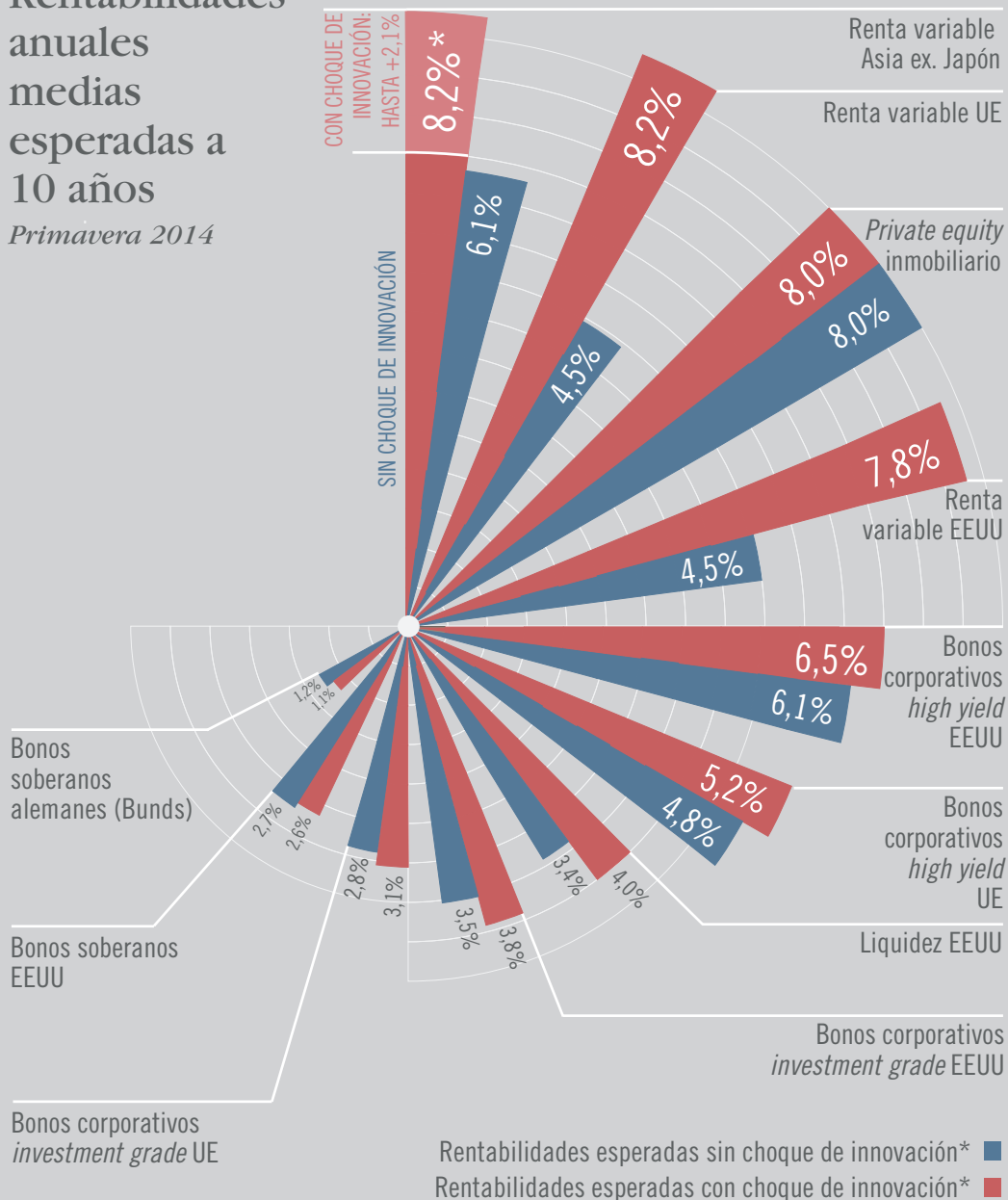


Rentabilidades anuales medias esperadas a 10 años

Primavera 2014



El cálculo de las rentabilidades esperadas de las clases de activos es una de las piedras angulares de la distribución de activos. Un horizonte temporal largo permite tener en cuenta la eventualidad de un choque de innovación que dé lugar a cambios de régimen económico. En nuestros modelos, hemos escogido un horizonte de un decenio. Para cada clase de activos, presentamos dos proyecciones de rentabilidades anuales medias, que varían en función de la toma en consideración o no de un choque de innovación.



* Rentabilidades nominales anuales medias, cupones y dividendos incluidos, en monedas locales

EDITORIAL

La oferta, más que la demanda, tiene un papel central en nuestros cálculos de la rentabilidad esperada

Querida lectora,
Querido lector:

El primer número de "Horizonte" de julio 2013 destacaba los regímenes económicos como factor esencial del carácter específico de nuestra metodología para calcular las rentabilidades a largo plazo de las clases de activos. Este procedimiento es el resultado de una larga investigación que desemboca en una conclusión muy sencilla: a muy largo plazo, las rentabilidades de los activos están influenciadas principalmente por la tasa de crecimiento económico real y la inflación. A consecuencia de la fuerte subida de 2013, las rentabilidades anticipadas de las acciones europeas y americanas han bajado de 6,4% y 5,7% a 4,5% y 4,5%, respectivamente. Del mismo modo, la rentabilidad anticipada de los bonos corporativos americanos de calidad *high yield* se ha reducido de 7,3% a 6,1%. Las rentabilidades anticipadas de las demás clases de activos han variado poco.

La manifestación de regímenes económicos muy distintos entre sí a lo largo de los decenios nos ha servido de base para elaborar un escenario de las rentabilidades del próximo decenio. Además del carácter distintivo de cada uno de los regímenes que las economías han atravesado a lo largo de los últimos decenios, el análisis revela que un período de deterioro va seguido por un período de neta mejoría y vice versa. Esta regla de alternancia justifica la elección de nuestro escenario de normalización de la economía mundial durante el próximo decenio, tal como lo habíamos indicado en la edición anterior.

Aparte de los regímenes económicos de crecimiento y de inflación normalizados, contemplamos la posibilidad, muy real, de que llegue a materializarse un profundo cambio de régimen del crecimiento económico originado por una innovación radical. En la parte II de esta edición se encuentra un análisis más detallado del papel esencial que desempeña la innovación en el proceso de crecimiento económico. Estimamos que en las economías modernas maduras, no es la demanda, sino la oferta, lo que genera un crecimiento económico sostenido. Pero los choques de la oferta no son causados por choques de innovación. En nuestro esquema de análisis económico, invertimos así la propuesta tradicional keynesiana, que consiste en considerar que la solución es una reactivación económica mediante el gasto público. En efecto, aunque la reactivación keynesiana sí tenga efecto en el nivel de actividad, consideramos que éste es solo temporal. En cambio, los choques de la oferta pueden ocasionar un crecimiento sostenible. Los Estados deben desempeñar un papel en estos choques de la oferta. Las políticas fiscales y presupuestarias llevadas a cabo por los gobiernos de los países desarrollados a lo largo de los últimos años no se han articulado en torno al binomio innovación-inversión.

Sin embargo, los desarrollos tecnológicos están al orden del día en varios sectores, como Internet, automatización y transportes.

Estos ejemplos muestran que la dinámica de la innovación prosigue inexorablemente a lo largo de los años. Sin duda alguna, actuará a favor de la construcción de un futuro próspero cuando se haya reanudado el crecimiento. En todo caso, es lo que nos enseña la historia económica de los tres últimos siglos, y esto nos permite mantener el optimismo.

I. Rentabilidades anticipadas de las clases de activos

Para cada clase de activos y para cada una de las tres zonas económicas, hemos evaluado las rentabilidades esperadas según dos tipos de regímenes de crecimiento y de inflación: 1. Regímenes en presencia de un choque de innovación y 2. Regímenes en ausencia de un choque de innovación.

Los resultados de los cálculos están expuestos en la tabla a continuación. Se han efectuado con las cotizaciones del 25 de abril de 2014. Tienen en cuenta el análisis macroeconómico de los regímenes de salida y de llegada del crecimiento y de la inflación, descrito en la tercera parte de este documento.

A título comparativo, incluimos las rentabilidades que anticipábamos en julio 2013 y las rentabilidades históricas medias de las clases de activos para el período 2011-2014. Los resultados expuestos son rentabilidades medias anualizadas, en monedas locales, dividendos y cupones reinvertidos.

De una publicación a otra, cambian las rentabilidades anticipadas a largo plazo de las clases de activos. Estos cambios son la consecuencia de una modificación del régimen económico o de la evolución de los mercados. Pero estas variaciones no son en ningún caso la consecuencia de una modificación de nuestra metodología (más detalles de esta última en la nota metodológica disponible en <http://perspectives.pictet.com/category/publications/horizon>).

Las modificaciones que podemos aportar a los regímenes económicos de salida y de llegada serán puntuales (véase más detalles sobre nuestros escenarios actuales relativos a los regímenes económicos en la cuarta parte de esta publicación). En consecuencia, las modificaciones de las rentabilidades anticipadas se explican por la evolución de los precios de los activos al cabo de los meses.

Rentabilidades esperadas de las clases de activos

		Con choque de innovación	
		Proyección (abril 2014)*	Proyección (julio 2013)*
		2014 – 2024	2013 – 2023
	<i>Private Equity</i>	15.0%	15.0%
Renta variable	Renta variable UE	8.2%	10.2%
	Renta variable EEUU	7.8%	9.2%
	Renta variable Asia ex. Japón	8.2%	9.0%
	<i>Private Equity</i> inmobiliario	8.0%	8.0%
Bonos corporativos	Bonos corporativos <i>high yield</i> EEUU	6.5%	7.0%
	Bonos corporativos <i>high yield</i> UE	5.2%	6.9%
	Bonos corp. <i>investment grade</i> UE	3.1%	3.7%
	Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU	3.8%	3.6%
Tipos interés	Liquidez EEUU	4.0%	3.6%
	Bonos soberanos EEUU	2.6%	2.2%
	Bonos soberanos alemanes (Bunds)	1.1%	1.0%

*Rentabilidades nominales anuales medias, cupones y dividendos incluidos, en monedas locales

Rentabilidades anticipadas a largo plazo al 25 de abril de 2014

Desde nuestra última publicación de julio 2013, las rentabilidades anticipadas no han experimentado grandes cambios, salvo en el caso de las acciones americanas y europeas. Como se aprecia en la tabla a continuación, las rentabilidades anuales medias han pasado del 9,2% para las acciones americanas al 7,8% en el caso del escenario con choque de innovación. Sin choque de innovación, la rentabilidad anticipada ha evolucionado del 5,7% al 4,5%. En cuanto a las acciones europeas, y según estos dos mismos escenarios, las rentabilidades anticipadas han disminuido de 10,2% a 8,2% y de 6,4% a 4,5%, respectivamente.

Estos resultados muestran una vez más que, para el conjunto de las clases de activos, la rentabilidad esperada más elevada corresponde al *private equity*, tanto en un escenario con choque de innovación como sin choque. El exceso de rentabilidad generada por esta clase de activos debe considerarse desde la perspectiva de su iliquidez. Como un ciclo completo de inversión en *private equity* dura en torno a siete años, el retorno de la inversión no se realiza plenamente hasta el final de dicho período. Dado que el período de tenencia es excepcionalmente largo, el inversor exige una rentabilidad suplementaria.

ivos, en presencia de un choque de innovación, en ausencia de tal choque

Diferencia	Sin choque de innovación			Rentabilidad histórica anualizada %	Volatilidad anualizada %
	Proyección (abril 2014)*	Proyección (julio 2013)*	Diferencia		
	2014 – 2024	2013 – 2023			
0.0%	15.0%	15.0%	0.0%	-	-
-2.0%	4.5%	6.4%	-1.9%	9.2%	16.3%
-1.4%	4.5%	5.7%	-1.2%	15.0%	15.9%
-0.8%	6.1%	6.8%	-0.7%	1.6%	17.1%
0.0%	8.0%	8.0%	0.0%	-	-
-0.5%	6.1%	7.3%	-1.2%	9.3%	3.4%
-1.7%	4.8%	7.0%	-2.2%	11.1%	4.3%
-0.6%	2.8%	3.3%	-0.5%	6.1%	2.5%
0.2%	3.5%	3.7%	-0.2%	6.1%	4.3%
0.4%	3.4%	3.0%	0.4%	0.1%	0.0%
0.4%	2.7%	2.5%	0.2%	4.9%	7.1%
0.1%	1.2%	1.3%	-0.1%	7.2%	5.9%



Nuestros modelos de cálculo de rentabilidad no ofrecen ningún *free lunch*¹: el avance experimentado por los mercados de renta variable americana y europea en 2013 se traduce en una reducción de las rentabilidades anticipadas a largo plazo.

¿Cómo comprender el descenso de la rentabilidad esperada para las acciones americanas y europeas comentado anteriormente? Se explica por un avance experimentado por los mercados más rápido que la tendencia anticipada a largo plazo. Con unos regímenes de salida y de llegada sin cambios, las estimaciones de rentabilidades pueden sufrir modificaciones importantes si, a lo largo de un período, la evolución de una clase de activos determinada se desvía sustancialmente de la trayectoria contemplada en las estimaciones iniciales. Si los resultados obtenidos por una clase de activos son netamente superiores a la rentabilidad estimada a largo plazo, entonces esta rentabilidad estimada será sistemáticamente más débil en el futuro.

Es lo que ha sucedido en los mercados de renta variable de los países desarrollados desde nuestra publicación de mediados de 2013. El índice más representativo de las acciones americanas, el S&P500, avanzó un 18,0% entre el final de junio 2013 y el 25 de abril de 2014. Durante el mismo período, el índice de las acciones europeas, el Stoxx 600, avanzó un 19,4%. En términos anualizados, esto corresponde a unas

rentabilidades del 21,3% y del 23,0%, respectivamente. Estas rentabilidades realizadas son aproximadamente tres veces más elevadas que las rentabilidades esperadas a largo plazo. Por lo tanto, las acciones americanas y europeas se han adelantado, en cierto modo, respecto a su tendencia de fondo. Con un escenario sin cambios, esto se traduce en una reducción de las futuras rentabilidades. Esto es lo que representa el gráfico anterior.

Y a la inversa pasa lo mismo: en caso de peor evolución de una clase de activos respecto a su tendencia anticipada, su futura rentabilidad aumentará automáticamente.

Pocos cambios en la clase de activos de renta fija

La normalización de la coyuntura económica que comentábamos en el primer número de "Horizonte" se difunde progresivamente al conjunto de las clases de activos. Sin embargo, las rentabilidades anticipadas en la clase de activos de renta fija han registrado pocos cambios. Solo los bonos corporativos de menor calidad, *high yield* (alto rendimiento), presentan una disminución de las rentabilidades anticipadas.

En cuanto a los bonos soberanos americanos y europeos, los tipos a 10 años de los bonos del Tesoro de EE.UU. y del Bund alemán han variado poco. El tipo de interés de los bonos americanos

¹ Free lunch: Comida gratuita

a 10 años ha pasado del 2,62% al 2,68%, es decir, una subida de 6 puntos básicos. En cuanto a los bonos alemanes, los tipos de interés han bajado ligeramente del 1,71% al 1,48%. Como las variaciones de los tipos de interés son una de las variables importantes que determinan los cambios de rentabilidades futuras, no sorprende que las rentabilidades esperadas en este compartimento no hayan cambiado apenas entre mediados de 2013 y mediado de abril 2014.

En lo que respecta a los bonos corporativos, la normalización del entorno económico ha generado un continuado descenso de los *spreads* a ambos lados del Atlántico, en particular en el segmento *high yield*. Los *spreads* (diferenciales) han pasado de 545 pb a 447 pb en el caso de los bonos americanos y de 403 pb a 256 pb en el de los bonos europeos. La parte esencial del descenso de las rentabilidades anticipadas en este segmento de renta fija se debe, por lo tanto, a la variación de estos *spreads*. Puesto que no hemos modificado nuestro escenario a largo plazo sobre los *spreads* de los bonos *high yield*, las rentabilidades anticipadas han disminuido ligeramente. En el escenario sin choque de innovación, han pasado, cupones incluidos, del 7,3% al 6,1% para los bonos americanos, y del 7% al 4,8% para los bonos europeos.

Cabe recordar que los resultados que obtenemos en ausencia de un choque de innovación se basan en un escenario de continuación de la normalización de la coyuntura económica, tal como explicamos más adelante mediante los principios de regímenes de salida y de llegada.

Estos regímenes se definen por los niveles de crecimiento económico real y de inflación. Tal cambio de régimen afecta, por supuesto, a las futuras rentabilidades de las clases de activos, atribuyendo una esperanza de rentabilidad más elevada a los activos de mayor riesgo. Es evidente que este proceso de normalización se vería perturbado por un choque económico importante, tal como un grave *credit crunch* en China. En este caso, la rentabilidad media esperada de los activos de mayor riesgo podría disminuir. ■

II. Choque de innovación y crecimiento económico

La noción de choque de innovación es esencial en el análisis económico. Su existencia modifica particularmente las perspectivas de crecimiento económico. Basta con pensar en el ferrocarril, el automóvil o incluso la radio para darse cuenta de inmediato de lo que queremos decir al hablar de la importancia de los choques de innovación. La innovación se ha convertido en un objeto de predilección tal que ha originado toda una corriente de pensamiento. Se articula en torno al crecimiento endógeno. Sus teóricos se encuentran entre los nuevos economistas de la oferta. Conciben la economía de una forma distinta a la que plantea la teoría keynesiana, que se articula en torno a la demanda.

En la primera edición de "Horizonte", identificamos tres tipos de choques de innovación radical: 1. Tecnológicos: modifican en profundidad y de forma duradera el nivel de actividad, aumentando el crecimiento económico gracias a importantes incrementos de la productividad y a la creación de nuevas capacidades de producción; 2. Reglamentarios: liberalización del espíritu empresarial en el mundo, extensión de la democracia en el mundo; y 3. Cognitivos: cambio de estilo de política monetaria (de los objetivos de inflación a los objetivos de nivel de precios/precios de los activos), nueva política económica de la oferta.

Antes de seguir, tratemos de responder a algunas preguntas. ¿De dónde viene el crecimiento económico? ¿Por qué ha sido el crecimiento económico más fuerte en unos países que en otros? ¿Por qué ha sido más elevado durante unos periodos que durante otros? Nos proponemos utilizar el marco facilitado por los teóricos del crecimiento económico a largo plazo para tratar de aportar aclaraciones a estas preguntas y comprender el papel de la innovación. La teoría de la innovación distingue dos tipos de choques tecnológicos: los radicales y los transitorios. Los choques radicales son aquellos cuya naturaleza modifica profundamente el proceso de producción. Las

mutaciones pueden llegar a observarse a nivel de la sociedad. Se caracterizan concretamente por una redefinición del papel del Estado y profundos cambios en la organización social. La combinación de estos choques y estas mutaciones conduce a la economía a una senda de crecimiento superior y sostenible. La difusión del conocimiento y de las nuevas tecnologías al conjunto de la economía genera mejoras de la productividad recurrentes y duraderas.

Por el contrario, los choques tecnológicos transitorios solo aceleran el crecimiento económico temporalmente. Por ello, si la inversión no es recurrente, el crecimiento adicional tampoco lo será. Pero, ¿por qué es tan importante la inversión? Según las teorías económicas, el desarrollo a largo plazo de una economía está condicionado a la evolución de dos grandes factores fundamentales: la demografía y la productividad. La productividad depende, a su vez, del progreso técnico, que sería el tercer factor que explicaría el crecimiento económico a largo plazo. Y es precisamente a través de este tercer factor como aparece la noción de choque, a saber, de revolución. Más concretamente, la tasa de crecimiento económico evoluciona del mismo modo que la suma de las tasas de crecimiento de la población activa y del incremento de la

productividad. Así pues, para poder acceder a una senda de crecimiento superior, una economía debe actuar sobre su demografía o encontrar una forma de mejorar sus incrementos de productividad.

A la luz de este enfoque, parece que el envejecimiento de la población que presentan actualmente la mayoría de las economías desarrolladas confiere al factor demográfico una característica de freno al crecimiento. No obstante, en un pasado relativamente reciente en términos de los ciclos económicos, los años 90, el crecimiento de la economía americana consiguió desvincularse de su tendencia de crecimiento a largo plazo gracias a dos factores. Por una parte, había encontrado una fuente de nuevos incrementos de productividad gracias al uso generalizado de nuevas tecnologías de la información y de comunicación. Por otra, gracias a una demografía que podría calificarse de galopante, había encontrado los recursos de mano de obra necesarios para asegurar un nivel de producción más alto.

En el próximo decenio, es probable que presenciemos un choque tecnológico. ¿Nos enfrentamos a una auténtica revolución tecnológica a corto plazo, de la que aún no hemos visto los efectos beneficiosos en el crecimiento económico? ¿O somos las víctimas consentidoras de una esperanza en vano? La dificultad para percibir el posible choque de innovación inminente es importante y más teniendo en cuenta que las auténticas revoluciones tecnológicas tardan en producir efectos visibles y duraderos en el crecimiento económico. Desde este punto de vista, el desarrollo de nuevas tecnologías todavía es demasiado reciente para que los efectos sean ya visibles y cuantificables en términos de una economía en su conjunto, como la de Estados Unidos. A pesar de todo, ¿podríamos estar ante un choque tecnológico radical? El quid de la cuestión es primordial. De ser así, deberíamos rebosar todos optimismo, pues eso supondría una aceleración del crecimiento económico en los próximos años. ■

La teoría de la innovación distingue dos tipos de choques tecnológicos:

- los choques radicales que modifican profundamente el proceso de producción.
 - los choques tecnológicos transitorios que solo aceleran el crecimiento económico temporalmente.
-

III. Análisis de un choque de innovación

La biotecnología: el choque de innovación potencial del decenio 2014-2024

Aires de renovación soplan sobre la biotecnología. En los próximos diez años, este campo debería registrar un crecimiento sostenido, siendo el despliegue a gran escala de la secuenciación del genoma humano a menos de mil dólares uno de los principales motores de la dinámica del sector. Los avances en genómica deberían contribuir, entre otras cosas, a tratar más tipos de cánceres. Pero los progresos afectarán también a otros campos de aplicación, como por ejemplo: las vacunas, las terapias para enfermedades raras, los tratamientos personalizados, la agroalimentación, los biomateriales y hasta la producción de energía, como el etanol, a través de organismos genéticamente modificados. Esta fuente de energía podría ser comercialmente competitiva de aquí a unos diez años. Actualmente, parece que los obstáculos a estas evoluciones corresponden más a cuestiones éticas y normativas que a dificultades técnicas. Y, desde ese punto de vista, las autoridades se encuentran a menudo desarmadas frente a la rapidez del progreso.

Actualmente, la industria de la biotecnología comienza a recoger los frutos de las investigaciones llevadas a cabo durante más de medio siglo, desde el descubrimiento del ADN. Así, para tratar enfermedades tan diversas como las deficiencias cardíacas y la diabetes, más de 350 millones de pacientes del mundo entero se benefician de los avances logrados en el campo de la biotecnología. El desarrollo económico del sector también está estrechamente ligado al crecimiento demográfico, al envejecimiento de la población y a los cambios normativos que afectan a la industria farmacéutica. Mientras que, según la agencia independiente *Economic Intelligence Unit*, la industria farmacéutica en su conjunto debería crecer un 5,3% al año entre 2013 y 2017, el segmento de la biotecnología debería ver evolucionar su ritmo de crecimiento proporcionalmente por encima del crecimiento demográfico y del envejecimiento de la población.

Según el instituto IBIS World, el ritmo de crecimiento anual medio del sector debería elevarse al 9,2% entre 2013 y 2018. En el mismo periodo, la cifra de negocios alcanzada por las empresas biotecnológicas pasaría de 262.000 a 407.000 millones de USD. La consultora McKinsey estima que el mercado de la genómica de nueva generación debería representar un *big bang*. La nueva cifra de negocios anual podría alcanzar 1,6 billones de USD de aquí a 2025.

Con un 54% de las empresas biotecnológicas existentes en el mundo, Estados Unidos concentraría la mayor parte de la actividad. Europa y Asia representan entre las dos un 44%, con una distribución del 29% y del 15%, respectivamente. Esta asimetría geográfica se vuelve a dar en las oportunidades de inversión. Con casi 6.200 millones de USD de salidas a bolsa en Estados Unidos en 2013, el sector está viviendo una primavera bursátil que no experimentaba desde 2000. Entre el 31 de diciembre de 2008 y abril de 2014, la capitalización del índice Nasdaq Biotechnology ha pasado de 277.000 millones de USD a más de 570.000 millones de USD. Este mismo índice ha crecido un 243% en cinco años, lo que equivale a una progresión anual media del 18,7%. En este periodo, su avance ha duplicado el del S&P500.

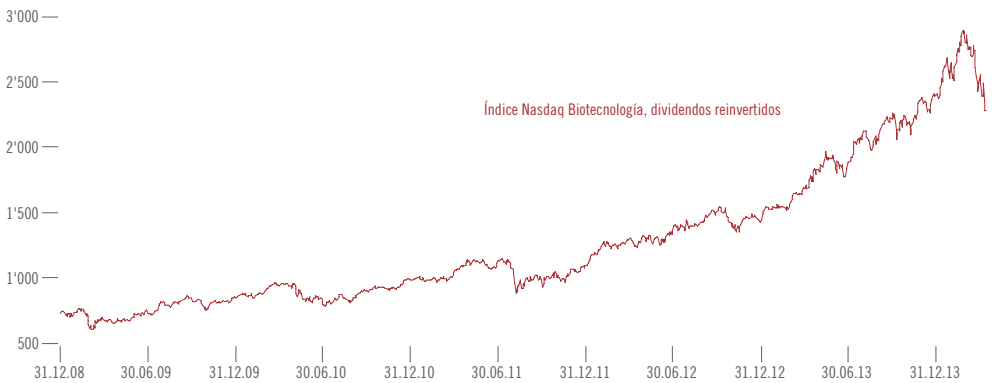
Esta increíble subida se explica gracias, por una parte, al entusiasmo por el sector de los inversores especializados e institucionales y, por otra, a la mejora de los fundamentales de las empresas. Los beneficios corrientes, antes de intereses, impuestos y depreciaciones y amortizaciones, se han multiplicado por dos y medio en este plazo de tiempo. Y lo que queda por venir. La mayoría de los analistas coincide en que los beneficios deberían mejorar en torno a un 40% en 2014. El fervor de los investigadores por este segmento cotizado también confina en ocasiones a la monomanía y nos encontramos

con excesos como los que vivimos durante la burbuja de Internet. Por ejemplo, Pharmacyclics ha visto cómo su cotización se multiplicaba por 116 desde finales de 2008, alcanzando un ratio precio/beneficio (PER) de 115.

La vertiginosa subida de las cotizaciones deja entrever desde el primer momento el riesgo de una importante corrección. Puede que incluso ya haya comenzado. Pero sea cual sea la evolución de las cotizaciones en bolsa en los próximos meses, la biotecnología verá aumentar su contribución al crecimiento económico dado que los campos de aplicación parece que serán grandes. Aparte del desarrollo de medicamentos, desempeñarán un papel importante en el sector agroalimentario. Y las empresas especializadas están llamadas a desarrollarse. ¡Todavía tienen que surgir los Google o Amazon de la biotecnología! Así pues, en los próximos años, la

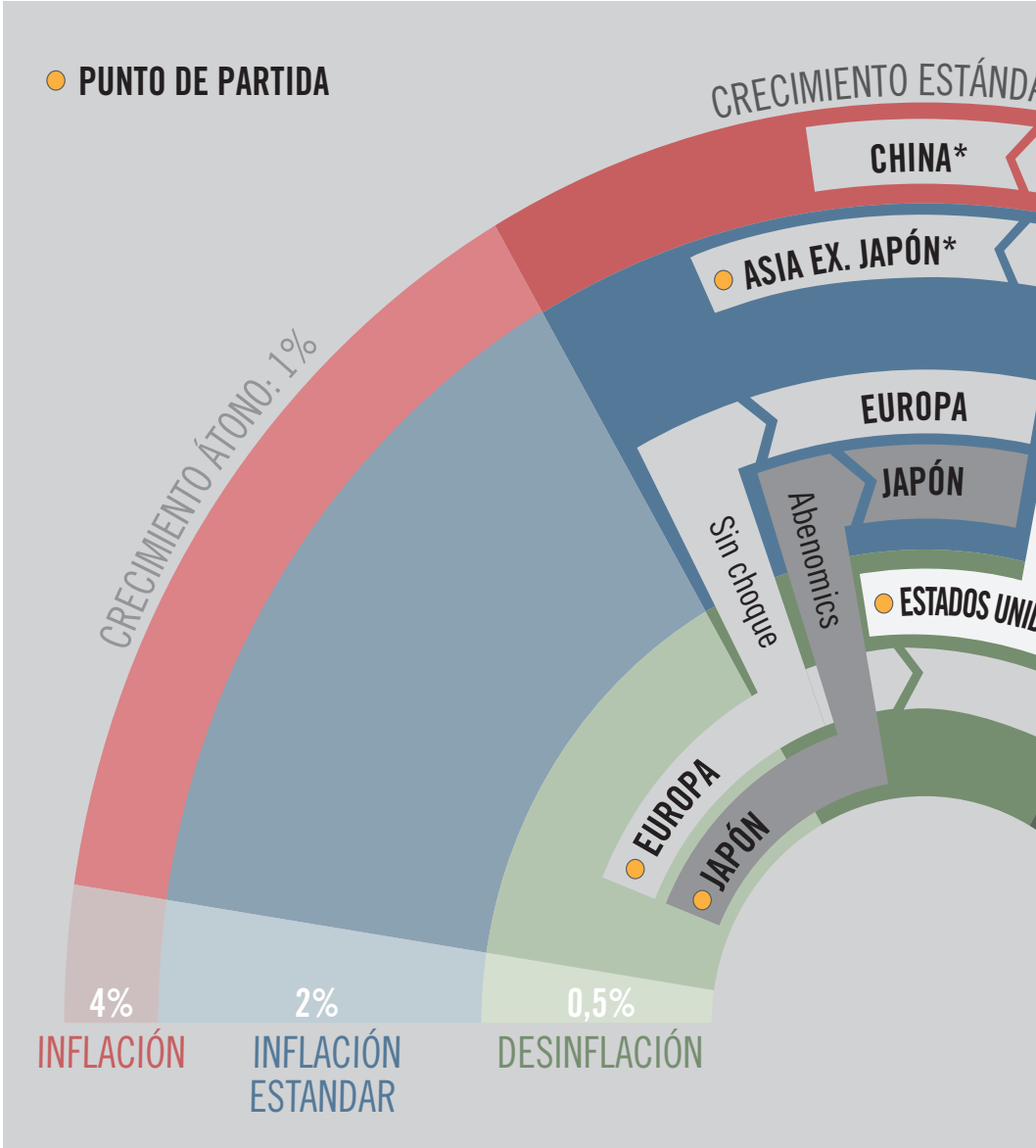
biotecnología seguirá apasionando tanto al economista como al inversor. ■

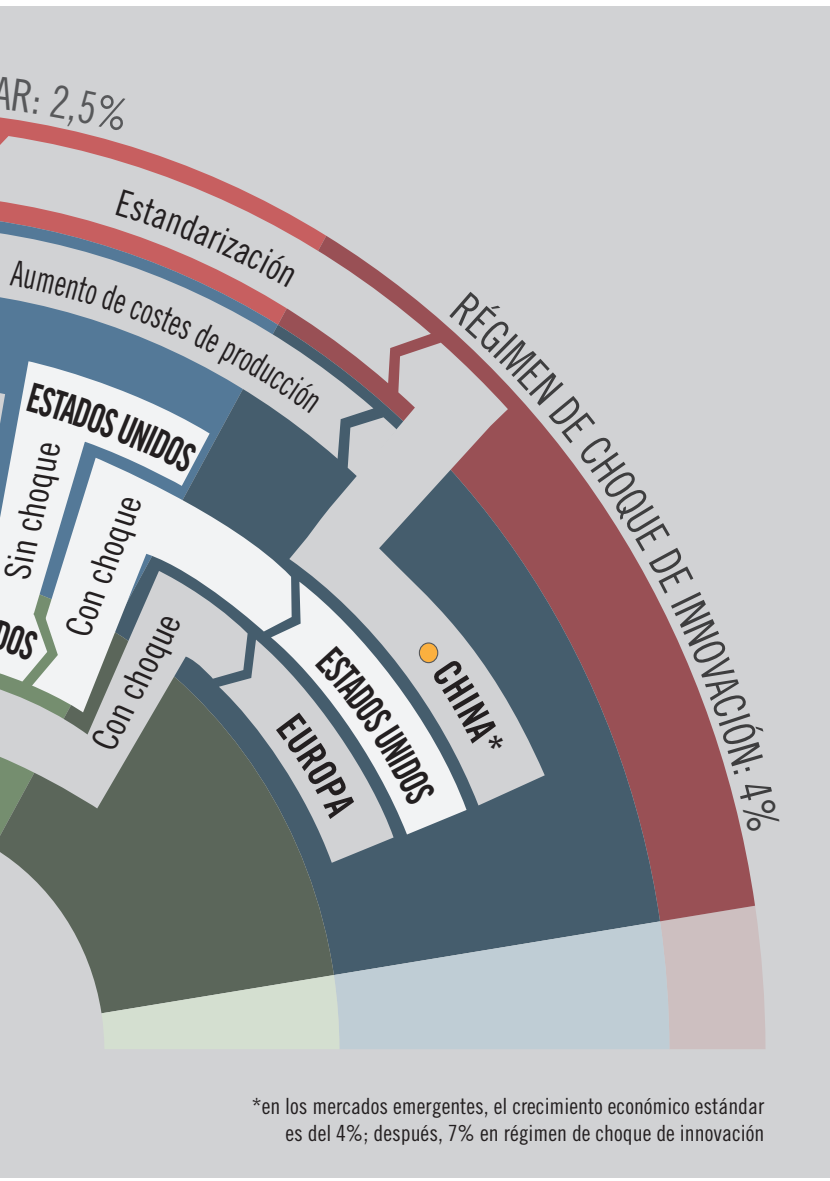
LA DINÁMICA DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS BIOTECNOLÓGICAS SE REFLEJA EN BOLSA



Fuente: Pictet WM – AA&MR, Datastream

Inflación y crecimiento real: los dos factores de riesgo y los posibles escenarios





Nuestros escenarios en materia de cambios de régimen de crecimiento y de inflación, para las tres grandes zonas económicas consideradas, se resumen en este diagrama, en función del acaecimiento o no de un choque de innovación. Abarca dos dimensiones. En la primera, mostramos el cambio de régimen esperado para nuestro primer factor de riesgo, la inflación, y en la segunda, el cambio de régimen previsto para el crecimiento económico real.

IV. Marco de trabajo para el cálculo de las rentabilidades esperadas de las clases de activos

Para efectuar nuestros cálculos de la rentabilidad de las clases de activos a lo largo de los diez próximos años, hemos desarrollado una metodología basada en un enfoque denominado por factor de riesgo.

Una descripción de esta metodología puede descargarse en:

<http://perspectives.pictet.com/category/publications/horizon>

Con un horizonte temporal estratégico, nuestra investigación ha puesto de manifiesto dos factores de riesgo. Son factores fundamentales, no de mercado. Se trata del crecimiento real del PIB de una economía determinada y la inflación dentro de esa misma economía.

El modelo utilizado

Para efectuar estos cálculos, elaboramos unos escenarios de la evolución de nuestros dos factores de riesgo, crecimiento real del PIB e inflación, para el próximo decenio. El análisis abarca tres grandes zonas económicas: Europa, Estados Unidos y economías emergentes.

Los escenarios relativos a estos dos factores de riesgo se basan en un razonamiento por régimen. Delimitamos así el marco de trabajo en función de tres regímenes de crecimiento real y tres regímenes de inflación (véase tabla más abajo). Nuestros cálculos de rentabilidades de las clases de activos se basan así en los escenarios de crecimiento y de inflación que se han elaborado para las tres zonas económicas.

Sin choque de innovación: la inflación y el crecimiento evolucionan en regímenes estándar.

Para poder elaborar escenarios de los regímenes en los que evolucionan nuestros dos factores de riesgo, es necesario definir un régimen de salida y un régimen de llegada para cada una de las tres zonas económicas. En nuestros modelos, los regímenes de salida abarcan los cálculos entre 2014 y 2016, y los regímenes de llegada entre 2017 y 2024.

MATRIZ DE REGÍMENES ECONÓMICOS

	Crecimiento átono $g_r = 1\%$	Crecimiento estándar $g_r = 2,5\%$	Choque de innovación $g_r = 4\%$
Desinflación $\pi = 0,5\%$	Entorno deflacionista Europa, años 2010	Improbable	Improbable
Inflación estándar $\pi = 2\%$	"Nueva norma" EE.UU. años 2000	"Goldilocks" EE.UU. años 1990	Edad de oro EE.UU. años 1980
Inflación $\pi = 4\%$	Estanflación EE.UU. años 1970	Entorno inflacionista Mercados emergentes años 1970	Entorno de recalentamiento China años 2000

Fuente: Pictet WM - AA&MR

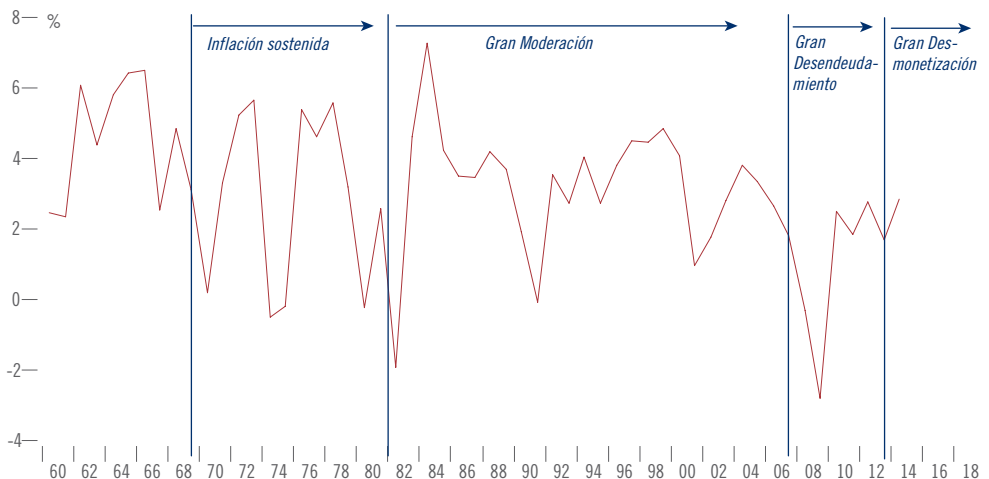
Estados Unidos:

- **Regímenes de salida:** El proceso de normalización que comentábamos en el número anterior de "Horizonte" se materializa mediante una reactivación concomitante de los ciclos inmobiliario, del crédito y del empleo. Tras haber evolucionado en torno a una media del 2,0% a lo largo de estos tres últimos años, el crecimiento económico americano se normaliza y se estabiliza en un nivel cercano al 3%. Sin embargo, la inflación se mantiene en niveles bajos, en torno al 1,2%. El régimen de salida del crecimiento del PIB americano corresponde así al que calificamos de estándar, mientras que el régimen de inflación sigue siendo átono.
- **Regímenes de llegada:** inflación y crecimiento estándar. Las señales de un crecimiento cada vez más autosostenido se acumulan en Estados Unidos. La Reserva Federal ha llevado a cabo una reducción de su tercer programa (QE3) de recompra de activos (*tapering*) - que calificamos de Gran Desmonetización - después de una política monetaria sin precedentes a raíz de la crisis de las *subprimes* de 2008. Según este escenario, la primera economía mundial evoluciona en unos regímenes de llegada de crecimiento y de inflación correspondientes a los valores que calificaremos de estándar, es decir, un ritmo de crecimiento anual en torno al 2,5% y un ritmo de inflación del 2%.

Europa:

- **Regímenes de salida:** crecimiento flojo y desinflación. Con un crecimiento económico real medio en torno al 1,5% durante los tres últimos años, una previsión cercana al 1% para 2013 y un ritmo de inflación desacelerándose a menos del 0,8%, clasificamos la economía europea en un régimen de crecimiento átono y en un régimen de desinflación. La economía europea sigue bloqueada en una espiral inquietante, que denominamos la Gran Divergencia, caracterizando la trayectoria alcista de la deuda pública y la trayectoria bajista del crecimiento económico, que puede llevar a sus Estados a una situación de incumplimiento de pagos.
- **Regímenes de llegada:** inflación y crecimiento estándar. La continuación del proceso de normalización es también el escenario por el que nos inclinamos en Europa. El compromiso del BCE a finales de julio de 2012, con las palabras "cueste lo que cueste" de su presidente Mario Draghi, seguido del anuncio de las OMT (*Outright monetary transactions*) a principios de septiembre, generó una relajación significativa y duradera de los tipos de interés a largo plazo de los Estados de la periferia. Si persisten las presiones deflacionistas, el Banco Central Europeo podría tomar nuevas medidas a lo largo de los próximos meses, a saber: un último recorte del tipo de referencia, nuevas

ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO DEL PIB REAL (TASA INTERANUAL)



Fuente: Pictet WM - AA&MR, Datastream

operaciones LTRO (*Long Term Financing Operations*) y compras de activos privados. Sin embargo, bajo el impulso de una recuperación coyuntural en Estados Unidos, Europa debería también volver a regímenes de crecimiento y de inflación que calificaríamos de "estándar", es decir, cercanos al 2,5% y al 2%, respectivamente.

Economías emergentes, y China en particular:

- **Regímenes de salida:** inflación estándar y crecimiento fuerte. Los regímenes de inflación que prevalecen en la mayoría de las economías emergentes pueden también calificarse de estándar. En cambio, la liberalización del espíritu empresarial y el desarrollo del capitalismo han creado un régimen de crecimiento fuerte, sobre todo en Asia. Sus regímenes de crecimiento corresponden así a un crecimiento que es casi el doble del de una economía desarrollada, como la de Estados Unidos, es decir, entre un 4% y 5% (6% en Asia) de media, frente al 2,5%. Es la característica principal de estas economías, que calificamos de Gran Dinámica. Sus regímenes de inflación siguen estando, como media, cercanos a los que se observan en las economías desarrolladas.
- **Regímenes de llegada:** inflación y crecimiento estándar. China representa a la vez un buen ejemplo y la locomotora de las economías emergentes, en Asia en particular. Su economía se sitúa en una fase de transición: el ritmo de avance del PIB se normaliza, con una estabilización progresiva en unos regímenes de crecimiento y de inflación estándar, con lo que la tasa de crecimiento económico anual pasaría de una media del 13% en los 15 últimos años al 6% previsto para el próximo decenio. El régimen de inflación, por su parte, podría aumentar, debido al incremento del coste de la mano de obra, evolucionando hacia un 6%.

Con choque de innovación: aumento del crecimiento en las economías desarrolladas

Los regímenes de llegada para el conjunto de las tres zonas económicas se verían profundamente modificados si ocurriese un choque de

innovación. Para la realización de nuestros cálculos, los regímenes de salida siguen siendo idénticos a los que se mencionan anteriormente, mientras que los regímenes de llegada adoptarían las formas siguientes:

Estados Unidos: inflación controlada y crecimiento fuerte. El gráfico de las páginas 10 y 11 ilustra el efecto que produciría un choque de innovación procedente de un sector económico como la biotecnología en los regímenes de crecimiento y de inflación de la economía americana. Esta última evolucionaría progresivamente en unos regímenes de crecimiento sostenido, en torno al 4%, y de inflación controlada, en torno al 2%, bajo el efecto concomitante del choque propiamente dicho y de la vigilancia del banco central.

Europa: inflación controlada y crecimiento fuerte. Siguiendo el ejemplo de Estados Unidos, el crecimiento económico se aceleraría también en Europa, para estabilizarse en un régimen elevado, en torno al 4%. Gracias a la política de objetivo de inflación, incluso de objetivo del precio de los activos del banco central, el régimen de inflación debería permanecer en torno al 2%.

Economías emergentes, y China en particular: inflación estándar y crecimiento fuerte. El crecimiento económico en las economías emergentes también debería acelerarse a raíz de un choque de innovación. Por consiguiente, podría contemplarse un régimen de crecimiento del orden del 7%. Por las mismas razones que en las economías desarrolladas, las presiones inflacionistas deberían seguir contenidas. Estimamos que la inflación podría mantenerse en un régimen que definimos como estándar para las economías emergentes, es decir, cerca del 4%.

Nuestros cálculos de rentabilidad esperada de las clases de activos, presentados en la primera parte de este documento, toman así en consideración, de manera cuantificada, los regímenes de crecimiento y de inflación en función del acaecimiento o no de un choque de innovación. ■

CONTEXTO DEL DECENIO

Al término de la guerra del Yom Kipur en **1973** entre Israel y una coalición formada por Egipto y Siria, la Opep orquesta un alza del precio del barril de petróleo, que se triplica en menos de 3 meses, pasando de 3 a 10 dólares.

EL CHOQUE ECONÓMICO

La maniobra económica de la Opep conduce a un choque petrolero, que genera una coyuntura económica inédita en las economías desarrolladas: la estanflación, que combina un crecimiento económico muy débil con una tasa de inflación anual que alcanza el 12%.

EL ACTIVO DEL DECENIO

1970

Liquidez EE.UU.

▶ **6,3%***

La fuerte rentabilidad en EE.UU. se deriva de unos tipos de interés que aumentan de un nivel del 5% al principio del decenio al 14% al principio del decenio siguiente.

La elección de Ronald Reagan como presidente de EE.UU. en **1981** da lugar a la implantación de una nueva política fiscal, que conlleva varias reducciones de impuestos, y una nueva política monetaria muy restrictiva, con vistas a controlar la inflación.

La *supply-side economics* de Ronald Reagan, combinada con la política monetaria con objetivo de inflación de Paul Volcker, permite reactivar el crecimiento económico americano a un ritmo próximo al 3,5% de media anual y reducir la inflación a un nivel próximo al 2% al final del decenio. Esto genera una recuperación de la renta variable estadounidense y, por contagio, de la europea.

1980

Renta variable Europa

▶ **22,7%***

La bajada progresiva de los tipos de interés da lugar a niveles de rentabilidad sin precedentes en la renta variable.

La invención de Internet en **1990** se corresponde con la aparición de un sinfín de nuevas tecnologías durante el decenio, lo que convierte la innovación y la inversión en motores del crecimiento económico.

Gracias a la inversión y al consumo relacionados con las nuevas tecnologías, las tasas de crecimiento económico real en EE.UU. y Europa evolucionan de forma sostenida, a ritmos superiores al 3% y al 2%, respectivamente en términos medios. Las políticas monetarias de lucha contra la inflación permiten además estabilizarla en torno al 2%.

1990

Renta variable EE.UU.

▶ **18,2%***

El avance de los mercados de renta variable de EE.UU. y Europa refleja unas perspectivas de crecimiento muy elevado de los beneficios.

El estallido de la burbuja de Internet en **2000**, seguido de los atentados del 11 de septiembre de **2001** en Nueva York y, posteriormente, de la crisis de las *subprime* en **2007-2008**, provoca el fin de un período de débil volatilidad de las variables económicas (como inflación o crecimiento económico real) y origina la crisis sistémica de la deuda soberana de los Estados de la periferia europea.

En el decenio, se producen dos choques. Estos son: 1. el estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU., seguido de una crisis mundial, desencadenando la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, y 2. la necesidad de poner en marcha planes de rescate para los Estados europeos que no pueden financiarse en los mercados financieros.

2000

Bund alemán a 10 años

▶ **10,3%***

Las políticas monetarias y las medidas no convencionales provocan un alza sostenida de los mercados de bonos soberanos.

Tras las crisis de repetición del decenio de los años 2000, el crecimiento en la primera economía mundial se estabiliza en un 3%. Un choque de innovación podría impulsarlo hacia un régimen superior.

El decenio se enfrenta a tres tipos de choques potenciales: 1. choques **tecnológicos**, 2. choques **reglamentarios**, y 3. choques **cognitivos** (v. página 8)

2010

Renta variable países desarrollados:

▶ **7,8%***

La rentabilidad anticipada de las acciones de las economías desarrolladas nos parece la más atractiva, teniendo en cuenta los riesgos que presentan las economías emergentes.

*rentabilidad nominal anualizada (proyectada para el período 2014-2024) a 10 años en monedas locales, con reinversión de dividendos y cupones.

Autor: Christophe Donay

Responsable editorial: Wilhelm Sissener

Diseño y consejo editorial: Kalina Moore, Production Multimédia Pictet

Traducción y revisión: Isabel Alvarez Castillo

Aviso legal | El presente documento no está destinado 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 y los datos proporcionados en el presente documento se comunican a título informativo exclusivamente, no comprometen la responsabilidad del Grupo Pictet y no constituyen en ningún caso una oferta ni una recomendación de compra, venta o suscripción de títulos o de cualquier otro instrumento financiero.

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 valor y el rendimiento de los títulos o instrumentos financieros mencionados en el presente documento se basan en cotizaciones proporcionadas por fuentes habituales de información y pueden sufrir fluctuaciones. El valor bursátil 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. 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.

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.

El contenido del presente documento es confidencial y 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 de los datos contenidos en 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 emitido por el Grupo Pictet. Esta publicación y su contenido pueden citarse a condición de que se indique la fuente. Todos los derechos reservados. Copyright 2014.

