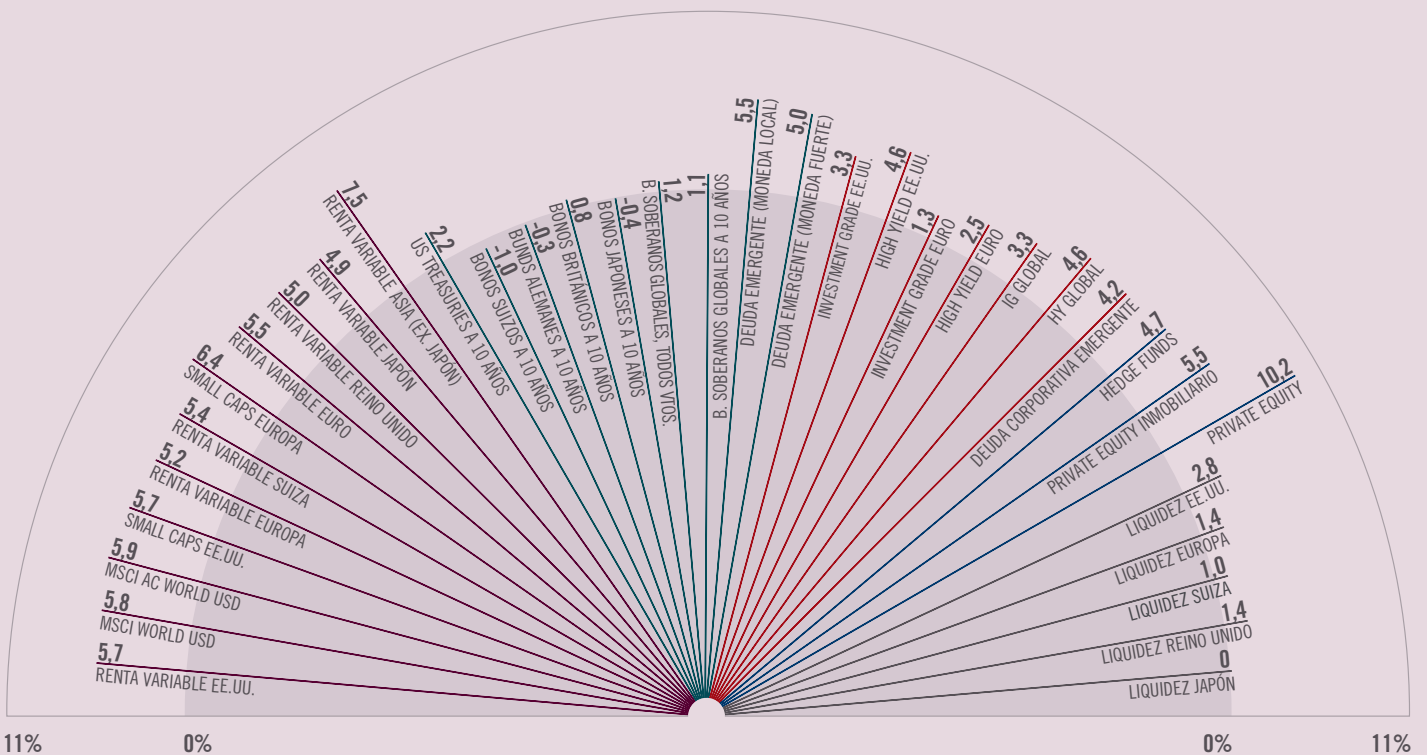


HORIZONTE: RESUMEN

RENTABILIDADES ANUALES MEDIAS ESPERADAS A 10 AÑOS (% , EN MONEDA LOCAL)



Las rentabilidades pasadas o las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.
Al final del documento se publican avisos legales de terceros.

Tabla resumen de las rentabilidades esperadas para los próximos 10 años (Fuente: Pictet WM-AA&MR)

23.03.2018	Rentabilidad esperada por moneda usando la paridad de poder adquisitivo (PPP) modificada*				
	Local	CHF	USD	EUR	GBP
LIQUIDEZ					
Liquidez EE.UU.	2,8%	3,3%	2,8%	2,6%	2,0%
Liquidez Europa	1,4%	2,2%	1,8%	1,4%	0,9%
Liquidez Suiza	1,0%	1,0%	0,8%	0,5%	0,0%
Liquidez Reino Unido	1,4%	2,8%	2,3%	2,0%	1,4%
Liquidez Japón	0,0%	1,5%	1,5%	1,2%	0,8%
BONOS SOBERANOS					
B. soberanos globales, todos vtos.	1,2%	1,5%	1,2%	0,9%	0,4%
B. soberanos globales a 10 años	1,1%	1,4%	1,1%	0,8%	0,3%
US Treasuries a 10 años	2,2%	2,7%	2,2%	2,0%	1,4%
Bunds alemanes a 10 años	-0,3%	0,4%	0,0%	-0,3%	-0,9%
Bonos suizos a 10 años	-1,0%	-1,0%	-1,2%	-1,5%	-2,0%
Bonos japoneses a 10 años	-0,4%	1,0%	1,0%	0,7%	0,3%
Bonos británicos a 10 años	0,8%	2,2%	1,7%	1,4%	0,8%
Deuda emergente (moneda local)	5,5%	6,0%	5,5%	5,3%	4,7%
Deuda emergente (moneda fuerte)	5,0%	5,5%	5,0%	4,8%	4,2%
BONOS CORPORATIVOS					
HY global	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	2,9%
High yield EE.UU.	4,6%	5,1%	4,6%	4,4%	3,8%
High yield Euro	2,5%	3,2%	2,8%	2,5%	2,0%
IG global	3,3%	2,9%	2,5%	2,2%	1,6%
Investment grade EE.UU.	3,3%	3,8%	3,3%	3,1%	2,5%
Investment grade Euro	1,3%	2,0%	1,6%	1,3%	0,7%
Deuda corporativa emergente	4,2%	4,7%	4,2%	4,0%	3,4%
RENTA VARIABLE					
MSCI World USD	5,8%	6,2%	5,8%	5,5%	5,0%
MSCI AC World USD	5,9%	6,3%	5,9%	5,6%	5,1%
Renta variable EE.UU.	5,7%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%
Small caps EE.UU.	5,7%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%
Renta variable Europa	5,2%	5,9%	5,5%	5,2%	4,7%
Small caps Europa	6,4%	7,2%	6,7%	6,4%	5,9%
Renta variable Euro	5,5%	6,2%	5,8%	5,5%	4,9%
Renta variable Asia (Ex. Japón)	7,5%	8,0%	7,5%	7,3%	6,7%
Renta variable Japón	4,9%	6,3%	6,3%	6,0%	5,6%
Renta variable Suiza	5,4%	5,4%	5,2%	4,9%	4,4%
Renta variable Reino Unido	5,0%	6,4%	5,9%	5,6%	5,0%
ALTERNATIVOS					
Private equity	10,2%	10,7%	10,2%	10,0%	9,4%
Private equity inmobiliario	5,5%	6,0%	5,5%	5,3%	4,7%
Hedge funds	4,7%	5,2%	4,7%	4,5%	3,9%

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

UN ENFOQUE MODIFICADO PARA UN ENTORNO DE BAJAS RENTABILIDADES



Christophe DONAY

Director de asignación de activos y de investigación macroeconómica
Jefe de estrategia



César Pérez Ruiz

Responsable de la plataforma de inversión
Director de inversiones

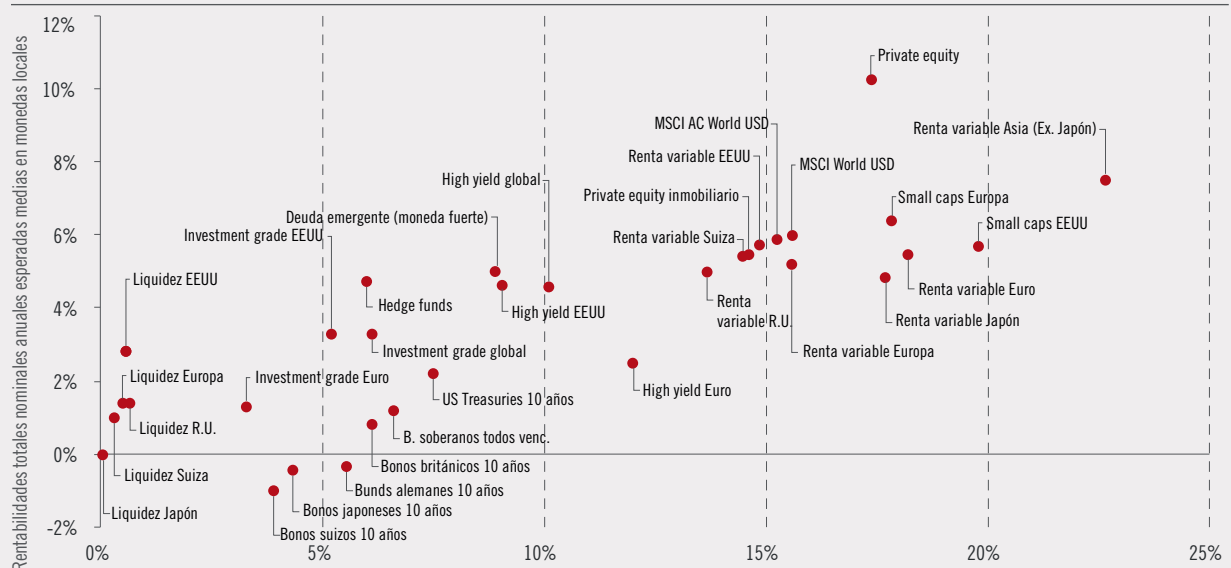
Estimado lector, estimada lectora:

Bienvenido/a a esta edición resumida de *Horizonte*, en la que Pictet Wealth Management (PWM) expone las razones de nuestras previsiones de rentabilidad en relación con el riesgo para los próximos diez años en unas 35 clases de activos.

Este ejercicio constituye la base de nuestra política de asignación estratégica de activos: nuestras principales decisiones sobre ponderación por clase de activos en el largo plazo. Es también muy útil con respecto a las expectativas de los clientes y para una comunicación transparente. Elegimos un período de 10 años porque el perfil de nuestros clientes suele presentar un horizonte de inversión a largo plazo –a menudo con vistas a la siguiente generación– pero también porque consideramos que 10 años es un período apropiado, que cubre ciclos económicos de mercado típicos y completos.

El principal mensaje de nuestro trabajo es que hemos entrado en un entorno de rentabilidades bajas y por lo tanto estamos modificando nuestro enfoque sobre la asignación de activos. Esta versión resumida de *Horizonte* está concebida para aquellos que quizás se interesan más por las conclusiones de nuestro análisis en términos de datos objetivos –y la justificación de dichas conclusiones– que por la compleja metodología que lo respalda. Esperamos haber expuesto de forma accesible el recorrido que hacemos desde nuestro análisis macroeconómico inicial, de arriba abajo, para llegar primero a las rentabilidades que esperamos y, finalmente, a las implicaciones que esto tiene para nuestros clientes en cuanto a la composición de sus carteras. ■

GRÁFICO 1 - RENTABILIDADES ESPERADAS FRENTE AL RIESGO HISTÓRICO



Basado en dev. est. histórica entre 1997 y 2017

Riesgo nominal anual esperado (desviación estándar)

PERSPECTIVA A LARGO PLAZO

De arriba abajo: regímenes económicos y factores macro

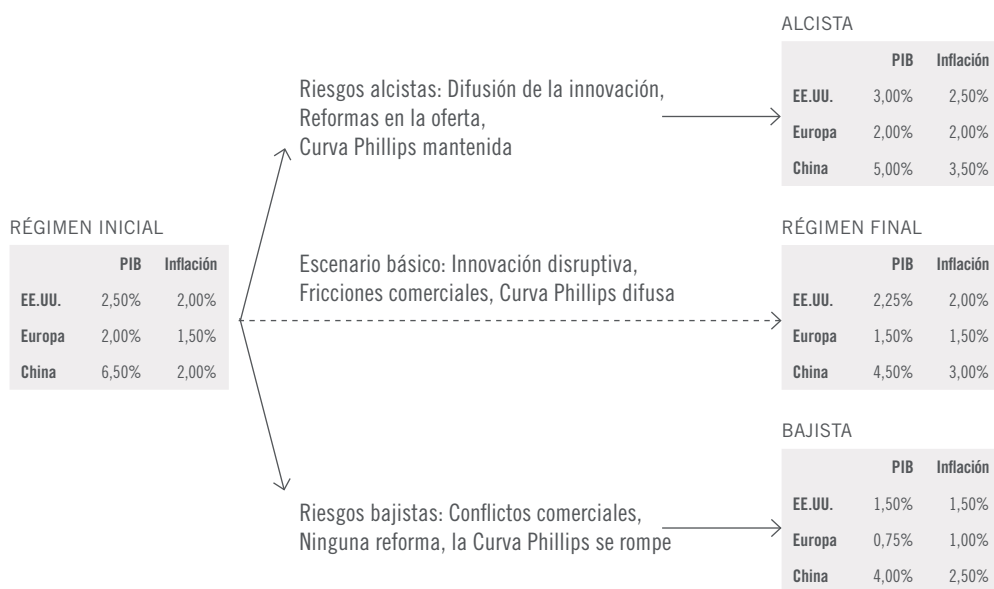
En Pictet Wealth Management (PWM), basamos nuestras rentabilidades esperadas en un modelo de valoración de activos que es una función del régimen económico subyacente. Es el régimen económico que determina los niveles de crecimiento económico real y de inflación – los dos catalizadores de las rentabilidades esperadas. Un cambio de régimen tiene, por consiguiente, profundas implicaciones para los precios y la valoración de los activos.

Puede identificarse un cambio de régimen cuando se produce un cambio en el nivel medio de la tasa de crecimiento del PIB real y/o la tasa de inflación, medida, por ejemplo, por el índice de precios de consumo (IPC). Entre los ejemplos puede mencionarse la crisis ‘subprime’ cuando, a finales de 2007, el PIB real de EE.UU. se desplomó de forma repentina, pasando

de una media relativamente estable de seis años del 2,6% a una media del -1,25% en el período hasta junio de 2009: definitivamente, un régimen deflacionario. Tras el mínimo alcanzado en junio de 2009, con la ayuda de medidas monetarias y fiscales extraordinarias, el crecimiento del PIB real americano ha registrado una media de casi un 2% en un régimen que puede definirse como reflacionario.

Otro ejemplo está relacionado con la inflación. Por ejemplo, en octubre de 1973, los países de la OPEP hicieron que el precio de un barril de petróleo crudo se triplicara en unos pocos meses, provocando una inflación galopante en todas las economías occidentales.

GRÁFICO 2 – PERSPECTIVA A LARGO PLAZO: REGÍMENES ECONÓMICOS Y BALANCE DE RIESGOS



Fuente: Pictet WM - AA&MR

Las condiciones políticas tienen también potencial para causar un cambio de régimen económico. Actualmente, el avance del populismo amenaza con producir cambios adversos en los regímenes económicos y de mercado. El relativo poder geopolítico de EE.UU. está disminuyendo y con este menor dominio puede surgir un mundo multipolar, dando cabida a cambios de régimen económico y de mercado.

La innovación ha demostrado una capacidad para introducir cambios paradigmáticos que tienen una influencia notable –a veces transformadora– en el crecimiento económico. La combinación de la oleada de innovación tecnológica y la globalización está cambiando la dinámica de la economía mundial debido a sus cuatro características: es disruptiva, deflacionaria, global y sus efectos exponenciales deberían materializarse con el tiempo.

El gráfico 2 expone nuestro escenario básico relativo a la inflación y al crecimiento del PIB, junto con los riesgos correspondientes. En él tenemos en cuenta la innovación disruptiva, una cierta constancia entre las relaciones de la actividad/inactividad económica con el crecimiento salarial y la inflación según lo expresa la curva Phillips, y el evitar una auténtica guerra comercial.

Nuestro análisis macroeconómico lleva a varias observaciones en tres áreas críticas: política monetaria, inflación y deuda global.

Política monetaria: una nueva era

Estamos llegando al final de una era de medidas extraordinarias por parte de los bancos centrales. La fuerte y sostenida compra de activos financieros por parte de los bancos centrales a bancos y otras instituciones financieras desde la crisis financiera de 2007/8 –relajación cuantitativa (QE)– tal vez no haya producido crecimiento, pero sí puede haber evitado una depresión.

Los bancos centrales, sin embargo, siguen vigilantes y acomodaticios. Junto con una retirada gradual del QE, nuestras previsiones se basan en la normalización de los tipos oficiales de los bancos centrales, como indica el gráfico 3, con unos tipos finales bajos en general, si bien con grandes diferencias entre países.

Sería un error descartar la reaparición de fuerzas deflacionarias en la próxima contracción o crisis financiera, pero este riesgo ha disminuido significativamente. Con todo, si las presiones deflacionarias vuelven finalmente, la capacidad de los bancos centrales para influir en los acontecimientos se ve comprometida por los esfuerzos de la década pasada, particularmente en la zona euro, donde la capacidad de relajación es limitada.

Pueden surgir nuevas herramientas y estrategias si todo lo demás llega a fallar, incluyendo la fijación de objetivos para precios de activos y para la inflación y una coordinación más explícita entre bancos centrales, pero parece que el foco de cualquier posible intervención del mercado está cambiando inevitablemente de la política monetaria a la política fiscal (algo muy evidente últimamente en el anuncio de rebajas tributarias en EE.UU.).

La normalización también está cargada de implicaciones políticas. Los gobiernos se beneficiaron considerablemente de la relajación monetaria, pues rebajó el coste de la financiación e hizo más justificable incrementar la deuda: un beneficio imprevisto que, naturalmente, los políticos aprovecharon.

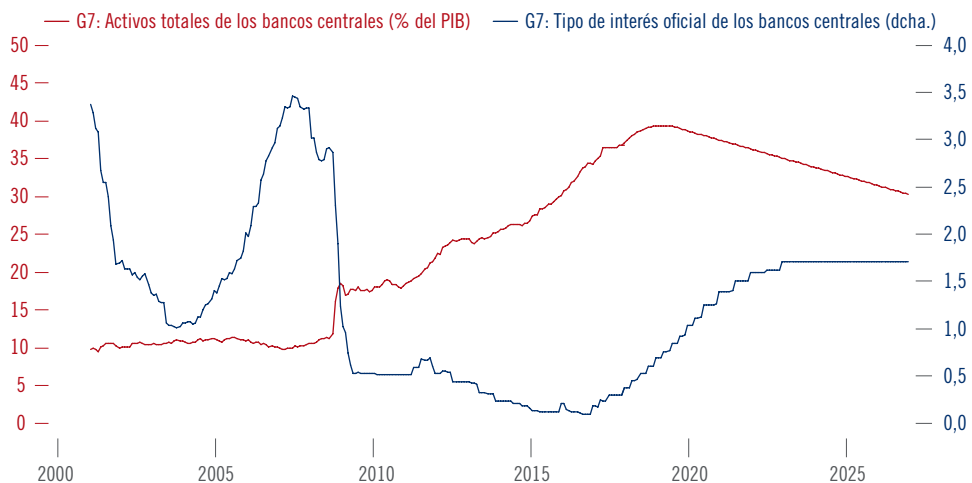
Ese estado de cosas no podía durar para siempre. Y aunque el crecimiento del PIB en general puede ser relativamente bueno, la perspectiva de tipos al alza y restricciones fiscales normales hace que sea difícil la decisión entre subir los impuestos y reducir el gasto/aumentar la deuda. En última instancia, este entorno económico puede rebotar contra los bancos centrales, viéndose amenazada implícitamente su independencia en el tema de las subidas de tipos.

Inflación: conductas extrañas y nueva dinámica global

La inflación destruye valor y, por lo tanto, es objeto de una vigilancia constante por parte de los bancos centrales. La capacidad de los bancos centrales y los dirigentes para fijar un objetivo de inflación se ha visto frustrada por el comportamiento inesperado de la curva Phillips que relaciona las tasas de inflación con alguna medida de debilidad económica, tal como la tasa de desempleo o la brecha de producción.

Tras la crisis, la mayoría de las economías desarrolladas experimentaron un episodio conocido como 'missing deflation' (deflación faltante), en el que un aumento muy grande y brusco de las brechas de producción no dio como resultado un declive proporcional de las tasas de inflación. Por otra parte, tras varios años de recuperación económica y caída del desempleo, la inflación y los salarios no han respondido al aumento de la tasa de utilización de la capacidad, el llamado enigma de la 'missing inflation' (inflación faltante).

GRÁFICO 3 - BALANCES Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LOS BANCOS CENTRALES DEL G7



Fuentes: Pictet WM - AA&MR, Thomson Reuters

Esto ha conducido a un intenso debate sobre si la curva Phillips ha muerto. No es una opinión que compartamos, ni tampoco la comparte el nuevo gobernador de la Fed, Jerome Powell, ni lo hacía su predecesora, Janet Yellen. Creemos que los cambios más recientes en la dinámica de la curva Phillips (se ha aplanado) en relación con los niveles de la inflación precrisis surgen muy probablemente de una combinación de dos categorías de catalizadores: factores globales que incluyen el ciclo de las materias primas, la globalización y la innovación, y cambios estructurales en el mercado laboral. En este contexto, esperamos que la inflación aumente gradualmente, pero observamos el potencial de Asia para exportar inflación a los mercados desarrollados, particularmente en el caso de China debido a una disminución de la población activa y un aumento de los costes laborales.

Deuda global: niveles manejables, pero China preocupa

Los niveles excesivos de deuda incrementan la vulnerabilidad económica y, por consiguiente, pueden desbaratar las previsiones económicas.

No existe consenso sobre el umbral en el que los niveles de deuda empiezan a afectar al crecimiento o a desencadenar desendeudamiento. Sabemos que la deuda alimenta el crecimiento, pero en un momento dado los perjuicios superan los beneficios, pues la inversión y el consumo se reducen cuando las rentas del sector privado se destinan al servicio de la deuda. Los elevados niveles de deuda aumentan la fragilidad de las empresas no financieras y de los hogares ante cambios en el ciclo económico, la inflación y los tipos de interés, y también fomentan la incertidumbre.

Creemos que los niveles generales de deuda global son manejables. Europa es muy heterogénea, si bien los niveles de deuda de algunos países concretos siguen siendo preocupantemente altos y no han experimentado el mismo grado de desendeudamiento que EE.UU. y el Reino Unido. Los niveles de deuda de China tienen la capacidad de mantener a los mercados globales despiertos por la noche, pero un análisis más detallado revela la singular naturaleza del perfil de deuda de ese país, que puede aportar sosiego a los observadores.

La deuda de China es fuente de inquietud por cuatro razones: el potencial efecto global de una crisis crediticia; la tasa de crecimiento de la deuda; los niveles de endeudamiento de las empresas no financieras; el rápido crecimiento del sistema bancario en la sombra. Como atenuante, la inmensa mayoría de la deuda china está contratada en el ámbito nacional y dos tercios de la deuda empresarial no financiera están en manos de empresas de propiedad estatal. ■

“Pueden surgir nuevas herramientas y estrategias, incluyendo la fijación de objetivos para precios de activos e inflación y una coordinación más explícita entre bancos centrales.”

RENTABILIDADES ESPERADAS

“A medida que los bancos centrales impongan subidas de los tipos a corto plazo, la deuda pública a 10 años registrará rentabilidades históricamente bajas.”

Un análisis por clases de activos

Nuestras conclusiones en relación con las rentabilidades esperadas son coherentes con la teoría establecida en materia de inversión y con la experiencia: para obtener mejores rentabilidades es preciso asumir más riesgos.

Por supuesto, el riesgo de la inversión disminuye con el tiempo, lo que tiene el efecto de suavizar las fluctuaciones de la rentabilidad a corto plazo, y esto se refleja en nuestro horizonte de inversión a 10 años. Por el mismo motivo, nuestras rentabilidades esperadas son insensibles al ciclo económico. Un período de 10 años es suficientemente largo para cubrir un ciclo económico completo; por lo tanto no prevemos (ni tenemos motivo para programar) ciclos económicos en el contexto de nuestro modelo de rentabilidades esperadas.

Las clases de activos individuales tienden a presentar ciertas características de riesgo/rentabilidad que distinguen cada clase de otra, pero estas generalidades tienen una salvedad: son generalidades, no reglas fijas.

Por ejemplo, en general se considera que la renta variable conlleva más riesgo que la renta fija, con una rentabilidad y una volatilidad esperadas más altas, pero los títulos individuales presentan características de riesgo/rentabilidad muy diversas. En la clase de renta fija, los bonos soberanos se consideran de mucho menos riesgo que los bonos 'high yield'. El efectivo o liquidez es la clase de activos que conlleva el menor riesgo.

No obstante, basándonos en nuestro análisis, es posible hacer algunas observaciones generales sobre las perspectivas de las clases de activos individuales.

Efectivo: los bancos centrales impulsan los tipos a corto plazo al alza

Nuestro escenario económico básico para los próximos 10 años asume una normalización de los tipos de interés, tanto a largo como a corto plazo. Pero, debido al tamaño actual del balance de los bancos centrales, este proceso de normalización durará más de 10 años, lo que significa que los tipos a corto plazo deberían permanecer bastante bajos. La Fed ya ha empezado a subir los tipos y se esperan movimientos similares en otras zonas, que den lugar a una subida de tipos a escala mundial. Este proceso llevará a rendimientos positivos en todas partes y a una mejora de la rentabilidad del efectivo durante los próximos 10 años.

Deuda pública: rentabilidades flojas a la vista

El análisis a largo plazo muestra que los rendimientos soberanos nominales reflejan estrechamente el crecimiento del PIB nominal. Pero esta relación se ha visto distorsionada por la política de los bancos centrales en los últimos años. La intervención de los bancos centrales (en general en forma de compras masivas de deuda pública) ha ejercido una presión bajista en los rendimientos a largo plazo, que se han vuelto anormalmente bajos en relación con el crecimiento del PIB nominal. A medida que los bancos centrales impongan subidas de los tipos a corto plazo, la deuda pública a 10 años registrará rentabilidades históricamente bajas. Los bonos alemanes, japoneses y suizos serán destructores de valor neto durante los próximos 10 años. A medida que la Reserva Federal presione al alza los tipos oficiales objetivo, la protección mediante 'US Treasuries' tendrá un coste, con unas rentabilidades a 10 años esperadas de solo 2,2%.

Bonos corporativos: el 'high yield' todavía es atractivo

Excluyendo acontecimientos importantes como la crisis financiera global de 2008-09, la historia demuestra que los últimos rendimientos del 'investment grade' (IG) americano representan razonablemente bien la rentabilidad esperada a 10 años de los bonos corporativos 'investment grade'.

Los bonos 'high yield' (HY) reúnen características de renta fija y renta variable. La fuerte correlación entre los diferenciales HY y el índice de volatilidad VIX es una buena muestra de ello. En períodos de tensión financiera, los diferenciales HY tienden a subir paralelamente al riesgo de renta variable. Pero este paralelismo entre el VIX y los diferenciales HY tiene sus límites: el VIX es la llamada 'medida del miedo' para las empresas 'blue-chip' americanas cotizadas en el S&P 500, que por lo general tienen calificaciones 'investment grade', mientras que el universo HY americano está compuesto principalmente por pequeñas y medianas empresas.

No obstante, el análisis demuestra que, durante un período de 10 años, las rentabilidades totales del HY en USD siguen un patrón mucho más similar al de los bonos IG que al del S&P 500. Y existen largos períodos en los que el HY se comporta efectivamente mejor que la renta variable (el período de 2008 a 2014, por ejemplo) y viceversa. La estrecha brecha entre las rentabilidades de la renta variable a 10 años y las rentabilidades del HY desde 2014 no tiene precedentes en los últimos 20 años.

A diferencia del IG americano, los rendimientos no son una buena representación de rentabilidades futuras en el caso del HY americano, puesto que un

rendimiento más alto es justo lo que exigen los inversores como compensación del riesgo extra de incumplimiento. A efectos de nuestro cálculo de rentabilidades esperadas, la tasa de incumplimiento importa menos que el coeficiente de pérdida final de los bonos HY. El coeficiente de pérdida combina la tasa de incumplimiento con una eventual tasa de recuperación pues, a diferencia del caso de la renta variable, un 'credit event' no significa necesariamente una quiebra que dé lugar a una pérdida del 100% del capital.

Renta variable: aún atractiva pese a rentabilidades más bajas

La renta variable continuará registrando sólidas rentabilidades impulsadas por el crecimiento de los beneficios, aunque por debajo de los niveles de las últimas décadas. La renta variable desarrollada cotiza ahora algo más baja que en la cumbre de sus múltiplos históricos, pero las valoraciones y la perspectiva económica no ofrecen actualmente mucho apoyo a las rentabilidades a largo plazo. Durante un período de 35 años, las 'blue-chips' americanas han generado una rentabilidad total nominal del 8,6% en promedio anual frente a nuestras rentabilidades anuales medias esperadas del 5,3%.

En cuanto al crecimiento de los beneficios para los índices generales de los mercados de renta variable desarrollados, damos por sentado que dicho crecimiento convergerá hacia el crecimiento del PIB nominal a lo largo de un período de 10 años, con tres excepciones. En los mercados emergentes, el crecimiento del PIB nominal no se traduce totalmente en crecimiento de los beneficios para las empresas emergentes. Esto se tiene en cuenta en nuestras previsiones, pero, cuanto más madura es la economía, más se ajusta el crecimiento

“La renta variable continuará registrando sólidas rentabilidades impulsadas por el crecimiento de los beneficios, aunque por debajo de los niveles de las últimas décadas.”

del PIB nominal al crecimiento de los beneficios empresariales. Una elevada exposición externa puede proteger las valoraciones, como en el caso de Japón. Ese país ha estado sufriendo un bajo crecimiento nominal durante muchos años, pero la elevada exposición no doméstica de las empresas japonesas hace que el crecimiento de los beneficios que declaran sea muy superior a lo que el PIB nominal japonés apunta que debería ser. Con las pequeñas capitalizaciones (‘small caps’), la combinación de un bajo crecimiento nominal y unas valoraciones elevadas hace que esperemos rentabilidades anuales totales de las acciones por debajo de la media a largo plazo del 8,6% para el S&P 500 durante los próximos 10 años. Normalmente, los beneficios de las ‘small caps’ crecen más rápido que la economía en general.

Alternativos: cosechando la prima de liquidez

Una característica destacada de nuestro análisis de rentabilidades esperadas es la evolución de riesgo/rentabilidad de las clases de activos alternativos, sobre todo ‘hedge funds’ y ‘private equity’. El segundo es algo atípico en nuestro análisis, con una rentabilidad esperada del 10,2% frente a una volatilidad del 17%.

La medición de las rentabilidades de los hedge funds (HF) no es sencilla. A diferencia de las acciones cotizadas, puede ser bastante difícil invertir de manera óptima en HF, muchos de los cuales están cerrados a nuevas suscripciones. Por el mismo motivo, los dos índices de HF consolidados también tienen limitaciones. Esta clase de activos dista de ser homogénea, y existe una enorme dispersión de rentabilidades entre diferentes estrategias de HF (CTA, renta variable ‘long/short’, deuda ‘distressed’ etc.).

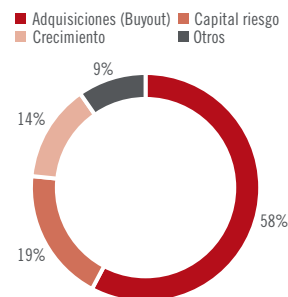
Elegir la estrategia de HF acertada podría mejorar significativamente el equilibrio entre riesgo y rentabilidades esperadas.

Existe una diferencia importante entre el capital privado y casi todas las demás clases de activos: el capital privado no cotiza y, por lo tanto, no ofrece la misma liquidez. Esto no parece haber inhibido su trayectoria de crecimiento, y los activos bajo gestión (AUM) de capital privado se han multiplicado por siete desde 2000 hasta alcanzar 4,915 billones de USD.

El capital privado está volviéndose también más diverso, pero sigue aglutinado en torno a dos grupos principales que representan alrededor de tres cuartas partes de la clase. Aunque infraestructuras (8%) y deuda privada (13%) han crecido últimamente, dominan ‘private equity’ (57%) y ‘private equity’ inmobiliario (PERE) (17%).

El ‘private equity’ no es una categoría homogénea de capital privado (véase gráfico 4). La forma más destacada es la financiación de nuevas empresas (‘start-ups’), pero el capital riesgo representa menos del 20%

GRÁFICO 4 – ACTIVOS BAJO GESTIÓN (AUM) DEL PRIVATE EQUITY GLOBAL, DESGLOSE POR CLASES DE ACTIVOS



Fuente: Pictet WM - AAMR, Prequin
* Al 2º trimestre 2017

del 'private equity', mientras que el grueso del 'private equity' se agrupa en torno a financiación de adquisiciones ('buyouts') con algo menos del 60% del total. La financiación de una adquisición dista mucho de parecerse a la de una empresa de nueva creación. Aquí, la finalidad es comprar un negocio existente, hacerlo más eficiente y que crezca para después venderlo. En esto radica esencialmente el 'private equity'.

Las altas rentabilidades hacen atractivo el 'private equity'. Desde 2010, el 'private equity' global ha generado una rentabilidad total anual del 13,5% después de comisiones, comparada con la rentabilidad total del 9,7% lograda por el MSCIAC World. Durante los últimos 20 años, la rentabilidad del 'private equity' sobre los mercados cotizados es aún mayor (13% frente a 6,5%). La rentabilidad superior del 'private equity' suele considerarse una prima de iliquidez. Cuatro factores explican estas rentabilidades superiores.

Primero, es bastante inusual ejercer control directo sobre una empresa cuando se invierte en títulos cotizados. En el caso del 'private equity', el objetivo de un fondo es influir de forma sustancial en la gestión de la empresa para que se vuelva más eficiente en relación con sus homólogas.

El segundo factor está ligado directamente a la iliquidez de este tipo de inversión. La inversión no es líquida, pero hay 'ventanas' ocasionales para que los inversores puedan salir a fin de optimizar sus rentabilidades.

El tercer catalizador es el apalancamiento. Una empresa mejor gestionada puede soportar más deuda, lo que le permite amplificar la rentabilidad para los inversores. Actualmente existe aproximadamente el doble de apalancamiento en las adquisiciones globales vía 'private equity'

en términos de ratio valor de empresa (EV)/ recursos propios que en el MSCIAC World.

El cuarto factor es la asignación sectorial. El desglose sectorial en los mercados cotizados es diferente del de los mercados privados. El 'private equity' destina la inversión a áreas de crecimiento y/o empresas que puedan ser optimizadas o reestructuradas.

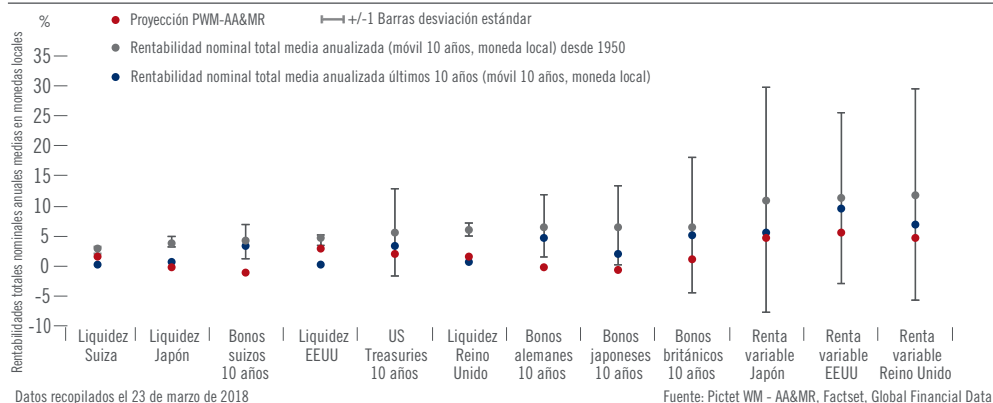
La disminución de las rentabilidades se ha convertido en la norma

Un tema central de esta edición de Horizonte es que la disminución de las rentabilidades en general es ahora la norma. Las rentabilidades totales nominales anuales esperadas a 10 años de las principales clases de activos son inferiores, en todos los casos, a las rentabilidades anuales medias de períodos móviles de 10 años en las últimas décadas. Las rentabilidades medias de los últimos 10 años también son inferiores a las medias desde 1950 para la mayoría de las clases de activos.

El gráfico 5 muestra las rentabilidades totales nominales anuales medias en períodos móviles de 10 años en monedas locales para las clases de activos para las que existen datos desde 1950 y durante los últimos 10 años, junto con su rango de desviación estándar de +/-1 desde 1950 y nuestra proyección a 10 años.

En el gráfico podemos ver que las rentabilidades totales nominales anuales a 10 años esperadas de las principales clases de activos son inferiores en todos los casos a las rentabilidades anuales medias en períodos móviles de 10 años desde 1950. Además, las rentabilidades medias de los últimos 10 años son inferiores a las medias desde 1950. Nuestras rentabilidades esperadas son superiores a las rentabilidades medias de los últimos 10 años solo en tres casos: liquidez Suiza, liquidez EE.UU. y liquidez Reino Unido.

GRÁFICO 5 - RENTABILIDADES ESPERADAS VS. RENTABILIDADES TOTALES NOMINALES ANUALES MEDIAS EN PERÍODOS MÓVILES DE 10 AÑOS EN MONEDAS LOCALES DESDE 1950 Y, +/-1 PUNTO DESVIACIÓN ESTÁNDAR Y MEDIAS ÚLTIMOS 10 AÑOS*

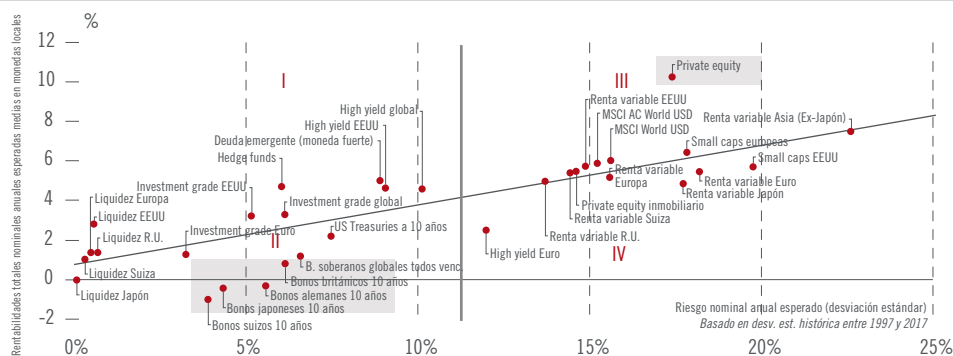


*Las rentabilidades pasadas o las proyecciones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Algunas observaciones del gráfico 5 confirman la nueva fase de rentabilidades disminuidas:

- En el área de la renta fija, solo los 'US Treasuries' a 10 años y los bonos británicos a 10 años tienen unas rentabilidades esperadas que se sitúan aproximadamente entre la media histórica y un punto completo de desviación estándar por debajo de la media histórica.
- Reflejando el cambio de régimen en marcha para la deuda pública a largo plazo, todos los demás bonos soberanos a 10 años (suizos, alemanes y japoneses) tienen rentabilidades esperadas cercanas o inferiores a un punto completo de desviación estándar por debajo de la media histórica de 1950.
- Las clases de activos con rentabilidades esperadas que están más de un punto completo de desviación estándar por debajo de sus medias históricas son: liquidez Japón, bonos suizos a 10 años, liquidez EE.UU., liquidez Reino Unido y Bunds alemanes a 10 años.
- En cuanto a la renta variable, la de EE.UU. ha proporcionado los mejores perfiles de riesgo/rentabilidad para los inversores con una rentabilidad total media del 11,3% desde 1950 y una desviación estándar del 14,3%. La renta variable de Japón y Reino Unido ha registrado rentabilidades medias de aproximadamente la misma magnitud que la americana en el mismo período, de 11,0% y 12,0% respectivamente, pero con un riesgo mayor.
- Desde 1950, la rentabilidad media en períodos móviles de 10 años generada por los Bunds alemanes a 10 años ha superado en algo más de un punto porcentual la de los 'US Treasuries' a 10 años (6,7% frente a 5,6%) con menos riesgo (5,2% frente a 7,3%). En términos de la baja dispersión histórica de las rentabilidades, medida por la desviación estándar, los bonos soberanos suizos a 10 años son los que mejor puntúan en comparación con todos los demás bonos soberanos a 10 años.

GRÁFICO 6 - RENTABILIDADES TOTALES NOMINALES ANUALES ESPERADAS DE LAS PRINCIPALES CLASES DE ACTIVOS Y RIESGO EN MONEDAS LOCALES*



Fuentes: Pictet WM - AA&MR, Factset, Global Financial Data

Evaluación de la ecuación riesgo/rentabilidad

El concepto de rentabilidades esperadas significa poco por sí mismo sin un contexto de riesgo. El riesgo suele medirse por la dispersión de las rentabilidades anuales en torno a la rentabilidad media a 10 años (desviación estándar). El gráfico 6 muestra la gran discrepancia en los perfiles de riesgo/rentabilidad de las 35 clases de activos que cubrimos en nuestro análisis.

Partiendo de estas previsiones de riesgo/rentabilidad esperados hemos trazado una línea vertical, separando el universo de inversión en dos mitades. Por término medio, los activos a la izquierda de la línea conllevan aproximadamente la mitad del riesgo de los activos situados a la derecha y, según la norma de compensación de riesgo-rentabilidad, generan por lo tanto menos rentabilidades esperadas.

También hemos construido una línea de tendencia inclinada al alza, o línea de regresión. Las clases de activos por debajo de la línea de tendencia tienen

aproximadamente la mitad de los ratios de riesgo/rentabilidad que las clases de activos por encima. Las fronteras delimitadas por estas dos líneas dan lugar a cuatro cuadrantes, etiquetados I, II, III y IV, a los que podemos atribuir algunas cualidades aplicables en general.

Pese a las bajas rentabilidades, los activos de los cuadrantes I y II son candidatos potenciales para mitigar el riesgo de las carteras que incluyan los activos de mayor riesgo de los cuadrantes III y IV. No obstante, su atractivo puede variar en función de los regímenes preponderantes.

- Dentro de los activos líquidos que soportan una baja desviación estándar de menos del 1% en el cuadrante I, se espera que la liquidez de EE.UU. ofrezca la rentabilidad más alta, un 2,8%, en comparación con el 1,4% de la liquidez de Reino Unido, Suiza y Europa, y un 0,0% de la de Japón.

- Más arriba en el cuadrante I, se espera que los bonos corporativos 'investment grade' americanos ofrezcan una rentabilidad equivalente del 3,3%, como los bonos corporativos 'investment grade' globales, pero con menor riesgo: (5,2% comparado con 6,1%).
- Para una desviación estándar equivalente de aproximadamente 6%, los hedge funds proporcionan una rentabilidad esperada del 4,7%, comparada con el 3,3% de los bonos corporativos 'investment grade' globales. Por una rentabilidad equivalente, los hedge funds ofrecen un riesgo más bajo que los activos similares a la renta variable: 9,1% para el 'high yield' americano y 10,1% para el 'high yield' global. Téngase en cuenta, sin embargo, que solo los inversores a largo plazo deberían considerar los hedge funds como parte de su asignación de activos, debido a su naturaleza ilíquida y al tiempo necesario para materializar su pleno potencial.
- En los bonos corporativos 'high yield', los de EE.UU. del cuadrante I desplazan al 'high yield' Euro del cuadrante IV, con una rentabilidad esperada del 4,6% y una desviación estándar del 9,1%, en comparación con el 2,5% y el 12,0%. El 'high yield' global se sitúa entre el de EE.UU. y el 'high yield' Euro, con una rentabilidad esperada del 4,6% y una desviación estándar del 10,1%.
- En el área sombreada del cuadrante II, los bonos suizos, japoneses y alemanes a 10 años parecen faltos de atractivo, debido a rentabilidades negativas esperadas de - 1,0%, - 0,4% y - 0,3% y desviaciones estándar que van del 3,9% al 5,6%. Incluimos los bonos británicos a 10 años en este grupo, pese a que esperamos que generen una ligera rentabilidad positiva del 0,8%.
- Fuera del área sombreada, los 'US Treasuries' a 10 años proporcionan un perfil de riesgo/rentabilidad que resulta más atractivo que el resto de títulos de deuda pública a 10 años. Este es uno de los principales motivos -aparte de su elevada liquidez- por los que los 'US Treasuries' a 10 años continúan siendo el activo de elección para mitigar el riesgo de las carteras que contengan activos de los cuadrantes III y IV. Deberían generar una rentabilidad esperada del 2,2%, con una desviación estándar del 7,5%. No obstante, debido a su condición de activo refugio y su elevada liquidez, los 'US Treasuries' a 10 años continúan siendo el activo de elección para incluir en las carteras, pues ofrecen protección en caso de cambios de régimen relacionados con la recesión económica, un crac financiero o el aumento del riesgo sistémico, aunque solo en el ámbito de acontecimientos no inflacionarios. No hay duda de que un choque asociado a aumentos repentinos de las presiones inflacionarias daría lugar a rendimientos más altos de los bonos, haciendo que los 'US Treasuries' a 10 años se depreciaran (lo opuesto a su previsto papel en una cartera).

Los activos de los cuadrantes III y IV muestran unas características muy diferentes. La mayoría de los activos de los cuadrantes III y IV presentan unas medidas de riesgo/rentabilidad cercanas a la línea de tendencia media. Por otra parte, el 'private equity' se presenta como un activo generador de una elevada rentabilidad, con un riesgo comparable al de la renta variable tradicional. El 'private equity' presenta un perfil de riesgo/rentabilidad atractivo y destaca como un caso atípico en el área sombreada del cuadrante III, muy por encima de la línea de tendencia.

- Para un nivel de riesgo comparable de alrededor del 17%, el 'private equity' proporciona una rentabilidad anual media esperada considerablemente más alta, del 10,2%, frente al 6,4% de las 'small caps' europeas. Además, debería observarse que el alfa proporcionada por el 'private equity' ha sido constante durante los 25 años en los que tenemos esta clase de activos incluida entre nuestras inversiones.
- Se espera que el 'private equity' inmobiliario genere una rentabilidad anual media del 5,5%, cerca del 5,7% de la renta variable americana, si bien con un riesgo más bajo, del 14,6%, comparado con un 14,9%. De nuevo, como en el caso de los hedge funds, las inversiones en 'private equity' y el 'private equity' inmobiliario son activos ilíquidos y deberían ser consideradas solo por los inversores a largo plazo.
- En el área de la renta variable, los perfiles de riesgo/rentabilidad son bastante similares para las acciones

de gran capitalización de los países desarrollados. No obstante, la rentabilidad esperada del 5,7% para la renta variable de EE.UU. y del 5,4% para la de Suiza es ligeramente superior a la media anual del 5,2% de la renta variable europea y 4,9% de la japonesa. Lo mismo puede decirse de las medidas de riesgo, con desviaciones estándar del 14,9% y 14,5% respectivamente frente a 15,6% y 17%. Estas medidas de riesgo subrayan la naturaleza defensiva del mercado de renta variable suizo, que está dominado por grandes farmacéuticas y consumo básico.

- En cuanto a las pequeñas capitalizaciones, Europa en el cuadrante III se sitúa mejor que EE.UU. en el cuadrante IV, con unas rentabilidades esperadas del 6,4% frente al 5,7% y un riesgo del 17,8% frente al 19,8%.
- Los mercados emergentes pueden ser rentables en ciertos momentos, en función de los regímenes preponderantes -del USD en particular- pero el riesgo a largo plazo tiende a ser significativo. Por lo tanto, la rentabilidad del 7,2% esperada

“El private equity se presenta como un activo generador de una elevada rentabilidad, con un riesgo comparable al de la renta variable tradicional.”

GRÁFICO 7 - RENTABILIDAD HISTÓRICA A 10 AÑOS ANUALIZADA Y EXPECTATIVA A 10 AÑOS PARA UNA CARTERA AMERICANA 60/40*

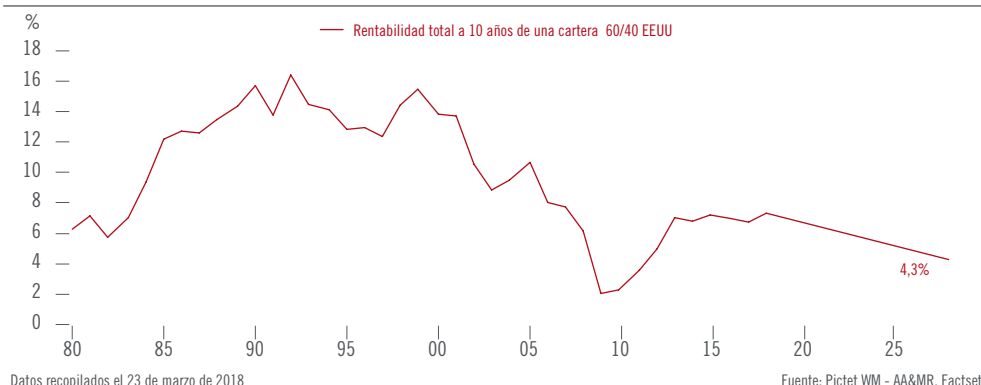
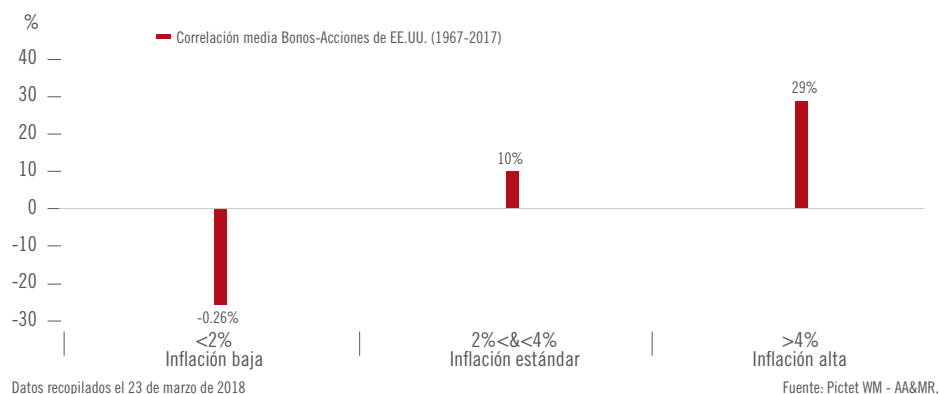


GRÁFICO 8 - COEFICIENTE DE CORRELACIÓN VS. INFLACIÓN



para la renta variable de Asia (ex. Japón) es la máxima de todos los activos, pero, en un 22,6%, el riesgo asociado es también el mayor. En consecuencia, se espera que la clase de activos se comporte por debajo de la media, bajo la línea de tendencia del cuadrante IV, tanto por rentabilidad como por riesgo.

Construcción de carteras y correlación

En última instancia, la finalidad del ejercicio de las rentabilidades esperadas es determinar nuestra actitud sobre la construcción de carteras en el largo plazo: en otras palabras, nuestra política de asignación estratégica de activos. Esperamos que el efecto de las bajas rentabilidades esperadas sobre la asignación estratégica de activos sea significativo.

Históricamente, los dos principales activos incluidos en una cartera diversificada eran la renta variable y los bonos a largo plazo. Esto llevó a la referencia de la cartera modelo sencilla de 60/40 (60% renta variable americana y 40% 'Treasuries' a 10 años). Nuestras expectativas a 10 años para estos dos activos son inferiores a la media a largo plazo, especialmente para los 'US

'Treasuries', cuya rentabilidad esperada del 2,2% está cerca del decil más bajo de los dos últimos siglos (gráfico 7). Como consecuencia, se espera que una cartera estándar 60/40 tenga una rentabilidad anual del 4,3%.

Así pues, nos inclinamos por una modificación en el estilo de inversión de la cartera 60/40 clásica y eficiente. Aunque este modelo ha sido muy eficiente en el pasado, prevemos un cambio de estilo de esta combinación tradicional de renta fija/renta variable a un estilo más de tipo 'endowment', que incorpore activos alternativos 'de alto octanaje' para mejorar el perfil de riesgo-rentabilidad de las principales clases de activos.

Por consiguiente, estamos construyendo una mayor presencia a largo plazo para clases de activos ilíquidos tales como el 'private equity' (un buen sustituto de la renta variable) y el 'private equity' inmobiliario (un buen sustituto de los bonos a largo plazo), pero, por supuesto, teniendo siempre debidamente en cuenta las circunstancias particulares en términos de liquidez y riesgo.

En el contexto de la construcción de la cartera, el análisis de rentabilidades esperadas de PWM cubre ahora 35 clases de activos (la primera edición de *Horizonte* en 2014 cubría solo 11 clases de activos). Esta mayor cobertura nos da una flexibilidad considerablemente potenciada.

La diversificación es la piedra angular de la optimización del perfil de riesgo/rentabilidad de una cartera. Desde una perspectiva de gestión de riesgos, la ventaja de no estar expuestos exclusivamente (o excesivamente) a una sola clase de activos es obvia, pero, para que la diversificación sea realmente efectiva, es también crítico entender la correlación de dichos activos.

Si todas las clases de activos de una cartera fueran a moverse en la misma dirección (correlación perfecta, +1) no habría ninguna ventaja de diversificación. En cuanto la correlación es inferior a 1, empieza a surgir la ventaja de diversificación. Con una correlación cero (activos que se mueven independientemente uno de otro), la reducción del riesgo ya es significativa. La reducción del riesgo es aún más fuerte cuando la correlación se vuelve negativa.

Uno de los motivos por los que la cartera 60/40 estándar se considera una referencia es que las acciones y los bonos han presentado históricamente una correlación negativa, pero esta no ha sido siempre la regla. La inflación es un factor crítico en niveles de correlación de acciones/bonos como demuestra el gráfico en el caso de los activos americanos.

Los factores de correlación son críticos para construir carteras equilibradas, y vale la pena examinar los factores históricos puestos de relieve en el gráfico 8. La matriz nos da una cierta indicación de las correlaciones típicas entre activos y grupos de activos, pero hay que tener en cuenta que estimar la correlación futura es complicado. Primero, las estimaciones históricas de la correlación dependen mucho del período de valoración elegido. Segundo, las correlaciones no son estables a lo largo del tiempo y, por ejemplo, pueden estar ligadas a acontecimientos de crisis y otros factores. ■

“Esperamos que el efecto de las bajas rentabilidades esperadas sobre la asignación estratégica de activos sea significativo.”

GRÁFICO 9 - CORRELACIÓN HISTÓRICA – PRINCIPALES CLASES DE ACTIVOS (CORRELACIÓN A 20 AÑOS SOBRE DATOS TRIMESTRALES)

últimos 20 años	ICE BofAML US Treasury Bill	ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	ICE BofAML US Government (All Maturity)	Bloomberg Barclays Global Treasury	ICE BofAML Global Broad Market	ICE BofAML US Corporate	ICE BofAML Global Corporate	ICE BofAML US High Yield	Bloomberg Barclays Global High Yield	S&P 500 (1970)	Russell 2000	MSCI World Index	MSCI Japan	MSCI EM (Emerging Markets)	MSCI AC Asia ex JP	MSCI AC World ex USA	MSCI World ex USA	HFRX Global Hedge Fund (USD)	Private Equity (US Buyout)	US Private Equity Real Estate	
ICE BofAML US Treasury Bill	100%																					
ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	14%	100%																				
Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	-1%	55%	100%																			
ICE BofAML US Government (All Maturity)	28%	98%	56%	100%																		
Bloomberg Barclays Global Treasury	9%	59%	90%	61%	100%																	
ICE BofAML Global Broad Market	10%	56%	90%	58%	98%	100%																
ICE BofAML US Corporate	-2%	43%	54%	44%	53%	64%	100%															
ICE BofAML Global Corporate	-1%	23%	75%	25%	76%	85%	82%	100%														
ICE BofAML US High Yield	-24%	-46%	1%	-46%	-6%	6%	49%	48%	100%													
Bloomberg Barclays Global High Yield	-21%	-48%	11%	-46%	-2%	10%	46%	52%	96%	100%												
S&P 500 (1970)	-16%	-60%	-12%	-60%	-18%	-12%	8%	22%	67%	70%	100%											
Russell 2000	-17%	-62%	-16%	-60%	-23%	-18%	3%	15%	65%	69%	91%	100%										
MSCI World Index	-13%	-59%	-1%	-58%	-6%	0%	15%	35%	70%	75%	97%	89%	100%									
MSCI Japan	-15%	-48%	-2%	-50%	-6%	-4%	2%	23%	40%	46%	65%	64%	73%	100%								
MSCI EM (Emerging Markets)	-10%	-53%	6%	-51%	-7%	0%	19%	34%	71%	77%	78%	78%	84%	68%	100%							
MSCI AC Asia ex JP	-9%	-46%	4%	-45%	-5%	2%	18%	32%	62%	68%	74%	73%	80%	66%	95%	100%						
MSCI AC World ex USA	-9%	-55%	9%	-53%	4%	11%	22%	45%	71%	77%	88%	84%	97%	77%	89%	84%	100%					
MSCI World ex USA	-9%	-54%	9%	-53%	5%	12%	20%	45%	68%	75%	89%	84%	97%	78%	85%	80%	100%					
HFRX Global Hedge Fund (USD)	21%	-45%	-8%	-39%	-13%	-3%	21%	30%	54%	61%	58%	58%	63%	52%	66%	61%	65%	64%	100%			
Private Equity (US Buyout)	-6%	-51%	-10%	-50%	-18%	-15%	-6%	11%	50%	55%	77%	73%	79%	62%	69%	63%	77%	76%	59%	100%		
US Private Equity Real Estate	19%	-15%	-12%	-15%	-12%	-9%	-11%	-2%	8%	9%	28%	25%	29%	24%	18%	16%	27%	28%	38%	54%	100%	

Datos recopilados el 23 de marzo de 2018

Fuente: Pictet WM - AA&MR, Factset

AVISOS LEGALES

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 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 reverses 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 2018. 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



STOXX Limited ("STOXX") es la fuente de los índices Stoxx 600 y Euro Stoxx y de los datos comprendidos en los mismos. STOXX no ha participado en modo alguno en la elaboración de la información comunicada, no otorga ninguna garantía y declina toda responsabilidad (sea por negligencia o de cualquier otro tipo) –incluso, sin limitación, por la exactitud, idoneidad, corrección, integridad, oportunidad y adecuación a cualquier efecto– respecto a cualquier información comunicada o en relación con cualesquiera errores, omisiones o interrupciones en los índices Stoxx mencionados en el presente documento o en sus datos. Queda prohibida la divulgación o distribución adicional de cualquier información concerniente a STOXX.

ICE-BofA Merrill Lynch. Los datos de índices a los que se hace referencia en el presente documento son propiedad de ICE Data Indices, LLC, sus afiliadas ("ICE Data") y/o sus Terceros Proveedores y son objeto de una licencia para su uso por Pictet. ICE Data y sus Terceros Proveedores no asumen responsabilidad alguna en relación con su uso.

NYSE Euronext. Los derechos sobre los índices NYSE Euronext y/o sobre las marcas comerciales de NYSE Euronext pertenecen en su totalidad a NYSE Euronext y/o sus licenciadores. Ni NYSE Euronext ni sus licenciadores aceptan responsabilidad alguna por errores u omisiones en los índices NYSE Euronext o los datos subyacentes. No se permite ninguna distribución adicional de los datos de NYSE Euronext ni la utilización de las marcas comerciales de NYSE Euronext a efectos de crear y/o explotar un producto financiero sin el consentimiento expreso por escrito de NYSE Euronext.

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") es la fuente de los índices SMI_SPI y los datos comprendidos en los mismos. SIX Swiss Exchange no ha participado en modo alguno en la elaboración de la información comunicada, no otorga ninguna garantía y declina toda responsabilidad (sea por negligencia o de cualquier otro tipo) –incluso, sin limitación, por la exactitud, idoneidad, corrección, integridad, oportunidad y adecuación a cualquier efecto– respecto a cualquier información comunicada o en relación con cualesquiera errores, omisiones o interrupciones en los índices SMI_SPI o en sus datos. Queda prohibida la divulgación o distribución adicional de cualquier información concerniente a SIX Swiss Exchange.

La información de MSCI sólo puede utilizarse para uso interno, no debe reproducirse ni redistribuirse en modo alguno y no debe utilizarse como base o como componente de ningún instrumento o producto financiero ni de ningún índice. Ningún contenido de la información de MSCI tiene la finalidad de constituir asesoramiento de inversión ni una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) ninguna decisión en materia de inversión y no podrá considerarse como tal. Los datos y análisis históricos no deben considerarse una indicación ni garantía de ningún análisis, previsión o predicción de rentabilidad futura. La información de MSCI se facilita "tal cual" ("as is"), sin ninguna garantía, y el usuario de dicha información asume cualquier riesgo que pudiera derivarse del uso de esta información. MSCI, cada una de sus filiales y cualquier otra persona que haya participado en o que esté relacionada con la compilación, cálculo o creación de cualquier información de MSCI (colectivamente denominadas las "Partes de MSCI") renuncian expresamente a otorgar garantía alguna (incluyendo, a título enunciativo, garantías de originalidad, exactitud, integridad, oportunidad, no vulneración, comerciabilidad e idoneidad para un fin determinado) respecto a esta información. Sin perjuicio de lo que antecede, ninguna de las Partes de MSCI se hará responsable, en ningún caso, de los daños o perjuicios directos, indirectos, especiales, accesorios, punitivos, consecuentes (incluyendo, a título enunciativo, pérdida de beneficios) o de cualquier otra naturaleza. (www.msci.com).

@ 2018, Markit Economics Limited. Todos los derechos reservados y todos los derechos de propiedad intelectual son mantenidos por "Markit Economics Limited" o según sea comunicado por Markit a Pictet en cada momento.

El "TOPIX Index Value" y las marcas comerciales TOPIX son objeto de derechos de autor pertenecientes a Tokyo Stock Exchange, Inc., y Tokyo Stock Exchange, Inc. es titular de la totalidad de los derechos y 'know-how' relativos al TOPIX tales como el cálculo, la publicación y el uso del "TOPIX Index Value" y relativos a las marcas comerciales TOPIX. Ningún Producto está patrocinado, respaldado ni promocionado en modo alguno por Tokyo Stock Exchange, Inc.



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.

perspectives.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