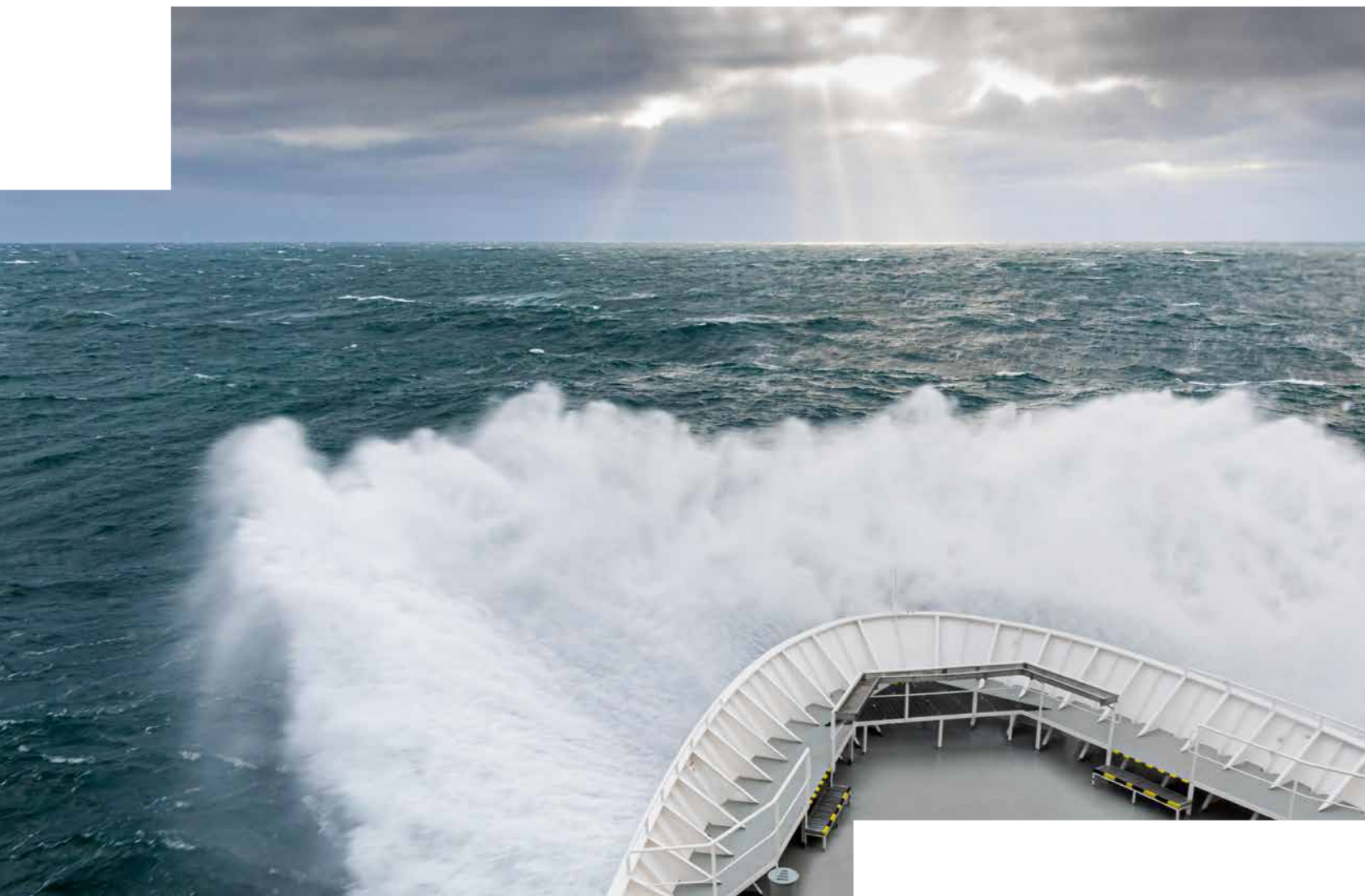


Investment Outlook 2021



Vivir mirando hacia adelante.



Índice

12 Economía global

- 14 Pandemia: después del shock
- 22 Adiós al statu quo
- 24 Perspectivas regionales

50 Supertrends

- 53 Infografía: Cambio en el consumo de medios de comunicación en medio de la pandemia

28 Principales clases de activos

- 30 Renta fija
- 33 Acciones
- 40 Divisas
- 42 Bienes raíces
- 44 Hedge funds
- 46 Capital privado
- 48 Materias primas

54 Estrategia de inversión 2021

- 56 Dónde buscar el rendimiento
- 58 Previsiones



Desde mi perspectiva

Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse Group AG

Tengo el gran placer y honor de presentar nuestro Investment Outlook 2021. El 2020 que estamos dejando atrás ha sido, sin duda alguna, un año sin igual, marcado por graves recesiones, altos niveles de desempleo y fuertes oscilaciones en los mercados financieros como consecuencia de la pandemia de COVID-19.

¿Y qué nos traerá el 2021? La seguridad de nuestras comunidades y de nuestros ciudadanos sigue siendo, por supuesto, la máxima prioridad. Y lo que está claro es que nuestra salud y la evolución de nuestras economías irán de la mano. Mucho dependerá de los avances hacia una vacuna y de otros esfuerzos para mitigar la crisis sanitaria.

En general, creemos que se dan las condiciones para una recuperación continua de la actividad global en 2021 en un entorno de fuertes estímulos fiscales y monetarios, innovación tecnológica acelerada e inversiones para mitigar las emisiones de carbono.

Sin embargo, existen muchas incertidumbres, desde la geopolítica y la desglobalización hasta los efectos de unas tasas de interés cada vez más bajas en todas las clases de activos. Los márgenes muy estrechos en las recientes elecciones en EE.UU. han evidenciado el endurecimiento de las divisiones políticas que pueden complicar la respuesta política a la pandemia.

Nuestros economistas, analistas financieros y estrategas han trabajado sin cesar en todas las regiones para ayudar a los inversionistas y empresarios a capear estos retos globales rápidamente cambiantes y colocar a la vez la sostenibilidad en el centro de nuestro «House View». El «House View» proporciona el fundamento analítico de nuestro liderazgo que combina la administración de patrimonios con nuestras sólidas capacidades de banca de inversión global.

Los frutos de estos esfuerzos se reflejan en nuestro Investment Outlook, titulado convenientemente «Vivir mirando hacia adelante». En él presentamos nuestras principales opiniones y valoraciones acerca de la evolución de los mercados y las economías en el año venidero. Confío en que el Investment Outlook 2021 le será un recurso útil y valioso a la hora de explorar nuevas oportunidades en estos tiempos de incertidumbre.

Con mis mejores deseos para un saludable y próspero 2021.

Thomas Gottstein



Vivir mirando hacia adelante.

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

Como seres humanos, sentimos la necesidad de entender nuestras vidas mirando al pasado. Pero Soren Kierkegaard, un filósofo danés del siglo XIX, dijo que no debíamos olvidarnos del futuro.

Cuando nuestro mundo emerja de la sombra de la pandemia de COVID-19, será lógico que «vivamos mirando hacia atrás» cuando estudiemos cómo este periodo difícil ha afectado a nuestras vidas. Como individuos, todos podemos recordar la sensación de ver como se vaciaban nuestras ciudades a medida que el mundo comenzaba a confinarse y de preocuparnos por saber qué pasaría con nuestras familias y amigos. Lo que es seguro es que nadie olvidará jamás que el 2020 fue el año en que todos nos enfrentamos a una pandemia global de un virus mortal.

La crisis también significó una experiencia extraordinaria para los inversionistas, ya que arrastró a la economía mundial a su más profunda recesión desde la II Guerra Mundial. Los mercados de acciones cayeron en picado a finales de febrero y marzo para después subir con fuerza en los meses siguientes gracias al apoyo sin precedentes de los bancos centrales y gobiernos.

Sin embargo, esta publicación no aborda el pasado, sino que pone el foco en el futuro para conocer qué es lo que determinará las inversiones y los mercados en el nuevo año.

Las condiciones de inversión se han endurecido y han hecho más difícil captar el momento en busca de rendimientos y rentabilidades. Es el momento en el que debemos actuar con la máxima disciplina para no caer en nuestra natural predisposición de mirar al pasado para orientar nuestros pasos del futuro. El buen juicio basado en un riguroso análisis del presente y la perseverancia a la hora de perseguir un argumento de inversión pueden convertir la inversión en una experiencia sumamente gratificante, como ha quedado demostrado a lo largo de la crisis de marzo y abril de 2020, cuando decidimos ir a contracorriente y empezamos a comprar acciones.

No cabe duda de que la pandemia continuará ocupándonos un buen rato en 2021. Los gobiernos tendrán que luchar contra nuevos brotes de COVID-19 y distribuir, una vez que esté disponible, una vacuna a su población. Asimismo, las personas y empresas tendrán que amoldarse a lo que consideramos un cambio paradigmático duradero en nuestra forma de trabajar, aprender y vivir.



Por último, si bien creemos que el crecimiento económico volverá a emprender la senda de la normalización tras el shock causado por la pandemia en 2020, aún hay riesgos que deben vigilarse con mucho cuidado. En las siguientes páginas exploramos las perspectivas de las diferentes clases de activos y de la economía global de cara a 2021.

Más allá de todo lo que no tiene precedentes en el año que dejamos atrás, nos espera un desafío mucho mayor a medida que el capital se va desplazando para responder a las tendencias ambientales y sociales que ha catalizado la pandemia. En los últimos 18 años, Credit Suisse ha desempeñado un papel muy activo en el ámbito de las inversiones sostenibles y de impacto. Creemos que los inversionistas tienen un papel claro que desempeñar en la transición hacia un mundo más equilibrado y sostenible. Ello requerirá un cambio de actitud y de enfoque, que ya está en marcha, puesto que los inversionistas están pidiendo una mayor alineación de los objetivos y beneficios a la hora de invertir su capital.

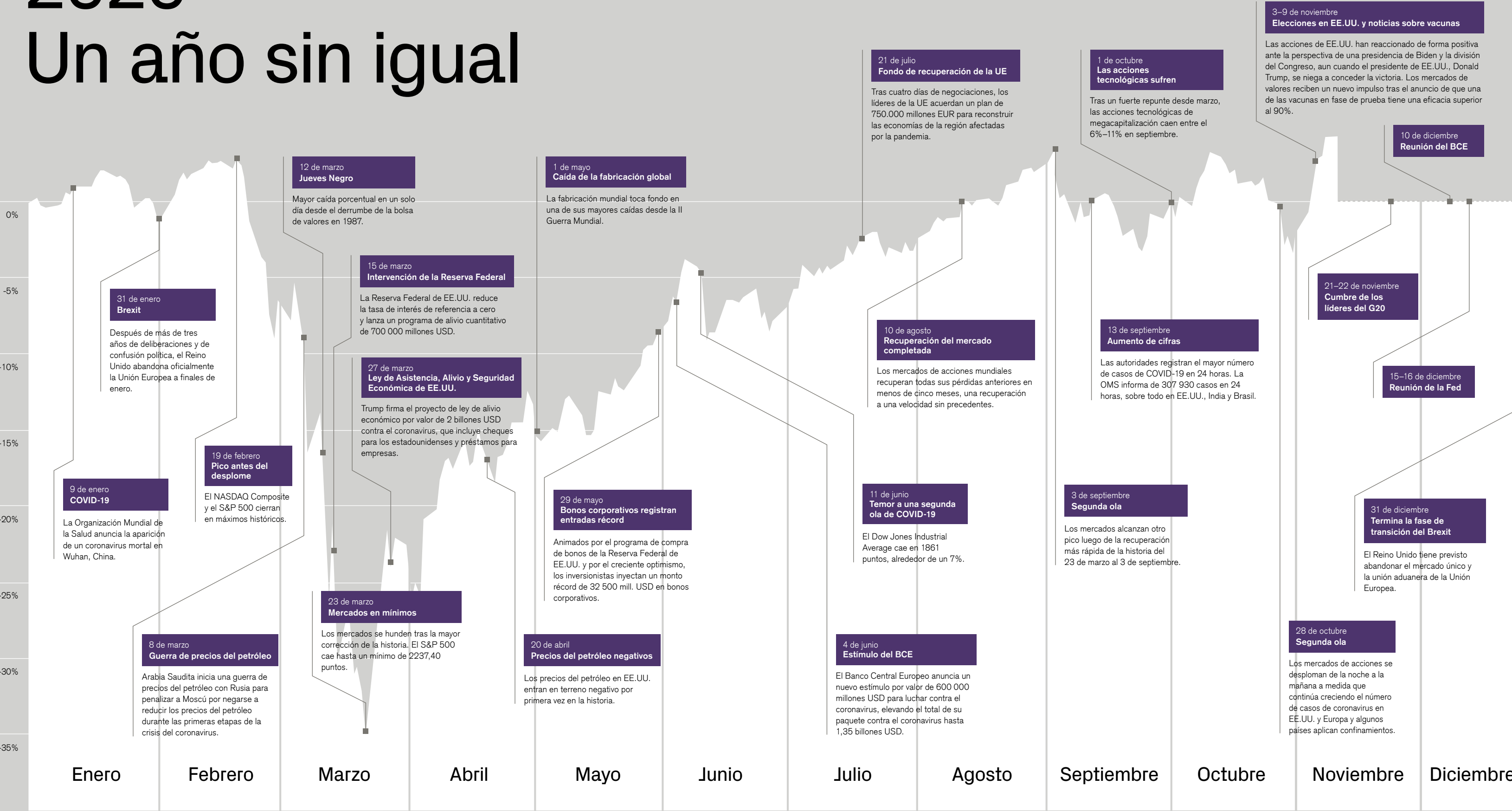
Nuestro propósito es apoyar a nuestros clientes para acelerar estas tendencias. Nuestras principales iniciativas a este respecto incluyen las Supertrends, es decir, nuestros temas de inversión a largo plazo centrados en los cambios sociales, tales como los «Valores de los Millennials» y el «Cambio climático – Descarbonizar la economía». Además, hemos lanzado una serie de fondos orientados a la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible de las Naciones Unidas.

Permitir que nuestros clientes puedan realizar inversiones sostenibles y de impacto constituye una de las principales prioridades de nuestro banco, y desde luego habrá más iniciativas en este sentido a medida que el tema ocupe un lugar central en nuestra oferta de inversiones. Estoy seguro de que el 2020 marcará un antes y después en nuestras vidas, y en tal sentido, quisiera recordar una cita del filósofo danés Soren Kierkegaard que uso a menudo: La vida solo puede ser comprendida mirando hacia atrás, pero ha de ser vivida mirando hacia adelante.

2020

Un año sin igual

Índice de precios MSCI AC World





Economía global

Pandenomía: después del shock

El 2020 fue sin duda un año sin igual. El confinamiento global durante la primera ola de la pandemia de COVID-19 provocó la mayor contracción económica de la historia moderna. En lo sucesivo, la mayoría de las economías se recuperaron con fuerza, pero una segunda ola de COVID-19 hizo retroceder de nuevo la economía. Aún así, el crecimiento debería acelerarse gradualmente en 2021 sin causar un aumento preocupante de la inflación o de las tasas de interés, pese a una deuda pública mucho más abultada.

«Choque y pavor»

Debido al parón de la economía mundial, el 2020 se recordará como un año histórico con un recorrido económico verdaderamente único. La mayor contracción trimestral del producto interno bruto (PIB) mundial registrada en el segundo trimestre fue seguida por el mayor rebote trimestral registrado en el trimestre siguiente al aliviarse las restricciones del cierre y activarse el estímulo fiscal y monetario. Sin embargo, cuando la pandemia de COVID-19 amenazaba con descontrolarse, los responsables políticos de todo el mundo utilizaron una táctica de

«choque y pavor» para hacer frente a las consecuencias económicas de esta crisis de salud pública.

¿Qué fue distinto esta vez? En un bajón «normal», las partes cíclicas de la economía, como la construcción, suelen contraerse, mientras que a la parte de servicios de la economía le va mejor. Pero esta vez, el shock afectó simultáneamente a los sectores manufactureros cíclicos y a la economía de servicios, lo que dio lugar a oscilaciones extremas en la actividad económica. Esto es poco frecuente. Esto ocurre muy rara vez.



En EE.UU., el sector de servicios se ha contraído sólo tres veces en los últimos setenta años: en 1973, 2008 y 2020. Durante la recesión de 2020, los sectores cíclicos se ralentizaron cuando el cierre económico de países enteros interrumpió las cadenas de suministro. En la economía de servicios se paralizaron varios sectores durante las cuarentenas, ya que en medio de la pandemia las operaciones «normales» (p. ej., el funcionamiento de una peluquería o un restaurante) se volvieron de pronto inseguras para los clientes y el personal). Esto explica también el fuerte rebote de la actividad económica tras levantarse las restricciones de los cierres, ya que las cadenas de suministro se restablecieron y los negocios previamente cerrados se reabrieron con nuevas restricciones de seguridad de COVID-19. El enorme estímulo fiscal y monetario proporcionó un apoyo adicional a la recuperación.

Otro factor macroeconómico inusual de la recesión de 2020 fue el aumento simultáneo de los ratios de ahorro en EE.UU., Europa

y Asia. Durante los confinamientos, los ingresos de los hogares fueron sustentados por programas de apoyo fiscal y social, lo que se tradujo en un gasto de consumo mucho mejor de lo que de otro modo no habría ocurrido. Además, los hogares también pudieron mantener altas tasas de ahorro porque el gasto en servicios (a diferencia del gasto en bienes físicos) se vio limitado por el distanciamiento social. Como resultado, los balances de los hogares mejoraron, lo cual es una situación inusual en una recesión. Es probable que el gasto siga mejorando a medida que continúen el aumento de las horas de trabajo y la disminución del desempleo y que la vuelta al gasto en servicios se produzca una vez que termine la pandemia.

Los salarios enfrentan vientos en contra
La Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que durante el confinamiento del segundo trimestre se perdió más del 15% de todas las horas de trabajo en todo el mundo, lo que corresponde a casi 500 millones de puestos de trabajo. Solo

en EE.UU., más de 21 millones de personas perdieron su trabajo durante el pico de la crisis en marzo y abril. El mercado laboral en Europa también registró una gran disminución de horas de trabajo, pero una menor pérdida de empleos, ya que los gobiernos establecieron programas de jornada reducida. Estos programas permiten a las empresas solicitar la reducción de las horas de trabajo de sus empleados, y el gobierno cubre la diferencia en los salarios, generalmente hasta un tope del 80%. Las economías asiáticas y los mercados emergentes (ME) con un alto nivel de empleo en el sector público también han mantenido un empleo relativamente estable durante la crisis. Sin embargo, los países con baja protección de la seguridad social (EE.UU. y algunos ME) experimentaron fuertes turbulencias en los mercados laborales, con una oleada de despidos durante el confinamiento seguida de contrataciones durante la recuperación.

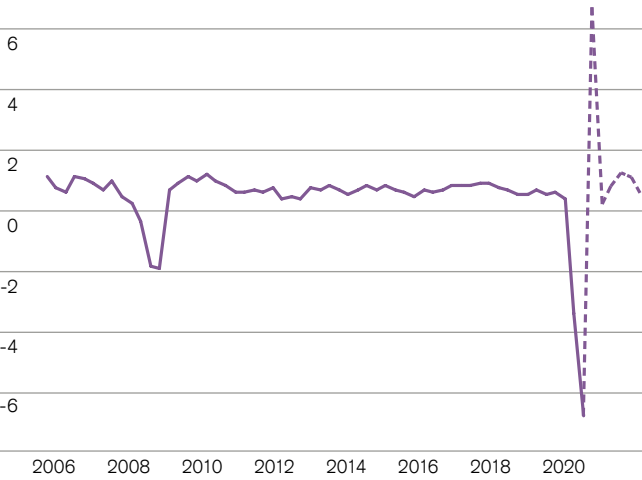
En el momento de redactar este informe, la situación del mercado laboral en todo el mundo había mejorado de manera significativa desde el punto más bajo del segundo trimestre, pero el desempleo se mantuvo mucho más alto que antes de la pandemia. En los próximos meses, es probable que se reduzca la tasa de recontractación a medida que disminuya el efecto positivo inicial de la reapertura de los negocios. Como la

economía tardará en alcanzar los niveles de actividad anteriores a la pandemia, es probable que las tasas de desempleo sigan siendo elevadas en los próximos dos años. Sin embargo, esto no tiene por qué ser un desarrollo permanente. En las regiones con mercados laborales relativamente flexibles y libres, como EE.UU., el desempleo debería volver al equilibrio incluso si la producción se mantiene por debajo de los niveles prepandémicos. Mientras persista el subempleo, es probable que el crecimiento de los salarios afronte vientos contrarios, aunque es probable que las regulaciones limiten este problema en Europa y Japón.

14,7%

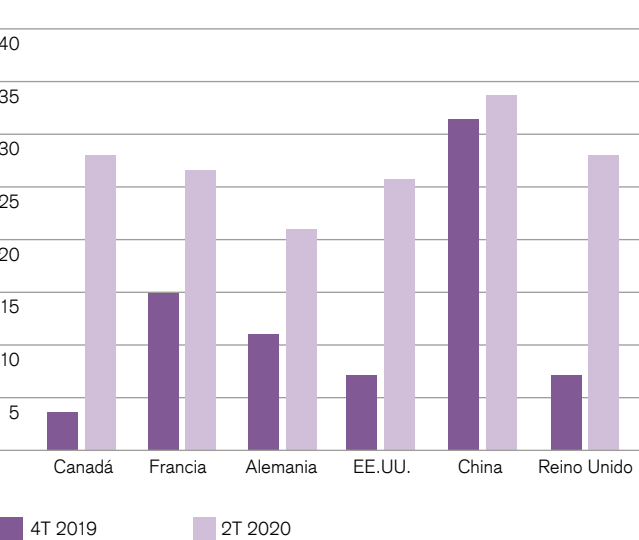
El 14,7% de desempleo en EE.UU. llegó a su máximo en abril de 2020, con más de 20 millones de personas que perdieron su trabajo.

Retorno a la «normalidad»
Crecimiento del PIB real mundial (intertrimestral en %)



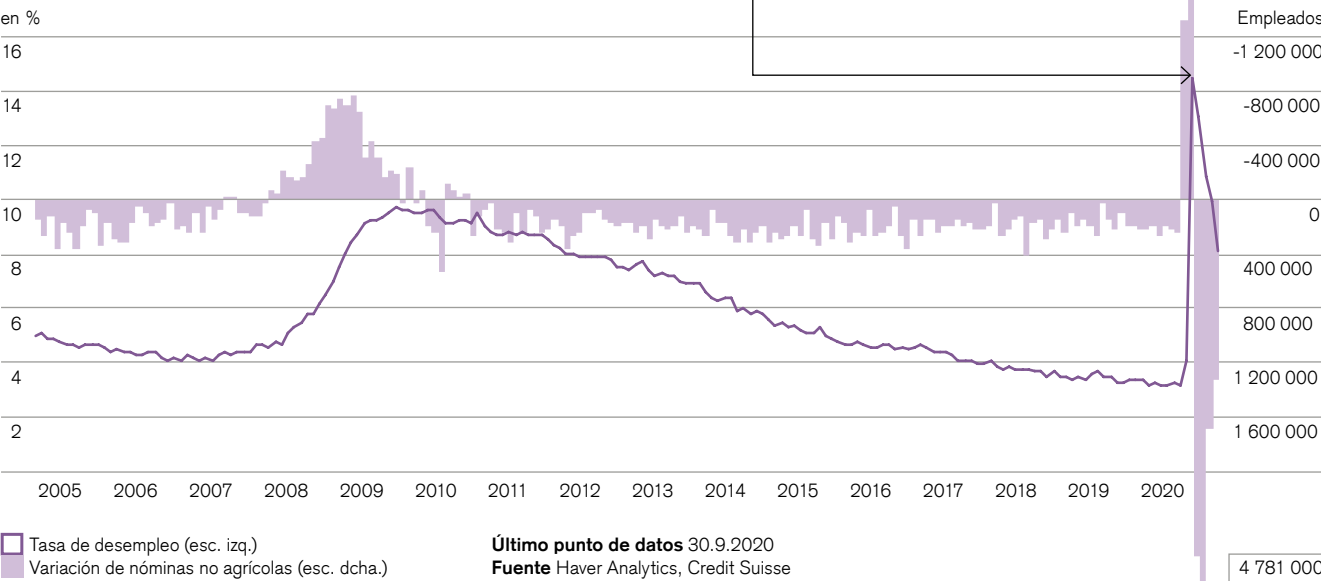
Último punto de datos 30.6.2020
Fuente Bloomberg, Credit Suisse

Los hogares ahorran más
Tasa de ahorro de los hogares (en %)



Último punto de datos 30.6.2020
Fuente Haver Analytics, Credit Suisse

Retorno al trabajo
Desempleo mensual en EE.UU. y variación del número total de empleo en nóminas no agrícolas



Último punto de datos 30.9.2020
Fuente Haver Analytics, Credit Suisse

Destrucción creativa y productividad

Un shock como la pandemia de COVID-19 también incide en la productividad. Una métrica de ello es el crecimiento de la productividad laboral, es decir, el crecimiento real del PIB menos el crecimiento real en horas trabajadas. Durante la pandemia, la productividad laboral se incrementó porque las horas trabajadas cayeron más que la producción. Sin embargo, a medida que los empleados regresen a sus puestos de trabajo, esta tendencia debería invertirse y el crecimiento de productividad podría ralentizarse. De todos modos, la productividad siempre es muy volátil en periodos de tiempo cortos. A largo plazo, la pandemia podría mejorar la productividad, al menos en varios sectores.

El confinamiento ha creado muchas disrupciones, lo que podría impulsar nuevos modelos de negocio como la medicina en línea y nuevas formas de trabajo. Estas disrupciones tendrán costos a corto plazo, pero los modelos de negocio emergentes pueden generar eficiencias a largo plazo, en particular si las empresas y los gobiernos invierten en las áreas adecuadas, como la infraestructura digital.

Los bancos centrales, en modo espera

Con los salarios bajo presión y/o – dependiendo de la región –, los niveles de desempleo en aumento, la inflación parece destinada a mantenerse moderada. Para 2021 esperamos una inflación global del 2,3%, inferior al nivel prepandémico del 2,5% en 2019. En EE.UU., esperamos una inflación del 2,0% en 2021, frente al 1,0% en la eurozona y del 2,5% en China. Estas bajas cifras de inflación significan que los bancos centrales no tendrán prisa por subir las tasas de interés. Durante

el confinamiento, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) se sumó a otros bancos centrales importantes para recortar las tasas a alrededor de cero y relanzar o ampliar grandes programas de compra de activos. Su objetivo era bajar aún más los tipos de interés reales para apoyar la recuperación económica. No esperamos que alguno de los principales bancos centrales suba las tasas de interés en 2021 y, muy probablemente, tampoco en años posteriores. De hecho podríamos llegar a ver un aumento en la compra de activos si flaquea el crecimiento o no aumenta la inflación.

Futuro fiscal empañado

Si bien los efectos de la pandemia deberían ayudar a mantener la inflación bajo control en 2021, las consecuencias a largo plazo de la crisis sobre la inflación son menos claras. Es probable que con el tiempo aumenten los déficits presupuestarios y la deuda pública. Esta desestabilización de las finanzas públicas puede conducir a la inflación, pero solo si los bancos centrales son ineficaces o no reaccionan a la hora de responder a las futuras presiones inflacionarias. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si los bancos centrales ceden ante las presiones externas o si empiezan a permitir que las inquietudes sobre el servicio de la deuda pública influyan en sus decisiones sobre las tasas de interés. Esto es escenario de riesgo para el periodo posterior a COVID-19. No podemos excluir la posibilidad de que los bancos centrales se vean presionados a financiar programas fiscales demasiado ambiciosos.

Los bancos centrales también podrían responder simplemente demasiado tarde o con poca firmeza a la aceleración de la

inflación. Sin embargo, el viraje de la Fed hacia un objetivo medio de inflación no limita su capacidad de responder rápidamente a un súbito exceso de inflación. En Europa, la constitución del Banco Central Europeo (BCE) hace que esto sea especialmente improbable. En los países con una deuda pública elevada, luchar contra la inflación es más difícil para los bancos centrales que luchar contra la deflación. La razón es que con una inflación es más fácil gestionar una elevada carga de deuda, mientras que con una deflación resulta más difícil. Por ello, los bancos centrales se han

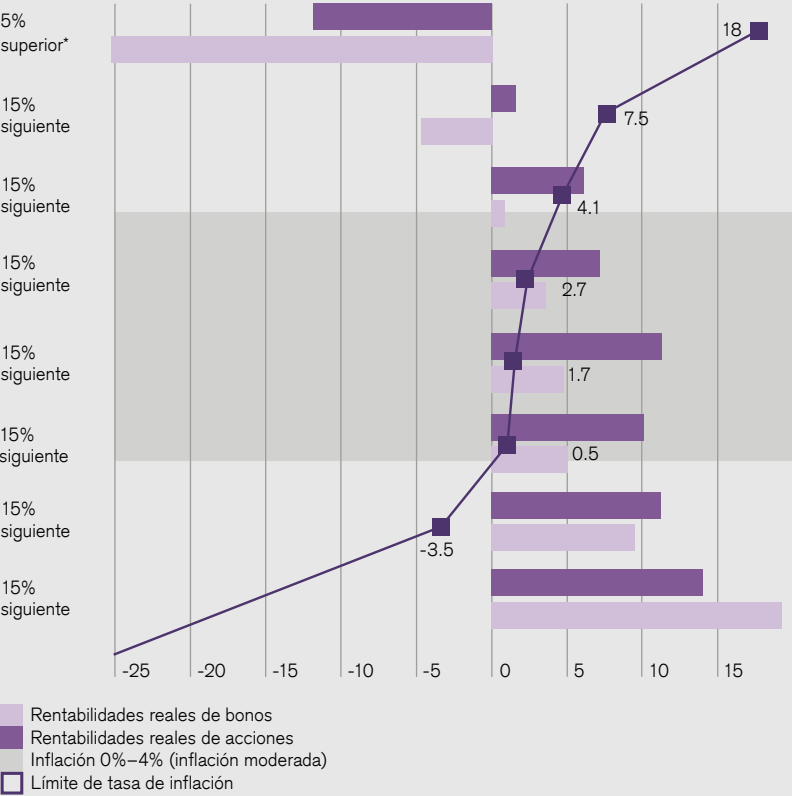
vuelto mucho más dispuestos y propensos a adoptar medidas de política monetaria poco ortodoxas, como la expansión cuantitativa, las tasas de interés negativas o el control de la curva de rendimiento para evitar la deflación que a endurecer la política monetaria ante una subida de la inflación cuando la economía se debilita. Ello sitúa a los bancos centrales en una posición delicada para cumplir sus mandatos. Por el momento es demasiado temprano para evaluar esos riesgos de cola, pero los inversionistas deberían permanecer atentos a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La inflación condiciona el destino de los activos financieros

Para los activos financieros y los inversionistas, es esencial determinar qué régimen de inflación prevalecerá en los próximos años. Para la mayoría de los países desarrollados y los mercados emergentes, la inflación general del 0%–4% es un régimen de inflación moderada. En dicho régimen, las acciones tienden a superar a los bonos. En los regímenes de inflación elevada (normalmente cuando la inflación general es superior al 7,5%), las acciones dejan de generar rentabilidades totales positivas, mientras que los bonos tienden a tener una rentabilidad negativa. En los regímenes de deflación (inflación general negativa), los bonos superan a las acciones.

Rentabilidades reales de bonos y acciones frente a las tasas de inflación

Tasa de rentabilidad/inflación (en %, 1900–2019)



* Percentiles de inflación de 2516 años-países; rentabilidades de bonos y acciones en el mismo año

Último punto de datos 31.12.2019
Fuente Elroy Dimson, Paul Marsh, y Mike Staunton, conjunto de datos DMS.
Prohibida la reproducción sin la autorización expresa por escrito de los autores.

El legado de la deuda

Durante la crisis, muchos países implementaron medidas de estímulo fiscal que ascendieron al 10% o más del PIB. Hasta finales de 2020, la relación entre la deuda pública y el PIB en EE.UU. aumentará por encima del 130%, más del 160% en Italia y más del 260% en Japón, según los datos del Fondo Monetario Internacional (FMI). Si bien los responsables políticos estarán cada vez más preocupados por el aumento de la deuda, las presiones para aplicar estímulos fiscales adicionales aumentarán si las economías no logran recuperarse por completo. En EE.UU., el estímulo adicional tendrá un volumen limitado, ya que los demócratas no han logrado mayorías decisivas en el Congreso.

Sin embargo, es muy poco probable que se adopten medidas de estímulo adicionales del tamaño de 2020 teniendo en cuenta la recuperación prevista de la economía mundial y la escasa probabilidad de que se produzcan nuevos confinamientos totales por COVID-19. Cualquiera que sea la evolución de la economía mundial, la elevada deuda pública seguirá siendo un desafío para los responsables políticos en el futuro. Mientras las tasas de interés se mantengan en sus mínimos actuales o cerca de ellos, la deuda seguirá siendo sostenible. Sin embargo, los gobiernos tendrán posibilidades limitadas a la hora de luchar contra cualquier recesión futura y, sobre todo, a la hora de financiar los gastos que fomenten el crecimiento. Así pues, es probable que la elevada deuda sea uno de los onerosos legados perdurables del COVID-19.

El proteccionismo continuará

En los últimos 20 años, China pasó de producir alrededor del 5% de la producción industrial mundial al 30%, mientras que la proporción de EE.UU. cayó del 25% al 18%, según nuestras estimaciones. Muchos políticos occidentales se han comprometido a impulsar las exportaciones locales y la capacidad de fabricación y los puestos de trabajo, pero hacerlo a una escala suficiente para que se produzca un rápido repunte de la cuota de EE.UU. o de Europa en la producción mundial es muy poco factible.

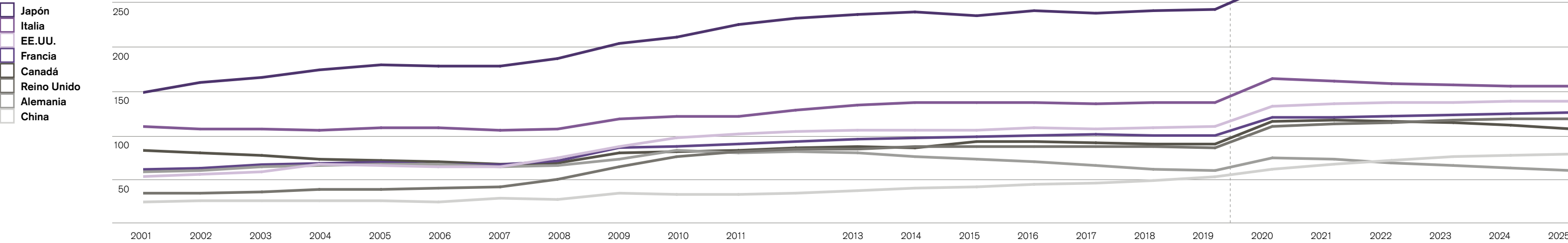
Sin embargo, es probable que persistan las barreras y fricciones comerciales que han ido aumentando desde 2016. Si bien parece poco probable que aumenten los aranceles entre las economías occidentales – de hecho, se está preparando un acuerdo comercial entre EE.UU. y la UE –, las tensiones en materia de tecnología e inversión podrían persistir o empeorar. Como respuesta, China está realizando actualmente grandes inversiones en la industria de los semiconductores para reducir su dependencia de otros socios comerciales menos afines. Ello podría dar lugar a una duplicación de las cadenas de suministro. Las tendencias proteccionistas también pueden aumentar en el área de los productos farmacéuticos, con grupos de presión que intentan hacer ver que la crisis por el COVID-19 demuestra la necesidad de producir suministros estratégicos a nivel nacional. Un enfoque mucho mejor sería asegurar, mediante tratados multilaterales o bilaterales, que en una futura crisis sanitaria se disponga de suministros mundiales diversificados.

**Elecciones en EE.UU.:
margen de maniobra
limitado para el
presidente electo Biden**

Si bien Joe Biden ganó la presidencia de EE.UU., el margen de maniobra de los demócratas será más bien limitado al no lograr una mayoría decisiva en el Congreso. Por lo tanto, es poco probable que veamos cambios significativos de política fiscal en EE.UU. También serán más bien limitados los gastos adicionales en áreas como la economía «verde» o los cambios en la legislación o reglamentación en materia de salud. Sin embargo, lo que sí podría cambiar notablemente es el tono de la Casa Blanca.

El precio de una pandemia

Deuda estatal general (en % del PIB)



Previsión

Último punto de datos 31.10.2019; previsiones a octubre de 2020
Fuente IMF, Credit Suisse

Adiós al statu quo

Las crisis se convierten a menudo en una fuerza transformadora. Mientras que algunos desarrollos son meramente temporales, otros perduran mucho más allá de las crisis. Al hacer un balance de la pandemia de COVID-19, podemos identificar varios efectos perdurables.

La rápida expansión del COVID-19 a principios de 2020 atrapó por sorpresa a la mayor parte del mundo y dejó patas arriba a la economía mundial. La pandemia nos enseñó que las enfermedades contagiosas pueden seguir amenazando a la sociedad en conjunto y que esos brotes, de hecho, son subproductos del progreso humano. Sin embargo, a lo largo de la historia, las crisis sanitarias han ayudado a impulsar la innovación científica y social, marcando el rumbo del desarrollo económico futuro. Creemos que la actual crisis sanitaria no será una excepción a esta regla.

No obstante, en lugar de cambiar por completo las reglas del juego, el COVID-19 ha acelerado las tendencias existentes. La digitalización de la vida cotidiana, la tendencia a flexibilizar los acuerdos laborales, la desaceleración de la globalización, el debilitamiento del multilateralismo, la expansión del Estado o la vulnerabilidad de las ciudades, todo ello ya estaba en marcha antes del brote del virus.

La celeridad con que avanzan estas tendencias desafía la capacidad humana de seguir el ritmo. La legislación se está quedando atrás en varias áreas, desde la protección de datos hasta las leyes laborales, y los gobiernos, al igual que las empresas, tienen que reforzar su resiliencia adoptando modelos económicos más sostenibles.

Actuar ahora con la mirada puesta en el mundo después del COVID-19 puede ayudar a minimizar la probabilidad de otra crisis global provocada por una pandemia. También puede ser una oportunidad para ocuparse de cuestiones que han debilitado el crecimiento y la prosperidad en los últimos decenios.

Tendencias a observar

- 1

Riesgos de cola inflacionarios: El régimen de inflación benigno de las últimas décadas continuará a medio plazo, pero los riesgos de cola de deflación e inflación han aumentado.
- 2

Multilateralismo 2.0: El multilateralismo se reajusta y se reforma o cederá al multipolarismo como consecuencia de las interacciones entre EE.UU. y China.
- 3

Democracia/Autocracia: Ambas pueden fracasar o avanzar en una pandemia, ya que la gestión de la crisis, la capacidad del Estado y la confianza de los ciudadanos influyen más que los sistemas políticos. Ambas seguirán coexistiendo.
- 4

«Big state»: Los poderes ampliados de los gobiernos durarán más tiempo que la crisis, lo que puede dar lugar a cambios deseables, pero también aumentar el riesgo de debilitar las dinámicas del mercado y la responsabilidad individual.
- 5

Acercamiento: La globalización no se invertirá, sino que se ralentizará aún más, con más énfasis en la diversificación regional, el acercamiento de la producción y la resiliencia en lugar de la eficiencia de costos.
- 6

Vigilancia: La vigilancia y la recopilación de datos personales permiten ahora que los estados y las empresas se conviertan en imperios de la información. La protección integral de la privacidad es fundamental.
- 7

Trabajo: El trabajo a distancia ha llegado para quedarse, fomentando una flexibilización más amplia y nuevos estándares en el mundo del trabajo.
- 8

Educación: El aprendizaje permanente se convertirá en una parte clave de la vida de todos para crear una fuerza laboral adaptable y desarrollar habilidades que pongan énfasis en la ventaja del ser humano sobre las máquinas.
- 9

Desigualdad: La desigualdad seguirá siendo un gran tema y posiblemente dará lugar a una mayor redistribución de los impuestos, lo que provocará un aumento de los flujos de personas y capitales.
- 10

Descentralización: Las ciudades sobrevivirán pero se adaptarán, dejando espacio para una mayor descentralización regional y un renacimiento de las pequeñas ciudades en el mundo desarrollado.

Perspectivas regionales

Para 2021, el panorama de crecimiento difiere entre las regiones. A medida que la economía mundial se está recuperando de la pandemia del coronavirus, algunos países se encuentran más avanzados en el proceso de recuperación. Además de la crisis del COVID-19, algunos países tendrán que hacer frente a cambios políticos y desafíos adicionales en el año venidero.



EE.UU.



Recuperación gradual tras segunda ola

Es probable que el crecimiento sea superior al potencial (la tasa de crecimiento que puede sostenerse a largo plazo) a medida que EE.UU. se recuperen de la pandemia durante varios años. Para 2021 esperamos un nivel de inflación similar al de los años anteriores, pero tanto los riesgos de cola de deflación como de inflación han aumentado.

La deuda pública y externa, que se ha incrementado debido a las políticas para hacer frente a las

consecuencias de la crisis de COVID-19, puede ser una fuerza desestabilizadora a lo largo del tiempo. En cuanto al perfil de crecimiento trimestral, es probable que veamos una aceleración gradual tras un nuevo retroceso en el cuarto trimestre de 2020. Incluso bajo la nueva administración demócrata, es poco probable que veamos una gran mejora en la relación con China. Los cambios en la tributación, al igual que los aumentos del gasto en infraestructuras «verdes», serán limitados.

América Latina



Crecimiento divergente

Las perspectivas de crecimiento a largo plazo de México parecen empeorar a medida que el Presidente Andrés Manuel López Obrador mantiene una postura antagónica hacia el sector privado. El apetito de riesgo global ha favorecido la estabilidad de los mercados financieros locales, pero sigue en peligro a causa de la fragilidad financiera de la altamente endeudada petrolera

estatal Pemex. En contraste con el deterioro de las perspectivas de crecimiento en México, la bajada de las tasas de interés en Brasil podría facilitar un crecimiento más rápido de la economía y reforzar la confianza en la sostenibilidad de la deuda pública. Sin embargo, para que esto ocurra, el Presidente Jair Bolsonaro tendrá que demostrar una gran habilidad política para llevar a cabo reformas fiscales.

Reino Unido



La vida después de la UE

La salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) podría acarrear costos a largo plazo (p. ej., por las barreras comerciales y la burocracia) y ralentizar la recuperación del país tras la pandemia de COVID-19. La expiración del periodo de transición a finales de 2020 será, por tanto, un impacto adicional para la economía del Reino Unido que se producirá, en nuestra opinión, con o sin un acuerdo comercial. Además, existe la posibilidad de un daño a largo plazo si el gobierno del Reino Unido retira el apoyo fiscal de forma prematura.

Eurozona



La pandemia refuerza los lazos

Los países europeos reabrieron sus economías antes que EE.UU. y, por tanto, se adelantaron un poco en cuanto a la recuperación económica. A medida que Europa sufre el impacto de una segunda ola de COVID-19 estamos viendo un nuevo retroceso. Sin embargo, una vez que disminuya la pandemia, la zona euro podría crecer por encima de su potencial, en especial debido a que las políticas fiscales han logrado mitigar gran parte del daño que los confinamientos habrían causado a las empresas y al empleo. Sin embargo, las finanzas públicas están tensas en varios países clave como Italia, y la demanda de inversión es débil. El reto de las tendencias demográficas (es decir, el envejecimiento de la población) representa un viento en contra adicional para el potencial de crecimiento. El éxito de la recuperación a largo plazo de la crisis de COVID-19 dependerá de una mayor integración fiscal y política efectiva. En nuestra opinión, la creación del fondo de recuperación de la UE fue un paso en la dirección correcta.

China



Beneficios de una ventaja inicial

China va por delante de la mayoría de los demás países en cuanto a la recuperación de la pandemia. Fue el primer país en imponer cierres y el primero en levantarlos. Por ahora, la producción industrial china ha recuperado la mayor parte del terreno perdido, y el país será la única economía importante que registrará una tasa de crecimiento positiva en 2020 (esperamos un crecimiento del PIB real del 2,2%). A partir de aquí, el curso de la recuperación dependerá más de un repunte en el empleo, que sigue teniendo dificultades (los sectores

de viajes y entretenimiento siguen resistiéndose a contratar personal). Además, prevemos que en el próximo plan quinquenal se hará hincapié en tres categorías de políticas clave: avance tecnológico, productividad laboral y reforma agraria. Las autoridades quieren lograr una lenta desaceleración del crecimiento del PIB a medida que madura la economía y se reduce el potencial y evitar de manera proactiva cualquier fuerza que pueda desvincular a China de la economía global.

Suiza



Aguantando

La crisis del coronavirus también ha golpeado duramente a la economía suiza, pero ha aguantado mejor que otras, por tres razones. En primer lugar, las medidas de confinamiento no fueron tan estrictas como, por ejemplo, en Italia o España, ya que la construcción o fabricación, por ejemplo, no se cerraron en todo el país. En segundo lugar, las medidas adoptadas para mitigar los efectos de la crisis fueron muy oportunas y eficaces: el trabajo a tiempo reducido y los préstamos por COVID-19 tuvieron un impacto positivo desde el inicio de la crisis.

Y en tercer lugar, Suiza cuenta con una distribución relativamente ventajosa del sector industrial, con una alta proporción de creación de valor procedente de la industria farmacéutica, química y otros sectores (incluidos el comercio de productos básicos, la banca y los seguros) que no se vieron directamente afectados por las restricciones o que incluso registraron un aumento de la demanda debido al COVID-19. No obstante, de cara al futuro, es posible que el ritmo de recuperación sea similar al de los principales socios comerciales de Suiza.

Japón



La innovación como salvavidas

En 2021 debería poder lograrse un crecimiento del PIB real ligeramente positivo, ya que las dificultades demográficas se compensan con un aumento estable de la productividad gracias a la continua innovación

tecnológica. No obstante, la desinflación persistente pero leve, junto con las bajas tasas de interés nominales, podría seguir amenazando al sector bancario, obligándolo a una mayor consolidación.

Principales clases de activos



El crédito sigue brillando

En 2021, los principales bonos del gobierno solo tendrán escasas ganancias, mientras que los bonos de mercados emergen tes en monedas fuertes siguen siendo atractivos. En crédito, el grado de inversión (IG, por sus siglas en inglés) ofrece buen riesgo/recompensa. En los bonos de alto rendimiento, vemos oportunidades selectivas para mejorar las rentabilidades en los segmentos de crédito de menor calificación.

Teniendo en cuenta que los rendimientos a corto plazo continuarán probablemente en niveles bajos debido a las políticas de los bancos centrales, no esperamos una fuerte subida de los rendimientos a largo plazo en 2021. No obstante, creemos que el escenario más probable para 2021 es un ligero aumento de las curvas de rendimiento del gobierno, impulsado por la recuperación económica en curso y el objetivo de los bancos centrales de elevar las expectativas de inflación. La Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) hizo en el tercer trimestre de 2020 un cambio importante en su estrategia a largo plazo, introduciendo en su política el objetivo de una inflación media en la que se toleraría un posible exceso de inflación para compensar el efecto anterior de una inflación por debajo del objetivo. Este marco debería permitir a la Reserva Federal una mayor flexibilidad en sus políticas para aumentar las expectativas de inflación, ayudando así a que las primas de plazo (el exceso de rendimiento por la tenencia de bonos a largo plazo frente a los bonos a corto plazo) vuelva a subir desde niveles deprimidos. Además, si bien la postura acomodaticia de los bancos centrales y las continuas compras de bonos para apoyar la recuperación han mantenido baja la volatilidad de la renta fija en 2020, cree-

mos que la volatilidad podría ver una cierta normalización en 2021 junto con una mayor tolerancia de inflación por parte de los bancos centrales y un aumento de la deuda y de los déficits fiscales. Con nuestra expectativa de un aumento moderado de los rendimientos a largo plazo, creemos que las rentabilidades nominales de los principales bonos del gobierno deberían mantenerse cercanas a cero o negativas en los próximos 12 meses.

Ventaja de los bonos ligados a la inflación sobre los bonos nominales
En 2020, las cifras de inflación bajaron bruscamente tras la contracción económica y la caída de los precios de los productos básicos. En vista de la recuperación económica en curso, se espera que las tasas de inflación de las principales economías muestren cierta normalización en 2021, aunque probablemente solo alcancen el 2,0% en los EE.UU. y el 1,0% en la zona del euro, quedando este último muy por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (ECB). Sin embargo, a posible tolerancia de los bancos centrales al aumento de la inflación debería ayudar a estabilizar y elevar las expectativas de inflación a largo plazo, superando finalmente los recientes promedios históricos. Los bonos ligados a la

inflación (ILB, por sus siglas en inglés), que compensan el aumento de la inflación, se beneficiarían, a diferencia de los bonos nominales, de ese aumento de las expectativas de inflación. Por lo tanto, si se ajustan por las diferencias de duración, creemos que los ILB ofrecen mejores perspectivas de rendimiento que los respectivos bonos del gobierno nominales.

Buscar rendimientos con bonos de los mercados emergentes
Los rendimientos de los bonos de mercados emergentes en monedas fuertes (EM HC, por sus siglas en inglés) se han reducido notablemente desde las ventas provocadas por el COVID-19. No obstante, los diferenciales se han mantenido por encima de los mínimos anteriores, aunque en parte debido a la disminución del rendimiento subyacente de los bonos del gobierno de los EE.UU. El posicionamiento récord en el mercado y el margen reducido para brindar apoyo a las políticas en el futuro están limitando las perspectivas de rentabilidad.

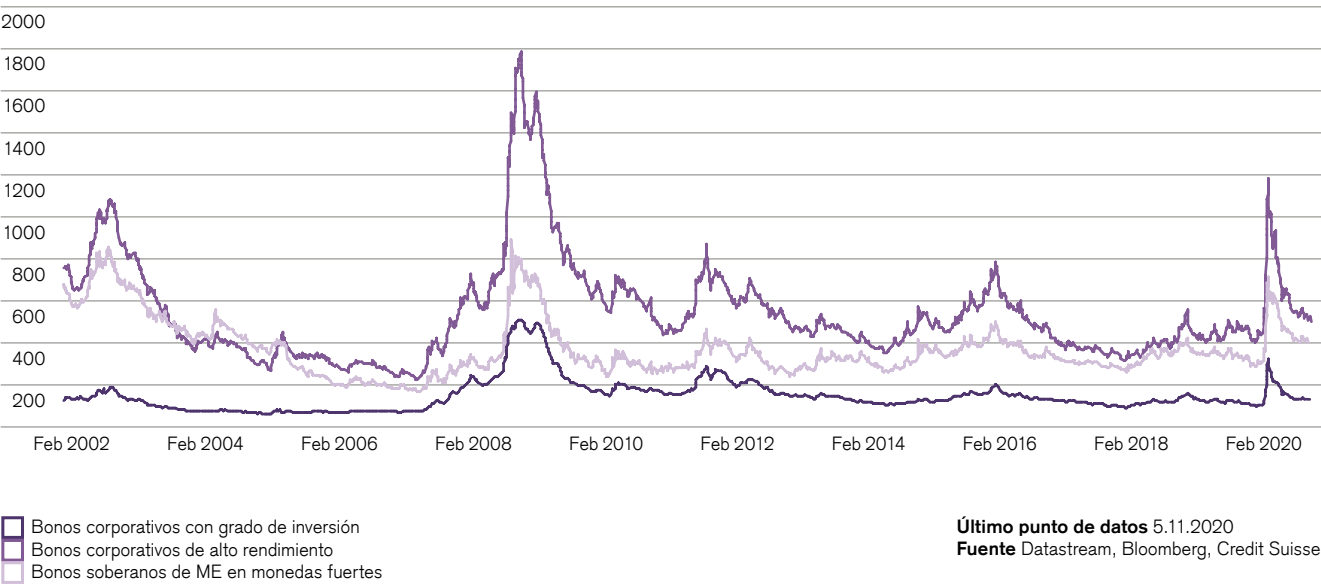
A pesar de la mayor estabilidad del entorno de crecimiento global, muchos países de los mercados emergentes continuarán enfrentando el impacto de los cierres tras el choque inicial del COVID-19, en particular la necesidad de revertir una parte del estímulo monetario y fiscal desplegado en respuesta a la crisis. Por otra parte, el posible aumento de los ingresos cíclicos tras el repunte de la actividad económica de este año, junto con algunos ajustes fiscales y el fortalecimiento

de las balanzas exteriores, indicaría un ritmo más lento de la oferta de deuda en el futuro.

Continúa de la demanda de IG
La mayoría de los segmentos crediticios de alta calidad obtuvieron un rendimiento positivo en 2020, respaldado por la caída de los rendimientos de los bonos del gobierno y las políticas monetarias y fiscales de apoyo. No obstante, los diferenciales de crédito se han ampliado en comparación con el comienzo del año.

La recuperación gradual de la economía global debería favorecer una mayor reducción del diferencial en el próximo año. Como prevemos que los rendimientos de los bonos del gobierno a largo plazo se normalizarán solo lentamente y los principales bancos centrales podrían mantener el apoyo de sus facilidades de crédito, el crédito de IG debería seguir dando buenos resultados. En vista de que diferenciales del segmento de alta calidad siguen tienen margen para reducirse, esperamos que el IG global ofrezca una rentabilidad del 3,5% en los próximos 12 meses. En nuestra opinión, ante el fuerte y continuo apoyo de los bancos centrales, los inversionistas deberían considerar los bonos corporativos de alta calidad como activo de cobertura alternativo a los bonos del gobierno nominales en las carteras. Además del IG estadounidense y europeo, creemos que los bonos corporativos en USD de IG EM ofrecen un atractivo incremento de rendimiento para los inversionistas que buscan diversificación.

Los diferenciales aún tienen cierto potencial de reducción
Puntos básicos (pb)



Creemos que, si no se producen nuevos choques y se mantienen bajas las tasas de interés a nivel mundial, la deuda de los EM HC sigue siendo una fuente importante para mejorar la rentabilidad esperada en el ámbito de la renta fija. Para el índice global de los EM HC que seguimos pronosticamos una rentabilidad del 4,4% en los próximos 12 meses. Los inversionistas más defensivos tal vez preferirán invertir solo en bonos estatales de IG, aunque ello reduzca las perspectivas de rentabilidad. Tras un gran número de bajadas de calificación del soberano en 2020, prevemos un entorno más estable en 2021 a medida que nos alejamos del choque inicial del COVID-19 y tras varias reestructuraciones de deuda en el ámbito de alto rendimiento. Dentro de los principales países de los ME, la agenda política en 2021 no está demasiado ocupada y puede ayudar a limitar los riesgos específicos. Hay elecciones legislativas previstas en Rusia y México y elecciones municipales en Sudáfrica.

Diferenciales HY: Margen de reducción

En el momento de escribir este texto, la agencia de calificación Moody's espera que las tasas de impago del crédito de alto rendimiento (HY) alcancen su pico en el primer trimestre de 2021. En vista de la mejora del sentimiento de riesgo junto con la recuperación económica proyectada para 2021, prevemos la posibilidad de una nueva reducción moderada del diferencial en el ámbito del alto rendimiento (HY). Dentro del HY, los bonos con calificación de una sola B siguen ofreciendo un atractivo colchón de diferencial frente a los segmentos más defensivos.

Prevemos que el HY global debería generar un rendimiento del 4,4% en los próximos 12 meses. Ante la prometedora perspectiva de la vacuna contra el COVID-19, es probable que se recuperen algunos sectores de consumo discrecional como el de las aerolíneas y el del juego. Aunque el endeudamiento de las empresas aumentó en los sectores de la energía y los metales a lo largo de 2020, los rendimientos actuales parecen suficientes para compensar los riesgos de impago a medida que nos adentramos en 2021, especialmente en el contexto del actual apoyo de los bancos centrales. Del mismo modo, si bien las entidades subfinancieras europeas podrían enfrentar mayores riesgos en cuanto al aumento de las provisiones para préstamos improductivos, el fortalecimiento de los balances bancarios y el apoyo fiscal han reducido en gran medida el estrés de los bancos europeos en materia de financiación. Esperamos que el rendimiento de los bonos subfinancieros europeos esté en línea con los bonos HY en 2021.

Ventajas del enfoque en ESG

Creemos que los inversionistas pueden beneficiarse de dos aspectos en cuanto a las empresas con criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ESG) el próximo año. En primer lugar, una cartera de bonos corporativos que tenga en cuenta los criterios ESG podría verse menos afectada por los impagos de empresas y rebajas de la calificación crediticia en un horizonte a largo plazo. En segundo lugar, dado que los inversionistas reconocen cada vez más los beneficios de los criterios ESG, lo que, a su vez, se traduce en mayores asignaciones y entradas de ESG, esperamos que los precios de los bonos ESG sigan estando relativamente bien apoyados.

Las acciones siguen impulsando las rentabilidades

Las acciones ofrecen atractivas perspectivas de rentabilidad a medida que avanzamos hacia el 2021. El contexto político general debería seguir siendo favorable, habida cuenta de las políticas monetarias muy laxas a nivel mundial y el continuo apoyo fiscal. La caída de los beneficios en 2020 debido a la pandemia debería ser transitoria. Las previsiones de consenso para las acciones a nivel global implican que los beneficios en 2021 superarán el nivel de 2019, lo que debería apoyar a las acciones en el transcurso del año.



No se desanime por las altas valoraciones

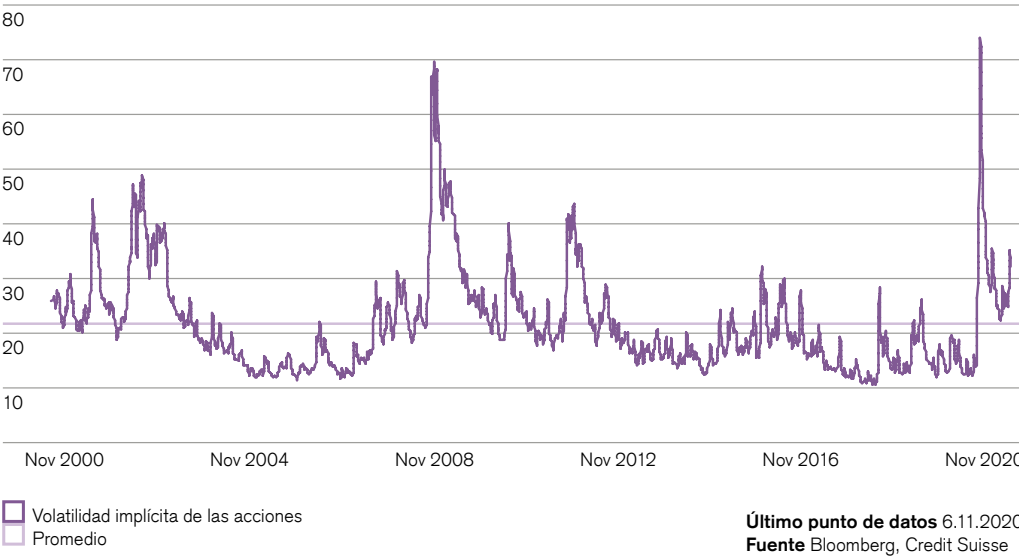
En las métricas de valoración tradicionales, como la relación precio-beneficio, la valoración del mercado de acciones parece elevada en comparación con los promedios históricos a más largo plazo. Por una parte, creemos que esto se debe al entorno de rendimiento ultrabajo o incluso negativo, especialmente en términos ajustados a la inflación. Por otra parte, las rápidas y enérgicas intervenciones de los responsables políticos, sobre todo de la Reserva Federal (Fed) de EE.UU., para responder a la pandemia de COVID-19 ayudaron a reducir la aversión al riesgo de los inversionistas, lo que permitió la fuerte recuperación del mercado a finales de la primavera de 2020. En 2021, el apoyo de las políticas debería mantenerse para reducir

la aversión al riesgo. Además del riesgo de una crisis crediticia, creemos que las preocupaciones por un recalentamiento de ciclo tardío se han alejado aún más debido a la recesión inducida por la pandemia y al aumento de la tolerancia a la inflación por parte de los responsables políticos. A medida que los bancos centrales sigan reduciendo esos riesgos de cola, las primas de riesgo incluso podrían disminuir más a medida que el entorno económico siga estabilizándose en el transcurso de 2021, lo que sustentaría unos coeficientes de valoración más altos en comparación con el récord histórico.

Al comparar el atractivo relativo entre las clases de activos, lo que al fin y al cabo determina una parte sustancial de las entradas de inversión, los mercados de

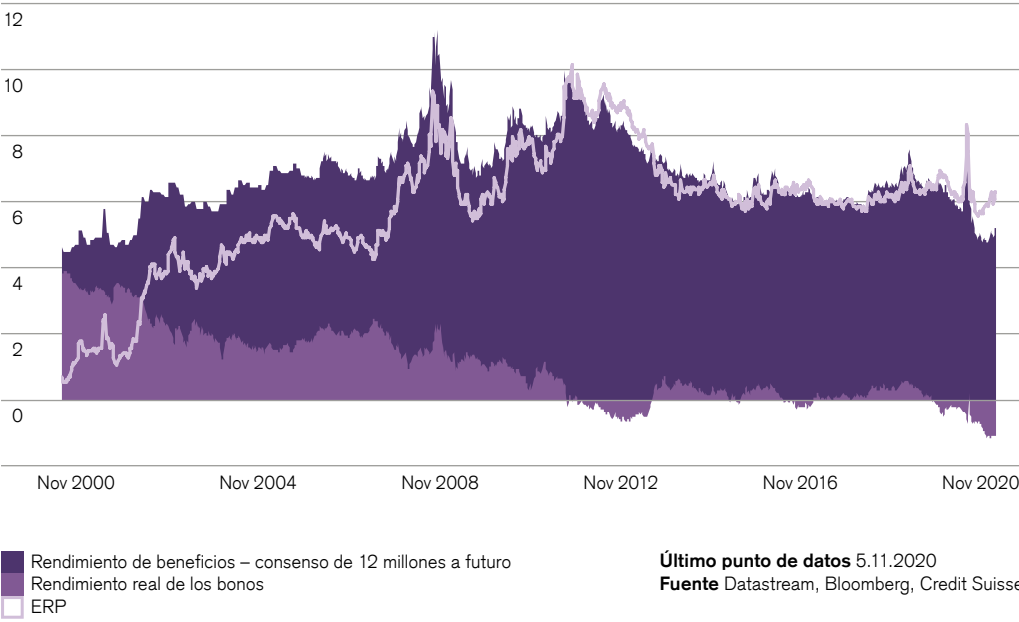
Margen para seguir bajando

Índice de Volatilidad CBOE S&P 500, volatilidad esperada del mercado según se refleja en las opciones negociadas



El riesgo tiene su recompensa

MSCI World – Rendimiento de beneficios vs. rendimiento real de los bonos (en %)



acciones siguen siendo bastante atractivos. Desde principios de 2020, el rendimiento real de los bonos en EE.UU. ha disminuido en más de 100 puntos básicos, superando la disminución del rendimiento de beneficios (lo contrario de la relación precio-beneficio) y apoyando así los múltiplos de valoración más altos.

Actualmente, la diferencia entre el rendimiento de beneficios y el rendimiento real de los bonos como medida de la prima de riesgo de las acciones (ERP) es superior a la media a largo plazo, lo que sugiere que las acciones ofrecen un atractivo exceso de rentabilidad sobre los bonos. Reconocemos que en un entorno incierto, la ERP debería ser elevada, ya que los inversionistas exigen una prima más alta por mantener activos de riesgo. No obstante, a medida que las economías se recuperen y el crecimiento regrese, estas preocupaciones deberían disminuir con el tiempo.

Captar el rebote cíclico

A nivel regional, creemos que las diferencias estructurales en la composición del mercado serán las más importantes. En particular, se prevé que la proporción de industrias de crecimiento secular (p. ej., las empresas relacionadas con la tecnología) frente a las industrias cíclicas (p. ej., las financieras), impulsarán gran parte del diferencial de rentabilidad regional en 2021.

La pandemia de COVID-19 ha acelerado la tendencia a la disrupción, que seguirá siendo una fuerza sólida y poderosa. El comercio electrónico y las compras en línea reemplazarán cada vez más a los comercios minoristas tradicionales, favoreciendo a los almacenes sobre los centros comerciales. Las estructuras de trabajo a distancia que utilizan la computación en nube, la seguridad de datos, redes inalámbricas y herramientas de comunicación por video podrían seguir restando atractivo al espacio de oficina, al tiempo que aumentan el atractivo de la vivienda suburbana. Además, la educación en línea está sustituyendo cada vez más a la formación presencial tradicional, mientras que la telemedicina ofrece una alternativa asequible y rápida a las visitas al médico.

Seguimos encontrando segmentos de mercado atractivos que tienen el potencial de disrumpir y, por lo tanto, tienen espacio para ampliar la cuota de mercado y los márgenes de beneficio, incluidos las industrias relacionadas con la tecnología y la atención de la salud. También vemos potencial en los materiales, incluidos los materiales de construcción, basados en una sólida demanda de materias primas, un fuerte mercado de la vivienda y potencialmente más actividad de construcción, especialmente en la vivienda residencial.

¿Qué está de moda en el 2021?

En el 2020 fuimos testigos de una gran divergencia de las rentabilidades entre las acciones de crecimiento y de valor. Para el 2021, creemos que las acciones de valor el potencial de recuperación, aunque aún no está muy claro el momento de tal recuperación. En una expansión económica normal en la que el producto interno bruto (PIB) crece por encima de su potencial y la política monetaria es expansiva, la inversión orientada al valor y a las acciones de pequeña capitalización debería acabar superando al crecimiento y a las

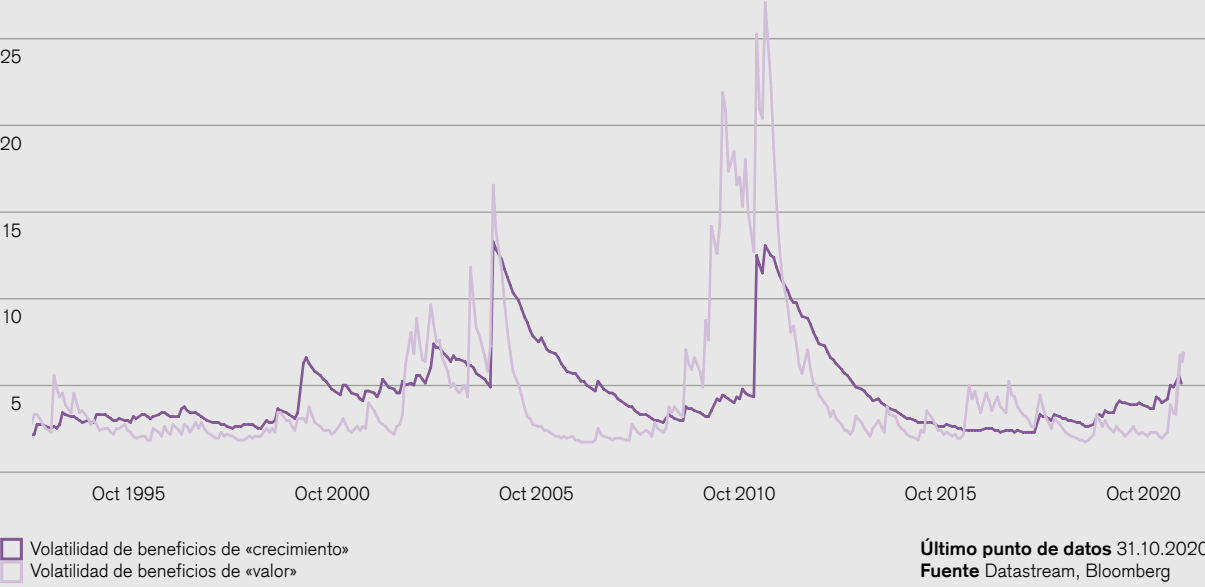
acciones de gran capitalización. Los shocks adversos derivados de la pandemia mundial de COVID-19 han acelerado, no obstante, los factores para los que el crecimiento está bien posicionado. Ello incluye la capacidad de responder al cambio en la demanda causado por la disminución de la movilidad, el distanciamiento social y el trabajo a distancia y el aprendizaje. Al mismo tiempo, los segmentos de valor relevantes se enfrentan a desafíos estructurales, como las empresas de automóviles que luchan contra las emisiones de

CO₂. Lo mismo ocurre con las financieras, donde el entorno de rendimiento más bajo por más tiempo conduce a la erosión de los márgenes, y con la energía, donde la disminución del apetito por los combustibles fósiles y los problemas ambientales van en contra de los precios de las acciones. De cara al 2021, preferimos mantener una pequeña inclinación hacia el crecimiento, pero esperamos ver periodos en los que las acciones de valor podría generar una rentabilidad superior.

Nota: Las acciones de valor son acciones que destacan por su baja valoración en relación con sus fundamentos (las ganancias, xx dan ejemplos de fundamentos). Suelen tener una alta rentabilidad por dividendos y tienden a ser sensibles al ciclo económico. Las acciones de crecimiento son acciones de empresas con perspectivas de crecimiento sustancial que retienen la mayor parte de sus ganancias acumuladas para financiar el crecimiento.

Una historia de dos estrategias

Volatilidad de beneficios en «crecimiento» y «valor» (en %)



Sin embargo, es probable que las partes disrumpidas de la economía pierdan cuota de mercado y que sus márgenes se encuentren presionados. Como ejemplos típicos cabe citar los minoristas de ladrillos y mortero o los medios de comunicación impresos. También esperamos vientos en contra estructurales en los sectores tradicionales de la energía y las finanzas. Tras un cierto enfriamiento temporal, esperamos que el impulso económico se reactive en 2021, lo que permitiría a los inversionistas posicionarse en sectores cíclicos como los viajes y la hostelería o la automoción.

El ESG ha llegado para quedarse

La sostenibilidad reviste cada vez más importancia para los inversionistas, tanto es así que se ha convertido en mainstream. Por primera vez en sus 15 años de historia, el Global Risks Report 2020 del Foro Económico Mundial enumera exclusivamente las preocupaciones ambientales como principales riesgos globales en términos de probabilidad y para la mayoría de los riesgos en términos de impacto. La sensibilización acerca de los factores ambientales, sociales y de buen gobierno (ESG) es cada vez mayor, como lo demuestra el aumento de las consultas en los motores de búsqueda en línea. Los activos administrados de acuerdo con los estándares ESG están creciendo rápidamente, lo que ejerce una mayor presión sobre las empresas cotizadas para que ajusten sus modelos y prácticas comerciales a las normas ESG. Además, las obligaciones fiduciarias se están adaptando gradualmente para incluir principios de inversión sostenible, ya que los reguladores exigen cada vez más la consideración de los criterios ESG.

Los beneficios para los inversionistas incluyen una mayor protección contra los incidentes notorios de buen gobierno, el rendimiento resiliente del ESG, junto con el factor «blando» de hacer el bien. Creemos que esta tendencia persistirá y que conducirá a una mayor demanda y apoyo a las inversiones sostenibles.

La eurozona lleva la delantera

La eurozona podría superar a EE.UU. en el transcurso de 2021, ya que los beneficios ofrecen un potencial de recuperación y deberían beneficiarse de manera sobreproporcional de la recuperación económica debido a su sensibilidad cíclica. El colchón de beneficios proporcionado por las industrias resistentes y estables relacionadas con

el crecimiento (p. ej., la tecnología) durante la crisis de COVID-19 fue menos pronunciado en Europa. Además, es probable que diversas medidas reglamentarias relativas al pago de dividendos, introducidas durante la crisis para garantizar una reserva de capital suficiente en los sectores de seguros y finanzas, se eliminen gradualmente a medida que se reanude la estabilidad económica en Europa, lo que aumentaría en especial el atractivo de las estrategias que pagan altos dividendos, que tienden a ser más relevantes para los mercados de acciones europeos. Actualmente calculamos una ventaja relativa de valoración para la eurozona de cerca del 10%, que esperamos se cierre con el tiempo.

Calidad suiza

Las acciones suizas son de carácter defensivo y, por lo tanto, tienen un perfil de beneficios resistente debido a la fuerte concentración en los sectores de atención de la salud y los productos de consumo básico, que representan más de la mitad del índice MSCI Switzerland. Durante la recesión provocada por la pandemia, el mercado suizo se benefició de sus cualidades defensivas. Sin embargo, las acciones suizas pasaron a ir a la zaga del fuerte repunte debido a esta defensividad y a una cuota relativamente baja de empresas relacionadas con la tecnología. Después del repunte, creemos que la importante cuota de los líderes del mercado global con productos de alta calidad ofrece atractivas perspectivas de beneficios para el mercado suizo. Los sólidos y, sobre todo, estables dividendos son otro argumento a favor de las acciones suizas, especialmente en un momento en el que los inversionistas buscan activos que generen ingresos debido a los bajos rendimientos de los bonos. Como economía orientada a la exportación, la fortaleza del CHF por su condición de refugio ha sido un lastre para el rendimiento en el pasado. Sin embargo, esperamos que este lastre disminuya en 2021, ya que la continua recuperación económica mundial debería reducir el atractivo del CHF como moneda refugio.

Reino Unido: la incertidumbre del Brexit nos mantiene al margen

Desde la votación sobre el Brexit en 2016, las acciones del Reino Unido han tenido un considerable rendimiento inferior al de las acciones mundiales, lo que ha dado lugar a una bajada significativa de la calificación y a un múltiplo de valoración históricamente bajo en comparación con las acciones mundiales. Más recientemente, las acciones

202

posibles vacunas se están desarrollando en la actualidad.

Vacuna:
el factor X

Según el reporte de la Organización Mundial de la Salud del 3 de noviembre sobre la situación de las vacunas candidatas a COVID-19, había unas 202 vacunas potenciales en desarrollo y en pruebas a nivel mundial, de las que 47 se encontraban en ensayos con humanos. En noviembre de 2020 salen noticias alentadoras sobre una vacuna en los ensayos de fase 3 que podrían permitir una vacunación generalizada a mediados de 2021. Esto es extraordinario, yya que normalmente el

desarrollo de vacunas suele tardar años, no meses. Hay varias cuestiones relacionadas con una vacuna, incluyendo la duración de su protección, pero también su seguridad y aceptación por parte del público. Además, la disponibilidad de una vacuna y la rapidez de su producción, junto con la logística en cuanto a la distribución mundial, son fundamentales para comprender la rapidez con que el mundo podría volver a la «normalidad». Además, está la cuestión de la capacidad a corto plazo, en

especial para las regiones más pobres. No obstante, cualquier confirmación creíble de que se dispone de una vacuna eficaz para su distribución más amplia – y a pesar de todas las cuestiones mencionadas anteriormente –, sería probablemente positiva para el mercado de acciones y el sentimiento de riesgo general. De hecho, los mercados de acciones ya parecen anticipar esas noticias positivas debido a los resultados de los ensayos de vacunas en curso y los procesos

de aprobación. En tal caso, esperamos que los sectores que se han visto más perjudicados por el COVID-19, incluidos los viajes, el ocio y la hostelería, puedan experimentar una recuperación. También esperamos ver una rápida rotación dentro de las acciones, desde las acciones «stay at home» y acciones crecimiento hacia acciones de valor y cíclicos, impulsados por las revisiones positivas de beneficios y la posibilidad de una recalificación de la valoración. A nivel regional,

esperamos que los mercados de acciones cíclicos y dependientes del turismo empiecen a recuperarse en este escenario tras un bajo rendimiento prolongado a lo largo de 2020 (p. ej., en la eurozona).

del Reino Unido han experimentado beneficios inferiores y recortes de dividendos más pronunciados que las acciones mundiales debido a la alta exposición del mercado del Reino Unido a los sectores financiero y energético, que se vieron sustancialmente afectados por el confinamiento relacionado con el COVID-19. Los ratios de valoración y los altos rendimientos de dividendos indican que son atractivos, pero las perspectivas económicas siguen siendo poco claras debido a las incertidumbres relacionadas con la salida pendiente del Reino Unido del mercado único europeo bajo el Brexit. No obstante, la evolución de la moneda podría ayudar a amortiguar el golpe. Las acciones del Reino Unido tienen una fuerte correlación inversa a la GBP debido a la alta proporción de beneficios generados fuera del país. Creemos que una GBP débil, en combinación

con la atractiva valoración de las acciones, podría ayudar a compensar el golpe al crecimiento si la incertidumbre de Brexit continúa y hay más brotes de COVID-19 en el Reino Unido. Un estímulo fiscal y monetario adicional también podría apoyar la economía y las acciones nacionales a corto plazo.

Mercados emergentes: Asia destaca

Las acciones de los mercados emergentes (ME) están dominadas por Asia, que representa alrededor del 80% de la capitalización del mercado global de los ME. Asia está muy expuesta a las industrias de la llamada «nueva economía» y, por lo tanto, vemos varias tendencias estructurales que apoyan a las acciones asiáticas, como la digitalización, la nube y la inteligencia artificial. Esperamos que las acciones

asiáticas ofrezcan rendimientos atractivos en 2021, habida cuenta de la actual contención del COVID-19 en gran parte de la región y la sólida recuperación económica actual en China. Dado que las valoraciones ya parecen haber descontado en gran medida las buenas perspectivas económicas, la recuperación continua de los beneficios será clave para impulsar el mercado al alza. La recuperación económica general y el fuerte crecimiento del segmento tecnológico deberían ser favorables a los beneficios.

Es probable que los inversionistas extranjeros se centren en los ME asiáticos en busca de oportunidades de crecimiento superiores. La pandemia de COVID-19 afectó más gravemente a las otras dos regiones de los ME, Europa del Este, Oriente Medio y África (EEMEA), así como a América Latina.

Por lo tanto, el trasfondo fundamental de esas dos regiones es más débil en comparación con los ME asiáticos. Sin embargo, la pandemia ha corregido los precios de las acciones, lo que podría dar lugar a un rendimiento superior en caso de que disminuyan las preocupaciones relacionadas con el COVID-19, por ejemplo, mediante una vacuna distribuida a nivel mundial. Una política monetaria relajada y un USD más débil deberían resultar beneficiosos para las acciones de la región de Asia y el Pacífico. Un riesgo clave para las acciones de los ME en 2021 sigue siendo la disputa comercial entre EE.UU. y China y la posibilidad de una mayor escalada.

El USD podría perder más terreno

En 2021 esperamos nuevas bajadas del USD debido a la mejora del crecimiento global, al descenso de la ventaja del rendimiento real de EE.UU. y a la ampliación de los déficits fiscal y externo. Ello debería beneficiar al EUR y JPY. Creemos que el CNY, apoyado por los flujos de cartera, también ganará.

En lo que va de año, el USD ha perdido terreno frente a otras monedas de los principales mercados desarrollados (MD). En vista de nuestra expectativa de una continua recuperación mundial para 2021, creemos que el USD debería seguir perdiendo terreno. La postura muy acomodaticia de la Reserva Federal (Fed) ha eliminado la ventaja de la tasa de interés (o carry) del USD, y la perspectiva de unas balanzas fiscales y externas poco favorables de EE.UU. debería afectar aún más al USD. La adopción de un nuevo marco de políticas por parte de la Reserva Federal, que incluye el objetivo de una inflación media, aumenta los riesgos de mayores expectativas de inflación a largo plazo. Como es poco probable que la Reserva Federal aumente las tasas de interés federales en los próximos 2–3 años, evitando así movimientos bruscos en los rendimientos nominales, los rendimientos reales de EE.UU. corren el riesgo de disminuir aún más. Es probable que esto ejerza aún más presión sobre el USD. Sin embargo, una segunda ola prolongada de infecciones por COVID-19 durante los meses de invierno podría crear cierta volatilidad en el mercado y permitir que el USD gane terreno temporalmente debido a su condición de puerto seguro.

Perspectivas más halagüeñas para el EUR
Los riesgos políticos para el EUR han disminuido gracias al extenso fondo de recuperación de la Unión Europea (UE). A pesar de un cierto aumento del déficit fiscal, las balanzas exteriores estructurales de la UE (con un superávit del 3% en promedio durante los últimos cinco años) son sólidas y superan a las de EE.UU. Además, en un mundo con finanzas públicas cada vez más deterioradas, pensamos que el nuevo bono para toda la UE crea una herramienta que promueve la convergencia de la UE y que debería impulsar la disponibilidad de activos líquidos seguros y atractivos. Esto también podría ayudar al EUR. Dadas las atractivas valoraciones del EUR, esperamos que el EUR/USD alcance los 1,25 a finales de 2021.

JPY y GBP infravalorados frente al USD
El JPY ha mejorado sus perspectivas a medida que las tasas de interés de EE.UU. convergieron con las de Japón y, de hecho, se redujeron aún más en términos reales. El JPY sigue infravalorado frente al USD, mientras que el superávit estructural de la cuenta corriente de Japón y las sólidas posiciones de inversión internacional apoyan a la moneda.

Para el año próximo prevemos una ligera apreciación de la GBP, ya que debería disminuir la incertidumbre respecto de la política y la política monetaria y permitir que el mercado vuelva a centrarse en la baja valoración de la GBP, en especial frente al dólar.

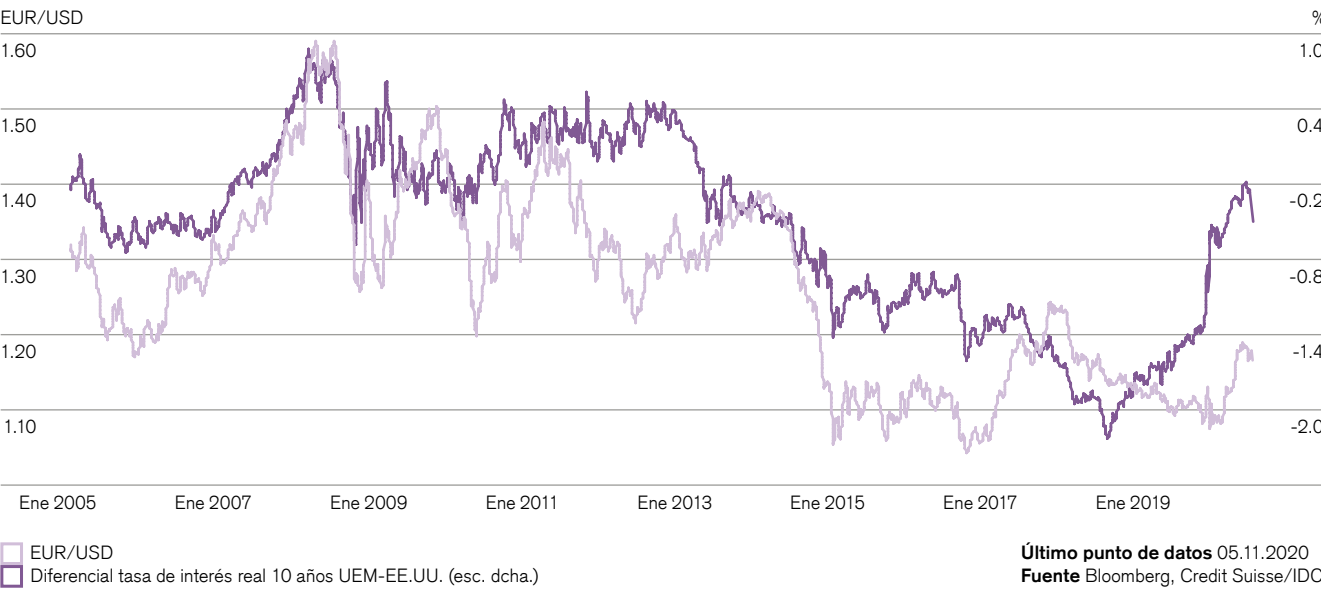
El CHF podría debilitarse
Las incertidumbres a corto plazo en torno a la situación geopolítica y el COVID-19 podrían seguir apoyando al CHF hasta finales de 2020. No obstante, es probable que el Banco Nacional Suizo impida la apreciación del CHF interviniendo en el mercado de divisas si es necesario. Para 2021 esperamos una ligera depreciación del CHF frente al EUR gracias a la mejora de las perspectivas de la economía mundial y al CHF en gran parte sobrevalorado.

Sea selectivo en los mercados emergentes
Teniendo en cuenta que el USD continuará debilitándose, las perspectivas fundamentales de las monedas de los mercados emergentes (EM) deberían mejorar en 2021. Sin embargo, creemos que la actividad económica en los ME seguirá a un bajo nivel a corto plazo debido a los efectos residuales de la crisis del COVID-19 y la incertidumbre sobre las medidas adicionales necesarias para hacer frente al virus, además esperamos que la recuperación económica en los ME supere ligeramente a la de EE.UU. en 2021. Esperamos un menor nivel de apoyo político

a medida que se reduzcan parcialmente las medidas fiscales y que los bancos centrales de los ME adopten una postura menos acomodaticia tras la caída de la inflación en el tercer trimestre. En vista del bajo nivel persistente de las tasas de interés mundiales, las posibles subidas de las tasas en los ME podrían dar cierto apoyo a las monedas de los ME, siempre que esas subidas no se perciban como un obstáculo para la actividad real. Ante este panorama, esperaríamos un algún grado de diferenciación entre las monedas.

En Asia es probable que los superávit de la cuenta corriente de China disminuyan y acaben convirtiéndose en déficit, ya que el reequilibrio económico favorece estructuralmente el consumo y la reducción del ahorro a largo plazo. Sin embargo, los flujos netos de cartera deberían mantenerse a un alto nivel hasta 2021. China ofrece tasas de interés más atractivas que los rendimientos de los principales bonos mundiales, mientras que los flujos de capital también pueden ser positivos debido a la recuperación de la economía china y a la consiguiente senda de crecimiento de las ganancias. Con todo, esperamos una ligera apreciación del CNY el próximo año y pronosticamos un USD/ CNY de 6,32 a 12 meses. Esto debería apoyar a la mayoría de las otras monedas asiáticas frente al USD. En particular, esperamos que se beneficie el KRW, ya que Corea del Sur presenta un fuerte superávit en cuenta corriente y logró controlar el COVID-19.

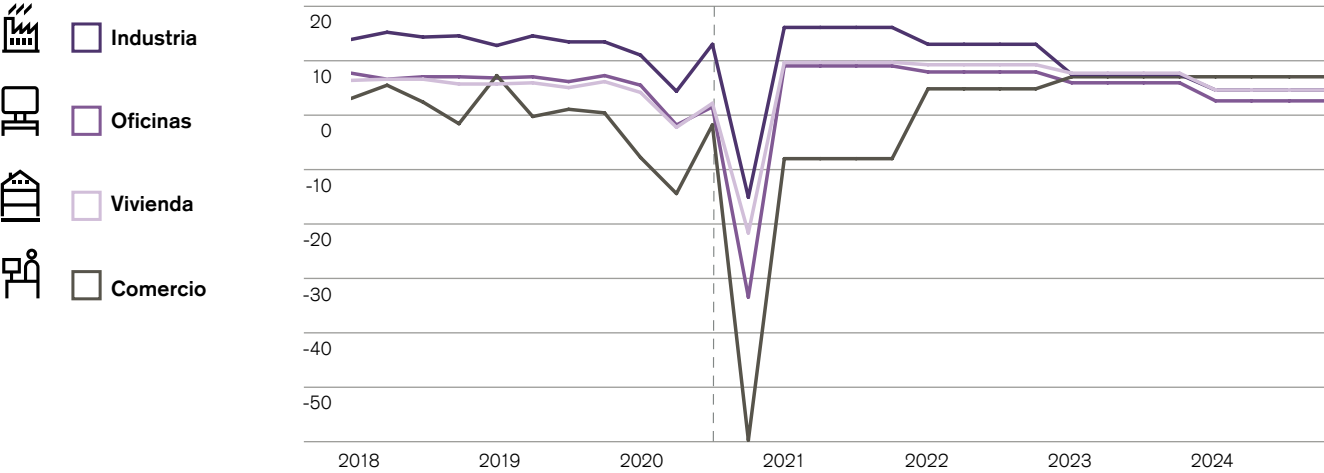
Más de lo que se ve a simple vista
Tasas de interés real relativas no reflejadas totalmente en el EUR/USD



Transitando hacia el mundo pospandémico

La recuperación económica y el entorno de bajas tasas de interés deberían ser beneficiosos para las inversiones inmobiliarias en 2021, si bien el COVID-19 sigue siendo un reto para algunos segmentos del mercado. Favorecemos los sectores que se apoyan en el crecimiento estructural, como los inmuebles industriales y logísticos.

La industria/logística podrían mantener un rendimiento superior
Previsiones de rentabilidad total en los sectores de bienes raíces comerciales de EE.UU.



Último punto de datos 30.9.2020; previsión hasta 31.12.2024
Fuente Datastream, NCREIF, PMA, Credit Suisse

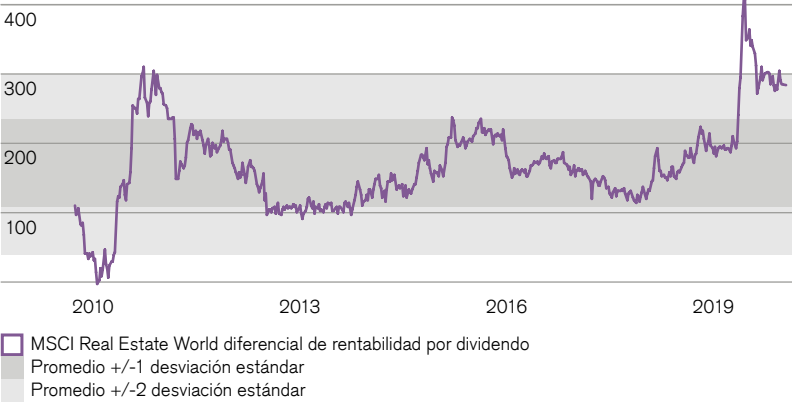
El entorno proyectado para 2021, es decir, una recuperación económica sostenida combinada con tasas de interés históricamente bajas, es favorable para los bienes raíces en general. Teniendo en cuenta que las valoraciones en los mercados cotizados siguen estando por debajo de los niveles anteriores a la crisis del COVID-19, esperamos para esta clase de activos rentabilidades en un rango medio de un dígito en 2021. El brote de COVID-19 y los cierres consiguientes afectaron de forma muy dispar a los diferentes segmentos del mercado inmobiliario. Mientras que el crecimiento acelerado del comercio electrónico y la tendencia al trabajo desde el hogar podrían continuar frenando en 2021 la demanda de espacio comercial y de oficinas, la logística e inmuebles industriales siguen siendo uno de los grandes beneficiarios de la crisis debido a la mayor demanda por parte de los minoristas en línea. Además, los centros de datos y las torres de comunicación se benefician del creciente uso de datos a medida que los empleadores permiten a sus trabajadores trabajar desde casa. Por ello, es más importante que nunca adoptar una visión claramente diferenciada por sectores a la hora de invertir en el sector inmobiliario.

Preferencia por inmobiliarias cotizadas de EE.UU.
Actualmente, debido a las valoraciones más convincentes, preferimos la inversión en inmobiliarias cotizadas frente a la inversión directa en bienes raíces.

Dentro del sector inmobiliario cotizado preferimos el mercado de EE.UU., dado que tiene más exposición a la logística y los centros de datos y a los sectores defensivos como el autoalmacenaje. En el Reino Unido, las inmobiliarias cotizadas se negocian con un gran descuento sobre el valor liquidativo (NAV, por sus siglas en inglés), pero las perspectivas dependerán en última instancia del camino que tomará la transición al Brexit. El sector inmobiliario de la zona del euro es un mercado defensivo debido a su exposición del 70% al mercado residencial alemán, que sigue sufriendo una escasez estructural de la oferta y se beneficiaría de la posible eliminación de la congelación de los alquileres en Berlín en 2021. Los fondos inmobiliarios suizos deberían seguir apoyados por el entorno de bajas tasas y la alta exposición al mercado residencial. Sin embargo, es probable que las valoraciones ya altas limiten un ulterior aumento de los precios en 2021. Los inversores deberían esperar un rendimiento de distribución de alrededor del 2,5%.

Inversión inmobiliaria directa: aún no hay luz al final del túnel
Mientras que los precios de las acciones de las empresas inmobiliarias cotizadas reaccionan rápidamente a las noticias del mercado, las valoraciones en los mercados directos van a la zaga debido a su metodología basado en la tasación. Por consiguiente, creemos que los valores de los bienes raíces en los mercados directos continuarán experimentando correcciones a medida que avancemos hacia 2021, especialmente en los sectores con problemas estructurales como el de las oficinas y el comercio minorista. Preferimos las estrategias «core» que invierten en una cartera diversificada de propiedades de buena calidad y ubicación céntrica y, por su carácter más defensivo, las estrategias con una mayor exposición al sector industrial y residencial. Creemos, además, que las estrategias orientadas a la sostenibilidad (p. ej., construcción verde) y las tendencias sociales (p. ej., rediseño de edificios de oficinas que ofrezcan mayor espacio personal, áreas de recreo, etc.) saldrán beneficiadas en el largo plazo.

La recuperación y las tasas apoyan los bienes raíces
Diferencial entre la rentabilidad por dividendos de los bienes raíces y la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años (en pb)



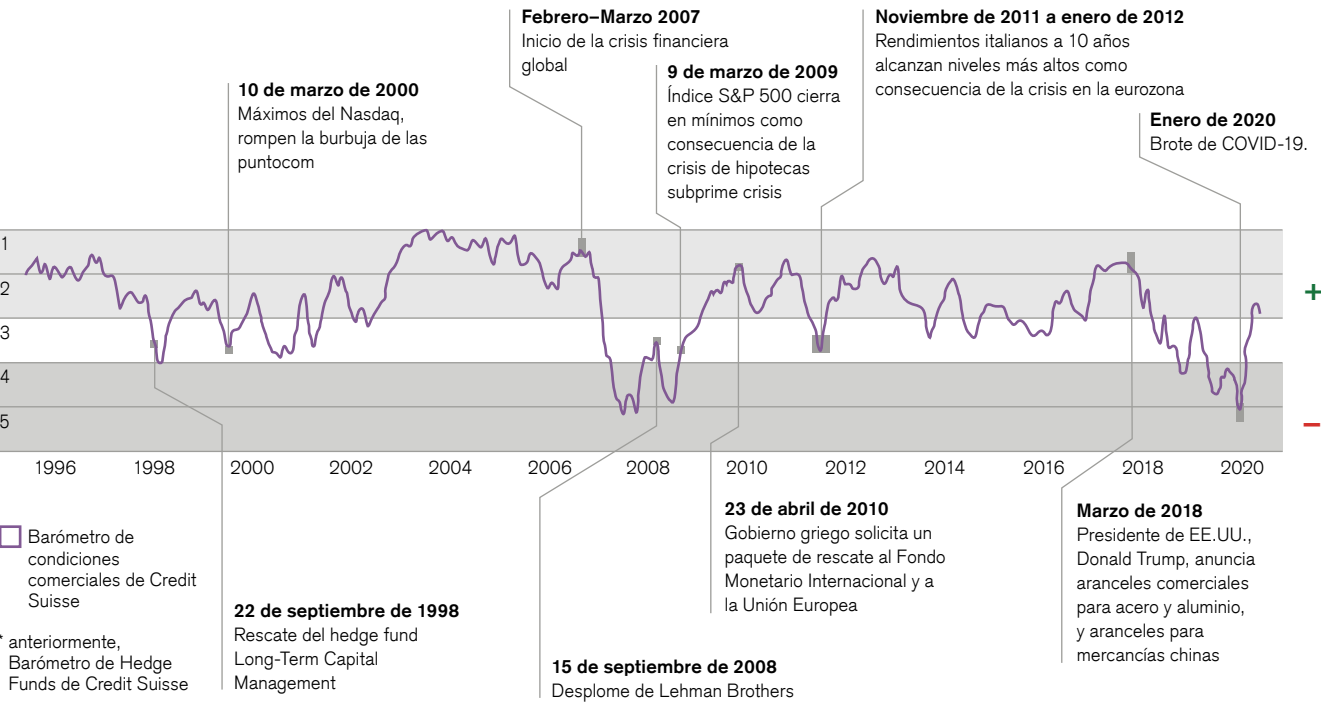
Último punto de datos 2.11.2020
Fuente Datastream, Bloomberg, Credit Suisse
* Diferencial entre la rentabilidad por dividendos a 12 meses del MSCI World real estate inmobiliario y los rendimientos ponderados de los bonos del Estado a 10 años (según las ponderaciones de los países del índice)

Mejores condiciones comerciales para los hedge funds

Esperamos que los hedge fund (HF, por sus siglas en inglés) ofrezcan rentabilidades bajas de un solo dígito, con una volatilidad comparable a la de los bonos con grado de inversión (IG, por sus siglas en inglés) en EE.UU. y el Reino Unido. Creemos que los HF, como tales, son alternativas viables para estabilizar las carteras. Aunque se prevé una mejora de las condiciones comerciales para los HF de cara a 2021, la diligencia debida sigue siendo fundamental.

El barómetro de las condiciones comerciales de Credit Suisse indica una mejora de las condiciones del mercado frente a 2020

Puntuación basada en los PMI, condiciones de liquidez, volatilidad y riesgos sistémicos



+ Los hedge fund normalmente superan a los activos refugio
+ Condiciones favorables para estrategias cíclicas
- Los hedge fund superan normalmente a los activos de riesgo
- Conditions supportive of defensive strategies

Último punto de datos 25.9.2020
Fuente Bloomberg, Credit Suisse.

La mayoría de los índices de los HF registraron algo menos de un tercio del descenso en los mercados de acciones durante el sell-off de COVID-19 en el primer trimestre de 2020, con una dispersión del rendimiento entre los gestores que se amplió de forma significativa durante la crisis. Si bien las estrategias sensibles al crecimiento y a la liquidez sufrieron una disrupción en el mercado debido a un deterioro significativo de la liquidez del mismo, las estrategias defensivas lograron limitar los descensos a niveles bajos de un dígito. La participación en el posterior repunte estuvo en línea con las tendencias históricas y, en conjunto, los hedge fund línea de estabilizadores de la cartera, con un pequeño rendimiento positivo en los primeros nueve meses de 2020. Aunque los rendimientos de los HF han seguido bajando en los últimos años, esperamos que se estabilicen en niveles bajos de un dígito a medida que continúe la recuperación económica y mejoren las condiciones comerciales. Esperamos que la volatilidad de los HF sea comparable a la de los bonos con grado de inversión en EE.UU. o el Reino Unido y los convierta en una alternativa viable para equilibrar el riesgo y la rentabilidad en carteras multiactivos. Por el contrario, los bonos del Estado enfrentan perspectivas de rentabilidad total negativas, y las otras opciones para mejorar la estabilidad de la cartera son más ilíquidas (p. ej., infraestructuras) o pueden ser demasiado complejas para los inversionistas privados (p. ej., estrategias overlay de opciones). Recientes encuestas, incluida la de Preqin en 2020, muestran un creciente interés de los inversionistas por los HF.

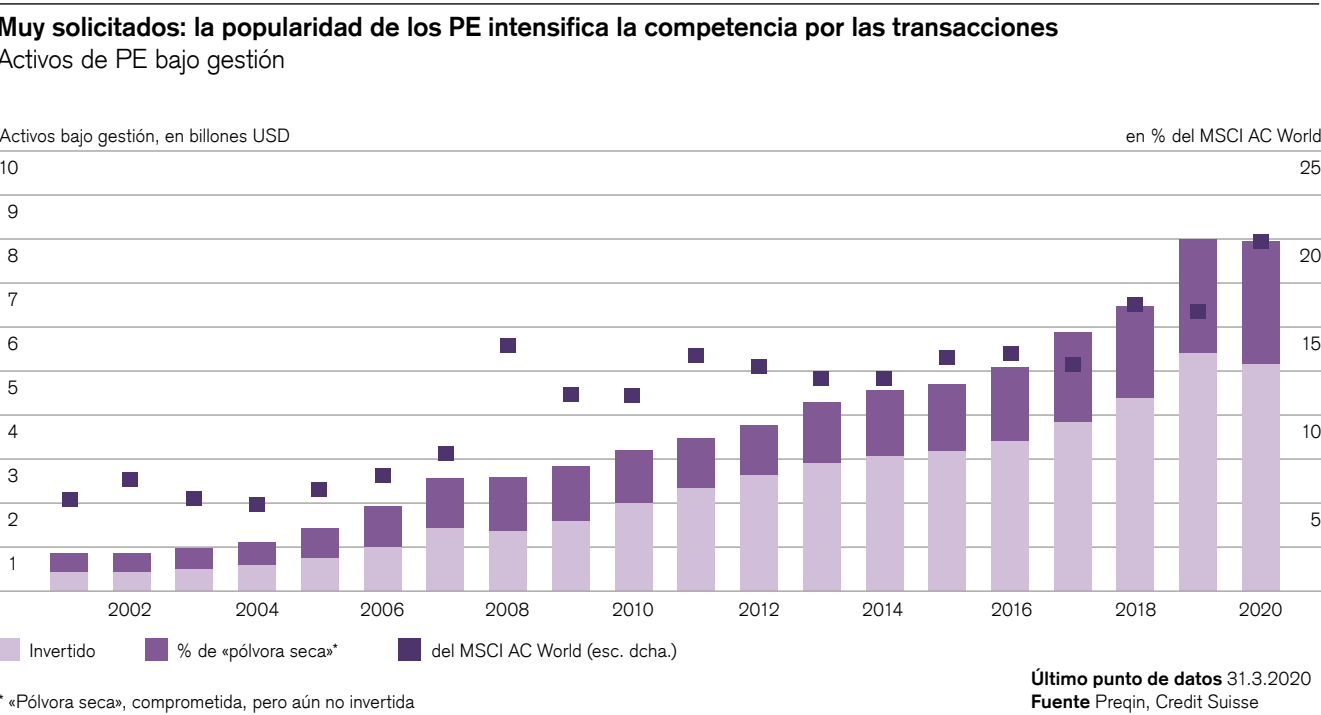
Entorno propicio en 2021

Se prevé que los HF empiecen el 2021 con condiciones más favorables que en 2020. En primer lugar, la crisis de COVID-19 ha alterado las perspectivas de varios sectores. Por ejemplo, ha aumentado el gasto en atención sanitaria y ha actuado como catalizador de tendencias tecnológicas positivas que podrían persistir, mientras que otros sectores, como el consumo discrecional, solo tendrán una recuperación gradual. Estas divergencias crearon un entorno propicio para la selección de valores y las operaciones de valor relativo. En segundo lugar, esperamos una elevada volatilidad persistente del mercado con un aumento de los rangos de negociación, lo cual debería ayudar a incrementar las rentabilidades de los HF orientados a las tácticas con gestores cualificados. Por último, las estrategias de valor relativo pueden beneficiarse de un mayor carry en los mercados no tradicionales pero fundamentalmente estables, como los valores respaldados por hipotecas o préstamos al consumo. La compra de activos por parte de los bancos centrales debería garantizar un buen funcionamiento del y reducir los riesgos de liquidez.

Creemos que una canasta bien seleccionada de HF y diversificada por diferentes estilos ofrece un buen equilibrio entre la rentabilidad esperada y el riesgo, sustentada por la recuperación económica y la mejora de oportunidades tras la crisis de COVID-19. Debido a la amplia dispersión entre gestores y estrategias, es fundamental prestar atención a la debida diligencia. A medida que la sostenibilidad y el cumplimiento de las normas ambientales, sociales y de buen gobierno (ESG) adquieren mayor relevancia en la selección y el desempeño de los valores, se verán favorecidos los gestores que cuentan con un sólido marco de selección ESG. Mientras que el enfoque basado en un fondo de fondos permite diversificar y estabilizar la cartera para los inversionistas con aversión al riesgo, para los inversionistas con mayor tolerancia al riesgo también puede ser una opción válida, con el fin de mejorar las perspectivas de rentabilidad, un enfoque más específico con asignaciones a los gestores con mejor desempeño.

Recompensas a largo plazo

Los inversores pacientes de capital privado (private equity; PE) con acceso a los mejores gestores deberían poder lograr un atractivo exceso de rentabilidad frente a los mercados públicos. Dado que el PE requiere un compromiso a largo plazo, insistimos en la importancia de un enfoque comedido con inversiones bien diversificadas a lo largo del ciclo. Los factores clave para el éxito son una sólida diligencia debida y el acceso a gestores de primer nivel con un historial acreditado.

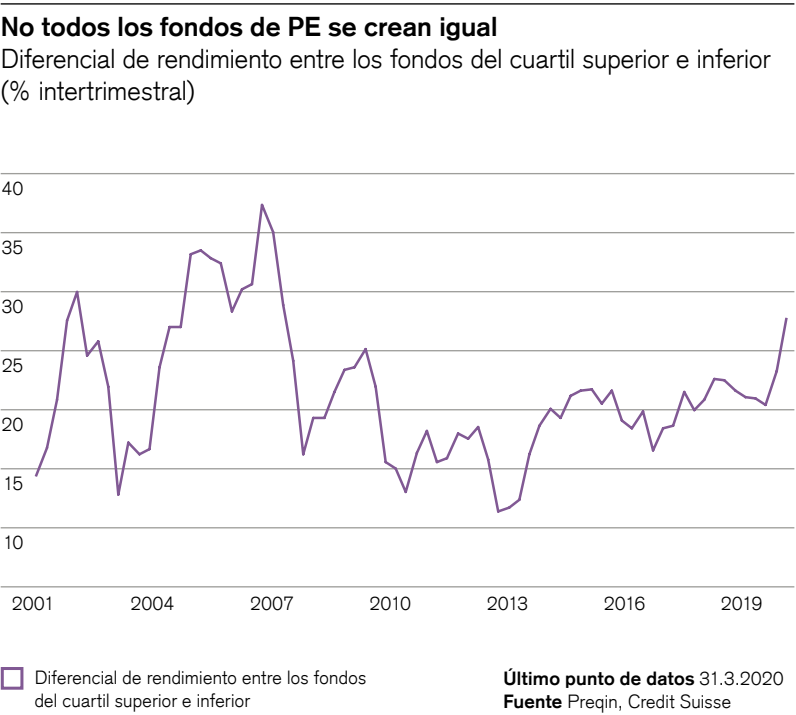


El choque del COVID-19 causó inicialmente una caída de la actividad inversora en PE, pero aumentó el potencial ascendente de las inversiones de «venture capital» y de crecimiento al provocar una disrupción e incentivar la innovación en los sectores tradicionales. Asimismo, proporcionó a los vehículos «distressed» de PE una gama más amplia de sectores después de que empresas anteriormente sanas en áreas como viajes, restaurantes y ocio vieran caer sus flujos de caja. Además, el reajuste de las carteras tras el choque de COVID-19 debería abrir oportunidades antes inasequibles para los fondos del mercado secundario de PE (los llamados «secondaries»). Las métricas de valoración tradicionales de PE indican una cierta mejora de los precios en las transacciones de PE, también en comparación con los mercados públicos. En conjunto, ello debería respaldar el exceso de rentabilidad esperado a largo plazo del PE frente a los mercados públicos y recompensar el compromiso de fondos a largo plazo.

Aumento del apalancamiento
En el entorno de COVID-19, las empresas de PE utilizaron cada vez más el crédito barato para fines de liquidez e inversión. El apalancamiento financiero en nuevas transacciones «buyout» se incrementó considerablemente, según Preqin, un proveedor de datos para activos alternativos.

Si bien esta cuestión requiere atención, aún no lo vemos como un problema para la industria, y ello por tres razones. En primer lugar, la mayor proporción de deuda utilizada es de carácter sénior en comparación con la evolución anterior a la crisis financiera de 2008. En segundo lugar, el sector está ahora más preparado para manejar el riesgo y la liquidez, como queda demostrado por la menor volatilidad de los rendimientos, ya que los gestores establecidos cuentan con una cantidad de capital cada vez mayor. En tercer lugar, los buyouts, como estrategia de PE más apalancada en la actualidad, representan alrededor del 27% de los activos gestionados en los mercados privados (40% en 2008/09). Y finalmente, el último informe de Refinitiv LPC sobre las perspectivas de los prestamistas en el «middle market» refleja una postura más conservadora de los prestamistas. Por consiguiente, creemos que el riesgo de un uso excesivo del apalancamiento debería ser limitado.

El historial, un factor importante
La crisis del COVID-19 aumentó por momentos la preocupación de los inversionistas con respecto al PE, pero no redujo la demanda de esta clase de activos. A raíz del choque, los reguladores de EE.UU. permitieron que los planes de pensiones de EE.UU. invirtieran en firmas «buyout» y que los bancos participaran en fondos de «venture capital». La creciente popularidad del PE aumenta la transparencia e intensifica la competencia por las transacciones. Creemos que los gestores de PE con un sólido historial, la originación de transacciones y la base de clientes deberían seguir superando al mercado en general. A largo plazo, creemos que una exposición de PE bien diversificada entre gestores y estrategias, «vintages» y regiones debería ser la opción preferida de los inversionistas privados para lograr un rendimiento superior al de las acciones públicas. Además, deseamos resaltar las inversiones de impacto, ya que la industria de PE está bien posicionada para adoptar una visión a largo plazo en temas como el cambio climático y la educación y permitir la diversificación a la hora de buscar aumentar activamente el valor.



El reajuste del mercado continúa

Las materias primas han experimentado un turbulento 2020. El oro marcó nuevos máximos históricos, mientras que los mercados cíclicos sufrieron profundos niveles de crisis de la que aún se estaban recuperando en el momento de escribir este artículo. De cara a 2021, creemos que el telón de fondo debería mostrarse propicio, en particular para los activos reales y las materias primas.

En 2021, la continua recuperación económica debería estimular la demanda física de materias primas. Las políticas monetarias y fiscales extremas podrían terminar aumentando las expectativas de inflación y pesar sobre el USD, lo que beneficiaría en gran medida a las materias primas. Preferimos una exposición diversificada que incluya tanto los segmentos cíclicos, es decir, la energía y los metales básicos, como los metales preciosos, ya que el sentimiento de riesgo podría bambolearse considerablemente.

“ No debería sorprendernos ver nuevos máximos históricos del oro.

La demanda de petróleo supera la oferta
Si miramos de forma específica a la dinámica de las materias primas, la demanda de la mayoría de ellas, incluido el petróleo, aún tiene que recuperar los niveles pre-COVID-19, y es poco probable que lo hagan en 2021. Sin embargo, la crisis ha mermado considerablemente la inversión en bienes de capital y ha hecho que se aplacen o incluso se abandonen totalmente los nuevos proyectos, dejando la oferta más limitada que la demanda. Como consecuencia, se prevé que se normalicen las grandes existencias que se acumularon durante la fase de choque más aguda, lo que finalmente debería incrementar los precios al contado y llevar a un aplanamiento de las curvas a plazo.

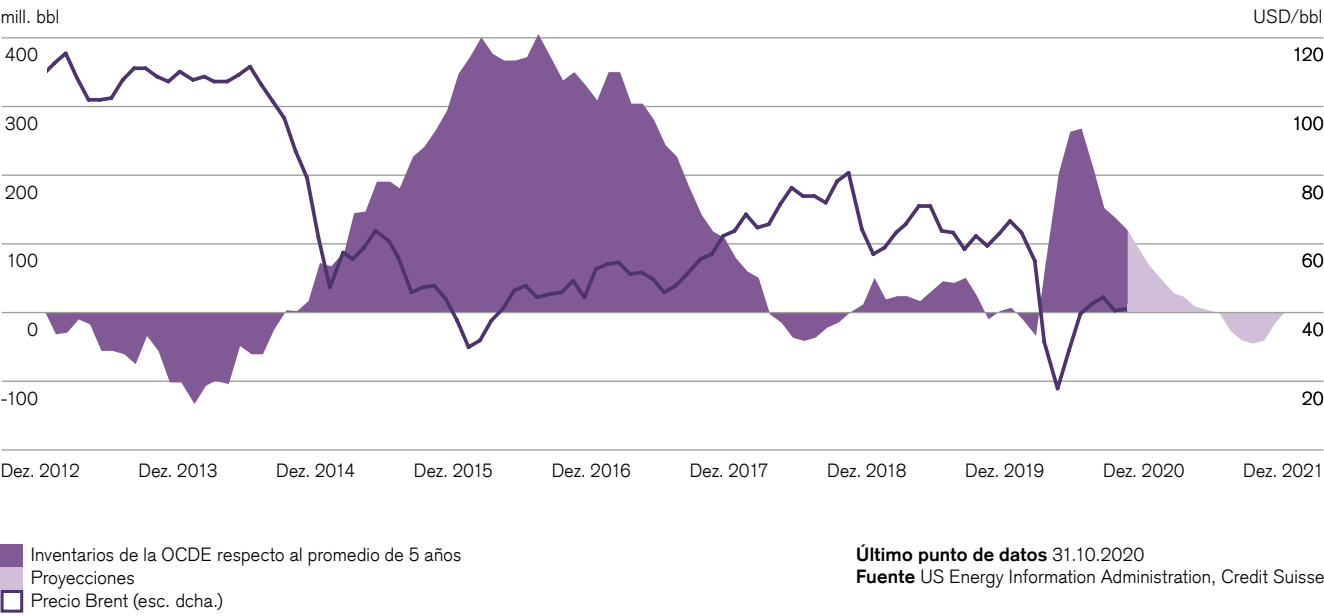
El petróleo, en particular, tiene un poco más de margen, en nuestra opinión, para alcanzar y posiblemente superar los niveles de equilibrio (que vemos en torno a los 50 USD por barril), dado que la normalización de los inventarios ya está en marcha pero requiere aún más tiempo. Sin embargo, queremos subrayar que esta visión positiva sobre el complejo energético se basa en que los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados, también conocida como OPEP+, sigan cumpliendo con los recortes de suministro prometidos.

Al mismo tiempo, no nos sorprendería ver nuevos máximos históricos del oro, sobre todo si los rendimientos reales de EE.UU. entraran aún más en territorio negativo.

Estar atentos a la inflación
Si bien las presiones inflacionarias han seguido siendo débiles y no constituyen un gran motivo de preocupación a corto plazo, el tema de la inflación merece cierta atención por las actuales medidas de políticas y la creciente carga de la deuda. En este contexto, observamos que una amplia canasta de materias primas, incluido el oro, proporcionó una buena cobertura contra la inflación en el pasado. Para tener una protección eficaz, los inversionistas deberían estar expuestos a elementos que estimulan la inflación, por ejemplo, entre otros, los precios energéticos y agrarios, mientras que el oro reacciona de manera positiva a niveles de precios más altos si las medidas del banco central son consideradas como causa de una inflación excesiva.

Cuáles son los riesgos
El riesgo principal para una visión positiva de las materias primas resultaría de un entorno de crecimiento mucho más débil de lo previsto, por ejemplo debido a un nuevo confinamiento a causa de una evolución negativa de la pandemia del COVID-19. Por el contrario, el rápido éxito de una vacuna podría acelerar los procesos de reajuste. Las disputas comerciales y los aranceles también pueden lastrar la actividad y la demanda de materias primas, como vimos en 2019.

Después de la tormenta: se espera que las existencias de petróleo se normalicen



Impulsando el cambio

La pandemia global ha confirmado la relevancia de las Supertrends

Para muchos de nosotros, la pandemia de COVID-19 ha causado casi un parón de nuestras vidas y, como consecuencia, ha alterado nuestra forma de vivir, de trabajar y de aprender. Todo ello supone un enorme desafío para los poderes públicos a la hora de determinar la manera en que gestionan las tendencias económicas y sociales en constante evolución. Creemos que el marco temático en el que se inscriben nuestras Supertrends a largo plazo está bien situado para captar muchos de los cambios que se avecinan. De hecho, vemos que los desarrollos que acontecen en el 2020 han pasado de ser un fenómeno temporal a convertirse en un acelerador para muchos de nuestros temas, y cada una de nuestras Supertrends ha demostrado estar sólidamente posicionada en este entorno desafiante.

Marcando tendencia

Por ejemplo, si miramos nuestra Supertrend «Sociedades preocupadas – Capitalismo integrador», vemos que la frustración popular ha girado más hacia los problemas internos, en particular las desigualdades, en vez de hacia las amenazas externas percibidas y hacia el proteccionismo. Si algo ha demostrado la pandemia de coronavirus, es que las verdaderas amenazas emergentes son de carácter global y requieren una cooperación multilateral y una protección individual. Los subtemas «Asequibilidad», «Seguridad del empleo» y «Seguridad personal» captan perfectamente los desafíos actuales que enfrentan los gobiernos y las oportunidades que se presentan al sector privado.

En 2017 lanzamos nuestra Supertrend «Infraestructuras – Cerrando la brecha» en vista de la inminente brecha de infraestructura global, que se espera que ascienda a un total estimado de 15 billones USD para 2040. Varios paquetes de estímulo fiscal anunciados durante la paralización económica mundial han apuntado a inversiones en infraestructura, también el plan de recuperación de 750 000 millones EUR de la Unión Europea, que incluye el gasto para acelerar las transformaciones ecológicas y digitales de la región. Por lo tanto, en nuestra opinión, la pandemia podría impulsar más bien un aumento de las inversiones en vez de un postergamiento.

Nuestra Supertrend «La tecnología al servicio del hombre» está particularmente bien situada, ya que aborda el tipo de flexibilidad que se exige de repente para vivir y trabajar en la era del COVID-19. Las cuarentenas por coronavirus han acrecentado la relevancia de cada uno de los subtemas actuales, generando un aumento permanente más que transitorio del comercio electrónico, la demanda de infraestructura en la nube, el consumo de medios en línea y los servicios de inteligencia artificial, entre otros. La digitalización, la automatización y la conectividad seguirán jugando un papel esencial en los próximos años, ya que las tendencias como el teletrabajo, la atención médica a distancia, las compras en línea, los pagos sin efectivo, la educación en el hogar y el entretenimiento han alcanzado este año nuevos niveles de crecimiento en términos de consumo y ventas.

La pandemia de coronavirus también ha situado en el punto de mira a las personas mayores, ya que este grupo está entre los más vulnerables al COVID-19. La carrera por encontrar una vacuna efectiva ha puesto en el foco al sector farmacéutico, lo que refuerza aún más la pertinencia de nuestra Supertrend «Economía plateada – Invertir en el cambio demográfico». Al tiempo que ha aumentado la relevancia del subtema de terapéutica y dispositivos durante la pandemia, también lo ha hecho el subtema de cuidados e instalaciones, ya que la crisis de COVID-19 ha evidenciado la importancia de ampliar el número de hospitales y residencias de mayores en los próximos años.

Sostenibilidad: en el centro de las tendencias sociales

Al otro lado del árbol demográfico están los Millennials y su orientación hacia la tecnología y la sostenibilidad. Las nuevas formas de aprendizaje a través de la enseñanza en el hogar y el aumento del consumo de servicios por suscripción como Netflix, Spotify y otros fueron algunas de las principales tendencias durante la pandemia. Además, esta Supertrend se ha centrado desde su inicio en la sostenibilidad, aplicándose estrictos criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ESG) a la hora de seleccionar las acciones individuales, ya que esta generación está altamente concienciada con el medio ambiente y con los temas sociales y de buen gobierno.

Los grupos de los Millennials y de la generación Z han promovido e impulsado una forma más sostenible de hacer negocios. Y lo han llevado hasta el punto de que creíamos que se había alcanzado un punto de inflexión en la sociedad en general, incluidos los gobiernos, consumidores y empresas, a la hora de responder al cambio climático. Por esta razón, hemos introducido una nueva y sexta Supertrend: «Cambio climático – Descarbonizar la economía.» En 2020, las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) son el principal factor contribuyente al calentamiento global, y los expertos pronostican un aumento significativo de la incidencia de graves inundaciones, sequías, incendios y tormentas cuanto mayor sea el calentamiento. En el Acuerdo de París de 2015, los países se propusieron lograr que las emisiones «alcanzaran su punto máximo lo antes posible» y dijeron que harían reducciones para lograr la neutralidad del carbono (equilibrio entre las emisiones y la absorción) entre 2050 y 2100.

Creemos que es conveniente invertir en las empresas que contribuyen más eficazmente a la transición hacia una economía mundial menos intensiva en carbono. El reciente apagón económico causado por el brote del COVID-19 ha reducido de manera considerable las emisiones de GEI en ciertas regiones, lo que constituye una clara señal de lo que podría lograrse en el futuro. Los sectores clave en los que se concentra nuestra Supertrend de «Cambio climático» son la generación de energía y las fuentes de energía fósil, el transporte y la producción agrícola/alimentaria, ya que son los causantes de la mayor parte de las emisiones de carbono de origen humano.

Generando «alfa»
Las Supertrends de Credit Suisse se centran en las tendencias sociales a largo plazo para inversionistas con un horizonte de inversión plurianual. Nuestros analistas de acciones sectoriales han identificado las tendencias clave y la selección de acciones se beneficia de su profunda experiencia en el sector y sus conocimientos respecto a las empresas específicas. Debido a su sistema modular a medida, la selección activa reviste un papel fundamental de nuestro marco temático.

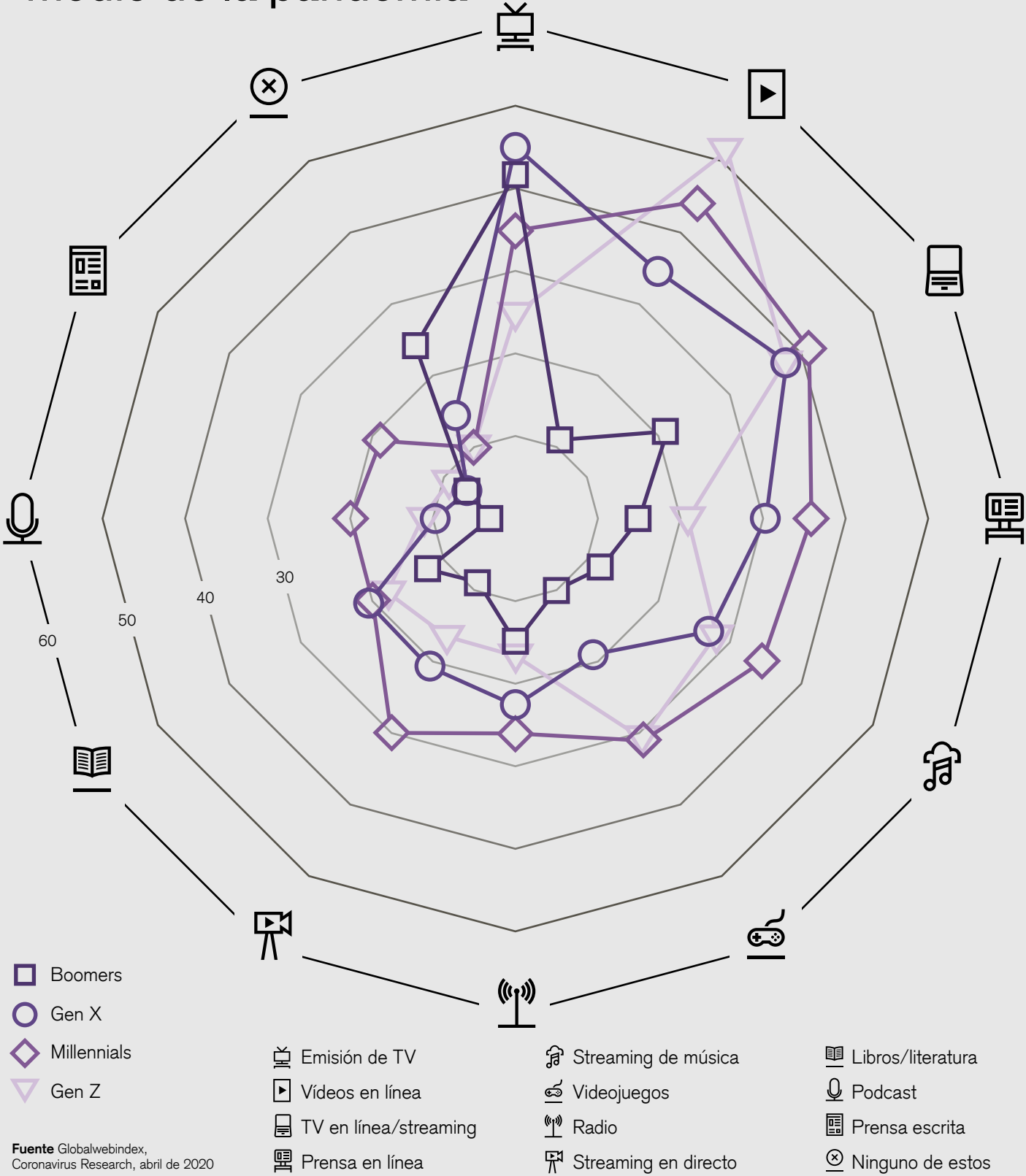
Con alrededor de 25–40 acciones individuales por Supertrend, nuestro enfoque brinda un buen grado de diversificación con el objetivo final de generar un alfa significativo a largo plazo mediante un profundo análisis de acciones individuales bottom-up. Además, el claro enfoque temático de cada Supertrend garantiza una ventaja significativa con respecto a los índices más amplios del mercado de acciones. También nos hemos asegurado de que cada Supertrend incluya una combinación adecuada de compañías cíclicas y defensivas aplicando una especie de estrategia «barbell» de «pesos pesados» de los índices y una selección de empresas «pure play» de pequeña capitalización. De esta forma, atribuimos la máxima prioridad a la diversificación y gestión del riesgo a la hora de construir nuestras Supertrends. El objetivo es proteger a los inversionistas contra eventos idiosincrásicos de una sola empresa o vientos contrarios temporales en una industria, región o moneda.



Más información:
credit-suisse.com/supertrends

Cambio en el consumo de medios de comunicación en medio de la pandemia

% de personas que dicen haber empezado a consumir o están consumiendo más de los siguientes canales de medios de comunicación desde el brote de COVID-19.



Fuente Globalwebindex, Coronavirus Research, abril de 2020

Estrategia de inversión 2021



Dónde buscar el rendimiento

El giro en U de la Reserva Federal (Fed) de EE.UU., que ha pasado de tratar de normalizar las tasas de interés a orientarse hacia las tasas cero en los años venideros, es el que mejor ilustra el nuevo paradigma político que resulta pertinente a la hora de diseñar estrategias de inversión. ¿Qué deberían tener en cuenta los inversionistas? Echamos un vistazo.



Las enérgicas reacciones de la política monetaria ante la pandemia de COVID-19 demostraron que, mientras la inflación se mantenga dentro de la zona de confort de los bancos centrales, los responsables políticos harán, en las famosas palabras del ex presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, «lo que sea necesario» para evitar una crisis. Por lo tanto, pensamos que la probabilidad de una crisis inminente, ya sea debido a una amenaza deflacionaria o a un sobrecalentamiento a corto plazo, ha disminuido de manera significativa. En cuanto a los riesgos de recalentamiento, es poco probable que la inflación se convierta en motivo de preocupación para los mercados en un futuro próximo, sobre todo porque la Fed, en su nuevo marco de políticas, ha señalado una mayor tolerancia a la hora de permitir un exceso de inflación. En el caso de los dirigentes políticos de los países occidentales, es probable que prefieran un exceso de inflación, ya que, entre otras cosas, les ayudaría a hacer frente al aumento de la carga de la deuda pública.

Todos los caminos llevan a las acciones
Este conjunto de políticas indica que para los inversionistas es importante asegurarse de que las carteras tengan una exposición suficiente a los activos reales. Al fin y al cabo, los activos nominales de alta calidad prometen solo rentabilidades reales muy escasas – en la mayoría de los casos negativas –, ya que los bancos centrales han llevado los rendimientos a niveles bajos. Dado que los bancos centrales siguen buscando vías para reducir los riesgos, la aversión al riesgo y, por tanto, las primas de riesgo de las acciones aún tienen margen para reducirse, lo que probablemente se sumará al rendimiento a medio plazo. A medida que las economías se vayan estabilizando tras el shock relacionado con pandemia, los inversionistas que deseen preservar su patrimonio real y cumplir con sus obligaciones a largo plazo tendrán grandes incentivos para invertir en acciones una parte significativa de sus carteras.

Airbags de la cartera
El bajo rendimiento de los bonos y la caída de la volatilidad de los rendimientos han suscitado dudas sobre si los bonos del Estado siguen siendo un medio atractivo para diversificar los grandes riesgos cíclicos, es decir, los relacionados con las acciones, en las carteras. Teniendo en cuenta las penosas perspectivas de rentabilidad de los bonos, ¿deberían esos bonos seguir ocupando un lugar en las carteras multiactivos? La Fed de EE.UU. ha rebajado las expectativas de que su tasa de referencia pueda ser negativa. Sin embargo, si se avecina una deflación, creemos que todas las opciones estarán sobre la mesa, incluida la de llevar los rendimientos a un territorio muy negativo, lo que a su vez ayudaría a subir aún más los precios. Por lo tanto, creemos que sigue siendo sensato invertir una cierta parte de una cartera multiactivos en bonos del Estado. Los inversionistas que estén más preocupados por la alta inflación deberían considerar la posibilidad de mantener una mayor asignación a los bonos del Estado reales o ligados a la inflación.

Sin embargo, creemos que los inversionistas también deberían buscar alternativas para ajustar los riesgos en las carteras de multiactivos, en especial si se aumenta la exposición a las acciones para aumentar las perspectivas de rentabilidad.

Una forma de añadir protección es recurrir a estrategias de cobertura utilizando los mercados de derivados, lo cual debería gestionarse de forma activa a lo largo del tiempo a medida que cambien los costos y las necesidades de cobertura. Otra forma de añadir protección es tomar posiciones en el mercado que proporcionen sólidos rendimientos positivos durante las caídas de los mercados de acciones y, de otro modo, rentabilidades planas a bajas. Esto también requiere una gestión activa, pero puede ayudar, como demuestra nuestra experiencia, a amortiguar las fuertes caídas del mercado de acciones.

Aportar diversificación a la cartera
Añadir más clases de activos sigue siendo una forma de mejorar la ecuación riesgo-rentabilidad. En vista de las bajas tasas de interés y de la recuperación de la economía, los bienes raíces deberían seguir ofreciendo rentabilidades atractivas y, al mismo tiempo, un componente más orientado a los ingresos. Otra forma de aumentar las perspectivas de rentabilidad a largo plazo es invertir una parte de las acciones en los mercados privados. Invertir en temas con un horizonte temporal más largo, como los que incluimos en el marco de nuestras Supertrends, también puede ayudar a elevar el perfil de rentabilidad de las carteras a largo plazo.

Aumento adicional de perspectivas de rentabilidad
En este contexto, invertir de acuerdo con criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ESG) es una tendencia importante, en nuestra opinión, que permite a los inversionistas orientar sus carteras hacia proyectos que priorizan la sostenibilidad y el buen gobierno, lo que creemos que también es importante para garantizar un desempeño sostenible. Dentro de las carteras de renta fija, tomar una exposición al crédito es una forma de mejorar las perspectivas de rentabilidad para preservar el patrimonio. Los diferenciales de crédito siguen siendo algo más altos que antes de la crisis e indican una perspectiva de rentabilidad general atractiva. Sigue estando justificado un sesgo hacia los segmentos de mayor calidad, ya que se espera que los efectos de la pandemia provoquen un aumento de las tasas de impago en los segmentos de crédito de menor calidad en la primera mitad de 2021.

Previsiones

Esperamos que la economía mundial crezca un 4,1% en 2021 cuando se recupere la demanda tras la recesión de 2020. Con unas tasas de interés que seguirán iguales o inferiores a cero en las principales economías desarrolladas, los mercados de acciones deberían seguir ofreciendo rentabilidades atractivas. En renta fija, las rentabilidades de los principales bonos estatales serán escasos en el mejor de los casos, mientras que la exposición al crédito ofrece oportunidades para mejorar las rentabilidades.

Previsiones de crecimiento e inflación

PIB real (% interanual)			Inflación (promedio anual interanual en %)		
	2019	2020E*	2021E*		
Global	2.6	-3.7	4.1	Global	2.5
EE. UU.	2.2	-3.6	4.2	EE. UU.	1.8
Canadá	1.5	-5.2	6.0	Canadá	2.0
Zona euro	1.3	-7.6	4.6	Zona euro	1.2
Alemania	0.6	-6.0	4.0	Alemania	1.4
Italia	0.3	-9.1	5.1	Italia	0.6
Francia	1.5	-9.4	6.5	Francia	1.3
España	2.0	-11.7	5.7	España	0.8
Reino Unido	1.3	-11.8	4.5	United Kingdom	1.8
Suiza	1.1	-4.0	3.5	Suiza	0.4
Japón	0.7	-5.0	1.5	Japón	0.6
Australia	2.0	-6.0	5.0	Australia	1.7
China	6.1	2.2	7.1	China	2.9
India (ejercicio fiscal)	6.8	4.2	-9.0	India (ejercicio fiscal)	3.4
Brasil	1.2	-4.8	4.1	Brasil	3.7
Rusia	1.3	-4.0	2.7	Rusia	4.4

* E: estimado

Último punto de datos 13.11.2020
Fuente Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Nota: Los datos de rentabilidad histórica y/o proyectada, así como los escenarios de los mercados financieros, son indicadores de la rentabilidad actual y futura.

“ Es poco probable que la inflación preocupe a los mercados en un futuro próximo.

Rendimiento/previsiones de los mercados financieros

Acciones*	Rendimiento YTD 2020 a 12 de noviembre de 2020	Rentabilidad total esperada en 2021	Crédito	Rendimiento YTD 2020 a 12 de noviembre de 2020	Rentabilidad total esperada en 2021
Acciones EE. UU.	13.07%	7.40%	Bonos mundiales con grado de inversión**	6.06%	3.50%
Acciones UEM	-4.85%	9.10%	Bonos mundiales de alto rendimiento**	3.70%	4.40%
Acciones suizas	1.04%	7.10%	Bonos de mercados emergentes en monedas fuertes***	2.20%	4.40%
Acciones británicas	-14.80%	8.40%			
Acciones japonesas	3.54%	6.80%			
Acciones de mercados emergentes	10.79%	8.90%			

Rentabilidad de los bonos	Cierre al 12 de noviembre de 2020	Previsión para finales de 2021	Divisas y materias primas	Cierre al 12 de noviembre de 2020	Previsión para finales de 2021
Rentabilidad del Tesoro de EE.UU. a 10 años	0.93%	1.30%	EUR/USD	1.18	1.25
Rentabilidad del Bund alemán a 10 años	-0.51%	-0.30%	USD/CHF	0.92	0.88
Rentabilidad del Eidgenossen suizo a 10 años	-0.43%	-0.30%	EUR/CHF	1.08	1.10
			USD/JPY	105	100
			GBP/USD	1.32	1.35
			USD/CNY	6.62	6.32
			Oro (USD/oz)	1870	2200
			WTI (USD/bbl)	42	52

* Las rentabilidades y rendimientos esperados corresponden a las rentabilidades totales, incluidos los dividendos. Los mercados se refieren a los índices del MSCI por países y regiones en moneda local. La rentabilidad de los períodos 12.11.2015–12.11.2020 para esos índices en orden cronológico es la siguiente: MSCI USA: 7.8%, 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%. MSCI EMU: -4.8%, 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4%. MSCI Switzerland: -6.1%, 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4%. MSCI UK: 13.3%, 14.5%, -1%, 8.6%, -12.5%. MSCI Japan: -12.6%, 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%. MSCI EM: 4.9%, 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16%
** Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index
*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Último punto de datos 13.11.2020
Fuente Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Nota: Los datos de rentabilidad histórica y/o proyectada, así como los escenarios de los mercados financieros, son indicadores de la rentabilidad actual y futura.

Información importante

Este informe representa la opinión del departamento de Investment Strategy de CS y no ha sido preparado de acuerdo con los requisitos legales previstos para fomentar la independencia de las investigaciones sobre inversión. No es un producto del departamento Research de Credit Suisse aunque haga referencia a recomendaciones de investigaciones publicadas. CS cuenta con políticas para gestionar los conflictos de intereses, incluyendo las políticas relativas a la negociación antes de la divulgación de investigaciones sobre inversión. Estas políticas no se aplican a los puntos de vista de Investment Strategists que aparecen en este informe.

Advertencia sobre riesgos
Toda inversión implica un riesgo, especialmente respecto de las fluctuaciones de los valores y los beneficios. En caso de que una inversión se haya denominado en una moneda distinta a la moneda de denominación original, los cambios en el tipo de cambio podrán tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos. En el siguiente enlace de Internet se describen detalladamente los riesgos de invertir en los valores citados en este informe: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

Este informe puede incluir información sobre inversiones que implican riesgos especiales. Le aconsejamos que se ponga en contacto con su asesor financiero antes de tomar decisiones de inversión basadas en este informe o si necesita que le explique algunos de sus contenidos. Encontrará más información en el folleto de información «Riesgos que implica el comercio de instrumentos financieros» de la Asociación de Banqueros Suizos. El rendimiento en el pasado no es un indicador de rendimiento en el futuro. El rendimiento puede verse afectado por comisiones, tasas u otras cargas, así como por las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Riesgos de los mercados financieros
Los beneficios y la situación de los mercados financieros en el pasado no son indicadores fiables del rendimiento futuro. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualquier ingreso susceptible de ser acumulado pueden caer, subir o fluctuar. El rendimiento en el pasado no muestra cómo será el rendimiento en el futuro. En caso de que una inversión se haya denominado en una moneda distinta a la moneda de denominación original. Los cambios en el tipo de cambio podrán tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos. Debería consultar este aspecto con tantos consejeros como estime necesarios para que le ayuden en esta toma de decisiones. Puede que las inversiones no tengan lugar en un mercado público o que se den solo en un mercado secundario restringido. Si existe un mercado secundario, no es posible predecir el precio al que se negociarán las inversiones en el mercado o si dicho mercado será líquido o ilíquido.

Mercados emergentes
Ya que este informe se refiere a los mercados emergentes, debería saber que existen incertidumbres y riesgos asociados a inversiones y transacciones en varios tipos de inversiones de (o relacionadas o vinculadas con) emisores o deudores incorporados, basados en o dedicados principalmente a los negocios en los países con mercados emergentes. Las inversiones relativas a los países con mercados emergentes pueden considerarse especulativas y sus precios serán mucho más volátiles que los de los países más desarrollados del mundo. Las inversiones en los mercados emergentes deberían realizarlas únicamente inversores sofisticados o profesionales con experiencia que tengan conocimientos independientes sobre los mercados relevantes, que sean capaces de considerar y sopesar los diferentes riesgos que presentan tales inversiones y que tengan los recursos financieros necesarios para afrontar el riesgo sustancial de pérdida de inversión en este tipo de inversiones. Es su responsabilidad gestionar los riesgos que surgen como resultado de invertir en mercados emergentes y la asignación de activos en su cartera. Le recomendamos que pida consejo a sus propios asesores con respecto a los diferentes riesgos y a los factores que debe considerar al invertir en mercados emergentes.

Inversiones alternativas
Los hedge funds no están sujetos a las numerosas regulaciones de protección del inversor que se aplican a las inversiones colectivas autorizadas reguladas y los gestores de los fondos de alto riesgo no están regulados en su gran mayoría. Los hedge funds no están limitados a una disciplina de inversión particular ni a una estrategia comercial y buscan el beneficio en todo tipo de mercados mediante estrategias de inversión especulativa de aplacamiento con derivados que pueden aumentar el riesgo de pérdida de inversión. Las transacciones de materias primas conllevan un alto riesgo, incluida la pérdida total de la inversión, y pueden no ser adecuadas para muchos de los inversores privados. El rendimiento de estas inversiones depende de factores impredecibles, como catástrofes naturales, influencias climáticas, capacidades de carga, inestabilidad política, fluctuaciones estacionales y fuertes influencias de aplazamientos, especialmente en futuros e índices. Los inversores en inmuebles están expuestos a la liquidez, la divisa y otros riesgos, incluidos el riesgo cíclico, el riesgo del mercado de alquiler y local, así como al riesgo medioambiental y a los cambios en la situación legal.

Capital privado
El Capital Privado (en adelante, «CP») significa una inversión de capital propio privado en empresas que no cotizan en bolsa (es decir, que no están incluidas en ninguna bolsa de valores); son complejas, normalmente ilíquidas y duraderas. Generalmente, las inversiones en un fondo de CP suponen un grado significativo de riesgo financiero y/o comercial. En las inversiones en fondos de capital privado, el principal no está protegido ni garantizado. Se requerirá que los inversores cumplan con las exigencias de capital de las inversiones durante un periodo de tiempo prolongado. El incumplimiento de dicha obligación puede acarrear la pérdida de una parte de la cuenta de capital, la renuncia a cualquier ingreso futuro o ganancias en inversiones realizadas con anterioridad a dicho incumplimiento y, entre otras cosas, la pérdida de cualquier derecho a participar en inversiones futuras o la obligación de vender las inversiones a muy bajo precio, muy por debajo de las valoraciones del mercado secundario. Las empresas o los fondos pueden estar altamente apalancados y, por lo tanto, pueden ser más sensibles a actividades empresariales y/o desarrollos financieros o factores económicos adversos. Las inversiones pueden enfrentarse a una fuerte competencia, una actividad empresarial cambiante o condiciones económicas o acontecimientos financieros que puedan afectar de forma adversa a su rendimiento.

Tipo de interés y riesgos crediticios
La retención del valor de un bono depende de la solvencia del emisor y/o del garante (según corresponda), que puede cambiar durante el plazo del bono. En caso de incumplimiento por parte del emisor y/o el garante del bono, no se garantizan el bono ni cualquier ingreso derivado del mismo y puede que no se le devuelva nada o menos de lo que se invirtió originalmente.

Departamento de Investment Strategy
Los estrategias de inversión son responsables de la formación de estrategias de múltiples clases de activos y su posterior aplicación en las empresas discrecionales y de asesoramiento de CS. En caso de que se muestren, los modelos de carteras se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. La asignación de sus activos, la ponderación de su cartera y su rendimiento pueden parecer significativamente diferentes en función de sus circunstancias particulares y de su tolerancia al riesgo. Las opiniones y los puntos de vista de los estrategias de inversión pueden ser diferentes de los expresados por otros departamentos de CS. Los puntos de vista de los estrategias de inversión pueden cambiar en cualquier momento sin previo aviso y sin obligación de ser actualizados. Credit Suisse no está obligado a garantizar que las actualizaciones lleguen a su conocimiento.

De vez en cuando, los estrategias de inversión pueden hacer referencia a artículos de investigación publicados anteriormente, incluidas recomendaciones y cambios de calificación recopilados en forma de listas. Las recomendaciones aquí incluidas son extractos y/o referencias a recomendaciones previamente publicadas por Credit Suisse Research. En el caso de la renta variable, esto se relaciona con La Nota o Resumen respectivo del emisor. Las recomendaciones para bonos pueden encontrarse dentro de la publicación Research Alert correspondiente o en el Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Suiza. Estos artículos están disponibles previa solicitud o en <https://investment.credit-suisse.com>. La información está disponible en www.credit-suisse.com/disclosure.

Exoneración general de responsabilidad/Información importante
La información que figura en el presente documento constituye material de marketing; no se trata de informes de inversión.

Este informe no está dirigido a, ni destinado a su distribución o utilización por parte de ninguna persona física o jurídica que sea ciudadana o residente o que se encuentre ubicada en cualquier localidad, estado, país o jurisdicción de otro tipo en la que la distribución, publicación, entrega o utilización de este informe fueran contrarias a la legislación o las normativas vigentes de dicha jurisdicción o en la cual pudiera imponerse por este motivo a CS cualquier requisito de registro o licencia.

Las referencias publicadas en el presente informe de CS incluyen Credit Suisse AG, el banco suizo, sus filiales y sucursales. Para más información sobre nuestra organización, visite la página: <https://www.credit-suisse.com>

NO SE TRATA DE UNA DISTRIBUCIÓN, SOLICITUD O CONSEJO: Este informe se facilita a efectos meramente informativos e ilustrativos y está destinado a su uso exclusivo por parte de usted. No supone una solicitud, ni una oferta ni una recomendación para comprar o vender activos u otros instrumentos financieros. Cualquier información, incluidos hechos, opiniones y cotizaciones, puede ser susceptible de ser condensada o resumida y se refieren a la fecha de su redacción. La información recogida en este documento se ofrece como un mero comentario acerca del mercado, de modo que no constituye ninguna forma de asesoramiento financiero regulado para la investigación de inversiones o servicio jurídico, fiscal o de otro tipo. En su redacción no se han tenido en cuenta los objetivos financieros, situación o necesidades de ninguna persona, que son consideraciones necesarias para cualquier decisión sobre inversiones. Le aconsejamos que consulte con su asesor financiero antes de tomar decisiones de inversión basadas en este informe o si necesita que le explique algunos de sus contenidos. Este informe está destinado únicamente a exponer las observaciones y perspectivas de CS en la fecha de su elaboración, independientemente de la fecha en la que el lector pueda recibir o acceder a la información. Las observaciones y consideraciones recogidas en este documento pueden diferir de aquellas expresadas por otros departamentos de CS y pueden cambiar en cualquier momento sin que medie aviso o actualización alguna. Credit Suisse no está obligado a garantizar que las actualizaciones lleguen a su conocimiento. **PREVISIONES Y ESTIMACIONES:** El rendimiento en el pasado no debe tomarse como un indicador de garantía del rendimiento en el futuro, y ninguna representación o garantía, explícita o implícita, se realiza en relación con el rendimiento futuro. En la medida en que en este informe puedan recogerse afirmaciones sobre rendimiento en el futuro, estas deben considerarse declaraciones sobre hechos futuros, sujetas a diversos riesgos e incertidumbres. Salvo que se indique lo contrario, ninguna de las cifras ha sido auditada. Todas las valoraciones mencionadas en este documento están sujetas a las políticas y a los procedimientos de valoración de CS. **CONFLICTOS:** Credit Suisse se reserva el derecho de subsanar cualquier error que aparezca en el presente informe. CS, sus subsidiarias y/o sus empleados pueden tener posiciones o reservas u otros intereses materiales o efectuar transacciones con los activos mencionados o con las opciones de dichos activos o bien realizar inversiones en los mismos y aumentar o disminuir dichas inversiones de cuando en cuando. CS puede ofrecer o haber ofrecido en los últimos 12 meses asesoramiento significativo o servicios de inversión relacionados con las inversiones que aparecen listadas en este informe o haber realizado una inversión en una empresa o un emisor mencionado. Algunas de las inversiones que aparecen detalladas en este documento son ofrecidas por una entidad única o asociada a CS; CS será el único creador de mercado de dichas inversiones. CS toma parte en diversas actividades mercantiles relacionadas con las empresas que se mencionan en este informe. Entre estas actividades se encuentran las de negociación especializada, arbitraje de riesgos, creación de mercado y negociación privada. **IMPUESTOS:** Ningún elemento del contenido de este informe constituye asesoramiento jurídico, contable, fiscal ni de inversión. CS no ofrece asesoramiento acerca de las repercusiones fiscales de las inversiones, por lo que se recomienda acudir a un asesor fiscal independiente. Los niveles y bases impositivas dependen de circunstancias individuales y están sujetos a modificaciones. **FUENTES:** La información y las opiniones presentadas en este informe se han obtenido o extraído de fuentes que en opinión de CS son fiables. No obstante, CS no formula declaración alguna acerca de su exactitud o integridad. CS no acepta ninguna responsabilidad relacionada con cualquier pérdida derivada del uso de este informe. **PÁGINAS WEB:** Este informe puede proporcionar las direcciones de o contener enlaces a, páginas web. Salvo en los casos en que el informe se refiere al material de la página web de CS, CS no ha revisado los enlaces y no se responsabiliza del contenido de los mismos. Estas direcciones o enlaces (incluidas las direcciones o los enlaces del material de la propia página web de CS) se proporcionan únicamente para su conveniencia e información y, en ningún caso, el contenido de los enlaces forma parte de este informe. El acceso a estas páginas web o a los enlaces a través de este informe o de la página de CS será bajo su propio riesgo. **PRIVACIDAD DE DATOS:** sus datos personales se procesarán con arreglo a la declaración de privacidad de Credit Suisse, accesible desde su domicilio a través del sitio web oficial de Credit Suisse, <https://www.credit-suisse.com>. Para proporcionarle el material comercial relativo a nuestros productos y servicios, Credit Suisse Group AG y sus filiales pueden procesar sus datos personales básicos (es decir, información de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) hasta que usted nos notifique que no desea seguir recibéndolo. Puede renunciar a recibir dicho material en cualquier momento comunicándoselo a su gestor de relaciones.

Entidades distribuidoras

Salvo que se indique otra cosa, el presente informe se distribuye por Credit Suisse AG, un banco suizo autorizado y regulado por la «Swiss Financial Market Supervisory Authority». **Alemania:** este informe ha sido distribuido por Credit Suisse (Deutschland) AG, entidad autorizada y regulada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Arabia Saudí:** este documento lo distribuye Credit Suisse Saudi Arabia (n.º de registro comercial: 1010228645), que posee licencia para operar y está regulada por la Autoridad de mercados de capitales de Arabia Saudí con el número de licencia 08104-37 fechada 23/03/1429H correspondiente a 21/03/2008AD. El principal centro de actividad comercial de Credit Suisse Saudi Arabia se halla en King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudí. Sitio web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. De conformidad con el Reglamento sobre la oferta de valores y obligaciones permanentes, este documento no puede distribuirse en el Reino, salvo a las personas autorizadas en virtud del Reglamento sobre la oferta de valores y obligaciones permanentes emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no realiza ninguna declaración sobre la exactitud o integridad de este documento, y rechaza expresamente cualquier responsabilidad por la pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o afecte a su dependencia. Los posibles compradores de los valores ofrecidos por el presente documento deben ejercer su propia diligencia debida con respecto a la exactitud de la información relativa a los valores.

Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado. Según el Reglamento de Fondos de Inversión, este documento no puede distribuirse en el Reino, excepto a aquellas personas autorizadas en el Reglamento de Fondos de Inversión emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no hace ninguna declaración en cuanto a la exactitud o integridad de este documento, y rechaza expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o afecte a su dependencia. Los posibles suscriptores de los valores ofrecidos deben ejercer su propia diligencia debida con respecto a la exactitud de la información relativa a los valores. Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado. **Austria:** este informe lo distribuye CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «sucursal de Austria») o Credit Suisse (Deutschland) AG. La sucursal de Austria es una sucursal de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Austria está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), así como a la autoridad supervisora austríaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena. Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft está supervisada por la autoridad supervisora alemana Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») en colaboración con la autoridad supervisora austríaca, la Financial Market Authority (FMA), con domicilio en Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena (Austria). **Baréin:** este informe lo distribuye Credit Suisse AG, Bahrain Branch, una sucursal de Credit Suisse AG, Zürich/Suiza, entidad debidamente autorizada y regulada por el Central Bank of Bahrain (CBB) como Empresa comercial de inversión de categoría 2. Los servicios o productos financieros relacionados solo se ponen a disposición de Inversores acreditados, según la definición del CBB, y no están diseñados para que los utilice ninguna otra persona. El Central Bank of Bahrain no ha revisado ni aprobado este documento ni el marketing de ningún vehículo de inversión aquí mencionado en el Reino de Baréin, y no se hace responsable del rendimiento de ninguno de dichos vehículos de inversión. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, sucursal de Credit Suisse AG, Zürich/Suiza, tiene su domicilio en Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino de Baréin. **Catar:** esta información la distribuye Credit Suisse (Qatar) L.L.C., entidad autorizada y regulada por la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bajo el n.º de licencia 00005 de la QFC. Todos los productos o servicios financieros vinculados están únicamente a disposición de Contrapartes aptas o Clientes comerciales (según lo define la QFCRA), incluidas las personas naturales que hayan optado por ser calificadas como clientes comerciales con activos netos superiores a 4 millones de QAR y con suficiente experiencia económica y la capacidad para participar en estos productos y/o servicios. Por lo tanto, esta información no debe facilitarse a ningún otro tipo de persona, ni ninguna otra persona debe utilizarla. **Chile:** este informe lo distribuye Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, una sucursal de Credit Suisse AG (constituida en el Cantón de Zürich), regulada por la Comisión para el Mercado Financiero de Chile. Ni el emisor ni los valores se han registrado ante la Comisión para el Mercado Financiero de Chile de conformidad con la Ley n.º 18.045, la Ley de Mercado de Valores, y los reglamentos de esta, por lo que no pueden ofrecerse ni venderse públicamente en Chile. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación para suscribir o comprar los valores en la República de Chile, salvo a inversores identificados individualmente en el marco de una oferta privada en el sentido del artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores (una oferta que no está «dirigida al público en general ni a un determinado sector o grupo específico del público»). **DIFC:** la presente información es distribuida por Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) es titular de una licencia expedida por Dubai Financial Services Authority («DFSA») y está regulada por la misma. Los productos y servicios financieros aquí contemplados únicamente se facilitan a Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado, según define estos conceptos la DFSA, y no están destinados a ninguna otra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) tiene su domicilio en Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubái, Emiratos Árabes Unidos. **España:** este documento es un material de marketing y está distribuido por Credit Suisse AG, sucursal en España, entidad jurídica inscrita ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fines informativos. Se dirige exclusivamente al destinatario para su uso personal y, de acuerdo con la normativa vigente, en ningún caso puede considerarse como una oferta de valores, asesoramiento personal de inversión o recomendación general o específica de productos o estrategias de inversión con el fin de que realice alguna operación. El cliente se considerará responsable, en todos los casos, de tomar cualquier decisión de inversión o desinversión, por lo que el cliente asume toda la responsabilidad de los beneficios o las pérdidas resultantes de las operaciones que decida realizar en base a las informaciones y opiniones incluidas en este documento. Este documento no es el resultado de un análisis o una investigación financiera y, por lo tanto, ni está sujeto a la normativa vigente que se aplica a la producción y distribución de investigaciones financieras, ni su contenido cumple con los requisitos legales de independencia de la investigación financiera. **Francia:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «sucursal de Francia»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Francia está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de las autoridades supervisoras francesas, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), y de la Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Guernsey:** este informe es distribuido por Credit Suisse AG Guernsey Branch, una filial de Credit Suisse AG (constituida en el Cantón de Zürich), con domicilio social en Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St. Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG Guernsey Branch es propiedad absoluta de Credit Suisse AG y está regulada por la Comisión de Servicios Financieros Guernsey. Las copias de los últimos estados financieros auditados de Credit Suisse AG están disponibles a petición.

India: este informe ha sido distribuido por Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n.º CIN U67120MH1996PTC104392), regulada por el Securities and Exchange Board of India como Analista (n.º de registro INH 000001030), como Gestor de carteras (n.º de registro INP000002478) y como Intermediario bursátil (n.º de registro INZ000248233), y domicilio social en el piso 9 de la Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Bombay - 400 018, India, T- +91-22 6777 3777. **Israel:** en el caso de que la distribución la realice Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israel, este documento lo distribuye Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, incluidos los servicios prestados en Israel y no está supervisado por el supervisor de bancos del Banco de Israel, sino por la autoridad supervisora de bancos competente en Suiza. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. un comercializador de inversiones autorizado en Israel y, por lo tanto, sus actividades de comercialización de inversiones están supervisadas por la Autoridad de Valores de Israel. **Italia:** este informe se distribuye en Italia por Credit Suisse (Italy) S.p.A., un banco bajo derecho italiano, inscrito en el registro bancario y bajo supervisión y control de la Banca d'Italia así como del CONSOB. **Líbano:** este informe se distribuye por Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (“CSLF”), entidad financiera constituida en Líbano y regulada por el Banco Central de Líbano (“CBL”), con número de licencia de entidad financiera 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL se encuentra supeditada a las leyes y circulares del CBL, así como a las leyes y normativas de la Autoridad para los Mercados de Capitales de Líbano (“CMA”). CSLF es una sociedad dependiente de Credit Suisse AG y forma parte del Grupo Credit Suisse (CS). La CMA declina cualquier responsabilidad en relación con el contenido de la información consignada en este informe, incluida la exactitud e integridad de tal información. La responsabilidad por el contenido de este informe recae en el emisor del mismo, sus administradores y demás personas, como expertos por ejemplo, cuyas opiniones puedan verse en el informe con su consentimiento. Así mismo, la CMA no ha evaluado la idoneidad de las inversiones aquí descritas para ningún inversor o tipo de inversor en concreto. Por la presente se entiende y reconoce expresamente que las inversiones en mercados financieros pueden entrañar un elevado nivel de complejidad y riesgo de pérdida de valor, y pueden no resultar apropiadas para todos los inversores. El estudio de idoneidad a cargo de CSLF en relación con esta inversión se basará en la información que el inversor pueda proporcionar a CSLF en la fecha de dicha evaluación y se ajustará a los procesos y políticas internas de Credit Suisse. Se entiende que todas las comunicaciones y documentación que faciliten CS o CSLF se desarrollarán en lengua inglesa. Mediante la aceptación de la inversión en el producto correspondiente, el inversor manifiesta de manera expresa e irrevocable su conformidad con el empleo del idioma inglés, así como la comprensión de este. **Luxemburgo:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **México:** este documento representa la perspectiva de la persona que presta sus servicios a C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») o Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS»), de manera que tanto C. Suisse Asesoría como Banco CS se reservan el derecho a cambiar de opinión en cualquier momento sin asumir ningún tipo de responsabilidad al respecto. Este documento se ha elaborado únicamente con fines informativos y no constituye una recomendación, asesoramiento o invitación para realizar una operación y no sustituye la comunicación directa con su gerente de C. Suisse Asesoría o Banco CS antes de tomar una decisión de inversión. Ni C. Suisse Asesoría ni Banco CS asumen ningún tipo de responsabilidad por las decisiones de inversión basadas en la información que figura en el document enviado, ya que es posible que estas no tengan en cuenta el contexto de la estrategia o los objetivos de inversión de clientes particulares. Los folletos, los panfletos, los regímenes de fondos de inversión, los informes anuales o la información financiera periódica contienen toda la información útil adicional para los inversores. Dichos documentos pueden obtenerse sin costo alguno directamente del emisor de los valores y de los gestores de fondos de inversión o en la página web del mercado de valores, así como de su gerente de C. Suisse Asesoría o Banco CS. La rentabilidad pasada y los diferentes escenarios de los mercados existentes no garantizan el rendimiento presente ni future. En caso de que la información que figura en este documento sea incomplete, incorrecta o confusa, póngase en contacto con el gerente de C. Suisse Asesoría o Banco CS lo antes posible. Este documento puede sufrir modificaciones sin ninguna responsabilidad por parte de C. Suisse Asesoría o Banco CS. Este documento se distribuye únicamente con fines informativos y no sustituye a los informes de operaciones o estados de cuentas que usted recibe de C. Suisse Asesoría o Banco CS en cuanto a las Disposiciones de Carácter general Aplicables a las Entidades Financieras y demás personas que proporcionen Servicios de Inversión mitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores («CNBV»). Dada la naturaleza de este documento, C. Suisse Asesoría y Banco CS no asumen ninguna responsabilidad derivada de la información contenida en el mismo. Sin perjuicio de que la información se haya obtenido a partir de fuentes que C. Suisse Asesoría y Banco CS consideren fiables o se base en ellas, no se garantiza que la información sea exacta ni completa. El Banco CS y C. Suisse Asesoría no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada del uso de la información contenida en el documento que le ha sido enviado. Se recomienda al inversor que se asegure de que la información facilitada sea conforme con sus circunstancias personales y su perfil de inversión, en relación con cualquier situación legal, normativa o fiscal concreta, o que obtenga asesoramiento profesional independiente. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. es una asesoría de inversión creada de conformidad con la Ley del Mercado de Valores («LMV»), registrada en la CNBV con el número de folio 30070. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. no forma parte de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V., ni de ningún otro grupo financiero de México. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. no es un asesor de inversiones independiente según lo dispuesto por la LMV y otras normas aplicables debido a su relación directa con Credit Suisse AG, una institución financiera extranjera, y a su relación indirecta con las entidades que componen el Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V.

Países Bajos: este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «sucursal de los Países Bajos»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de los Países Bajos está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de la autoridad supervisora neerlandesa, De Nederlandsche Bank (DNB), y del supervisor del mercado neerlandés, la Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «sucursal de Portugal»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Portugal está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), y de las autoridades supervisoras portuguesas, el Banco de Portugal (BdP) y la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Reino Unido:** este documento lo distribuye Credit Suisse (UK) Limited. distribuye Credit Suisse (UK) Limited es una entidad autorizada por la Prudential Regulation Authority y regulada por la Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority. En la medida en que se comunique en el Reino Unido (“RU”) o que pueda tener un efecto en dicho país, este documento constituye una promoción financiera que ha sido aprobada por Credit Suisse (UK) Limited, que está autorizada por la Prudential Regulation Authority y está regulada por la Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority para el desarrollo de negocios de inversión en el RU. La sede social de Credit Suisse (UK) Limited es Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Tenga presente que las normas recogidas en la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 del RU relativas a la protección de clientes minoristas no rigen para usted y que cualquier compensación potencial que se pusiera a disposición de los “reclamantes aptos” bajo el Programa de Compensación de Servicios Financieros del RU tampoco estará disponible para usted. El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales de cada cliente y puede estar sujeto a cambios en el futuro. **Sudáfrica:** esta información la distribuye Credit Suisse AG, entidad registrada como proveedor de servicios financieros con la Financial Sector Conduct Authority en Sudáfrica con el número FSP 9788 y/o por Credit Suisse (UK) Limited, entidad registrada como proveedor de servicios financieros con la Financial Sector Conduct Authority en Sudáfrica con el número FSP 48779. **Turquía:** la información de inversión, los comentarios y las recomendaciones incluidas en el presente no están comprendidos en la actividad de asesoramiento de inversión. Los servicios de asesoramiento de inversión son proporcionados a las personas por instituciones autorizadas de modo personalizado, atendiendo a sus preferencias en materia de riesgo y rentabilidad. Por ende, los comentarios y los consejos incluidos en el presente revisten carácter general. Las recomendaciones, por tanto, pueden no ser adecuadas para su situación financiera o preferencias de riesgo y rendimiento. Es por ello que una decisión de inversión basada en la información aquí consignada puede no producir resultados que se adecuen a sus expectativas. Este informe lo distribuye Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, entidad regulada por la Capital Markets Board de Turquía, con domicilio social en at Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevier No. 61 34340 Besiktas/Estambul-Turquía.

ESTADOS UNIDOS: NI ESTE INFORME NI UNA COPIA DEL MISMO PUEDEN REMITIRSE NI LLEVARSE A LOS ESTADOS UNIDOS. TAMPOCO PUEDEN DISTRIBUIRSE EN LOS ESTADOS UNIDOS NI A NINGUNA PERSONA ESTADOUNIDENSE (CONFORME AL SIGNIFICADO QUE SE CONFIERE A ESTA EXPRESIÓN EN EL REGLAMENTO S PROMULGADO AL AMPARO DE LA US SECURITIES ACT DE 1933, SEGÚN PUEDA HALLARSE MODIFICADA).

Queda prohibida la reproducción, parcial o total, del presente documento sin la previa autorización por escrito de Credit Suisse. Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG y/o sus filiales. Todos los derechos reservados.

20C014A_IS

Autores/Colaboradores

Walter Edelmann
Chief Global Strategist

Daniel Rupli
Head of Single Security Research,
Equity Credit

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Oliver Adler
Chief Economist Switzerland

James Sweeney
Global Economics & RCIO Americas

Neville Hill
Head of European Economics

Philipp Lisibach
Head of Global Equity Strategy

Sara Carnazzi Weber
Head of Policy & Thematic Economics

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy
and Investment Themes

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX
and Commodity Strategy

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative
Investments Strategy

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Reto Hess
Senior Research Analyst
Single Security Research Equity

Peter Foley
US Economics Strategist

Marc Häfliger
Investment Strategist
Emerging Market Equities

Anand A. Datar
Alternative Investments Strategist

Impresión

Directora de redacción
Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Economics & Research and RCIO IWM

Apoyo editorial
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Gestión de proyecto
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner
Claudia Biri
Serhat Günes
Zuzana Skvarkova

Fecha de cierre de redacción
13 de noviembre de 2020

Diseño
LINE Communications AG

Traducción
Credit Suisse Language & Translation Services

Más información
credit-suisse.com/investmentoutlook

Fuentes de fotografía
Kirk Hewlett/Alamy Stock Photo (cover, p. 1, p. 2, p. 68);
Credit Suisse (p. 7, p. 9); Westend61/Getty Images (p. 12–13);
vinoverde/Alamy Stock Photo (p. 14–15);
hudiemm/Getty Images (p. 24–25);
Mariusz Niedzwiedzki/Shutterstock (p. 28–29, p. 4);
ViewStock/Getty Images (p. 33); PARETO/Getty Images (p. 50);
Dimitri Otis/Getty Images (p. 54–55, p. 5); Lucas Saugen/Stocksy (p. 56).





credit-suisse.com

© 2020, CREDIT SUISSE

2532375 WOMG5 11.2020

