensed for use by Pictet Group.

HFR: © 2018 Hedge Fund Research, Inc. - All rights reserved. HFR®, HFRi®, HFRX®, HFRQ®, HFRU®, HFRl®, HFR PortfolioScope®, WWW.HEDGEFUNDRESEARCH.COM®, HEDGE FUND RESEARCH®, HFR IndexScope™, and HFR Risk Party Indices™ are the trademarks of Hedge Fund Research, Inc. This information is obtained from sources that Hedge Fund Research, Inc. considers to be reliable; however, no representation is made as to, and no responsibility or liability is accepted for, the accuracy or completeness of the information. Information contained herein is subject to change at any time without notice. It is not possible to invest directly in a financial index. Exposure represented by an index is available through instruments based on that index. HFR does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment products.

EURONEXT: "©2018 Euronext N.V. All Rights Reserved. The information, data, analysis and information contained herein (i) include the proprietary information of Euronext and its content providers, (ii) may not be copied or further disseminated except as specifically authorized, (iii) do not constitute investment advice, (iv) are provided solely for informational purposes and (v) are not warranted to be complete, accurate or timely."

ICE-BofA MERRILL LYNCH: ICE Data Indices, LLC ("ICE DATA"), is used with permission. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DISCLAIM ANY AND ALL WARRANTIES AND REPRESENTATIONS, EXPRESS AND/OR IMPLIED, INCLUDING ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, INCLUDING THE INDICES, INDEX DATA AND ANY DATA INCLUDED IN, RELATED TO, OR DERIVED THEREFROM. NEITHER ICE DATA, ITS AFFILIATES OR THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY PROVIDERS SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY WITH RESPECT TO THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS OR COMPLETENESS OF THE INDICES OR THE INDEX DATA OR ANY COMPONENT THEREOF, AND THE INDICES AND INDEX DATA AND ALL COMPONENTS THEREOF ARE PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS AND YOUR USE IS AT YOUR OWN RISK. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DO NOT SPONSOR, ENDORSE, OR RECOMMEND PICTET GROUP, OR ANY OF ITS PRODUCTS OR SERVICES.

ICE-LIBOR: The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Pictet group. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

CME: "Used with permission from CME Group Inc. 2018"





Síguenos en LinkedIn para recibir nuestras últimas noticias.

[linkedin.com/company/pictet-wealth-management](https://www.linkedin.com/company/pictet-wealth-management)



Síguenos en nuestro blog de Pictet Wealth Management.

perspectivas.pictet.com



Síguenos en Twitter para ver actualizaciones rápidas y fundamentadas de nuestros especialistas de inversión y analistas.

twitter.com/pictetwm



Suscríbese a nuestro canal en YouTube para recibir las últimas entrevistas con especialistas de Pictet en las que se debaten estrategias de inversión y macroeconomía.

youtube.com/pictetwm