
Perspectivas

Análisis de inversión – página 3

Invertir es como un maratón

Estrategia de inversión – páginas 5, 10-11, 13

La jugada larga

La importancia del gobierno corporativo – la G en ASG

Los ‘endowment funds’ con fuertes inversiones alternativas cumplen su promesa

Enfoque por clases de activos – páginas 6-7, 12

Q&A - En un entorno de rentabilidades bajas, los inversores están acudiendo en tropel a los activos privados

Inversión activa frente a inversión pasiva en épocas de dislocación de los mercados

Enfoque regional – páginas 8-9

Diez puntos sobre China



Invertir es como un maratón

Estamos sin duda viviendo tiempos inciertos, por no decir sin precedentes. Pero, en cuanto a los mercados y la inversión, estamos en una carrera de fondo, no de velocidad. Durante períodos de turbulencia y dislocación de los mercados, la diversificación de las carteras es especialmente crítica para absorber los repuntes de volatilidad. En épocas como la actual, debemos evitar mirar atrás, centrarnos en el futuro y prepararnos para un período prolongado de mayor volatilidad.

INVERTIR ES COMO UN MARATÓN



CÉSAR PÉREZ RUIZ

Director de inversiones
Pictet Wealth Management

“Más que nunca, es importante darse cuenta de la ventaja de permanecer invertido en tiempos difíciles.”

Estamos sin duda viviendo tiempos inciertos, por no decir sin precedentes. Pero, en cuanto a los mercados y la inversión, estamos en una carrera de fondo, no de velocidad. Durante períodos de turbulencia y dislocación de los mercados, la diversificación de las carteras es especialmente crítica para absorber los repuntes de volatilidad. En el primer trimestre de 2020 se produjo la mayor caída de la renta variable global desde la crisis financiera de 2008. Pero, aunque hemos visto rendirse a algunos mercados (los coeficientes precio-valor contable han vuelto a los niveles de 2008 en Asia, incluido Japón), las valoraciones en general todavía están muy por encima de los mínimos alcanzados en aquella crisis. Siempre es difícil comparar, pero hay margen para que los precios de los activos caigan más. Permanecemos conservadores en nuestro posicionamiento, infraponderando la renta variable. En renta fija, hacemos hincapié en la calidad más que nunca, prefiriendo la deuda con garantía de activos a la respaldada por flujos de efectivo.

En el lado positivo, los bancos están mejor capitalizados ahora y no tan endeudados como antes de la crisis financiera global. Pero todavía están expuestos a los grandes desafíos que afrontan sus clientes corporativos y minoristas debido a la recesión causada por el virus. Los bancos pueden proporcionar el canal para que las medidas de apoyo de la Reserva Federal lleguen a empresas y personas físicas.

El principal objetivo del estímulo gubernamental actual es proteger al consumidor para que llegue sano y salvo a la recuperación, cuando se produzca. Esto limitará el perjuicio a las empresas afectadas por la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores. Los márgenes empresariales sufrirán. Algunas empresas quebrarán y el desempleo aumentará. Esto ralentizará la recuperación, exigiendo una respuesta fiscal aún más fuerte. La regulación gubernamental aumentará, y ya estamos viendo presión sobre las empresas para que reduzcan sus pagos de dividendo. También podríamos ver un cambio fundamental del paradigma económico, con menos hincapié en la rentabilidad y más en el trabajo.

Las crisis tienden a exponer y penalizar más al eslabón más débil. Por países, favorecemos aquellos con fortaleza fiscal y legislativa para aportar un estímulo fiscal adecuado: EE.UU., Alemania y China. También preferimos la exposición a los que adoptan las medidas apropiadas para contener el coronavirus. A más largo plazo, nos centramos en diferenciar a los ganadores de los perdedores a raíz de esta crisis. Esperamos un buen comportamiento de algunos sectores de renta variable, como sanidad e Internet. Infraestructuras también podría beneficiarse de un mayor gasto fiscal. A medida que cae la rentabilidad, podemos esperar un aumento de fusiones y adquisiciones, que podrían ser un terreno abonado para los fondos de *private equity* con abundante liquidez. Continuamos favoreciendo el *private equity*, que también es menos sensible a las actuales ventas forzadas en los mercados cotizados.

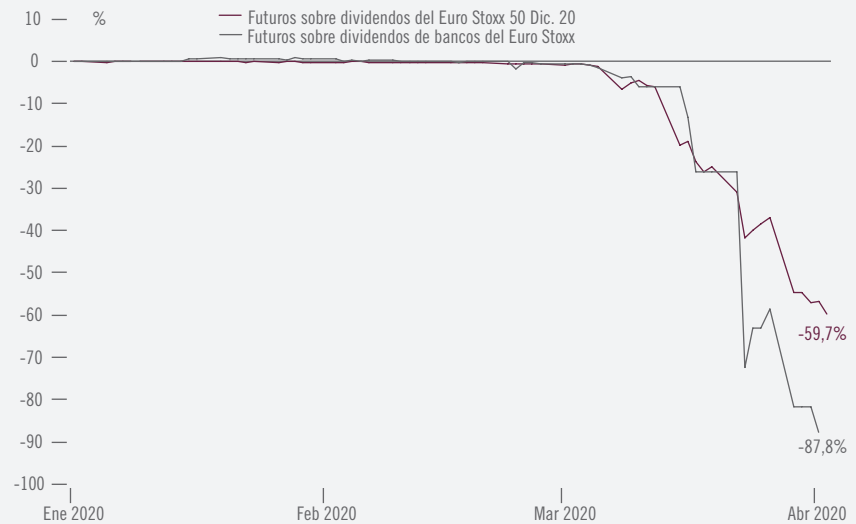
En épocas como la actual, debemos evitar mirar atrás y centrarnos en el futuro. Más que nunca, es importante darse cuenta de la ventaja de permanecer invertido en tiempos difíciles. Es un buen momento para que los inversores revisen sus perfiles de riesgo-rendimiento y se aseguren de que son adecuados para el prolongado período de mayor volatilidad que podemos esperar. Los inversores deberían considerar cómo cambiará el panorama de inversión en el futuro y si sus inversiones pueden aguantar el temporal y más acontecimientos imprevistos a corto plazo. Recuérdese que antes de la burbuja puntocom que estalló en 2000, las ideas de negocio favorecidas entonces por los mercados se han vuelto realidad, pero los ganadores han sido las empresas que lograron sobrevivir. Estamos centrados en empresas de calidad, con bajo apalancamiento, a salvo de una regulación excesiva y bien posicionadas para ser autosostenibles en épocas de turbulencias — dueñas de su propio destino.

En pocas palabras

Cómo los remedios contra el coronavirus han infectado los mercados

En todo el mundo las empresas han empezado a recortar sus dividendos a fin de conservar suficiente liquidez en sus balances para afrontar tiempos de incertidumbre. El mensaje (al menos implícito) de los gobiernos de los mercados desarrollados es que las empresas que soliciten apoyo financiero tendrán que renunciar a pagar dividendos. Los dividendos de los bancos europeos se han visto particularmente afectados pues el BCE les ha instado a suspender los pagos a los accionistas al menos hasta octubre de 2020.

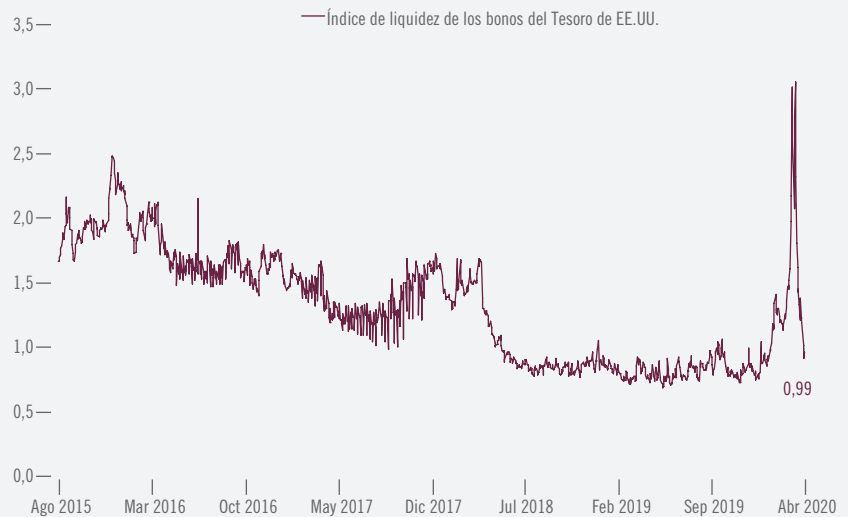
LOS PAGOS DE DIVIDENDOS SE DESPLOMAN EN EUROPA



Fuente: Pictet WM- CIO Office, Bloomberg, 3 de abril de 2020

El mercado de *US Treasuries* experimentó una falta de liquidez significativa en marzo. Esta situación se vio agravada por una espiral de ventas forzosas, especialmente por parte de estrategias *long/short* con amplio uso de apalancamiento. Gracias al aumento de las compras de la Reserva Federal, la dislocación de mercado se ha atenuado en el mercado de *Treasuries*. Esperamos que esta tendencia continúe pues las rápidas compras por parte de la Fed de títulos procedentes de los inventarios de los intermediarios parecen haber sido eficaces para estabilizar el mercado.

LA LIQUIDEZ EN *US TREASURIES* HA VUELTO CASI A UN NIVEL NORMAL



Fuente: PWM CIO Office, Bloomberg, 9 de abril de 2020

**CHRISTOPHE DONAY**

Jefe de estrategia, responsable de asignación de activos y de investigación macroeconómica
Pictet Wealth Management

La jugada larga

Con una recesión mundial en ciernes que se afronta con una contundente respuesta política, los inversores deberían recordar la importancia de permanecer invertidos y diversificar.

A habiendo experimentado el período expansivo más largo de la historia, la economía mundial se enfrenta ahora a una disrupción sin precedentes. La rápida propagación del nuevo coronavirus y la consiguiente paralización de actividades implementada en todo el mundo han provocado cambios en nuestras previsiones. En nuestro escenario central, esperamos una recuperación asimétrica, en forma de U profunda (asimétrica porque la recuperación podría durar al menos seis veces más que el período de contracción) en las economías china, europea y estadounidense. El resultado de esto para la actividad económica mundial será una profunda contracción en todo el mundo de un -4,1% en 2020, seguida por el retorno del crecimiento en 2021. Las dos principales hipótesis son:

1. Una oleada, no dos o tres, del nuevo coronavirus
2. Un máximo de 60 días de medidas de contención

Este resultado depende también de unas medidas políticas adecuadas, con planes de estímulo tanto de los bancos centrales como de los gobiernos. En el frente de la política monetaria, habiendo aprendido de la crisis financiera de 2008, los bancos centrales ya han tomado medidas preventivas, lo cual es alentador para evitar o minimizar los riesgos de liquidez y crisis crediticia que amenazarían con una serie de incumplimientos, especialmente en el sector empresarial fuertemente endeudado y en algunos países (como Italia).

En el aspecto fiscal, EE.UU. ya ha comprometido 2 billones de USD en gasto fiscal, equivalente a un 10% de

su PIB. China ha inyectado un 5%. En la zona euro, las medidas discrecionales nacionales y las iniciativas para la totalidad del área deberían representar el equivalente a un 7% aproximadamente del PIB. Esta combinación de política monetaria y presupuestaria contribuirá a lograr la forma de U profunda que prevemos en nuestro escenario básico, al que hemos asignado una probabilidad del 60%.

El bajo precio del petróleo ejercerá una notable presión deflacionista en la economía estadounidense – otro

“Abogamos por permanecer invertidos en función de fundamentales en términos de trayectoria económica y respuestas de política económica y centrarnos en el largo plazo.”

impacto negativo más para la economía aparte del coronavirus y la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales. A causa de esto, prevemos una contracción del PIB en EE.UU. de un -7,7% en 2020, seguida por un repunte gradual en 2021 mientras el petróleo se mantenga en la banda de 20-25 USD el barril al menos durante el resto de 2020.

Hay otros tres escenarios posibles para la economía mundial:

1. **El escenario óptimo – probabilidad del 10%** Una recuperación en forma de U suave si surge un tratamiento para el covid-19 (por ejemplo, la cloroquina) que proporcione la

esperanza de alivio a corto plazo o pruebas extendidas que permitan aliviar las medidas de confinamiento antes de lo esperado.

2. **El escenario bajista – probabilidad del 25%** Una recuperación en forma de L sin crisis sistémica con una contracción del PIB mundial de un -7%.
3. **El peor escenario – probabilidad del 5%** Una recuperación en forma de L con una contracción del PIB mundial de alrededor de un -9% tras una crisis sistémica causada por una serie de incumplimientos, particularmente en el sector empresarial.

Son tiempos indudablemente difíciles, pero es esencial mantener la calma. A la hora de invertir, es prudente evitar el pánico y la reacción desproporcionada. De hecho, abogamos por permanecer invertidos en función de fundamentales en términos de trayectoria económica y respuestas de política económica y centrarnos en el largo plazo. Las crisis presentan la oportunidad de sacar partido a la dislocación en la formación de precios cuando se destina capital a los mercados. Permanecer invertidos y permanecer diversificados. Hemos presenciado la mayor corrección de la historia en los mercados de renta variable, con el S&P 500 cayendo alrededor de un -34% en el plazo de cuatro semanas entre febrero y marzo. Pero una cartera diversificada que siga un enfoque de tipo ‘endowment’ habría tenido una corrección de alrededor de la mitad de esa magnitud. La diversificación funciona. ■



NICOLAS CAMPICHE
Consejero delegado de
Pictet Alternative Advisors

ENFOQUE POR CLASES DE ACTIVOS

En un entorno de rentabilidades bajas, los inversores están acudiendo en tropel a los activos privados

En 2019, los activos privados globales bajo gestión alcanzaron los 6 billones de USD, mientras el crecimiento de los mercados privados superaba el de los cotizados. Los mercados privados han generado unas elevadas rentabilidades absolutas, impulsando la demanda proveniente de inversores institucionales y con grandes patrimonios.

“Los años de recesión tienden a generar rentabilidades superiores para la clase de activos de *private equity* en conjunto.”

Con los mercados de renta variable cayendo en picado a medida que las economías se paralizan para frenar el coronavirus, ¿compartirán el mismo destino los mercados de *private equity*? En conjunto, cabe esperar reducciones en la valoración de los mercados privados para algunas empresas ya en el primer trimestre de este año, reflejando la incertidumbre del comportamiento en 2020 y la devaluación de los mercados de renta variable. En cuanto a las transacciones, pese a que está ejecutándose un número récord, algunas están retrasándose o cancelándose a causa de la aplicación de cláusulas de cambio adverso sustancial.

De cara al futuro, y aunque cada nueva crisis conlleva su parte de incertidumbre y turbulencia, la historia ha demostrado que las dislocaciones de los mercados y las fuertes correcciones de precios de los activos crean oportunidades de inversión: los años de recesión tienden a generar rentabilidades superiores para la clase de activos de *private equity* en conjunto.

¿A qué riesgos específicos como clase de activos se enfrenta ahora el *private equity*?

Los gestores de *private equity* están evaluando actualmente el potencial

impacto inmediato y futuro del estallido del coronavirus en sus carteras, empresa por empresa. Las empresas se enfrentan a dos áreas clave de riesgo: el operativo, que abarca el impacto negativo en los ingresos, el EBITDA o interrupciones de la cadena de suministro, y el financiero, que se traduce en dificultades de liquidez a corto plazo o inquietudes sobre el cumplimiento de compromisos.

Las empresas expuestas a viajes, ocio, entretenimiento, eventos de empresas y al sector de la energía afrontan el mayor riesgo operativo. Los gestores de *private equity* están trabajando para implementar acciones de protección siempre que sea posible, para abordar los riesgos operativos identificados.

El potencial riesgo de financiación se evalúa por la capacidad de las estructuras de capital para soportar un período de mal comportamiento, examinando cuidadosamente la disponibilidad de liquidez, el margen en el cumplimiento de compromisos a lo largo de los próximos seis a doce meses y los próximos vencimientos de deuda. Afortunadamente, durante los últimos años, la deuda ha sido barata y accesible, a menudo disponible con pocos compromisos o ninguno,

ofreciendo así más margen y reduciendo la carga en los flujos de caja y el riesgo de impago de las empresas. En este momento, parece que solo una minoría de empresas se enfrentan a problemas de financiación. Para esas pocas empresas que prevén problemas de liquidez a corto plazo o incumplimiento de compromisos, los gestores de *private equity* están trabajando proactivamente con las entidades financiadoras para abordar estos asuntos.

¿Cómo cree que se comportarán los activos inmobiliarios en el entorno actual?

Aunque prevemos que el sector inmobiliario experimentará impactos negativos por la crisis del covid-19, los efectos probablemente variarán entre tipos de propiedades y activos. Los activos estabilizados con contratos de arrendamiento en vigor establecidos, de larga duración y los tipos de propiedades “esenciales” para vivir y trabajar, como las multifamiliares, de logística y oficinas deberían comportarse relativamente bien, al menos a corto plazo.

Otros subsectores como hoteles y comercio minorista, cuyos modelos de negocio se enfrentan a retos seculares o cíclicos, acusarán la dislocación actual. Por otra parte, la reciente caída de los tipos de interés debería proporcionar algo de alivio, habiendo dado lugar tradicionalmente a una revalorización de precios en los mercados inmobiliarios.

Todo el mundo habla del crecimiento explosivo de la inversión pasiva, pero ¿es la inversión en activos privados la auténtica ‘revelación’ en términos de crecimiento de los activos?

Efectivamente, los mercados privados —compuestos por *private equity*, inmobiliario, deuda privada, infraestructuras y recursos naturales— están creciendo el doble que los ETF, habiendo triplicado sus activos bajo gestión durante la última década desde la crisis financiera. Y existe un punto de comparación —o más bien de contraste— más amplio entre la inversión pasiva y la inversión en activos privados. El comportamiento de los activos privados está ligado intrínsecamente a las ventajas de la propiedad activa.

En particular, la propiedad activa permite la mejora de los activos mediante incentivos alineados y un gobierno corporativo flexible, y la mejora de los activos crea valor directamente. En el *private equity* hoy en día, la mejora de activos representa en torno al 60% de su tasa interna de rentabilidad (TIR¹).

Más allá de la crisis actual, ¿cuáles son las principales tendencias del sector a largo plazo, y qué cambios prevé que afectarán a los activos privados?

Existen cinco áreas de cambio en las que estamos centrados y que ya están en marcha.

Primero, la amplia expansión de los activos privados mientras las empresas siguen siendo privadas durante más tiempo y aumenta el número de empresas cotizadas que solicitan la exclusión de cotización. Tanto el *private equity* como las infraestructuras son clases de activos que necesitan inversión y es aquí donde creemos que es posible que aumenten las oportunidades para crear valor.

Segundo, la democratización de los inversores, con una cuota creciente de inversores particulares que acceden a activos privados por medio de intermediarios como bancos privados, fondos de pensiones, etc.

En tercer lugar está la disrupción tecnológica en toda la cadena de valor, desde la originación de operaciones al análisis de inversiones, hasta conseguir el compromiso del cliente, la automatización de las operaciones y las etapas sucesivas. En el sector inmobiliario, la disrupción del comercio electrónico en el área minorista podría crear oportunidades atractivas en centros de datos y logística.

Cuarto, el auge de Asia durante los próximos cinco años, desde una perspectiva de captación de fondos al igual que como destino de las inversiones. La creciente riqueza y el desarrollo de la región harán que sea cada vez más importante para el sector de los activos privados. Y, por último, está la creciente demanda de inversiones sostenibles. De hecho, la inversión de impacto actual se encuentra predominantemente en el área del *private equity* y se espera que este año alcance un 10% de los activos de *private equity* bajo gestión. Desde 2017, los mayores fondos de *private equity* del mundo

están lanzando productos de inversión responsable. Siendo probable que los *millennials* compren el doble de productos sostenibles que el resto de la población, a medida que hereden y creen su propio patrimonio, podemos esperar una dinámica de crecimiento de esta tendencia. ■

¹ La TIR es una tasa de descuento que hace que el valor actual neto (VAN) de todos los flujos de efectivo de un proyecto particular sea igual a cero. La TIR se usa para estimar la rentabilidad de potenciales inversiones.

“El comportamiento de los activos privados está ligado intrínsecamente a las ventajas de la propiedad activa.”



DAVID GAUD

Director de inversiones en Asia
Pictet Wealth Management

ENFOQUE REGIONAL

Diez puntos sobre China

China ha estado en el epicentro de muchas noticias que han captado la atención de los inversores a lo largo del año pasado. Desde su guerra comercial con EE.UU. hasta la desaceleración de su crecimiento económico, y más recientemente el haber sido el origen de la epidemia del coronavirus, las noticias que afectan a la segunda mayor economía del mundo tienen nerviosos a los inversores. Es importante centrarse en los fundamentales clave.

“Esperamos que la economía china crezca un +1,2% interanual en 2020 y un +11% en 2021.”

Aunque la rápida propagación del coronavirus afectó masivamente al crecimiento chino en el primer trimestre y todavía lo afectará en el segundo al menos, permanecemos centrados en diez factores.

1. Actuación del Gobierno chino

El Gobierno chino fue rápido en su reacción al estallido del coronavirus, implementando medidas radicales que sacrificaron deliberadamente el crecimiento a corto plazo en pro de la contención. En cambio, cuando estalló la epidemia del SARS a finales de 2002, el Gobierno tardó hasta abril de 2003 en concienciarse plenamente del alcance de la crisis. Esta vez, la alerta se dio mucho más rápidamente con la publicación de estadísticas más detalladas y transparentes. El número de nuevos casos declarados ha caído drásticamente y la producción industrial se ha reanudado a gran escala.

2. El potencial efecto en la economía china

El SARS restó un 2% al crecimiento económico en 2003, siendo el turismo y los sectores relacionados los más perjudicados. Las ventas minoristas también perdieron ímpetu, cayendo de un 9,2% interanual en el primer trimestre de 2003 a un 6,8% en el segundo trimestre del mismo año. Por otra parte, el sector inmobiliario chino, la inversión en activo fijo y la producción industrial demostraron una mayor resiliencia. Podemos esperar un patrón de impacto similar – particularmente en el turismo. Las ventas de comercio electrónico resultaron muy resistentes en el

primer trimestre de 2020, retrocediendo solo un -2% interanual mientras que el total de ventas minoristas caía más de un -20%. Esperamos que la economía china crezca un +1,2% interanual en 2020 y un +11% en 2021.

3. Medidas de estímulo económico

La liquidez global está elevándose a gran escala y el banco central chino está atento y activo día tras día a través de diversos canales. También se han puesto en marcha múltiples estímulos fiscales desde diversos niveles del Gobierno para generar demanda, contribuyendo a reforzar el crecimiento y a contrarrestar la contracción causada por el estallido del coronavirus. La contribución del paquete fiscal en vigor representa un crecimiento extra del PIB del 2% hasta ahora.

4. La OMS y la Comisión Nacional de Salud de China

Mientras la OMS declara el estallido del coronavirus una pandemia y los casos fuera de China aumentan, China ha levantado gradualmente las restricciones. Tras dar a conocer cientos o miles de nuevos casos diarios de covid-19 durante gran parte de febrero, desde marzo China ha mantenido su cifra de casos estable en torno a 80.000. En el momento de redactar este artículo, casi todos los casos de nuevos infectados registrados por la Comisión Nacional de Salud de China correspondían a personas que habían estado recientemente fuera del país. Mientras estos resultados se mantengan, podemos esperar un aumento continuo de la actividad económica china a medida

que vuelvan a ponerse en marcha los sectores en todo el país.

5. El consumidor chino

Los compradores chinos representan un 58% del PIB en la actualidad frente a un 35% en 2003. Antes del estallido del virus, las ventas minoristas en China aguantaban bien y, dado el auge de la automatización y el comercio electrónico antes mencionado, era concebible que los residentes chinos, confinados en el hogar, pudieran seguir realizando sus compras durante el episodio del virus. Las ventas minoristas del primer trimestre de 2020 serán malas, pero ya se observa una cierta recuperación.

6. El calendario

Las provincias chinas están levantando gradualmente las reglas de cierre y vemos la vuelta de la actividad, como ponen de manifiesto el creciente consumo de energía eléctrica, la reserva de viajes *online* y el retorno de la contaminación. El riesgo actual es una reimportación de la epidemia desde el extranjero y un desplome de la demanda externa a medida que el resto del mundo se paralice.

7. La economía nacional

Con la imposición de estrictas medidas de confinamiento, China está prestando un servicio automático a su economía, al evitar que el gasto y el capital salgan del país. Esto podría añadir más apoyo a la economía

nacional, redirigiendo hacia empresas chinas fondos que habrían salido al extranjero.

8. El pico

El estallido del SARS alcanzó su pico en abril/mayo de 2003, y en junio el episodio había terminado. Esta vez, el pico ya se ha producido en China, pero está lejos de alcanzarse en países como EE.UU. e India. El riesgo de reimportación de la epidemia perdurará durante más tiempo e impedirá una normalización plena de la actividad. El modo en que China comercia con el resto del mundo tendrá que evolucionar, con una extensa dislocación, aunque no consistente exclusivamente en factores negativos. Hay varios temas prometedores evolucionando en el contexto actual.

9. Sector inmobiliario

El sector inmobiliario chino se había comportado muy bien durante los cuatro últimos años, hasta el estallido del virus. Los fundamentales del sector siguen siendo extremadamente fuertes, pero es demasiado pronto para saber si el estallido del virus ha provocado un pico prematuro. La actividad en marzo parece estar reanudándose de forma positiva, una señal muy importante. Si la demanda aumenta efectivamente, será un muy buen augurio para la economía china en el segundo semestre de 2020. Por el contrario, si el sector inmobiliario inicia una tendencia a la baja, pasará una factura

considerable a la economía china y a las perspectivas de crecimiento.

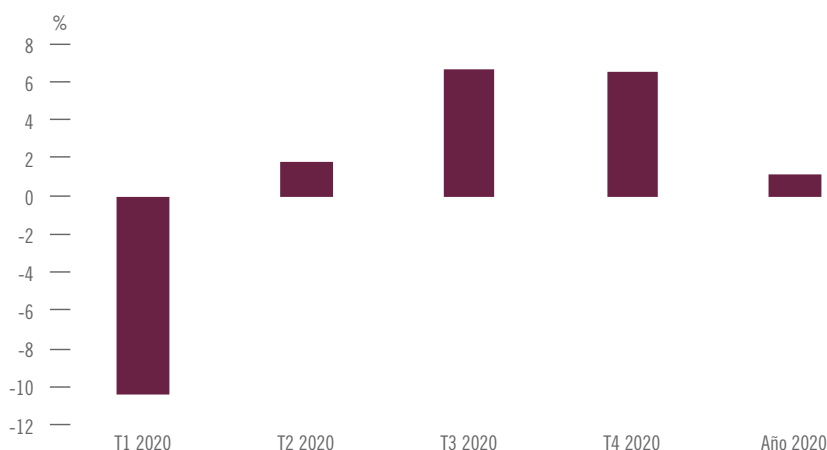
10. Sobreponderación en China

Mantenemos nuestra sobreponderación en China, aunque la selección de sectores es primordial y las empresas de comercio electrónico parecen particularmente bien posicionadas a la vista de los acontecimientos. Más allá del factor del coronavirus actual, la 'fase 1' del pacto comercial con EE.UU. y la capacidad del Gobierno chino para respaldar la economía al tiempo que evita un aterrizaje forzoso deberían prestar apoyo a una reaceleración del crecimiento chino desde el mínimo del primer trimestre de 2020. Y aunque el crecimiento chino se ha desacelerado considerablemente desde unos niveles impresionantes, la cifra del objetivo medio del 6% en 2020 y 2021 combinados resultaría, más que nunca, una de las tasas de crecimiento más altas del mundo, si se alcanza. ■

“La selección de sectores es primordial y las empresas de comercio electrónico parecen particularmente bien posicionadas a la vista de los acontecimientos.”

NUESTRAS ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB CHINO PARA 2020

Crecimiento interanual según el escenario básico



Fuente: Pictet WM – AA&MR

**MARIANNE JOHNSON**

Analista financiera
Pictet Wealth Management

La importancia del gobierno corporativo – la G en ASG

Mucho antes de que los temas medioambientales y sociales fueran consideraciones en el análisis fundamental de las inversiones, los inversores evaluaban el gobierno corporativo en sus procesos de *due diligence*.

El gobierno corporativo conlleva la supervisión de cómo se gestiona una empresa y puede indicar la calidad del modo en que es dirigida. Mediante él se ofrece una visión sobre la orientación de una empresa y los riesgos potenciales que afronta según el modo en que lleve a cabo su actividad.

En términos generales, cuanto mayor y más compleja es una empresa, más importante es la función de sus estructuras de gobierno. Las estructuras en forma de consejo influyen significativamente en el crecimiento empresarial y se rigen por un marco legal y normativo para proteger los derechos de los accionistas. Diferentes áreas geográficas determinan diferentes estructuras de consejo. Por ejemplo, algunos países tienen consejos con una estructura dual, contando con comités de supervisión no ejecutivos que supervisan los comités de dirección, mientras que otros tienen consejos con un solo nivel.

Entre los temas de gobierno corporativo que son esenciales para los analistas de inversiones se encuentran la remuneración de ejecutivos, las prácticas de auditoría, la independencia y los conocimientos, transparencia y responsabilidad del consejo de administración, y los derechos de los accionistas. El principal motivo por el que el gobierno corporativo de una empresa es importante para los inversores radica en la identificación de áreas de riesgo, que, en el peor de los casos, pueden provocar costosos escándalos, una quiebra o ambas cosas a la vez. Todo el mundo conoce las quiebras de Enron y Lehman Brothers, que no solo

tuvieron consecuencias devastadoras para los accionistas y los empleados, sino que también—particularmente en el caso de Lehman— desencadenaron una oleada global de ruina que amenazó con derribar el sistema financiero y necesitó el rescate de las arcas públicas de todo el mundo, causando años de retraso para el crecimiento económico global.

Nuestros analistas de inversiones llevan décadas evaluando sistemáticamente el gobierno corporativo como una parte de su proceso de análisis integral. El gobierno corporativo y la calidad del equipo directivo de una empresa pueden diferenciar a las mejores empresas de sus homólogas, lo que ayuda a identificar a aquellas que cuentan con el mejor potencial para generar rentabilidades financieras superiores a largo plazo.

Aunque nuestros analistas consultan la investigación ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG) de proveedores externos, este no es el único elemento en sus evaluaciones. Las recomendaciones finales sobre las empresas se construyen de forma holística, incluyendo otros muchos factores que forman parte del proceso de *due diligence*.

En el marco de la puntuación ASG que nuestros analistas desarrollan sobre las empresas que cubren, existen varios subfactores que constituyen el componente de puntuación con respecto al gobierno corporativo.

En relación con un subfactor, el riesgo de auditoría y la supervisión, además del informe de los auditores externos de una empresa consultamos

el análisis de Institutional Shareholder Services (ISS), un destacado proveedor de datos y analítica en el ámbito de la inversión responsable. Al examinar el riesgo de auditoría y la supervisión, ISS considera acciones emprendidas por los auditores externos, cualquier acción reglamentaria reciente contra la empresa, y la composición de su comité de auditoría.

La importancia de la auditoría para el gobierno corporativo radica en la revisión de las cuentas de una empresa por un tercero independiente, a fin de detectar potenciales fraudes y evitar el escándalo financiero. El equipo directivo de una empresa es responsable de la elaboración de sus informes financieros, y le corresponde al auditor revisarlos a fin de detectar cualquier posible irregularidad. La solidez de este sistema de supervisión da una imagen del riesgo de auditoría de una empresa.

Aparte del riesgo, un importante criterio de gobierno corporativo en el que se centran nuestros analistas es la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC por sus siglas en inglés) de una empresa. El ROIC es el importe del rendimiento financiero que genera una empresa por encima del coste medio que paga por los títulos de deuda y capital que emite. Revela la eficiencia con la que una empresa gasta su capital y gestiona sus costes, y es un cálculo útil para comparar cómo se administran las empresas dentro de un sector.

Normalmente, una empresa genera valor para los accionistas cuando su ROIC es superior a su coste de capital

(es decir, una media ponderada de su total de capital y deuda). La prueba de una mejor evolución del ROIC puede ser una buena indicación de la disciplina del equipo directivo y de su atención a la excelencia en la ejecución. Indica la asignación efectiva del capital y a menudo cuántas veces tiene éxito una empresa en comparación con sus homólogas. Hace hincapié en el éxito a largo plazo de una empresa más que en un beneficio a corto plazo, insostenible.

X Cuando los incentivos del equipo directivo no están alineados con el ROIC: mal comportamiento de la cotización

Una de las empresas a las que dan cobertura nuestros analistas es una importante empresa alimentaria americana. Tras una fusión controlada llevada a cabo por un grupo de *private equity*, al equipo directivo se le propusieron incentivos en función de resultados. Esto dio lugar a una enorme reducción de costes a corto

plazo y a una inversión deficiente en innovación y crecimiento de las ventas, algo que es crítico para el éxito a largo plazo de una empresa. Al final, el ROIC de la empresa bajó como consecuencia de estas medidas, y la empresa sufrió considerables pérdidas de cuota de mercado, haciendo que su cotización cediera casi un 60% en 24 meses.

✓ Cuando los incentivos de la dirección están alineados con el ROIC: se crea un valor positivo para el accionista

Una empresa de reparaciones domésticas líder de mercado presenta un panorama opuesto. Su equipo directivo es incentivado a emprender acciones que promuevan el crecimiento y el éxito de la empresa a largo plazo. Su objetivo es un crecimiento constante de las ventas en la banda porcentual de un solo dígito de bajo a medio, que se combina con una disciplinada asignación del capital. El capital de la empresa se invierte en medidas para impulsar el crecimiento futuro. Su estrategia se centra en dirigirse a clientes profesionales

importantes y en impulsar las ventas omnicanal (*online* así como en tiendas físicas), con el propósito de ser un líder en comercio electrónico en el mercado minorista de reparaciones domésticas. Esto, junto con recompras de acciones, dio lugar a un aumento constante del ROIC y a rentabilidades positivas para los accionistas.

La fórmula para el ROIC de una empresa es:

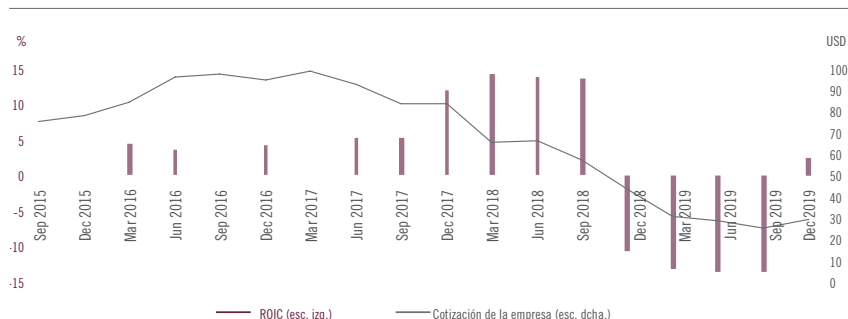
$$\frac{\text{(beneficio neto - dividendo)}}{\text{(deuda + capital)}}$$

¿Por qué nos gusta el ROIC como parámetro?

Cuando los planes de incentivos de la dirección ejecutiva de una empresa están vinculados al ROIC, la estrategia de la empresa tiende a estar alineada con rentabilidades positivas a largo plazo para el accionista. Dado que nuestro objetivo es recomendar inversiones que protejan y aumenten el patrimonio de nuestros clientes a largo plazo, se trata de una consideración crítica en el proceso de *due diligence* de nuestra empresa.

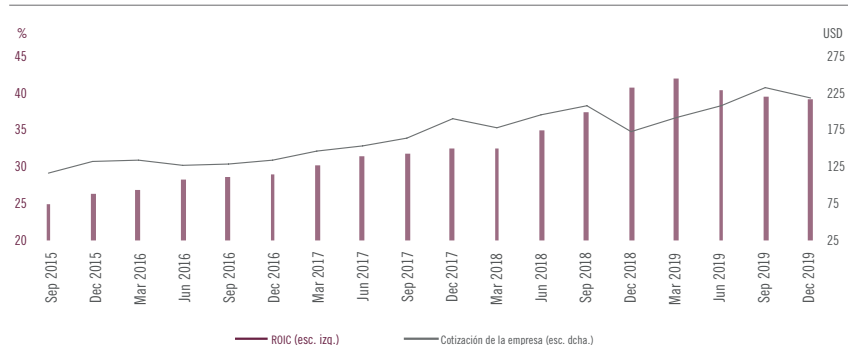
El gobierno corporativo se asemeja a los cimientos y la estructura de un edificio. Cuanto más firmes son, más posibilidades tendrá el edificio de soportar las pruebas del tiempo y los choques externos, como huracanes y terremotos, que se produzcan. Nuestros analistas tratan de identificar las empresas con unos firmes cimientos de gobierno corporativo que soporten la prueba del tiempo como inversiones. ■

GRÁFICO 1: CUANDO EL PLAN DE INCENTIVOS DE LA DIRECCIÓN ESTÁ DEMASIADO CENTRADO EN EL CORTO PLAZO: UNA IMPORTANTE EMPRESA ALIMENTARIA AMERICANA



Fuente: Pictet WM - Equity Research, Bloomberg, marzo 2020

GRÁFICO 2: CUANDO LOS INCENTIVOS DE LA DIRECCIÓN ESTÁN VINCULADOS AL ÉXITO A LARGO PLAZO: UN IMPORTANTE MINORISTA DE REPARACIONES DOMÉSTICAS



Fuente: Pictet WM - Equity Research, Bloomberg, marzo 2020

ALEXANDRE TAVAZZI

Estratega global
Pictet Wealth Management

MUSSIE KIDANE

Responsable de selección de fondos
y gestores
Pictet Wealth Management

JEAN-MARIE GAUDICHAU

Advisory Funds
Pictet Wealth Management

ENFOQUE POR CLASES DE ACTIVOS

Inversión activa frente a inversión pasiva en épocas de dislocación de los mercados

Unos mercados tensos han atravesado un período de prolongada dislocación en las últimas semanas – cuando la liquidez se agota y los precios de los activos dejan de estar correctamente valorados, en términos tanto absolutos como relativos. Examinamos las ventajas y desventajas de la exposición activa y pasiva en estas condiciones.

En una caída libre del mercado, es imposible sustraerse a la gravedad. A falta de liquidez, todos los activos quedan sujetos a presiones vendedoras, incluso aquellos que son objeto de una gestión pasiva y también activa. Sin embargo, evitando un enfoque uniforme en la selección de exposición y aplicando un grado adecuado de ‘due diligence’, los inversores pueden actuar estratégicamente en el uso de instrumentos tanto activos como pasivos en sus carteras.

La inversión indexada, normalmente mediante el uso de fondos cotizados en bolsa (ETF), es uno de los enfoques más habitualmente aplicados en el área de la inversión pasiva. De hecho, los ETF son unos instrumentos excelentes que tienen su sitio en las carteras, particularmente en las clases de activos más líquidas, como renta variable ‘core’ o grandes capitalizaciones; la liquidez no ha constituido todavía un problema para estas en el actual brote de tensión en el mercado.

No obstante, los ETF en las partes menos líquidas del mercado de renta variable, incluyendo las pequeñas/medianas capitalizaciones y los mercados periféricos, han afrontado unas difíciles limitaciones de liquidez debido a la naturaleza de sus instrumentos subyacentes. Por ejemplo, un ETF que sigue el mercado de Filipinas estaba cotizando recientemente con un descuento de nada menos que el 18% respecto a su valor liquidativo, lo que significa que los inversores estaban dispuestos a vender a precios una quinta parte inferiores a los de los propios activos subyacentes.

Por otra parte, invertir en ETF de renta fija puede ser problemático. Mientras que en renta variable se presta más atención a diferenciar a los ganadores de los perdedores, en renta fija el objetivo es evitar a los perdedores – aquellos emisores que finalmente incumplirán sus compromisos de pago. Dado que las tasas de incumplimiento han sido tan bajas a lo largo de la pasada década de política monetaria laxa, esta regla general puede pasarse por alto con más facilidad. La deuda *high-yield* tiene una tasa de incumplimiento del 5-6%, por término medio. Esto significa que, en una cesta ETF expuesta a este segmento de mercado en su totalidad, los inversores aceptan una tasa de incumplimiento del 5% en su inversión. Sin embargo, en renta fija, a diferencia de la renta variable, las ganancias están limitadas por el cupón (pago de intereses) y las inversiones pueden llegar a cero en un incumplimiento. Así pues, cuando las tasas de incumplimiento empiezan a aumentar, esto puede originar desafíos reales y pérdidas significativas. Es especialmente importante evitar estos “torpedos” (empresas que van a incumplir) en el área de la deuda corporativa – y centrarse en diferenciar a los ganadores de los perdedores en la selección de títulos. Es aquí donde es ventajoso un enfoque activo de la selección.

El otro tema de la replicación de índices de renta fija es que da a los inversores una mayor exposición a los emisores más endeudados, que componen una cuota mayor del índice. Los “eventos crediticos”, como rebajas de calificación, afectarán más a las empresas más

endeudadas, así pues, en épocas de tensión en el mercado, es tanto más importante evitar estos emisores, algo que es posible con un enfoque activo.

La importancia del ‘due diligence’

Cuando las correlaciones aumentan y en todos los mercados están produciéndose ventas forzadas, tanto si la exposición del cliente es activa como si es pasiva, sus activos seguirán al resto en su caída. Sin embargo, en la remontada, una vez los mercados empiecen a recuperarse, los instrumentos de inversión que tengan la máxima calidad y sean más resilientes, es decir, tengan balances fuertes y disciplinados y bajos niveles de deuda, se diferenciarán del resto. Es entonces cuando puede compensar la gestión activa. La clave es estar bien familiarizado con el estilo, la coherencia y los procesos de inversión de sus gestores, por medio de un ‘due diligence’ sólido y a largo plazo. Así, cuando se produzca la recuperación, uno sabrá exactamente lo que está haciendo su gestor activo y podrá beneficiarse del proceso de selección.

No puede uno sustraerse a la gravedad – cuando todo cae, no hay dónde guarecerse. La clave está, más bien, en prepararse adecuadamente por adelantado, de modo que se sepa qué instrumentos de inversión y gestores activos estarán mejor posicionados para beneficiarse en la remontada, habiendo seleccionado activos de mayor calidad que se comporten mejor en una recuperación. ■

JACQUES HENRY

Estratega senior Cross-Asset
Pictet Wealth Management

DJÂAFAR ABALLECHE

Especialista senior Cross-asset
Pictet Wealth Management

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Los ‘endowment funds’ con fuertes inversiones alternativas cumplen su promesa

Los grandes ‘endowment funds’ han superado la rentabilidad tanto de las carteras asignadas a renta variable exclusivamente como de las 60/40 clásicas a largo plazo. Nuestro análisis demuestra asimismo que los grandes ‘endowment funds’ deberían salir de la reciente dislocación del mercado comparativamente mejor parados que los fondos asignados exclusivamente a renta variable.

”Los grandes ‘endowment funds’ producen mejores rentabilidades ajustadas al riesgo que las carteras clásicas, siendo los activos ilíquidos clave para su rentabilidad.”

Los fondos dotacionales de tipo ‘endowment’ son organizaciones sin ánimo de lucro que se financian mediante regalos y donaciones. Muchas entidades, entre ellas universidades, museos y hospitales, particularmente en EE.UU., tienen fondos de estas características. Los mayores ‘endowment funds’ pertenecen a universidades americanas, encabezadas por la Universidad de Harvard (39.400 mill. USD en activos bajo gestión (AUM) al final de junio de 2019), seguida por las de Texas y Yale (con 31.000 mill. USD y 30.300 mill. USD, respectivamente).

El principal objetivo de inversión de los fondos dotacionales de universidades es generar rentabilidades suficientes para mantener el poder adquisitivo de sus activos a perpetuidad para generaciones futuras y sostener el presupuesto operativo de la universidad. En general, los fondos dotacionales tienen un objetivo de rentabilidad anual total media del 5-6% (ajustado a la inflación) a largo plazo.

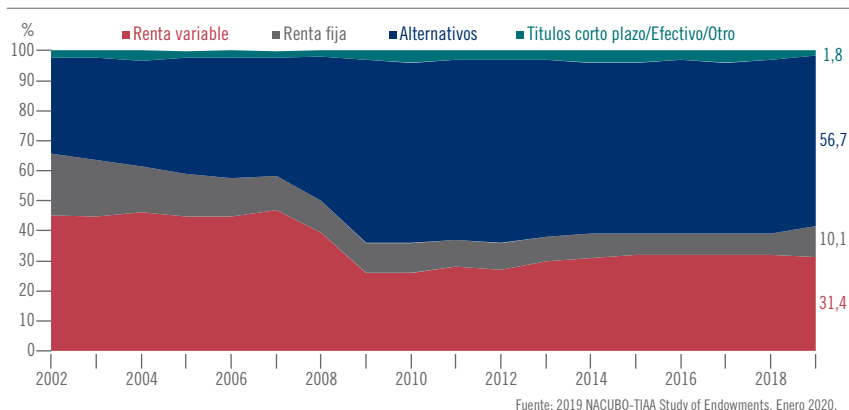
A lo largo del tiempo, los mayores ‘endowment funds’ han reducido significativamente su exposición a clases de activos tradicionales como renta variable cotizada y renta fija (véase gráfico), orientándose en cambio hacia activos alternativos como el *private equity*, el inmobiliario y estrategias de rentabilidad absoluta, que proporcionan las ventajas de la diversificación y una prima de riesgo mayor. Por su naturaleza, los activos alternativos ofrecen oportunidades para explotar ineficiencias en

precios de mercado por medio de una gestión activa. La ponderación de los activos alternativos en las carteras de los ‘endowment funds’ más grandes es mucho mayor que en los más pequeños debido a que invertir en activos alternativos conlleva una inversión sustancial y conocimientos especializados, siendo por lo tanto menos accesible a los pequeños inversores.

La asignación de los grandes ‘endowment funds’ americanos a renta variable cotizada bajó de un 45% en 2002 a un 31% en 2019 (habiendo llegado a caer hasta el 26% en 2009), mientras que su asignación a activos alternativos aumentó del 32% a un 57% aproximadamente en el mismo período. Al final de junio de 2019, el fondo dotacional de Yale, el tercero mayor de EE.UU., pretendía tener alrededor de un 75% de su patrimonio asignado a activos alternativos.

De junio de 1996 a junio de 2019, los grandes ‘endowments funds’ (más de 1.000 mill. USD en AUM) registraron una rentabilidad media del 9,1% frente al 8,7% del S&P 500 y al 7,7% de una cartera americana equilibrada compuesta al 60% por el S&P 500 y al 40% por *US Treasuries* (calificada habitualmente como una asignación 60/40). A pesar de la rentabilidad superior en relación con la renta variable (+40 pb), nuestro análisis demuestra que la volatilidad de los ‘endowment funds’ se acercó más a la de una cartera equilibrada (10,9% vs. 16,1% para el S&P 500 y 9,1% para 60/40 americano). En otras palabras, la asignación

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DE LOS GRANDES 'ENDOWMENT FUNDS' AMERICANOS, 2002-2019¹



“Los inversores deberían asegurarse de no tener necesidad de vender activos ilíquidos con urgencia, pues esto debilitará la esencia misma del enfoque ‘endowment’.”

de los fondos dotacionales hizo posible, a la larga, combinar rentabilidades similares a las de la renta variable con el riesgo de una cartera equilibrada. Esto no debería sorprender, puesto que invertir en activos ilíquidos tiende a suavizar considerablemente la volatilidad del mercado. Al final, un riesgo mayor conduce a rentabilidades más altas, pero los grandes ‘endowment funds’ producen mejores rentabilidades ajustadas al riesgo que las carteras clásicas, siendo los activos ilíquidos clave para su rentabilidad.

Para entender cómo se comportan los ‘endowment funds’ durante períodos de crisis, podemos examinar el estallido de la burbuja TMT en 1999-2000 y durante la crisis financiera global de 2008-2009. En 2000, los grandes ‘endowment funds’ se comportaron mejor que las carteras de renta variable y las 60/40 americanas, según nuestro análisis, mientras que en la crisis financiera se comportaron mejor que las carteras de renta variable, pero no que las equilibradas. Esto resalta el hecho de que el estilo de inversión de los fondos dotacionales está más orientado a maximizar las rentabilidades ajustadas al riesgo a largo plazo que a igualar las

rentabilidades y ofrecer la protección de los bonos soberanos a largo plazo.

Desde el 19 de febrero hasta el 23 de marzo de 2020, el S&P 500 cayó un 33,8% (en USD) y las carteras americanas 60/40 lo hicieron un 18,8%. Usando una asignación de activos estratégica a largo plazo y títulos de referencia cotizados para todos los activos, la pérdida teórica potencial para los ‘endowment funds’ en el mismo período debería estar en la banda de -20-25% — mejor que el S&P 500 pero peor que las carteras americanas 60/40, pues la caída de los rendimientos ofreció una protección contra la corrección de la renta variable. En resumen, el estilo de inversión tipo ‘endowment’ puede contribuir a proteger significativamente frente a caídas en los mercados de renta variable, pero los inversores deberían asegurarse de no tener necesidad de vender activos ilíquidos con urgencia, pues esto debilitará la esencia misma del enfoque ‘endowment’.

¹ Los datos de los ‘endowment funds’ provienen de NACUBO Endowment Study, 2002-2008. NACUBO-Commonfund Study of Endowments for 2009 through 2017. Los datos correspondientes a los ejercicios fiscales 2018 y 2019 provienen de NACUBO-TIAA Study of Endowments (NTSE).

Terminado de redactar el 15 de abril de 2020

Edición: Isidore Ryan y Melanie Larkin

Diseño: Stéphane Bob, Forth Studio

Aviso legal - Solo disponible en inglés

STOXX Limited ("STOXX") is the source of Stoxx 600 and of Euro Stoxx 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 Stoxx indices mentioned on this document or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to STOXX is prohibited."

ICE-BofA Merrill Lynch. 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. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

NYSE Euronext. All rights in the NYSE Euronext indices and/or the NYSE Euronext index trademarks vest in NYSE Euronext and/or its licensors. Neither NYSE Euronext nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the NYSE Euronext indices or underlying data. No further distribution of NYSE Euronext data and/or usage of NYSE Euronext index trademarks for the purpose of creating and/or operating a financial product is permitted without NYSE Euronext's express written consent."

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of SMI_SPI 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,

Aviso: 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

and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the SMI_SPI or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited.

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, lost profits) or any other damages. (www.msci.com).

@ 2019, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by "Markit Economics Limited." or as may be notified by Markit to Pictet from time to time.

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.

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





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](https://www.youtube.com/pictetwm)