

Investment Outlook 2018

Los pasos de la
próxima generación





““ No busques
seguir los pasos
de los sabios,
busca lo que
buscaron ellos.

Matsuo Bashō



“En Credit Suisse nos comprometemos a ayudar a fortalecer el sistema bancario, al mismo tiempo que asumimos los desafíos tecnológicos más importantes, aunque emocionantes, a los que nos enfrentamos en nuestro sector.

Desde mi perspectiva

Tidjane Thiam

CEO Credit Suisse Group AG

Me complace presentarle la edición de 2018 de nuestro informe Perspectivas de inversión. Cada año, esta publicación destaca algunos de los mejores análisis de inversiones elaborados por nuestro banco. Como siempre, en Credit Suisse adoptamos un enfoque global, que refleja los amplios intereses y preocupaciones que a menudo nos transmiten nuestros clientes.

Durante el pasado año fuimos testigos de un aumento significativo de la actividad económica mundial y, en consonancia, de un sólido rendimiento de los activos de riesgo. Los principales bonos de deuda pública —los holdings clave de muchos inversores institucionales— arrojaron resultados pobres una vez más. Recuperar los rendimientos en esta clase de activos fundamental tomará tiempo. No obstante, gracias a que la preocupación sobre el «estancamiento secular» está disminuyendo y los bancos centrales están dando pasos cautelosos hacia la normalización de las políticas, el proceso ya está en marcha.

Este sólido rendimiento de los activos de riesgo se produce en un contexto de importantes tensiones geopolíticas, en particular en lo que respecta a Corea del Norte, pero también en un momento de incertidumbre política en Estados Unidos. El populismo electoral ha progresado menos de lo previsto, ya que el crecimiento ha sido mayor del esperado. Esto ha provocado que las inquietudes respecto a Europa hayan disminuido. A pesar de estas tendencias positivas, creemos que algunas de las debilidades subyacentes de la Unión Europea no se han remediado por completo. En los próximos años, hay que centrarse en consolidar la estabilidad relativamente limitada que se ha logrado. En particular, la

Unión Monetaria, Bancaria y de los Mercados de Capitales de Europa debe fortalecerse aún más para garantizar que se mantenga el crecimiento y que se siga conteniendo el riesgo de crisis. A escala mundial, la cooperación debe fortalecerse en temas de seguridad —que incluyendo las cuestiones más importantes: el terrorismo y la ciberseguridad—, mientras se ejerce resistencia a las tendencias proteccionistas.

En Credit Suisse nos comprometemos a ayudar a fortalecer el sistema bancario, al mismo tiempo que asumimos los desafíos tecnológicos más importantes, aunque emocionantes, a los que nos enfrentamos en nuestro sector. Estar a la vanguardia de la digitalización y la innovación tecnológica es una de las demandas esenciales de nuestra próxima generación de clientes, los llamados millennials y, por ello, es muy importante para nosotros. Para evaluar sus aspiraciones e intereses, y debido a que siempre deseamos escuchar la voz de nuestros clientes por encima de cualquier otra cosa, hemos invitado a un grupo de clientes millennials a contribuir en esta publicación.

Les deseo a todos un año muy próspero y satisfactorio.

Tidjane Thiam

Índice



04	Carta del CEO
08	Editorial
10	Repaso de 2017
12	Temas clave en 2018
56	Calendario de 2018
58	Declaración de limitación de responsabilidad





14

Economía mundial

- 16 A mayor crecimiento, dinero más caro
- 19 Spotlight: Migración
- 22 Spotlight: Recesiones
- 26 Spotlight: Criptomonedas
- 28 Regiones en el punto de mira

34

Específicas

Las perspectivas de los inversores de la próxima generación



38

Mercados financieros

- 40 El crecimiento sostiene las acciones
- 43 Spotlight: Tasas de impagos
- 46 Spotlight: El impacto de la divisa
- 48 Cuidado con los riesgos
- 50 Revisiones de la cartera para 2018
- 52 Temas de inversión para 2018
- 55 Spotlight: Supertrends

La próxima generación, al alza

Michael Strobaek Global Chief Investment Officer

Nannette Hechler-Fayd'herbe Global Head of Investment Strategy & Research

Después de un año de rentabilidades de inversión sólidas en activos de riesgo, entramos en 2018, un año en el que probablemente se experimentará un crecimiento económico constante y buenas rentabilidades, aunque más limitadas. Creemos que la próxima generación, los millennials, se presentará todavía con mayor firmeza como una fuerza motriz principal en los ámbitos clave de la vida.

El tema general de nuestro último Perspectivas de inversión fue la llegada al primer plano de los conflictos sociales y generacionales. Destacamos una serie de posibles problemas políticos y desafíos respecto a la política económica. Con diferencia, el mayor riesgo fueron las elecciones francesas, cuyo resultado podría haber cuestionado el futuro de la UE y su moneda común. Afortunadamente, el resultado de las elecciones reavivó el sentimiento positivo hacia la unión o, al menos, ofreció una oportunidad para que el nuevo liderazgo abordara algunas de las áreas respecto a las que los votantes europeos habían expresado su decepción. Junto con un ciclo comercial que mejora de forma clara, esto generó beneficios significativos en los activos de riesgo (y en el EUR). Es probable que muchos inversores recuerden el 2017 como un año de rentabilidades de inversión excepcionalmente buenas.

Cuando miramos hacia el futuro, nuestra sensación es que el 2018 se recordará como un año en el que la próxima generación, a menudo denominada millennials, dará importantes pasos para convertirse en la fuerza decisiva que impulse la actividad humana y la interacción en muchos ámbitos económicos, sociales y políticos. Es por eso que un punto clave de nuestro Perspectivas de inversión 2018 son los pasos de la próxima generación.

Creemos que las empresas acabarán por utilizar una mayor parte de su amplia liquidez en inversiones, con el fin de garantizar su éxito (o al menos su supervivencia). Es probable que las empresas recurran a fusiones y adquisiciones allí donde el crecimiento orgánico resulte difícil. Por supuesto, todo ello requerirá financiación, y se puede esperar que las empresas aumenten su deuda y su apalancamiento. Aunque esto exija un escrutinio por parte de los poseedores de bonos, es probable que sea positivo para el crecimiento. La ayuda adicional vendrá de la siguiente combinación de política económica: una política fiscal ligeramente más solidaria, junto con una «QExit» (salida de la flexibilización cuantitativa) muy cautelosa de los bancos centrales.



En general, esperamos un año relativamente bueno para el crecimiento económico, lo que debería ayudar a los activos sensibles al crecimiento a tener éxito. Sin embargo, dado que las valoraciones son bastante excesivas en muchas áreas, creemos que las decisiones de inversión deberán basarse en análisis aún más precisos y en un proceso de toma de decisiones muy disciplinado. Los clientes siempre pueden confiar en Credit Suisse House View, que examinamos regularmente para proporcionar una guía sólida para el posicionamiento en cualquier entorno de mercado. Esperamos que encuentre mucha inspiración para la inversión en las siguientes páginas. Por supuesto, nuestros profesionales de la inversión están a su disposición para apoyarle en el logro de sus objetivos.

“Creemos que las decisiones de inversión deberán basarse en análisis aún más precisos y en un proceso de toma de decisiones muy disciplinado.”

El año del repunte del euro y la eurozona

1,25

1,15

1,05



20 de enero
Investidura del presidente estadounidense Donald Trump
Donald Trump toma posesión como 45.º presidente de los Estados Unidos de América.



23 de enero
El presidente Trump se retira del AAT
Como uno de sus primeros actos oficiales, el presidente estadounidense Trump abandona el Acuerdo de Asociación Transpacífico (AAT). En junio, también se retira del acuerdo climático de París.



28 de febrero
El mejor mes del año para el S&P 500
El índice S&P 500 de gran capitalización de EE. UU. aumenta en un 4%, debido a que los beneficios empresariales sorprenden al alza y entran en una tendencia alcista.



01 de marzo
OPV de Snapchat
La entrada de Snap Inc. en la cotización en bolsa es la mayor oferta pública de venta (OPV) del sector tecnológico desde Alibaba. Las acciones de Snap concluyen con un alza del 44% en el primer día de negociación.



15 de marzo
Subida de tipos de la Fed
A pesar de contar con unos datos de crecimiento bastante débiles, la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) eleva los tipos de los fondos federales en un 0,25% sin apenas previo aviso. Le seguirá un nuevo aumento de los tipos en junio y se prevé uno final para diciembre.



29 de marzo
Reino Unido activa el Artículo 50
Se inician las difíciles negociaciones sobre los términos del Brexit.



01 de abril
El bitcoin en la vía rápida
Japón acepta el bitcoin como método de pago legal. Desde el 1 de abril hasta finales de agosto, el valor de 1 bitcoin aumenta un 344% en USD.



23 de abril
Mayoría en la primera ronda para Emmanuel Macron
Emmanuel Macron gana la mayoría de los votos en la primera ronda de las elecciones francesas, allanando el camino para su victoria electoral en la segunda ronda a principios de mayo.



18 de mayo
Tensión política en Brasil
El presidente de Brasil, Michel Temer, está acusado de corrupción, lo que provoca una reducción del índice brasileño Ibovespa del 9% ese día.



08 de junio
Sorpresa electoral en Reino Unido
Fracasa la decisión de Theresa May de convocar elecciones anticipadas para fortalecer su posición en las negociaciones del Brexit con la UE.



06 de junio
Avances en la limpieza de los bancos de la eurozona
El Banco Santander español compra el Banco Popular, también español y que estaba pasando por dificultades, por 1 EUR y lo rescata al borde del colapso.



12 de mayo
Ciberataque global
El virus informático WannaCry infecta varios cientos de miles de ordenadores en más de ciento cincuenta países, incluidos los del Servicio Nacional de Salud de Gran Bretaña.

Ene.

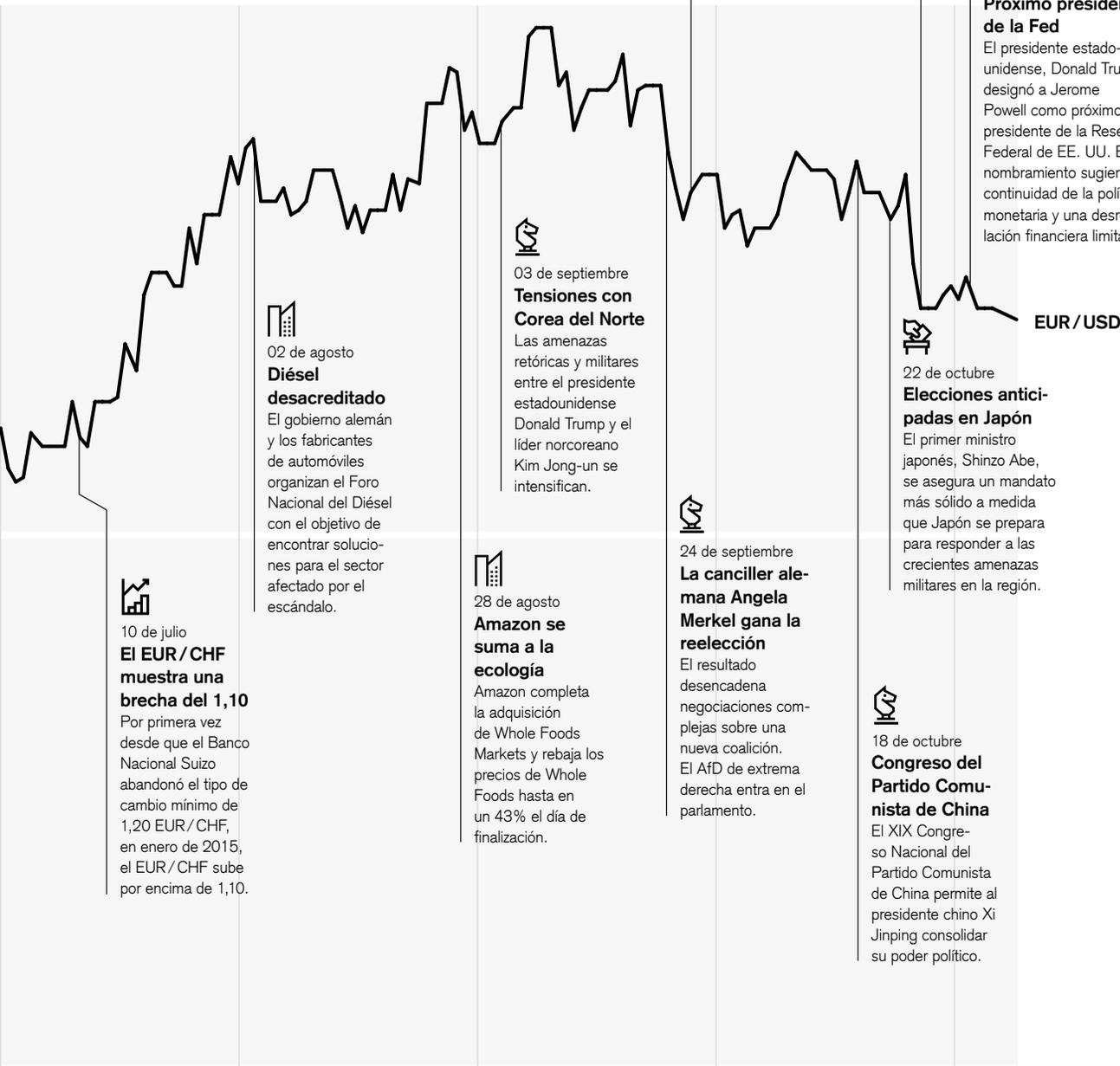
Feb.

Mar.

Abr.

Mayo

Jun.



10 de julio
El EUR/CHF muestra una brecha del 1,10
 Por primera vez desde que el Banco Nacional Suizo abandonó el tipo de cambio mínimo de 1,20 EUR/CHF, en enero de 2015, el EUR/CHF sube por encima de 1,10.



02 de agosto
Diésel desacreditado
 El gobierno alemán y los fabricantes de automóviles organizan el Foro Nacional del Diésel con el objetivo de encontrar soluciones para el sector afectado por el escándalo.



03 de septiembre
Tensiones con Corea del Norte
 Las amenazas retóricas y militares entre el presidente estadounidense Donald Trump y el líder norcoreano Kim Jong-un se intensifican.



28 de agosto
Amazon se suma a la ecología
 Amazon completa la adquisición de Whole Foods Markets y rebaja los precios de Whole Foods hasta en un 43% el día de finalización.



24 de septiembre
La canciller alemana Angela Merkel gana la reelección
 El resultado desencadena negociaciones complejas sobre una nueva coalición. El AfD de extrema derecha entra en el parlamento.



27 de septiembre
Megafusión defensiva en la industria ferroviaria europea
 La alemana Siemens y su rival francesa Alstom acuerdan fusionar sus negocios ferroviarios, para conformar un líder europeo y competir con el competidor chino CRRC.



26 de octubre
El BCE proporciona más detalles
 El BCE anuncia detalles sobre cómo planea reducir sus adquisiciones de activos a partir de enero de 2018.



22 de octubre
Elecciones anticipadas en Japón
 El primer ministro japonés, Shinzo Abe, se asegura un mandato más sólido a medida que Japón se prepara para responder a las crecientes amenazas militares en la región.



18 de octubre
Congreso del Partido Comunista de China
 El XIX Congreso Nacional del Partido Comunista de China permite al presidente chino Xi Jinping consolidar su poder político.



avances políticos y seguridad mundial



elecciones (presidenciales y parlamentarias)



industria y empresas



sistema monetario y bancario



energía (petróleo)



15 de diciembre
El techo de la deuda y la financiación del gobierno finalizan en Estados Unidos

El Congreso debe aprobar la financiación del gobierno y elevar el techo de la deuda para mantener financiado al gobierno. Considerando que el presupuesto propuesto es adecuado, deberían aprobarse ambas medidas.



30 de noviembre
Reunión anual de la OPEP en Viena

Las expectativas son que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) amplíe los límites de la producción de crudo.

Jul.

Ago.

Sept.

Oct.

Nov.

Dic.

Lo que importa en 2018

¿Cuáles serán los principales impulsores del mercado en 2018? Analizamos seis impulsores, desde el aumento de la inversión empresarial hasta el papel de los millennials.

Capex en aumento

La inversión en bienes de capital («capex») se desplomó en 2009, debido a que las empresas frenaron los gastos y los planes de expansión. El capex se ha estado recuperando con lentitud desde entonces. Teniendo en cuenta que la confianza empresarial y los beneficios son altos, pero que existe un endurecimiento de las restricciones de capacidad, esperamos que el capex se acelere en 2018, en especial en la fabricación, la tecnología de la información, el transporte y el almacenamiento, y los servicios públicos. Una mayor inversión impulsa el crecimiento económico general a la vez que limita la presión inflacionista debido a las mejoras en la productividad. Esta combinación es favorable para los activos de riesgo.

Descubra más ➔ **página 18**

QExit

A medida que continúa la expansión económica y aumenta la utilización de capacidad, se cuestiona cada vez más la sostenibilidad de las políticas de gran expansión monetaria de los principales bancos centrales. La Reserva Federal de Estados Unidos ya está contrayendo su balance general, mientras que el Banco Central Europeo está listo para reducir sus adquisiciones de activos en 2018. Una liquidez más ajustada no siempre es mala para los mercados, mientras refleje una mejora en el crecimiento. Sin embargo, los movimientos de los bancos centrales hacia la salida podrían crear importantes focos de volatilidad tanto en las divisas como en los mercados bursátiles. Esperamos que los bancos centrales actúen con cautela y que sigan manteniendo una tendencia favorable a los mercados financieros en 2018.

Descubra más ➔ **página 27**

Resurgimiento de fusiones y adquisiciones

Se espera que la actividad mundial de fusiones y adquisiciones aumente en 2018, alentada por la solidez de la economía mundial, unos niveles de efectivo empresariales históricamente altos, unos costes de financiación aún bajos y la propuesta de exención fiscal para la repatriación de beneficios empresariales en Estados Unidos. El esfuerzo para crear líderes regionales en Europa es un factor de impulso adicional. Entre los sectores, es probable que la asistencia sanitaria registre la actividad de fusiones y adquisiciones más sólida a escala mundial. En el sector financiero, una mayor presión para la consolidación también puede fomentar las fusiones, especialmente en el fragmentado sector europeo.

Descubra más ➔ **página 44**

“ Se espera que la actividad mundial de fusiones y adquisiciones aumente en 2018, alentada por la solidez de la economía mundial.

Desarrollo de China

Después de una notable expansión del crédito en la última década, los altos niveles de deuda empresarial en China seguirán siendo una preocupación permanente en 2018. Cualquier recesión del crecimiento chino sería un riesgo para la economía y los mercados mundiales. La aparente intención de aplicar medidas económicas encaminadas hacia la estabilidad y la restricción del crédito en China resulta alentadora, aunque sigue entrañando riesgos para los precios de los activos, la economía y el yuan chino. No se puede descartar un temor al crecimiento como el que vimos en 2016, pero nuestro escenario básico exige un proceso de ajuste constante con estabilidad monetaria.

Descubra más ➔ **página 30**

Complacencia de los inversores

Cuando los mercados bursátiles crecen con una capacidad de recuperación extraordinaria como en los últimos años, los inversores comienzan a presentar una tendencia «gregaria». La inversión pasiva en acciones tiende a aumentar, mientras que las percepciones de los riesgos son propensas a desvanecerse, hasta el punto en que se da una corrección. ¿Los inversores son demasiado complacientes hoy en día? A pesar de la notable tendencia alcista, las encuestas de opinión muestran que el consenso sigue marcado por la cautela respecto a las acciones, con una inusual gran mayoría de opiniones neutrales. Quizá sea cierto que el mejor momento para adquirir acciones es cuando otros tienen miedo, pero eso no significa que uno deba vender tan pronto como el mercado se relaje.

Descubra más ➔ **página 40**

La huella de los millennials

Los millennials, una de las mayores generaciones de la historia, están llegando a la mayoría de edad como consumidores, inversores y creadores de tendencias. Los millennials están creando nuevas oportunidades para los inversores al dar gran importancia a temas como la sostenibilidad, las energías limpias y la inversión de impacto. Para 2018 consideramos que la energía renovable, incluidos los sistemas de almacenamiento solar, eólico y energético, ofrece perspectivas sólidas. Por el contrario, se puede esperar que las preferencias de los millennials por las compras por internet ejerzan presión sobre el sector minorista tradicional.

Descubra más ➔ **página 34**

Economía mundial



En resumen

Capex y la política fiscal como impulsores del crecimiento adicionales

El empleo y el consumo han sido los principales impulsores del crecimiento en los últimos años, mientras que los bajos tipos de interés fomentaron un auge de la inversión inmobiliaria en varios países. Sin embargo, la inversión de bienes de capital empresarial fue bastante moderada. Gracias a la firmeza de las perspectivas de crecimiento general, el aumento de la confianza empresarial, la contracción de los mercados laborales y la alta rentabilidad, esperamos que el capex empresarial se convierta en un factor clave de crecimiento en el futuro. También deberían impulsar el crecimiento los recortes tributarios y cierta flexibilización fiscal en EE. UU. y Alemania, en particular. Es probable que el comercio mundial se acelere y supere las tendencias proteccionistas.

Continúa la baja inflación como escenario básico, pero con algunos riesgos alcistas

Se mantienen las fuerzas estructurales que favorecen la desinflación, como la economía gig (o colaborativa), es decir, un mercado laboral en el que los trabajadores ofrecen de manera flexible servicios temporales. En sectores específicos, como el comercio minorista, internet está aumentando la transparencia de los precios y ejerciendo presión sobre los márgenes. Asimismo, las expectativas de inflación están ancladas en niveles bajos, en general. Finalmente, varias industrias a escala mundial todavía sufren una capacidad de producción

excesiva. No obstante, a medida que los mercados laborales se endurecen en algunos países, incluidos EE. UU., Alemania y Japón, el crecimiento salarial más fuerte podría generar aumentos de precios algo más rápidos. Un factor de riesgo adicional es que haya una sorpresa alcista en los precios de las materias primas.

Los bancos centrales reducirán la liquidez

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) se embarcó en un programa de reducción del balance en octubre de 2017. El Banco Central Europeo (BCE) y otros disminuirán las adquisiciones de activos en 2018. A finales de 2018, los balances acumulados de los principales bancos centrales comenzarán a descender. Durante 2018 es probable que varios bancos centrales importantes sigan el ejemplo de la Fed y eleven los tipos de interés. En los mercados emergentes, la fase de flexibilización de las políticas está llegando a su fin. En general, la política monetaria mundial será claramente menos acomodaticia.

A mayor crecimiento, dinero más caro

El crecimiento económico mundial debería mantenerse firme en 2018, ya que tanto las economías avanzadas como las emergentes disfrutaron de un repunte sincronizado. La inversión en bienes de capital empresarial debería convertirse en un factor de crecimiento más importante. Si bien es poco probable que la inflación aumente demasiado, los bancos centrales reducirán la liquidez y elevarán los tipos de interés como respuesta a un mayor crecimiento.

Por primera vez desde la crisis financiera, en 2017 el crecimiento económico sorprendió al alza en casi todas partes. La mayor sorpresa de crecimiento provino de Europa continental, ya que los lastres anteriores coincidieron con el repunte de la región. El pesimismo sobre el crecimiento con respecto a China también resultó injustificado, puesto que el país volvió a crecer por encima del 6,5% durante el año. Finalmente, el crecimiento económico en EE. UU. se aceleró hacia finales de año, a pesar de que ya se había extendido el ciclo económico. Debido a que la inflación volvió a sorprender a la baja, la política monetaria se mantuvo claramente acomodaticia en términos generales.

“ La fuerte rentabilidad y las condiciones de financiación, aún favorables, deberían respaldar los gastos de capital en 2018.

La Fed fue el único banco central que elevó los tipos de interés más de una vez, mientras que la mayor parte del resto de bancos centrales de las economías avanzadas se mantuvo en espera y varios mercados emergentes pudieron recortar los tipos de interés de manera considerable como respuesta a una menor inflación. Junto con la aceleración del crecimiento económico y de los beneficios empresariales, el dinero fácil proporcionó un poderoso telón de fondo para los fuertes beneficios en acciones y otros activos de riesgo.

Aumento de la sincronización y un comercio más fuerte en 2018

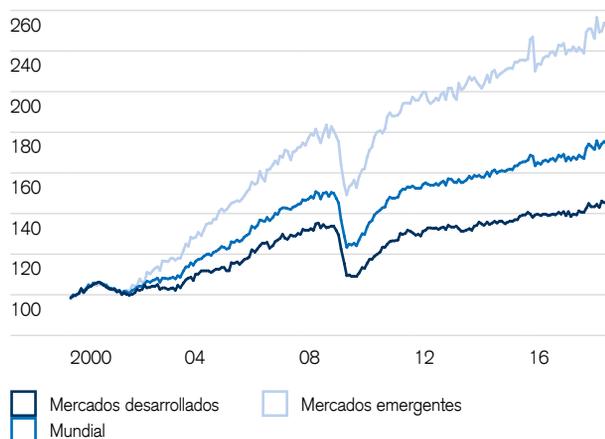
Salvo que se dé una gran crisis geopolítica o riesgos extremos, creemos que el crecimiento mundial seguirá siendo muy fuerte en 2018 e incluso puede que se acelere aún más. Los factores de crecimiento existentes, en especial la dinámica positiva del empleo y de los salarios junto con impulsos adicionales, deberían compensar con creces cualquier factor restrictivo, en particular una política monetaria menos acomodaticia, unas condiciones de crédito algo más estrictas y unos precios de las materias primas moderadamente más altos. Además, es probable que en 2018 se registre una resincronización aún mayor de la importante expansión del ciclo económico en los países avanzados y emergentes.

Esto también debería reflejarse en una mayor recuperación de los volúmenes del comercio internacional (consulte el gráfico). El comercio entre los mercados emergentes, que se expandió con fuerza en los años previos a la crisis, pero que ha mostrado un rendimiento mediocre desde entonces, debería crecer de nuevo de

forma desproporcionada. Es probable que la recuperación de los grandes exportadores de materias primas (que también son notables importadores de bienes de consumo), incluidos Brasil, Rusia o los exportadores de petróleo de Oriente Medio, contribuya a esta tendencia. Además, el fortalecimiento de la inversión en bienes de capital debería traducirse en una intensificación de las exportaciones de hardware informático de Asia, en particular. También se beneficiarán exportadores importantes de maquinaria como Japón, Alemania y Suiza, así como grandes exportadores de bienes de consumo duradero como Turquía o México. Si bien la relocalización y los avances como la impresión 3D pueden implicar que la tendencia de crecimiento del comercio mundial se esté aplanando, sobre todo en bienes de consumo, en nuestra opinión, es probable que las fuerzas cíclicas positivas predominen. De manera similar, a pesar de que es factible que la administración de EE. UU. continúe centrándose en cuestiones comerciales, las medidas proteccionistas reales seguramente se limiten para no dañar a los consumidores y las empresas estadounidenses. Estas medidas no deberían amenazar de forma grave la recuperación del comercio mundial.

Recuperación en el comercio mundial

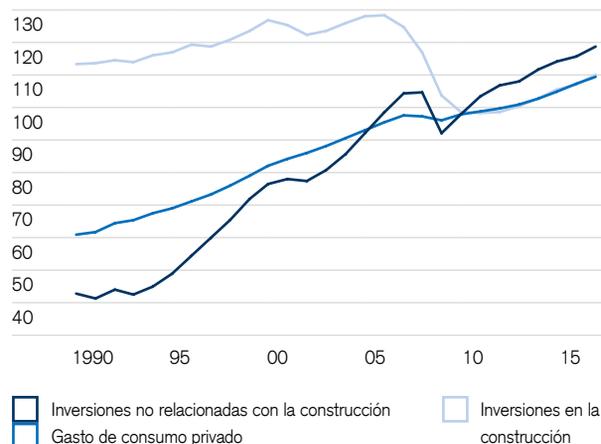
Índices de volumen comercial, promedio móvil de tres meses
(enero de 2000 = 100)



Fuente CPB World Trade Monitor, Credit Suisse
Último dato Julio de 2017

El ciclo de inversión se está recuperando

Volúmenes de consumo e inversión de diecinueve grandes economías industriales, ponderados por el PIB e indizados (2010 = 100)



Fuente AMECO, Datastream, Credit Suisse
Último dato 2016 (2017, estimado)

Una recuperación del capex más marcada

La inversión en bienes de capital empresarial (capex) en las economías avanzadas ha sido bastante lenta desde la crisis financiera, pese a que los tipos de interés han sido extremadamente bajos. Por un lado, esta debilidad se ha debido a un exceso de capacidad inusualmente grande en diversas industrias, en especial en la industria minera, que exige inversiones cuantiosas. Por otro lado, la crisis financiera y una serie de conmociones económicas en los años posteriores, en particular la crisis de la eurozona, aumentaron la incertidumbre general sobre las perspectivas económicas y debilitaron el «instinto animal» de los empresarios y emprendedores. Finalmente, la presión sobre los bancos para que reconstruyeran sus balances generales limitó la concesión de créditos, en especial al sector empresarial.

A nuestro juicio, la mayoría de los factores que frenan el capex se han disipado por ahora. De hecho, el crecimiento del capex aumentó en 2017. Sin embargo, esperamos una mayor aceleración en 2018. En primer lugar, la confianza empresarial general ha alcanzado niveles muy sólidos en casi todos los países, mientras que la rentabilidad es alta y el exceso de efectivo está a la espera de que lo utilicen. Además, a medida que los mercados laborales continúen estrechándose y los salarios, sobre todo los de los trabajadores altamente cualificados, sigan aumentando, los incentivos para que las empresas renueven sus reservas de capital posiblemente se intensifiquen. Mientras tanto, nos parece poco probable que las condiciones de financiación se ajusten lo suficientemente rápido como para interrumpir el repunte del capex. Aun así, quizá se mantengan algunos contratiempos estructurales para un mayor capex (real). El hecho de que muchos bienes de capital, en particular del sector de la tecnología de la información, se hayan vuelto más ligeros y baratos puede limitar la necesidad de gastos adicionales. Por el contrario, el rápido progreso tecnológico mantiene las necesidades de inversión en un nivel alto.

Solo beneficios moderados en la construcción

En general, creemos que las fuerzas cíclicas positivas que respaldan el capex predominarán en la mayoría de las economías avanzadas y en los principales mercados emergentes, lo cual es una razón clave para nuestras perspectivas optimistas de crecimiento. Asimismo, un capex mayor debería ayudar a revertir la caída sorprendente y persistente de las medidas de crecimiento de la productividad en el mundo avanzado. Es probable que esto conduzca a unos salarios más altos y a un mayor gasto de consumo, a la vez que

“**Cabría esperar que el crecimiento del crédito fortalezca las infraestructuras a escala mundial, a medida que lastres como la periferia de la eurozona se pongan al día.**

reduce las presiones alcistas sobre los precios.

La inversión en infraestructuras fue un factor clave del auge anterior a la crisis financiera y luego contribuyó de manera significativa a la desaceleración. De cara al futuro, esperamos una contribución positiva, pero moderada, del crecimiento de la actividad de la construcción a escala mundial, aunque con diferencias significativas entre países. En países en los que el sector ha estado aumentando desde la crisis (por ejemplo, China, Australia, Canadá, Suecia y Suiza), el exceso de capacidad debería frenar el crecimiento, mientras que debería mantenerse fuerte en otros, incluido EE. UU.

Spotlight: Migración

Números, causas, efectos

La migración se ha convertido en un problema político divisivo en muchos países. Una visión sensata puede ayudar a calmar las controversias.

La migración laboral internacional aumentó aproximadamente un 43% entre 2000 y 2015, por lo que superó de manera sustancial el crecimiento de la población (20%), aunque la crisis financiera provocó un retroceso temporal. El destino principal, medido en función del número de residentes nacidos en el extranjero, sigue siendo EE. UU. (46,1 millones). En términos relativos a la población, los destinos principales son los países del Golfo, Singapur y Suiza. La migración sur-sur (un 38% del total), en realidad, es algo mayor que la migración sur-norte (34%), pero la migración interna rural a urbana es predominante, en especial en los países en desarrollo. Tan solo en China, hay en la actualidad más de 200 millones de migrantes rurales que trabajan en áreas urbanas, en comparación con los 15 millones que había a finales de los años ochenta. El nivel educativo de los migrantes internacionales difiere de manera significativa entre los destinos: en las economías avanzadas como la UE o Suiza, alrededor del 60% están bien cualificados. Los refugiados y solicitantes de asilo constituyen solo un 7% estimado de los flujos totales, y el número varía de forma considerable según la incidencia del conflicto político y armado. En gran parte debido a restricciones legales, solo una media del 20% al 30% consiguen empleo en los dos primeros años de estancia.

Migración y crecimiento económico

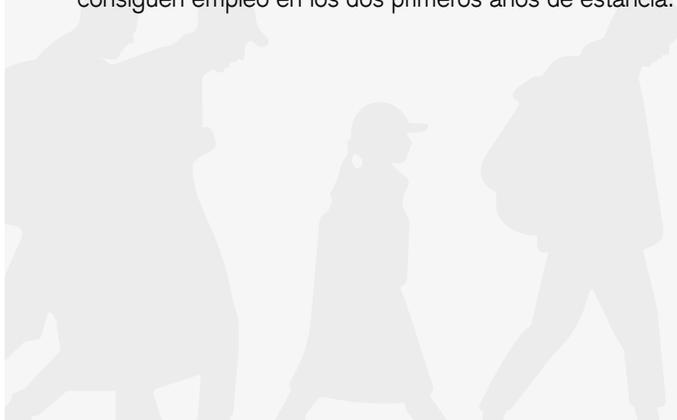
Los migrantes se sienten atraídos por los países de rápido crecimiento y contribuyen a él al cubrir puestos de trabajo en toda la escala de competencias y añadirse a la base de consumidores. No queda tan clara la medida en la que la migración impulsa el crecimiento de la renta per cápita. En los países «emisores», la emigración puede reducir la pobreza, pero la pérdida de trabajadores cualificados («fuga de cerebros») puede tener efectos significativamente negativos en la economía. Las remesas pueden compensar esto de forma parcial: las transferencias anuales se estiman en 441 000 millones de USD, casi tres veces la ayuda oficial al desarrollo.

Migración y demografía

Como los migrantes suelen ser más jóvenes que la población local, la migración mejora la demografía. En algunos países desarrollados que envejecen rápidamente (por ejemplo, Italia), la inmigración es actualmente la única fuente de crecimiento de la población. En Suiza, la migración neta representa el 85% del crecimiento de la población, a pesar de que todavía hay un «superávit de natalidad». Sin embargo, es poco probable que la migración revierta el envejecimiento demográfico.

Migración, mercados laborales y finanzas públicas

Lo que genera más controversia es el impacto de la inmigración en el (des)empleo y los salarios. Es difícil encontrar pruebas claras, ya que la inmigración se relaciona con el crecimiento económico y el empleo en términos generales. No obstante, hay algunas pruebas de que los salarios son más bajos, al menos de forma temporal, en sectores donde los inmigrantes compiten con fuerza con los habitantes locales. Allí donde las prestaciones sociales son (demasiado) generosas, el desempleo entre los inmigrantes tiende a ser más alto y a aumentar de manera más rápida en las recesiones que para los habitantes locales. Los detalles del mercado laboral y las políticas de integración pueden marcar una gran diferencia. En general, los inmigrantes contribuyen más a las finanzas públicas a través de impuestos y contribuciones a la seguridad social de lo que reciben en prestaciones y servicios.



Intensificación del reapalancamiento

Un factor clave que ha frenado el crecimiento en algunos mercados avanzados y emergentes en los últimos años ha sido el escaso crecimiento del crédito. Los bancos de la «periferia» de la eurozona, por ejemplo, estaban abrumados por altos préstamos improductivos que limitaban su capacidad de conceder créditos.

Las presiones para desapalancar también fueron altas en algunos mercados emergentes débiles en términos financieros, como Brasil. Por el contrario, el crecimiento del crédito ha tenido una trayectoria ascendente en algunos otros países. El caso más extremo es China, donde la concesión de crédito dirigida por el Estado, en especial para las empresas públicas, ha aumentado en los últimos años. Mientras tanto, el crédito a los hogares también ha crecido de manera sólida en otros países, incluidos EE. UU., Reino Unido, Australia, los países nórdicos y Suiza, en general para financiar adquisiciones de bienes inmuebles. Otras formas de crédito al consumo, como los préstamos para automóviles y a estudiantes, también han crecido con fuerza, especialmente en EE. UU.

“Es poco probable que el endurecimiento gradual de la política monetaria que prevemos lo restrinja de manera significativa. De hecho, incluso podría impulsar el crédito bancario.

Respecto al futuro, esperamos que el crecimiento del crédito se fortalezca a escala mundial, gracias a que lastres como la periferia de la eurozona recuperan terreno en cuanto al crecimiento del crédito bancario, mientras que la deuda empresarial crece para financiar mayores capex u otras transacciones empresariales, como recompras de capital o fusiones y adquisiciones. Una posterior consolidación bancaria, en particular en Europa, también debería respaldar el crecimiento del crédito. Es poco probable que el endurecimiento gradual de la política monetaria que prevemos lo restrinja de manera significativa. De hecho, unos tipos de interés algo más altos podrían incluso potenciar el crédito bancario, ya que respaldan la rentabilidad. Mientras tanto, el crecimiento del crédito debería atenuarse aún más en algunos mercados, donde el crecimiento ha sido particularmente fuerte, incluidos China y Suiza, ya sea por una desaceleración natural de los mercados inmobiliarios o por los esfuerzos de las autoridades para limitar el crecimiento del crédito.

La política fiscal: un estímulo adicional

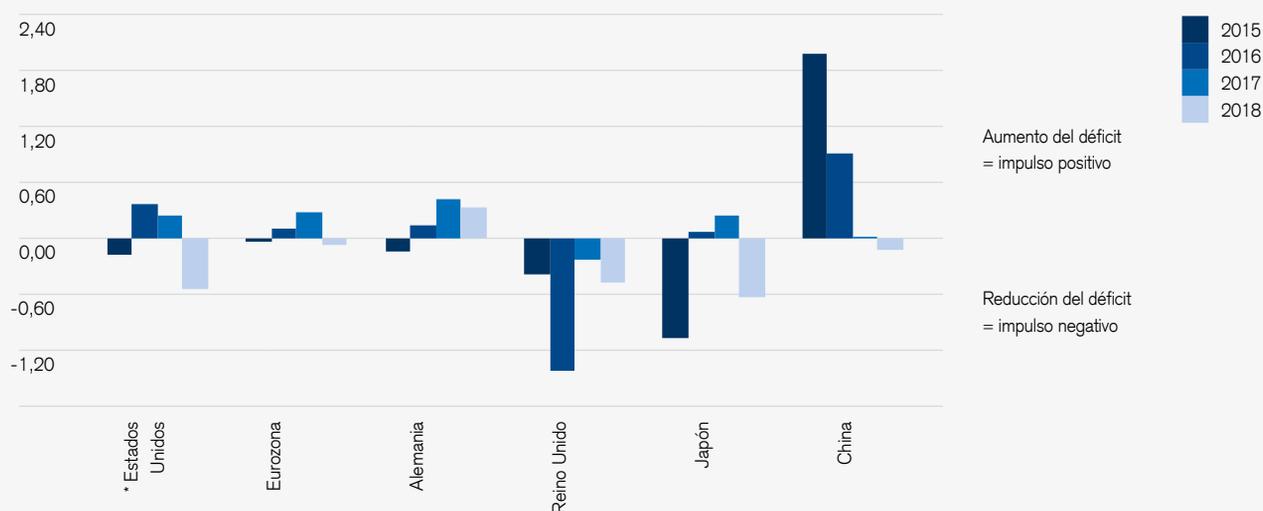
Es factible que la política fiscal suponga otro impulso de crecimiento positivo en 2018, aunque seguramente tendrá un alcance limitado. Es probable que la eurozona en su conjunto solo perciba un impulso positivo menor, en el mejor de los casos, pero puede que Alemania atenúe de manera significativa la política fiscal (consulte el gráfico). Dada su firme situación fiscal, es posible que el gobierno alemán opte por una combinación de recortes limitados y mayores gastos en infraestructura, educación e investigación y desarrollo. En la mayor parte de las demás economías de la eurozona, la débil

situación fiscal no permitirá una relajación decisiva todavía. En Reino Unido, donde los déficits estructurales siguen siendo altos, los esfuerzos para limitarlos continuarán, aunque de manera menos estricta de lo planeado hace algunos años. Las perspectivas respecto al gasto fiscal en Japón son poco claras, pero los grandes déficits y los esfuerzos para frenar la expansión de la deuda sugieren una postura neutral o ligeramente restrictiva. En vista de las tensiones internacionales en la región, quizá se dé un aumento del gasto en defensa a largo plazo. Entretanto, esperamos que el gobierno chino continúe limitando su expansión fiscal tras los enormes programas de infraestructuras de los últimos años. La mayoría del resto de mercados emergentes también se verán obligados a limitar el gasto fiscal para mantener la confianza de los inversores mundiales.

En cuanto a EE. UU., parecía posible que se produjera un recorte moderado de los impuestos de sociedades y una reducción temporal de los beneficios repatriados, cuando se elaboró este texto. Sin embargo, en general, se considera bastante limitado el impacto de los recortes del impuesto de sociedades en la inversión empresarial y en el crecimiento del PIB. Los recortes en los impuestos sobre la renta serían algo más expansivos. En el período previo a las elecciones legislativas de EE. UU., en noviembre de 2018, la tentación de los políticos de anunciar tales recortes es significativa. Dicho esto, el requisito formal (aunque no totalmente vinculante) de neutralidad presupuestaria a largo plazo limitará el alcance de dichos recortes. En general, la política fiscal de EE. UU. podría volverse algo más expansiva en 2018. Dado que la economía estadounidense ya está operando a pleno rendimiento, esto implica un riesgo alcista para la inflación y los tipos de interés, y plantea, por lo tanto, un riesgo para los precios de los activos.

El impulso fiscal varía en las principales economías

Variación del saldo primario fiscal con ajuste cíclico (en porcentaje del PIB potencial)



Fuente Fondo Monetario Internacional, Credit Suisse

Último dato 2016 (2017 y 2018, estimados)

* Nota Las previsiones para 2018 no incluyen ninguno de los recortes tributarios que se están debatiendo en el Congreso.

Spotlight: Recesiones

Cómo (intentar) preverlas

Nuestro escenario macroeconómico principal prevé una expansión económica continua, que es la base de nuestra visión aún positiva sobre los activos de riesgo. Pero, por supuesto, tenemos que estar atentos respecto a las recesiones. ¿Qué herramientas son útiles para evaluar su probabilidad?

- **¿A mayor duración, más riesgo?** Uno podría pensar que el riesgo de una recesión simplemente aumenta cuanto más dure la recuperación. Pero las investigaciones académicas muestran que no hay pruebas, por ejemplo, de que la probabilidad de que la economía de EE. UU. entre en recesión en el próximo mes aumente con la duración de la expansión. Por lo tanto, el hecho de que la expansión actual de EE. UU. ya sea la segunda más larga registrada no es en sí motivo de preocupación.
- **¿Impulso económico?** La recesión se define como dos trimestres consecutivos de actividad económica negativa (resumidos por el PIB). Algunos datos económicos, incluida la confianza empresarial y de los consumidores, así como los nuevos pedidos, están disponibles antes que el PIB en sí. Sin embargo, dichos datos pueden revertirse rápidamente. Los pronósticos de recesión basados en ellos no son, por lo tanto, fiables.
- **¡Desequilibrios económicos!** Las recesiones suelen ocurrir cuando algún tipo de alteración (por lo general, un cambio en la política monetaria) afecta a una economía que está «desequilibrada». Nuestro modelo de recesión incluye un exceso del gasto de los consumidores y la deuda empresarial como desequilibrios clave, y evalúa hasta qué punto se aleja la política monetaria de lo «normal». Nuestro modelo arroja una probabilidad de recesión muy baja en EE. UU. durante los próximos doce meses.
- **¡Señales del mercado financiero!** Debido a que los inversores evalúan de forma continuada las perspectivas económicas, los precios de los activos pueden ayudar a predecir las recesiones. El aplanamiento de las curvas de rentabilidad y el aumento de los diferenciales de crédito parecen constituir medidas razonablemente aceptables del riesgo de recesión. El modelo de probabilidad de recesión basado en el mercado de la Fed de Nueva York indica en la actualidad un 10% de probabilidad de una recesión en los próximos 12 meses, pero las adquisiciones de activos a gran escala de los bancos centrales (relajación cuantitativa) parecen haber debilitado el poder predictivo de dichos modelos.

Inflación: se mantienen las fuerzas estructurales de la desinflación

A pesar de la importante expansión económica desde la crisis financiera, la inflación de las economías avanzadas se ha mantenido en gran medida por debajo de los objetivos de los bancos centrales. La persistencia de un lento crecimiento de los salarios y una baja inflación ha sorprendido sobre todo en EE. UU., donde la principal medida de desempleo ha caído muy por debajo de lo que solía considerarse como el nivel crítico, en el que la inflación aumentaría. En otros países, en especial en Alemania, la persistencia de una baja inflación también provocó sorpresa, sobre todo porque, hasta 2017, el fuerte crecimiento fue en consonancia con la debilidad de la divisa, lo que debería haber impulsado la inflación.

Sin duda hay una serie de factores estructurales que favorecen la desinflación: estos incluyen la intensa competencia por bienes y servicios a escala mundial, nacional o regional; la difusión de una economía de servicios basada en internet, que hace aumentar la transparencia de los precios, socava los oligopolios y facilita la entrada en el mercado; la economía colaborativa flexible, así como la digitalización y la robótica, que ejercen presión sobre segmentos específicos del mercado laboral y las estructuras salariales; los esfuerzos deliberados de los gobiernos por desregular los mercados laborales y la persistente debilidad del trabajo organizado. En ausencia de medidas proteccionistas serias, creemos que estos factores estructurales persistirán.

El endurecimiento de los mercados laborales sugiere un repunte de la inflación salarial

Sin embargo, es probable que veamos el surgimiento de un repunte cíclico de la presión inflacionista en 2018, en particular en aquellos países donde la recuperación económica está muy avanzada. Aquí, la rigidez en los mercados laborales debería traducirse en un crecimiento salarial más rápido, lo que tendría que conducir a una inflación de los precios algo mayor. En EE. UU. la inflación salarial se frenó porque muchos trabajadores poco cualificados y con bajos salarios, que habían sufrido la mayor pérdida de empleos durante la crisis, volvieron gradualmente al mercado laboral durante la recuperación económica. A medida que estas reservas de mano de obra se agoten, la relación tradicional entre el desempleo y la inflación salarial debería resurgir de forma más clara. También pueden desaparecer factores especiales como la reducción de la atención sanitaria y la inflación de alquileres. Finalmente, si el Congreso aprobara recortes fiscales significativos, aumentarían el riesgo de sobre calentamiento y las presiones inflacionarias alcistas.

Los riesgos inflacionistas cíclicos son claramente más bajos en gran parte de Europa, donde la recuperación económica no ha sido tan amplia y uniforme. Incluso aquí, sin embargo, la inflación debería seguir aumentando. En los mercados emergentes, las perspectivas difieren de manera considerable entre países en función de la postura a más largo plazo de la política monetaria, la fortaleza de la divisa y el estado del ciclo económico. No obstante, en términos generales, es probable que ya hayamos dejado atrás el período de reducciones significativas de la inflación en los mercados emergentes.

A escala mundial, el punto mínimo de la inflación ya ha pasado

Si bien la mayoría de las estimaciones sugieren que todavía existe una supuesta brecha de producción a escala mundial, es decir, que el PIB todavía está por debajo de la tendencia, está claro que se están realizando esfuerzos en varios sectores, especialmente en el del acero, para reducir el exceso de capacidad y restablecer el poder de fijación de precios. El hecho de que la inflación de precios de los productores chinos se haya vuelto decididamente positiva es una de las consecuencias. También observamos que algunos sectores de la tecnología han comenzado a registrar aumentos de precios, lo que sugiere que la oferta tampoco es infinitamente elástica en los sectores de las «nuevas economías». Desde nuestro punto de vista, hemos dejado atrás, en gran medida, el período de desinflación pronunciada.

Finalmente, debemos destacar dos incertidumbres específicas con respecto a las previsiones de inflación: en primer lugar, la sólida imagen de crecimiento que hemos esbozado sugiere algunos riesgos alcistas para los precios de las materias primas y, por ende, la inflación a escala mundial. En segundo lugar, y menos probable, el paso de la retórica proteccionista a la acción conduciría a crisis de precios en los países y sectores donde se impusieran aranceles. Dicho esto, el impacto más significativo de las medidas proteccionistas sería que se socavarían las expectativas de crecimiento mundial. Resultaría en esencia deflacionista, ya que dañaría la confianza y los mercados de activos de riesgo.

Más bancos centrales se subirán al carro de la normalización

Después de años en que han incorporado a su conjunto de políticas cada vez más medidas poco convencionales de forma continua, el 2017 marcó el comienzo de una normalización más amplia de la política monetaria. En particular, la Fed elevó los tipos de interés a un ritmo más rápido y comenzó a recortar el tamaño de su balance al reducir el tipo al que reinvierte los bonos en vencimiento. En cuanto a 2018, la Fed probablemente continuará con su doble ajuste de las políticas. En primer lugar, se esperan tres alzas de los tipos de interés. Por otra parte, se prevé un aceleramiento de la

reducción del balance. Mientras tanto, el BCE anunció que comenzará la desaceleración y probablemente finalice su programa de adquisición de activos en 2018. Otros bancos centrales, en particular el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra, ya comenzaron a subir los tipos en 2017. Mientras tanto, el Banco Nacional Suizo puso fin a la expansión de su balance a mediados de 2017, ya que la disminución de la presión de apreciación del CHF le permitió desistir de realizar nuevas adquisiciones de divisas.

Si bien gran parte del enfoque en 2018 consistirá en desacelerar y después finalizar la expansión de los balances de los bancos centrales, algunos de ellos también podrían empezar a elevar los tipos de interés, aunque con mucha cautela. Dado que la economía mundial está ahora en una fase de expansión sincronizada, a diferencia de 2015 y principios de 2016, cuando la Fed estaba ponderando los aumentos de los tipos, es probable que el intervalo entre el final de la expansión del balance y las subidas de los tipos sea más corto que en EE. UU.

El BCE solo puede comenzar a subir los tipos de interés en 2019, pocos meses después de finalizar la expansión del balance. La mayoría de los otros bancos centrales de Europa continental probablemente esperen a que el BCE tome la delantera, aunque el Riksbank sueco podría empezar a sacar los tipos del territorio negativo antes. El BNS lo haría solo si el franco suizo se debilitase de forma más notable. Es probable que el Banco de Japón sea el único de los principales bancos centrales que mantenga los tipos sin cambios mientras continúa su programa de relajación cuantitativa, aunque a un ritmo reducido. Por último, en los mercados emergentes la trayectoria de los tipos de interés variará según las perspectivas de inflación y la fortaleza de la divisa. Sin embargo, con algunas excepciones como Brasil, Argentina, Rusia y posiblemente México, el margen de maniobra para reducir los tipos de interés se estrechará a medida que los principales bancos centrales avancen en la dirección opuesta.

¿Las subidas de los tipos de interés supondrán una amenaza para el crecimiento?

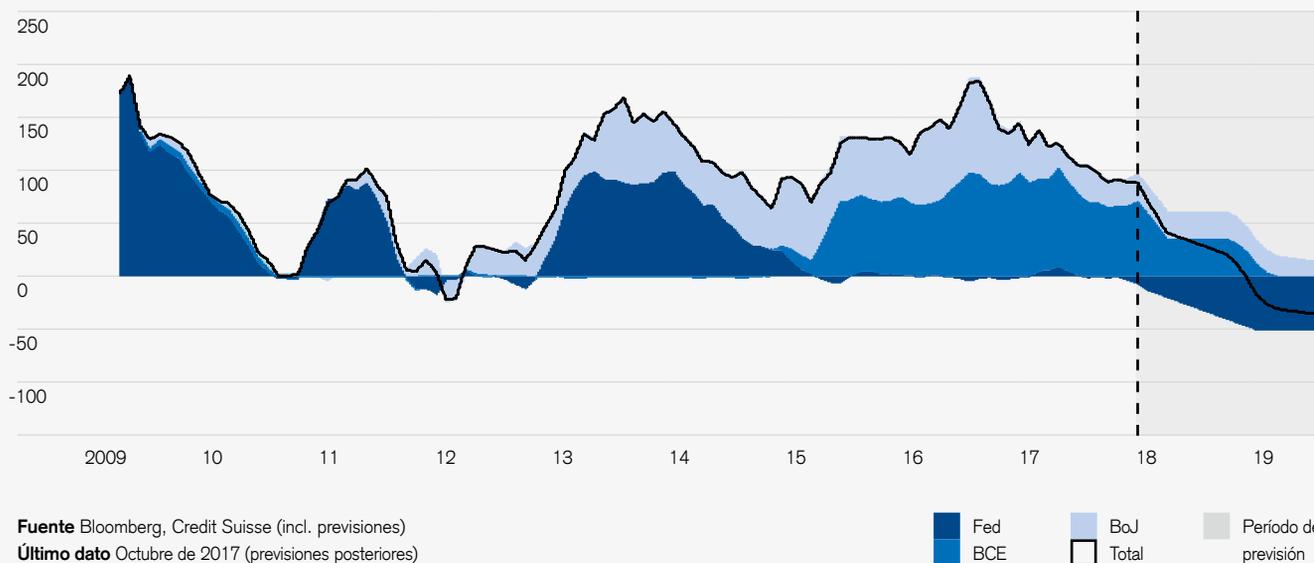
Aunque quizá esto no resulte tan pertinente en 2018, la cuestión clave a medio o largo plazo es hasta qué punto llegarán los bancos centrales con sus subidas de los tipos de interés. En otras palabras, la cuestión es dónde se encuentra el llamado tipo neutral o natural, más allá del cual subidas de tipos restringirían la política monetaria y, por lo tanto, aumentarían los riesgos de recesión. El elemento clave a largo plazo del tipo de interés neutral se entiende como la tasa de crecimiento económico a largo plazo determinada por el desarrollo de la productividad y la demografía. Las estimaciones de esta tasa se han reducido considerablemente en los últimos años. La última estimación promedio del Comité de Mercado Abierto de la Fed sitúa el tipo de interés neutral de EE. UU. en el 2,75%. Teniendo en cuenta el pronóstico de que la inflación alcance el objetivo del 2%, el punto de equilibrio del tipo de los fondos federales se situaría, por lo tanto, solo en un 0,75%.

Nuestra propia estimación es similar, mientras que las proyecciones de los mercados financieros insinúan un tipo aún más bajo. Todo ello sugiere que otras tres subidas del tipo de los fondos federales en 2018, que lo situarían por encima del 2%, lo posicionarían bastante cerca del tipo natural estimado en este momento. Si bien es poco probable que esto desacelere la economía de manera significativa —normalmente, las desaceleraciones notables o las recesiones ocurren solo después de que la política monetaria sobrepase de forma significativa el tipo natural—, el debate sobre un ajuste excesivo de las políticas y la posibilidad de una desaceleración económica en EE. UU. puede intensificarse hacia finales de 2018.

Por último, nuestras estimaciones del tipo natural son considerablemente más bajas para otros países avanzados, incluidos Suiza y Japón. En ambos casos, calculamos que el tipo natural real es, de hecho, negativo. En el caso de Suiza, esto se debe en parte al descuento como refugio estructural de los tipos de interés. Como es probable que la inflación se mantenga muy por debajo del objetivo del banco central, preveemos que los tipos nominales a corto plazo seguirán siendo negativos en Suiza hasta el 2018 y posiblemente más adelante.

Las grandes adquisiciones de activos del banco central finalizarán en 2018

Las adquisiciones de activos netos por parte de los principales bancos centrales, en miles de millones de USD al mes (promedios móviles de tres meses)



Spotlight: Criptomonedas

¿Amenaza u oportunidad?

Siempre y cuando los bancos centrales proporcionen su moneda de curso legal en formato digital, las criptomonedas existentes no podrán competir para fines transaccionales.

Cadena de bloques frente a criptomonedas

Las criptomonedas se basan en la llamada cadena de bloques, o libro mayor distribuido, una tecnología mediante la cual la información se almacena a través de internet y es casi inalterable por naturaleza. Dado que una amplia variedad de usuarios de internet deben verificar las transacciones, a diferencia de las partes de confianza individuales, se pueden mejorar la transparencia y la seguridad. Sus posibles aplicaciones van más allá de las finanzas e incluyen la ejecución y el mantenimiento de todo tipo de contratos «inteligentes», por ejemplo, en el sector inmobiliario.

Monedas digitales frente a intermediarios financieros

Debido a su seguridad y a su bajo coste, las monedas digitales deberían ofrecer ventajas significativas para las transacciones financieras. La tecnología de cadena de bloques podría, por ejemplo, eliminar la necesidad de intermediarios tales como los cambios financieros centralizados, y los clientes podrían realizar transacciones sin pasar por sus bancos. Esta es la razón por la cual varias redes de bancos están considerando si introducir o no la moneda digital y cómo hacerlo.

Dinero digital del banco central frente a criptomonedas privadas

Los bancos centrales también están estudiando la posibilidad de llevar a cabo la transición al dinero digital, sobre todo porque su monopolio monetario se ve amenazado por él. Podrían proporcionar cuentas de criptomonedas al sector privado de manera directa o en colaboración con los bancos. Al controlar con precisión el suministro de dinero digital, el nivel de precios podría estabilizarse de manera más efectiva. En caso de un impacto deflacionista, podría evitarse la acumulación de dinero mediante el cobro de participaciones de moneda digital (es decir, la imposición de intereses negativos) o mediante la provisión de más dinero digital al público («dinero de helicóptero»). Una criptomoneda del banco central bien gestionada debería «excluir» las criptomonedas privadas volátiles como medio de cambio. La presión regulatoria representa un riesgo adicional para ellas. Sin embargo, debido a que su suministro está limitado por algoritmos y los costes de almacenamiento son casi nulos, algunas aún pueden sobrevivir.

Efecto incierto de la contracción del balance

Además de centrarse en la incertidumbre sobre el tipo de interés natural, es probable que los mercados también lo hagan en los efectos de la reducción del balance en curso o prevista por parte de los principales bancos centrales. Los bancos centrales comenzaron a adquirir activos porque los tipos de interés a corto plazo habían caído (casi) a cero, lo que se consideraba el límite mínimo. Por lo tanto, la expansión cuantitativa (EC) se consideró como una herramienta adicional para reducir aún más los tipos de interés a más largo plazo y así estimular la economía. Por ejemplo, el personal de la Fed de EE. UU. estimó que, para 2016, la expansión del balance de la Fed había reducido los rendimientos de los títulos del Tesoro a 10 años en 100 puntos básicos. Por el contrario, la reducción del tamaño del balance debería, en principio, aumentar los tipos de interés y, por lo tanto, frenar el crecimiento.

Sin embargo, los efectos de la inversión de la EC son inciertos. Al contener las expectativas de inflación, la eliminación de la EC podría amortiguar cualquier aumento de los rendimientos de los bonos, lo que limitaría el efecto del crecimiento. Sin embargo, algunas investigaciones sugieren que el crecimiento se atenuaría de forma más sustancial, debido a que el banco central proporcionaría menos saldos de efectivo a los bancos, lo que podría elevar el coste de la liquidez y el crédito para la economía general. Finalmente, los detalles de las políticas de inversión de los bancos centrales, por ejemplo, las reducidas inversiones de la Fed en valores respaldados por hipotecas, podrían aumentar la volatilidad en algunos o todos los segmentos del mercado de bonos. Si bien no creemos que la reducción del balance de los bancos centrales, si está bien señalizada, vaya a tener importantes efectos desestabilizadores, parece claro que, combinada con subidas graduales de los tipos, la economía mundial está a punto de enfrentarse a un período de dinero más caro. El año 2018 podría marcar el comienzo del fin del crecimiento económico impulsado por la liquidez y los precios de los activos.

Conclusiones para los inversores

- El crecimiento mundial debería mantenerse firme, ya que los mercados avanzados y emergentes están disfrutando de una recuperación más sincronizada. Esto es favorable para los activos de riesgo en general.
- Es posible que un capex más alto sea un motor de crecimiento clave. Las empresas y los mercados nacionales que se centran en los bienes de capital y los servicios deberían beneficiarse.
- Es probable que la inflación se mantenga bastante moderada debido a factores estructurales, pero los factores cíclicos sugieren que ya hemos pasado el punto mínimo. Un repunte inesperado de la inflación indicaría un mayor riesgo de un ajuste monetario más rápido, lo que podría presionar a los mercados de activos.
- Nuestro escenario básico solo se basa en un ajuste moderado de la política monetaria en las economías avanzadas, mientras que en los países emergentes seleccionados los tipos de interés aún pueden descender. Sus mercados deberían, en general, tener un mejor rendimiento.
- Las reacciones específicas del mercado a la reducción del balance de los bancos centrales son difíciles de predecir. A medida que esta tendencia se acelere, deben evaluarse con cautela los posibles nuevos patrones de reacción.
- Debe vigilarse muy de cerca la evolución de la política comercial mundial. Si, en contra de nuestras expectativas, las acciones proteccionistas se vuelven más predominantes, se aconsejaría una postura de inversión más defensiva.

Regiones en el punto de mira

—

Dado que es probable que el repunte mundial continúe en 2018, China debe seguir centrándose en la estabilidad. En Latinoamérica, las elecciones clave podrían tener como resultado un mayor fortalecimiento de las políticas orientadas al mercado. La eurozona también debería presentar algunas reformas graduales.

En 2017 el crecimiento económico sorprendió al alza en casi todas partes. En 2018, unas condiciones monetarias todavía favorables, un mayor gasto de capital y una política fiscal ligeramente más relajada deberían seguir impulsando el crecimiento y el comercio mundial.

Mercados emergentes: un nuevo pilar de crecimiento

Debido al énfasis que ponen sus autoridades en la moderación de los excesos crediticios, es poco probable que el crecimiento económico se acelere en China, aunque el gobierno puede evitar una desaceleración más aguda. Teniendo en cuenta el creciente peso de China en la economía mundial, su contribución al crecimiento aumentará. Es probable que también mejore la contribución de otros mercados emergentes, especialmente en Asia. Las elecciones en Brasil y México determinarán la política económica. En Rusia, la estabilidad monetaria y fiscal sugiere un crecimiento constante, mientras que Turquía debería beneficiarse del repunte global, a pesar de las tensiones políticas internas. Gracias a unas mejores perspectivas de crecimiento, es probable que la fuerte caída de la inflación de los últimos años haya quedado atrás, lo que reduce el margen para unos tipos de interés aún más bajos. Sin embargo, mientras las divisas se mantengan estables, los riesgos alcistas para la inflación y los tipos de interés son limitados.

Economías avanzadas: crecimiento firme y continuo e inflación moderada

En las economías avanzadas esperamos un crecimiento constante con posibles sorpresas alcistas. En EE. UU. una mayor inversión en bienes de capital empresarial (capex), una recuperación de la productividad y un posible impulso fiscal deberían prolongar el ciclo comercial un año más. En la eurozona, cabe esperar que perdure la nueva fuerza cíclica, excepto en el caso de que se produzca una crisis política improbable o una apreciación extrema del euro. El crecimiento del Reino Unido debería mantenerse en niveles bajos, dada la incertidumbre relacionada con el Brexit, mientras que Suiza se beneficiará de la fortaleza de la eurozona y de una divisa más débil. Mientras tanto, se prevé que Japón y Australia estén respaldadas por el repunte, mientras Canadá se beneficia de la fortaleza de EE. UU. y de unos precios de las materias primas más altos. Dado el endurecimiento de los mercados laborales, es probable que la inflación se incremente en las economías avanzadas, aunque los riesgos alcistas son limitados.

Estados Unidos: ¿de un estancamiento secular a un sobre- calentamiento?

A finales de 2017, la economía de EE. UU. contaba con una posición sólida, gracias a la expansión del empleo, al crecimiento del consumo privado, al repunte de la inversión corporativa y a la moderación de la expansión de la vivienda. La política monetaria fue acomodaticia, a pesar de las subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal y del programa de reducción del balance. En general, las condiciones financieras se relajaron a lo largo del año como resultado de la debilidad del USD, del aumento de los mercados de renta variable y del endurecimiento de los diferenciales de crédito. Parecía cada vez más difícil sostener una visión de la economía en «estancamiento secular». Las preguntas clave para el 2018 son: cuán fuerte puede ser el impulso de la política fiscal, si el crecimiento de la inversión se mantendrá firme y si eso se traducirá en una recuperación de la productividad, así como si aumentará la inflación y cuánto.

Impulso fiscal medible

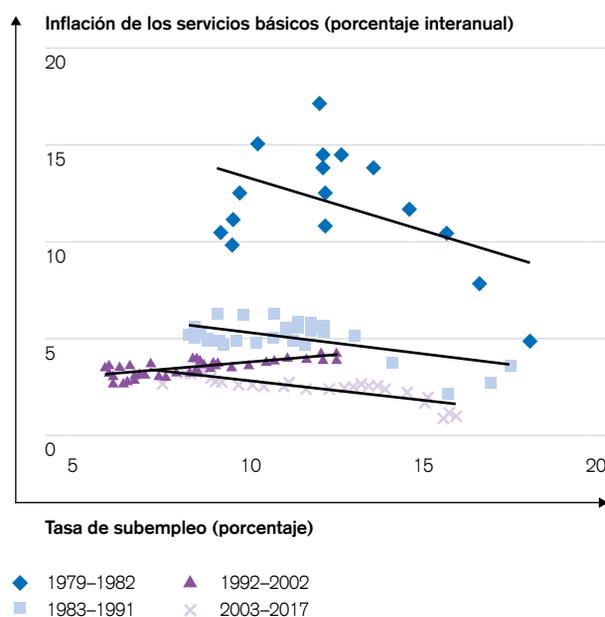
Si bien los detalles de cualquier posible cambio en la política fiscal son inciertos, parece probable que se produzcan algunas rebajas fiscales en el impuesto de sociedades y una reducción impositiva única de los bienes repatriados depositados en el extranjero. Sin embargo, su impacto en el crecimiento posiblemente sea limitado. Como parece poco factible un acuerdo bipartidista respecto a ello, así como respecto a los recortes de los ingresos, los republicanos deberán aprobarlos con su ajustada mayoría en el Senado, lo que implica la necesidad de la neutralidad de los ingresos de aquí a diez años. Sin embargo, debido a la concentración temprana de las bajadas de impuestos, es probable que el impulso fiscal sea moderado. Las elecciones de mitad de mandato de noviembre son un incentivo para proporcionar algún tipo de «regalo» tributario a los votantes. En resumen: es probable que el ciclo económico de EE. UU. se mantenga fuerte un año más.

Repunte de la inflación

Incluso a falta de impulsos fiscales, esperamos que la inflación subyacente de EE. UU. comience a aumentar en los próximos meses, impulsada sobre todo por los efectos de base debilitados que disminuyeron la inflación en 2017. El mercado laboral, más ajustado, también debería conducir a un incremento del crecimiento de los salarios. El impacto en la inflación será limitado si se recupera el crecimiento de la productividad. Preveemos un mejor panorama para el crecimiento de la productividad, puesto que la inversión empresarial debería seguir aumentando en respuesta al mercado laboral ajustado y a las perspectivas de un crecimiento más sólido de las empresas. Nuestro análisis sugiere que, al final, la expansión cíclica impulsará la inflación, como predeciría la curva de Phillips, que postula una compensación entre inflación y desempleo (consulte el gráfico). A finales de 2018, la economía de EE. UU. podría acercarse a una fase de «sobrecalentamiento», a pesar del endurecimiento de la política monetaria.

Subsiste la curva de Phillips

Tasas de subempleo e inflación de los servicios básicos durante diversos períodos



Fuente Datastream, Credit Suisse

Último dato Agosto de 2017

China: la búsqueda de la estabilidad

Durante el último año y medio, la economía de China se ha beneficiado de la recuperación mundial. Las exportaciones aumentaron de forma marcada, en parte debido a la devaluación del yuan. A escala nacional, el significativo estímulo de las infraestructuras de 2015/16 tuvo efectos positivos hasta bien entrado el 2017. Mientras tanto, la reducción del exceso de capacidad en la minería y la industria puso fin a un período de cinco años de deflación de los precios de producción y subidas de los beneficios de las empresas en estos sectores altamente apalancados. Esto alivió las preocupaciones sobre el endeudamiento empresarial, al menos de manera temporal. Dicho esto, el crédito general continuó creciendo a un ritmo algo superior al PIB nominal (consulte el gráfico).

Mayores esfuerzos para alinear el crecimiento del crédito y del PIB

Puesto que el presidente Xi Jinping fortaleció el control político después del XIX Congreso del Partido, en nuestra opinión, el objetivo de la política en 2018 tratará de pasar de estimular la economía a retener la deuda. Por lo tanto, el crecimiento podría disminuir un poco después de la sorprendente fortaleza de 2017, sobre todo porque hay probabilidades de que la consolidación en las industrias clave continúe. Debido a que existe una

economía global sólida que proporciona cierta protección a la baja, es posible que el gobierno reduzca el gasto en infraestructuras, mientras que el consumo privado y la inversión empresarial podrían contribuir más al crecimiento. Mientras los bancos estatales controlan el crecimiento del crédito, la inversión inmobiliaria y los precios pueden seguir desacelerándose. Queda por ver, sin embargo, si las autoridades permitirán que el mecanismo de mercado asuma un papel más destacado, por ejemplo, permitiendo que ocurran impagos más explícitos.

Estabilidad del yuan

La búsqueda de estabilidad de las autoridades, consagrada en el eslogan del año pasado: «buscar el progreso manteniendo la estabilidad», incluyó el endurecimiento de los controles de capital y un aumento moderado de los tipos del mercado monetario. En respuesta, el yuan se apreció en cierto modo en términos de ponderación del comercio en 2017, después de un débil 2016, y disminuyeron las presiones de la salida de capitales, mientras las reservas extranjeras comenzaron a recuperarse. Si bien es probable que la mayor parte de la configuración de las políticas más estrictas se mantenga en vigor en 2018, los controles de capital pueden relajarse de forma moderada. Teniendo en cuenta que los fundamentos chinos son bastante sólidos, no cabe esperar que esto desencadene una nueva fase de debilidad del yuan. La estabilidad de la divisa debe limitar el riesgo de acciones proteccionistas contra China, así como el riesgo de una mayor presión sobre otras divisas de mercados emergentes.

La gran brecha de crédito se ha reducido

Diferencia entre la tasa de crecimiento del crédito nominal y el PIB en China, en puntos porcentuales %



Fuente Datastream, Credit Suisse
 Último dato 3T de 2017 (PIB estimado)

Europa: crecimiento sólido, pero reformas limitadas

2017 se recordará como el año en el que el crecimiento finalmente llegó a toda Europa continental y los riesgos políticos disminuyeron, gracias a que el pro-europeo Emmanuel Macron fue elegido presidente de Francia y la canciller Angela Merkel consiguió un cuarto mandato en Alemania. En 2018, el crecimiento debería seguir siendo sólido, mientras que una alianza franco-alemana renovada podría conducir a una cooperación reforzada en la Unión Europea (UE) y la eurozona. Si bien es poco probable que las negociaciones del Brexit finalicen, la presión económica sobre el Reino Unido, así como sus fracturas políticas, sugieren un avance hacia un Brexit suave y tardío. En Italia, la estructura constitucional indica que una coalición de centro seguirá gobernando tras las elecciones que se celebrarán en primavera, a pesar de que los partidos euroescépticos son más fuertes que en otros lugares y los fundamentos económicos aún más débiles. Desde nuestro punto de vista, el riesgo de que se produzca una crisis política o la salida de Italia del euro sigue siendo limitado.

Una reorientación de los fondos limitados de la UE

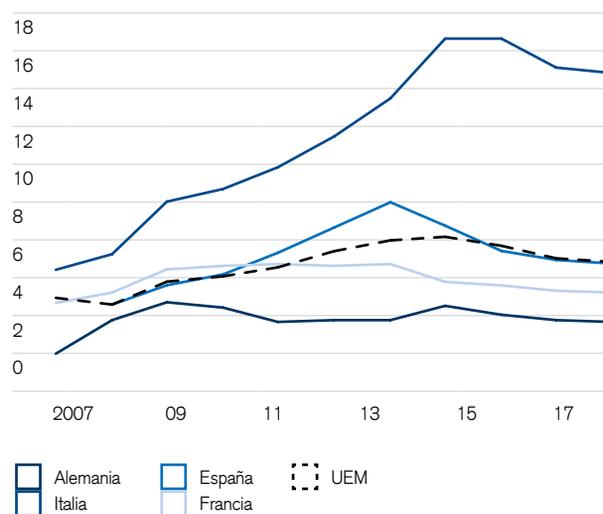
Sigue habiendo escasas posibilidades de que haya cambios fundamentales en la UE, y en particular grandes programas de gasto, teniendo en cuenta los intereses nacionales divergentes y las duras restricciones presupuestarias, exacerbadas por la salida del Reino Unido. Sin embargo, algunos temas podrían encontrar un mayor apoyo, incluida una cooperación de seguridad mejorada y el gasto en infraestructuras. La coordinación de defensa no requeriría fondos adicionales, por lo general. Incluso se podrían ahorrar costes si se combinan mejor los recursos. Teniendo en cuenta la continua preocupación por la afluencia de refugiados, también resulta probable un mayor gasto en control fronterizo y pagos a los países de origen. Algunos recortes en las subvenciones agrícolas pueden ayudar a financiar otras áreas.

Eurozona: centrarse en una mayor consolidación bancaria

Algunos temen un renovado estrés financiero en la eurozona, ya que el BCE está destinado a finalizar las adquisiciones de activos en 2018. Creemos que estos riesgos son limitados, ya que el sistema bancario es significativamente más sólido debido a la recapitalización, la disminución de los préstamos improductivos (consulte el gráfico), la consolidación y una menor exposición a la deuda soberana. Parece probable que los reguladores ejerzan presión para obtener una mayor consolidación bancaria, lo que debería impulsar aún más la rentabilidad del banco. Sin embargo, la aceleración de la garantía de depósitos común, sin mencionar una unión fiscal más amplia, parece bastante improbable a la luz de intereses políticos divergentes. Lo que resulta más factible es la eventual transformación del Mecanismo Europeo de Estabilidad en un Fondo Monetario Europeo fortalecido.

Los préstamos dudosos de los bancos de la eurozona están disminuyendo

Préstamos improductivos como cuota de mercado de los activos bancarios totales y préstamos bancarios totales pendientes (en porcentaje)



Fuente Banco Central Europeo, Credit Suisse
Último dato Agosto de 2017

Suiza: de factores de impulso nacionales a extranjeros

Gracias a un «superciclo» impulsado por un alto nivel de inmigración y un auge inmobiliario, Suiza salió más o menos indemne de las dificultades económicas después del 2007. A pesar de que el CHF es mucho más fuerte, los principales exportadores suizos, en particular el sector farmacéutico, contribuyeron a un crecimiento firme. Sin embargo, se espera que ambos impulsores clave del crecimiento, la inmigración y el ciclo inmobiliario, pierdan impulso en el futuro. La inmigración neta ya se encuentra en el nivel más bajo desde que se aprobó la libre circulación de personas con la UE en 2007. Esto refleja, en gran medida, la mejora de la situación del mercado laboral en los países de origen europeos, una tendencia que seguramente persista. En caso de que el saldo de la inmigración a Suiza caiga hasta su promedio a largo plazo, el crecimiento del PIB sería aproximadamente de 0,1 a 0,2 puntos porcentuales más bajo que en los años de máximos.

El sector residencial supondrá un lastre

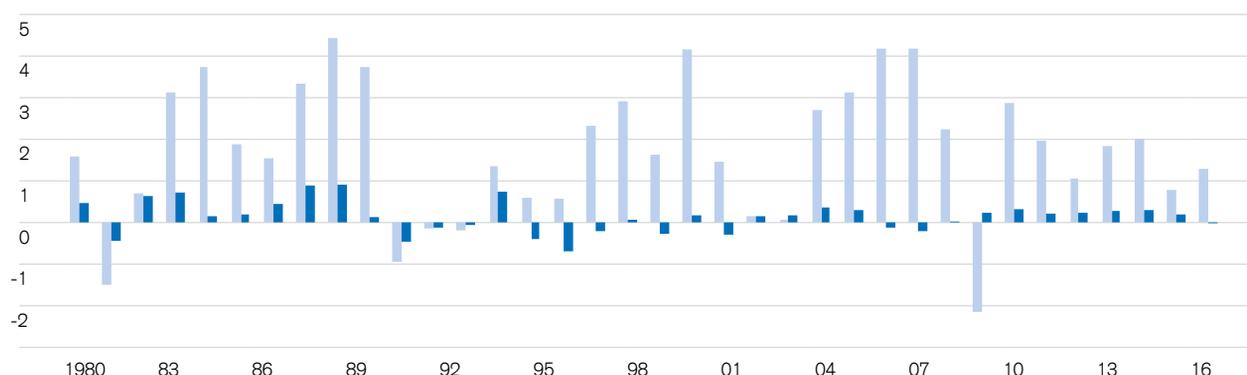
El crecimiento demográfico más débil, la deuda de los hogares alta, las condiciones más estrictas hipotecarias y el aumento en el exceso de oferta de propiedades residenciales están suponiendo un desafío para el sector inmobiliario. De acuerdo con nuestras estimaciones, en la actualidad se construyen entre 5000 y 6000 apartamentos de más cada año, lo que representa un 10% de la actividad de construcción nueva. La eliminación de ese «exceso» reduciría el PIB alrededor de un 0,5%, aunque teniendo en cuenta las carteras de pedidos completas, el sector de la construcción aún debería respaldar el crecimiento del PIB en 2018. La normalización de la actividad de la construcción y una corrección del exceso de oferta pesarán sobre el crecimiento en los años posteriores (consulte el gráfico).

Recuperación de la exportación: una compensación parcial

Los líderes de exportación suizos no son inmunes a los reveses, ya que corren el riesgo de recibir intervenciones de los gobiernos preocupados por los crecientes costes de la atención sanitaria. Sin embargo, las perspectivas generales de exportación son más favorables debido a un crecimiento más fuerte y a un CHF más débil. Dada la reducción de la demanda de divisas refugio, el CHF debería mantenerse débil. No obstante, incluso en la muy abierta economía suiza, las exportaciones representan solo cerca del 40% del PIB. Para lograr ganancias prósperas sostenibles, se necesita un mayor crecimiento de la productividad en sectores nacionales que aún están protegidos frente a la competencia y, por lo tanto, son menos eficientes.

Final del largo ciclo ascendente del mercado inmobiliario

Crecimiento del PIB real y contribuciones al crecimiento de la construcción en porcentaje interanual



■ Contribuciones al crecimiento de las inversiones en la construcción
■ Crecimiento del PIB real

Fuente Ministerio de Asuntos Económicos de Suiza (SECO), Credit Suisse
Último dato 2016

Mercados emergentes: impulso para compensar una liquidez en dólares más ajustada

Las perspectivas para 2018 de los principales mercados emergentes son bastante benignas. La previsión de la desaceleración de la tendencia moderada del crecimiento chino no debería impedir de manera significativa el crecimiento en otros lugares. La reducción de la liquidez del USD podría entrañar un mayor problema, a medida que la Reserva Federal endurece la política.

Asia: un crecimiento más sólido en la región

Las perspectivas de crecimiento son sólidas en la mayor parte de Asia. En India, la desaceleración provocada por el impacto de la política de 2016 y 2017 debería dar paso a una mejor perspectiva de crecimiento en 2018. En otros lugares, el panorama también es bastante estable. Se espera que Indonesia crezca ligeramente por encima del 5%, gracias sobre todo al consumo privado, aunque las cuentas corrientes pueden empeorar y ejercer presión sobre la divisa y la inflación. Las principales economías orientadas a la exportación, Corea del Sur y Taiwán, deberían seguir beneficiándose del repunte global y de la recuperación de la inversión de los bienes de capital empresarial y de consumo.

EMEA: beneficios de la expansión de la eurozona y precios más estables de las materias primas

En Europa del Este y Central, las perspectivas siguen siendo prometedoras, sobre todo en Polonia, la República Checa, Hungría y muchas economías pequeñas, que continúan beneficiándose de la tendencia de externalización de las empresas de Europa occidental y del repunte cíclico de la eurozona. Es probable que la economía rusa continúe su camino de recuperación y se beneficie de los precios más estables de las materias primas, así como de la baja inflación y del descenso de los tipos de interés. Las industrias de Turquía también se ven respaldadas por la recuperación europea y mundial, a pesar de la dependencia de las entradas de capital extranjero. Las perspectivas

para Sudáfrica están empañadas por la incertidumbre política, pero las fuerzas reformistas parecen estar ganando terreno.

Latinoamérica: elecciones decisivas en Brasil y México

Los acontecimientos políticos moldearán las perspectivas para Latinoamérica. Después de años de escándalos e incertidumbre en Brasil, es probable que se elija un presidente reformista que pueda llevar a cabo las reformas que tanto se necesitan y que apoye la recuperación económica. México celebrará elecciones en julio de 2018. Teniendo en cuenta el liderazgo del candidato izquierdista López Obrador en las encuestas, las perspectivas de nuevas reformas económicas nacionales son algo inciertas. Si bien las renegociaciones del TLCAN se suman a la incertidumbre, esperamos que el crecimiento de México vaya más o menos en consonancia con años anteriores. Las políticas reformistas de Argentina deberían seguir vigentes después de las elecciones legislativas de octubre de 2017.

Previsión 2018

Previsiones de crecimiento e inflación

Porcentaje interanual

	PIB			Inflación		
	2016	2017E	2018P	2016	2017E	2018P
Mundial	3,1	3,6	3,8	2,7	2,8	2,7
EE. UU.	1,5	2,2	2,5	1,3	2,1	2,1
Canadá	1,5	3,0	2,0	1,4	1,6	1,9
Eurozona	1,8	2,3	2,0	0,2	1,5	1,5
Alemania	1,8	2,2	2,0	0,4	1,6	1,6
Italia	0,9	1,6	1,4	-0,1	1,4	1,4
Francia	1,2	1,8	2,0	0,3	1,1	1,2
Reino Unido	1,8	1,5	1,5	0,7	2,7	2,2
Suiza	1,4	1,0*	1,7	-0,4	0,5	0,5
Japón	1,0	1,6	1,3	-0,1	0,5	0,6
Australia	2,5	2,2	2,5	1,3	1,9	2,0
China	6,7	6,8	6,5	2,0	1,7	2,2
India	7,1	6,7	7,5	4,5	3,5	4,5
(año fiscal)						
Brasil	-3,6	0,7	2,5	8,8	3,5	4,0
Rusia	-0,2	1,8	1,8	7,1	3,8	4,0

* Más débil que la tendencia debido a los efectos estadísticos

Fuente Fondo Monetario Internacional, Credit Suisse

Último dato 08 de noviembre 2017

Nota Las cifras globales se basan en las ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo.

E = estimación, P = previsión

Las perspectivas de los inversores de la próxima generación

Los millennials ocupan los titulares cada vez más. Pronto serán la generación dominante en la población activa de todo el mundo. Son una creciente prioridad para políticos y empresas, y determinan las tendencias como ciudadanos, empleados, consumidores e inversores.

Casi todas las semanas, las grandes empresas que tienen como objetivo satisfacer a los millennials están asumiendo el control de otras empresas emergentes o sociedades de consumo de esta generación. La electrificación de vehículos se está acelerando, no solo debido a la controversia del diésel, sino también a los consumidores millennials que demandan vehículos limpios. Creemos que en 2018 se verán muchos avances destinados a preparar la economía para la llegada de los millennials: los pasos de la próxima generación.

En Credit Suisse, atribuimos gran importancia a esta próxima generación como empleados, clientes e inversores, así como impulsores de nuevas tendencias e ideas de inversión. A diferencia de las generaciones anteriores, los millennials son nativos digitales, realmente mundiales, y están interconectados y marcados por la experiencia posmoderna de la incertidumbre y un sentido de responsabilidad colectiva. Tienen diversos puntos de vista y enfoques sobre la banca y la inversión, así como diferentes expectativas y prioridades.

Nuestro Perspectivas de inversión 2018 proporciona una plataforma para que nuestra comunidad de inversores de la próxima generación comparta sus prioridades para el próximo año, tal y como se resume en los Diez temas principales de la próxima generación. Además, los miembros de la comunidad han contribuido con artículos de «profundización» para compartir sus opiniones sobre tres de los temas.

Diez temas principales de la próxima generación

Viviendas asequibles: en muchos países, las viviendas son inaccesibles para una gran parte de la población. Debido a la urbanización y la migración, la necesidad de viviendas asequibles se está intensificando.

Educación: la educación brinda oportunidades. Hacer que la educación sea accesible para la mayoría de las personas representa un mercado extenso y en crecimiento, en el que el sector privado y la inversión con repercusiones sociales pueden desempeñar un papel junto a los gobiernos.

Genética aplicada: una expansión continua de nuestra comprensión del genoma, junto con las crecientes capacidades de edición del mismo, conducirá a nuevas terapias médicas. Estas aptitudes también se aplicarán en la industria, la agricultura y la energía.

Bienes de consumo sostenibles: bienes de consumo producidos con responsabilidad social y ambiental, teniendo en cuenta toda la cadena de suministro de bienes.

Eficiencia energética: las medidas de eficiencia energética como el aislamiento de viviendas o los sistemas eficientes de calefacción y aire acondicionado ayudan a reducir de manera significativa el consumo de energía.

IA/Robótica: el progreso en la informática de alto rendimiento, los macrodatos y el Internet de las cosas se encuentran ahora en un punto de inflexión en el que las máquinas/ algoritmos inteligentes pueden resolver problemas que anteriormente requerían inteligencia humana. Esto abre un gran nuevo mercado de TI.

Cadena de bloques: la cadena de bloques es una tecnología segura que permite a los participantes realizar transacciones sin una parte central de confianza. Por lo tanto, podría conducir a una economía más descentralizada y eficiente.

Agricultura vertical (agricultura de proximidad): rehabilitar el espacio urbano para llevar la agricultura a las ciudades, utilizando técnicas como el cultivo de plantas en capas apiladas en vertical, la agricultura en interiores o su integración en estructuras existentes.

Futuro de la relación asesor-cliente en la banca privada: la tecnología moldeará las futuras relaciones con los clientes a medida que los bancos ofrezcan servicios más holísticos, con la implementación de herramientas como el robot advice (o asesoramiento automatizado) o las aplicaciones de gestión financiera personal.

Soluciones de construcción modular: las soluciones modulares en la construcción de viviendas ayudan a reducir los costes, los residuos y el tiempo gracias a la reproducción y la eficiencia.

Eficiencia energética

El ahorro que supone la eficiencia energética tiene el potencial de superar la producción generada por cualquier fuente de combustible individual. Los sistemas de motores eléctricos representan más de la mitad del consumo actual de electricidad. De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía (AIE), la aplicación de estándares más estrictos a dichos sistemas, desde el transporte hasta la industria, reduciría las necesidades energéticas mundiales en un 30%. Sin embargo, la eficiencia energética solo se materializa una vez que se vuelve perceptible el impacto combinado de varias intervenciones pequeñas y dispersas. La llegada de las tecnologías del Internet de las cosas (IoT, por sus siglas en inglés) y los sensores mejorados han reducido el gasto inicial de capital y han facilitado la suma de los efectos de las intervenciones. Instalar una planta

industrial en línea y controlar el consumo de energía de toda la maquinaria puede reducir los costes de energía hasta un 20%. Todo comienza al reconsiderar cómo se usa la energía en un proceso de producción. Dependiendo de las condiciones iniciales, un proyecto de rediseño de la utilización del motor se amortiza en un período de cuatro a ocho meses y una modernización completa de los equipos se amortiza en un período de doce a dieciocho meses, teniendo en cuenta el ahorro que suponen las intervenciones. Estos plazos relativamente cortos ofrecen nuevas oportunidades de inversión. Por ejemplo, un fondo de deuda de modernización industrial respaldado por el ahorro tiene unas tasas de morosidad menores. Además, los nuevos modelos de negocio en los que las empresas venden caballos de potencia o metros cúbicos de aire en lugar de motores, así como compresores de aire que garantizan una alta eficiencia de los equipos, presentan mayores márgenes y flujos de ingresos constantes que las ventas de equipos únicas.

El poder de las cadenas de bloques

De modo similar a la fiebre del oro del siglo XIX, en 2017 ha habido una auténtica avalancha de tokens, debido al aumento de las ofertas iniciales de monedas (ICO, por sus siglas en inglés) y al lanzamiento de servicios descentralizados como los mercados de predicción, almacenamiento y computación. También hemos visto cómo instituciones y gobiernos se dedican a la experimentación para intentar validar supuestos tecnológicos como el rendimiento de las transacciones, la ejecución de la lógica empresarial mediante contratos inteligentes, la liquidación casi en tiempo real, etc.

2018 promete traer servicios más descentralizados, que pueden alterar a sectores tales como la banca de inversión, los seguros y los servicios públicos (es decir, energía, agua, transporte público), entre otros. Las industrias lanzarán aplicaciones piloto aprovechando el poder de las cadenas de bloques: la integridad de los datos, la «tokenización» de activos y la ejecución de la

lógica empresarial «sin confianza» que no requiere una relación de confianza previa entre las partes de la transacción. Otra cosa a tener en cuenta en 2018 son los protocolos de la capa 2, en especial para las cadenas de bloques públicas, que mejorarán la adaptabilidad y proporcionarán más flexibilidad en torno a los contratos inteligentes.

La tecnología de cadena de bloques continuará proporcionando nuevas herramientas de empoderamiento social que ofrecen un camino hacia una mayor soberanía individual. También facilitará redes de transacción de máquina a máquina. En un mundo de hogares conectados y vehículos sin conductor, la idea de permitir que las máquinas realicen transacciones de valor asegura un gran impacto.

Las cadenas de bloques descentralizadas, participativas, públicas y resistentes a la censura (como Bitcoin / Ethereum / Litecoin) continuarán mejorando y adoptando nuevos casos de uso. Sin embargo, en 2018 algunos competidores novedosos como Corda de R3 o las cadenas de bloques Hyperledger de IBM también ganarán terreno y se implementarán nuevos casos de uso para proporcionar aumentos de eficiencia con aplicaciones industriales.

Bienes de consumo sostenibles

Más allá de la agricultura animal

Según las Naciones Unidas y la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), la cría de animales como alimento es la causa principal de la extinción de especies, de las zonas oceánicas muertas, de la deforestación del Amazonas y de la resistencia a los antibióticos. Además, tiene un impacto mayor en el cambio climático que todo el sector del transporte. Según la FAO, nuestro sistema de agricultura animal moderno cuenta con inmensas deficiencias, elementos externos y vulnerabilidades incapaces de mantener la duplicación de la demanda de carne prevista para 2050.

Teniendo en cuenta dichos riesgos cuantificables, han surgido dos tecnologías paralelas y disruptivas: los alimentos vegetales y la agricultura celular. En la actualidad, se venden en todo el mundo variedades vegetales de casi todos los productos de origen animal como la carne, el queso, la leche, los huevos y el pescado. Las oportunidades de inversión en el sector privado son abundantes, ya que la creación de negocios en ese espacio está creciendo, las marcas están ganando importancia y las adquisiciones por parte de grandes empresas de consumo están aumentando. Sin embargo, una subida exponencial de la demanda de consumo y de las inversiones de los operadores tradicionales del sector representan un estímulo para la industria alimentaria vegetal. Los productores de carne, por ejemplo, están invirtiendo en «carne limpia», que a la larga podría convertirse en una industria de 70 000 millones de USD.

Abordar la desnutrición de forma sostenible

Uno de los desafíos que los líderes mundiales plantearon cuando adoptaron los Objetivos de Desarrollo Sostenible a finales de 2015 fue terminar con todas las formas de malnutrición para el año 2030. Casi 800 millones de personas en todo el mundo sufren una desnutrición crónica y más de 2000 millones padecen una deficiencia de micronutrientes, también conocida como hambre oculta. Otros 2000 millones tienen sobrepeso, de los cuales 600 millones son obesos. Mientras tanto, alrededor de 150 millones de niños menores de cinco años padecen un retraso en el crecimiento, aproximadamente 50 millones de niños de esta misma franja de edad sufren desnutrición, mientras que unos 40 millones de niños son obesos. La ONU inició el movimiento Scaling Up Nutrition (SUN), que hoy cuenta con sesenta países y reúne a gobiernos, sociedad civil, organismos de la ONU, donantes, empresas y científicos.

Las empresas pueden contribuir y desempeñar un papel importante en la nutrición abordando la alimentación y la nutrición en toda la cadena de valor, así como proporcionando soluciones alimentarias más asequibles y accesibles pero sostenibles para muchas personas. Ya se empiezan a ver iniciativas en este sentido. Las grandes empresas alimentarias ya ofrecen productos que contienen micronutrientes esenciales para ayudar a combatir la desnutrición y cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU.

Iniciativa para la próxima generación

Credit Suisse se centra en construir relaciones no solo con la generación actual que administra y genera riqueza, sino también con sus hijos, la generación más joven. Es por eso que lanzamos la Iniciativa global para la próxima generación en 2005. El núcleo de los diversos programas para la próxima generación se basa en la creación de una base de conocimiento de

los mercados financieros y la comprensión sobre cómo abordar problemas intergeneracionales dentro de las empresas familiares o las oportunidades para establecer redes de igual a igual.

Mercados financieros





En resumen

El crecimiento sostiene las acciones

A medida que el fuerte crecimiento económico impulsa los beneficios, disminuye la volatilidad y aumenta la confianza, los mercados mundiales de renta variable pueden repuntar aún más. La renta variable de los mercados emergentes y los activos de la eurozona orientados al mercado nacional, como las acciones inmobiliarias, son los más favorecidos (**página 40**). Los créditos se enfrentan a restricciones más importantes a medida que las empresas reapalancan los balances, por lo que los diferenciales deberían ampliarse en última instancia. La rentabilidad de los bonos debería aumentar, aunque sobre todo fuera de EE. UU., lo que significaría otro año débil para el dólar estadounidense.

Cuidado con los riesgos

A pesar de nuestras perspectivas optimistas a escala mundial para 2018, hay una serie de riesgos que los inversores deben tener en cuenta. Entre los principales riesgos que identificamos (**página 48**) se encuentran las políticas potencialmente contraproducentes, en especial las medidas proteccionistas, riesgos geopolíticos, como un aumento de las tensiones entre EE. UU. y Corea del Norte, o riesgos del ciclo económico, como una desaceleración inesperada en China o EE. UU. Para que los inversores protejan mejor las carteras, la diversificación sigue siendo clave.

Revisiones de la cartera para 2018

Definir la composición de una cartera de activos es el primer paso esencial para que las inversiones tengan éxito. Al fin y al cabo, más del 80% de la rentabilidad y el riesgo de una cartera está determinado por su política de inversión o asignación estratégica de activos (SAA, por sus siglas en inglés), y solo el 20% por sus posiciones tácticas y selección de valores. Analizamos los aspectos más importantes que se deben considerar cuando se realizan revisiones de cartera y definimos la SAA (**página 50**).

Temas de inversión de 2018

Cada año identificamos los principales temas de inversión para el próximo año (**página 52**). Esta vez, nos centramos en los posibles ganadores de los mercados emergentes y los beneficiarios de la revitalización continua de la eurozona en diversas clases de activos. Asimismo, indicamos la renta variable y los sectores que sacarán provecho de la recuperación de la inversión empresarial estimada y que están relacionados con nuestras supertrends a largo plazo. Además, destacamos una variedad de ideas de renta fija para inversores activos y especializados.

El crecimiento sostiene las acciones

Los mercados financieros han vuelto a resistir a las crisis geopolíticas en 2017. Con un marcado crecimiento, una inflación moderada y abundante liquidez, los tipos de interés deberían subir poco a poco. Las acciones deberían registrar mayores ganancias en 2018. Las sorpresas alcistas a la inflación representan un riesgo fundamental.

A pesar de las crecientes tensiones en la península de Corea, la renta variable mundial aumentó con fuerza en 2017, respaldada por un crecimiento sincronizado, una inflación menor a la esperada y una amplia liquidez de los bancos centrales. Creemos que el riesgo de una recesión mundial es bajo en 2018, por lo que nuestra perspectiva respecto a la renta variable es constructiva en términos generales. Es una tesis simple pero poderosa: el crecimiento aumenta los beneficios, atenúa la volatilidad y mitiga el riesgo de impagos.

Las valoraciones de la renta variable elevadas todavía no son una preocupación importante. Las métricas tradicionales, como la relación precio-beneficios, son altas, pero aún no son tan extremas como para indicar una exuberancia excesiva. Los rendimientos de los bonos a más largo plazo están afianzados por los bajos tipos de interés a corto plazo y la inflación moderada. La posible fuerza continua del crecimiento de los beneficios y la aún alta prima de riesgo de la renta variable deberían estimular las inversiones en renta variable. Mientras tanto, es probable que los tipos de interés, todavía bajos, inciten a las empresas a volver a apalancarse, lo que también favorecerá a la renta variable por encima del crédito.

A pesar de contar con un telón de fondo positivo, es posible que los mercados financieros se enfrenten a una serie de nuevos desafíos en 2018. Más importante aún, los bancos centrales de todo el mundo comenzarán a eliminar la liquidez de una manera más coordinada. Sin embargo, el volumen neto de liquidez agregado a través de los programas de los bancos centrales debería mantenerse positivo hasta la segunda mitad de 2018. En ese punto, los riesgos para los mercados podrían aumentar, en especial si aumentase también la inflación.

La convergencia mundial de los rendimientos favorece los títulos del Tesoro de EE. UU.

A medida que la Fed lleva a cabo más ajustes ante la ausencia de un rápido aumento de la inflación, es probable que las rentabilidades de los bonos estadounidenses se estabilicen. Si bien el posible anuncio de recortes en el impuesto de sociedades podría ejercer cierta presión al alza sobre las rentabilidades, en nuestra opinión, esto podría ser una oportunidad para incrementar la exposición a renta fija en EE. UU. Por el contrario, es probable que las rentabilidades en otros grandes países desarrollados se eleven según la tendencia, aunque de forma moderada, a medida que los bancos centrales se embarquen en la eliminación de la liquidez. Teniendo en cuenta la próxima disminución del programa de adquisición de bonos del BCE y el posible incremento de las expectativas de crecimiento en 2018, somos especialmente cuidadosos en lo que respecta a la deuda soberana alemana a más largo plazo y al mercado de bonos en francos suizos, claramente conectados. La deuda soberana en la periferia del euro podría tener un mejor rendimiento en términos marginales, pero los diferenciales ajustados y los riesgos políticos limitan el alza.

Valoraciones ampliadas en varios segmentos de crédito

Por lo general, las valoraciones de los bonos de las empresas mejor calificadas parecen bastante limitadas, y es probable que los emisores farmacéuticos, por ejemplo, presencien un deterioro en sus métricas de crédito al usar sus amplios saldos de efectivo para remunerar a los accionistas o para emitir bonos para financiar fusiones y adquisiciones. La exposición de alta rentabilidad de EE. UU. también debería ser selectiva y es probable que en la segunda mitad de 2018 se expanda el diferencial a medida que las empresas aumenten su apalancamiento. Un posible límite en la desgravación fiscal de los gastos financieros en EE. UU. amplificaría el deterioro de los fundamentos crediticios, incluso si esto supusiese la restricción de la emisión a más largo plazo. Si bien los índices de los mercados crediticios no financieros de EE. UU. se mantienen en niveles históricamente bajos y no anticipamos un aumento significativo de los impagos de los bonos en 2018, es probable que haya cierta presión para que los diferenciales de crédito se amplíen.

Damos preferencia a la renta variable en lugar de la renta fija en 2018, debido al crecimiento sólido y a la contención de la inflación.

Renta variable*	Rendimiento de 2017 a 02 de noviembre de 2017	Beneficios esperados en 2018
Renta variable estadounidense	17,22%	7,10%
Renta variable de la UME	17,34%	8,30%
Renta variable suiza	17,47%	10,00%
Renta variable del Reino Unido	9,30%	5,40%
Renta variable japonesa	18,87%	11,70%
Renta variable de mercados emergentes (ME)	29,41%	12,30%

Rentabilidad de los bonos	Cierre el 02 de noviembre de 2017	Previsión para finales de 2018
Rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años	2,35%	2,70%
Rendimiento del Bund alemán a 10 años	0,37%	1,00%
Rendimiento del Eidgenossen suizo a 10 años	-0,08%	0,30%

Diferenciales crediticios

Diferenciales con grado de inversión**	96,00	105,00
Diferenciales de alto rendimiento**	321,00	370,00
Diferenciales de HC de mercados emergentes***	283,00	320,00

Divisas y materias primas

EUR/USD	1,17	1,22
USD/CHF	1,00	0,98
EUR/CHF	1,16	1,20
USD/JPY	114,10	112,00
GBP/USD	1,31	1,40
Gold (USD/oz)	1276,80	1250,00
WTI (USD/bbl)	54,81	55,00

* El rendimiento y las rentabilidades esperadas corresponden a la rentabilidad total, incluidos los dividendos. Los mercados recurren a los índices MSCI país/región en la divisa local. El rendimiento de los periodos del 2.11.2012 al 2.11.2017 para dichos índices, en orden cronológico, es: MSCI USA: 26,5%, 16,7%, 5,1%, 3,6%, 24,6%. MSCI EMU: 26,2%, 5,3%, 16,7%, -5,2%, 26,6%. MSCI Switzerland: 27%, 10,6%, 4,5%, -8,2%, 23,7%. MSCI UK: 19,2%, 0,5%, 0,1%, 13%, 12,4%. MSCI Japan: 63,3%, 14,8%, 17,8%, -9,9%, 29,5%. MSCI EM: 10,2%, 6%, -3,1%, 8,1%, 27,2%

** Índice Barclays Global Agg Corporate y Global High Yield

*** JP Morgan EMBIG Div. (índice soberano)

Fuente Datastream, Credit Suisse

Último dato 02 de noviembre de 2017

Nota Estas previsiones no son indicadores fiables del rendimiento futuro.

En lo que concierne a los créditos con grado de inversión, creemos que los bonos corporativos con calificación BBB ofrecen la mejor compensación relativa al riesgo de impago histórico. Los emisores de bonos BBB también tienden a ser más defensivos en la gestión de su balance para mantener su grado de inversión. Por lo tanto, preferimos buscar la exposición a esta calificación. Las valoraciones de las empresas mejor calificadas parecen bastante generosas. Dentro de la eurozona, mantenemos nuestra tradicional preferencia por los bonos que no son elegibles en virtud del programa de adquisiciones del BCE, en particular la deuda subordinada bancaria y de seguros. La mejora de la rentabilidad y una prima de riesgo más baja en la eurozona deberían proporcionar más apoyo.

Es probable que los bonos de mercados emergentes tengan un buen rendimiento

En nuestra opinión, es probable que los bonos de mercados emergentes en moneda segura sigan teniendo un buen rendimiento. El fuerte crecimiento mundial y unos precios más altos de las materias primas sugieren que la mayoría de las economías emergentes continuarán recuperándose, mientras mejora el equilibrio externo. Esto último debería limitar el riesgo de una nueva debilidad

de la divisa. Las reformas económicas en países como Brasil y Argentina también pueden brindar apoyo. El riesgo clave para los bonos de ME en moneda segura sería un ajuste más rápido de lo esperado por parte de la Reserva Federal de EE. UU., ya que esto reduciría la liquidez y los flujos de capital, y presionaría a las divisas emergentes.

Sin embargo, los bonos en moneda local parecen menos vulnerables a este respecto, dado que los tipos reales locales son más atractivos que en los países desarrollados y la inflación parece seguir siendo moderada. No obstante, en nuestro escenario básico de un ajuste cauteloso de la Fed y de un USD algo más débil, este segmento se vería favorecido teniendo en cuenta el elevado carry y la posibilidad de nuevos recortes en los tipos de interés locales. Por ejemplo, Turquía y Sudáfrica ofrecen una prima de riesgo bastante atractiva, que en gran medida descuenta los riesgos internos. Las rentabilidades locales estimadas en Rusia también parecen favorables, mientras que las esperadas en Brasil parecen más limitadas después del fuerte repunte de 2017. Para las empresas, en general, consideramos que las valoraciones no son atractivas en relación con los créditos mundiales, sobre todo en los segmentos BBB y BB. Preferimos los mercados que ofrecen una ventaja de valoración o la posibilidad de una mayor mejora cíclica, en particular México, Turquía y Argentina.

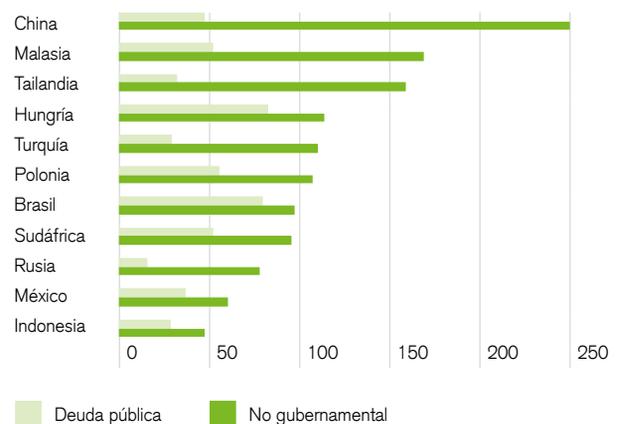
El crecimiento mundial lidera el crecimiento de los beneficios



□ Porcentaje de crecimiento de los beneficios por acción (BPS) □ Diferencia interanual en el crecimiento del PIB (escala de la derecha, puntos porcentuales)

Fuente Fondo Monetario Internacional, Credit Suisse
Último dato Octubre de 2017

Perfil de Deuda de diferentes mercados emergentes
 Deuda / PIB (en porcentaje)



Fuente IIF, Credit Suisse
Último dato T2 de 2017
Nota Deuda pública frente a deuda no gubernamental (hogares, empresas financieras y no financieras) en porcentaje del PIB.

Spotlight: Tasas de impagos

Se espera que la tasa de impagos muestre una tendencia más baja en 2018, pero la perspectiva de los diferenciales supone un desafío.

Los diferenciales de crédito alcanzaron recientemente unos niveles ajustados que no se habían visto desde antes de la crisis financiera. Excluyendo una prima de iliquidez, los diferenciales de crédito reflejan en última instancia la probabilidad de impagos y el alcance de las pérdidas en caso de quiebra, los cuales están estrechamente vinculados al estado de salud de los balances empresariales. Los acusados aumentos de las tasas de impagos y una caída de las tasas de recuperación de bonos se producen, por lo general, durante las recesiones, cuando las condiciones crediticias empeoran de manera significativa. Parece muy poco probable que se dé una recesión en 2018 y también

se espera que la tasa de impagos de los bonos tienda a la baja, debido a los balances más saludables de los emisores de materias primas. Al mismo tiempo, los fundamentos comienzan a deteriorarse en otros sectores a medida que las empresas vuelven a reapalancar sus balances. Asimismo, las tasas de recuperación de préstamos, un indicador cíclico mejor, ya están disminuyendo. A medida que avanza la debilitación de las métricas crediticias, anticipamos que los diferenciales de crédito reflejarán de manera gradual las incertidumbres de unos impagos más altos.

Tasa de impagos de los bonos y tasa de recuperación de préstamos de EE. UU. (tasas finales de doce meses)

Los préstamos garantizados tienen un rango más alto que los bonos no garantizados en caso de quiebra, ya que están asegurados por los activos



Otro año potencialmente bueno para la renta variable

En 2017, los mercados de renta variable se vieron respaldados por un entorno macroeconómico muy favorable: un fuerte crecimiento, una baja inflación y una política monetaria acomodaticia, así como una aceleración del crecimiento de los beneficios. Aunque el crecimiento de los beneficios debería mantenerse firme en 2018, es poco probable que el ritmo se acelere. De hecho, esperamos que se desacelere del 14% estimado en 2017 hasta alrededor del 10% en 2018. Esto debería continuar permitiendo unas rentabilidades totales claramente positivas de entre el 7% y el 10% en los principales mercados de renta variable en 2018.

Los mercados emergentes y Japón todavía ofrecen potencial de recuperación

A escala regional, EE. UU. podría tener un mejor rendimiento que Europa en cuanto a los beneficios. Sin embargo, las valoraciones son más favorables para las acciones de la eurozona, por lo que ambas regiones ofrecen posibilidades, desde nuestro punto de vista. El camino hacia la reforma tributaria de EE. UU. todavía parece difícil, pero podría sesgar el rendimiento estadounidense al alza gracias a unos impuestos de sociedades más bajos, así como a las desgravaciones fiscales sobre los beneficios repatriados del extranjero. Otro posible apoyo a corto plazo para la renta variable de EE. UU. podría provenir de las medidas desreguladoras del sector financiero. Las finanzas europeas deberían beneficiarse más de una combinación de mayores rentabilidades, un repunte en los volúmenes de préstamos y una continua consolidación en el sector.

Teniendo en cuenta nuestro panorama de crecimiento global positivo y que el Banco de Japón (BoJ) aún se muestra muy acomodaticio, la renta variable japonesa también debería registrar un buen comportamiento en 2018. Entre los grandes mercados de renta variable, se beneficia más generalmente de un sólido crecimiento global, aunque sufrió al principio en 2017, debido a una mayor fortaleza del yen. En vista de que es probable que el BoJ sea el último gran banco central que siga estando totalmente comprometido con la relajación cuantitativa, prevemos un entorno más favorable para la renta variable japonesa en 2018.

Por último, seguimos esperando que la renta variable de

los mercados emergentes (ME) supere a los principales mercados de renta variable avanzados. El fuerte crecimiento mundial, la estabilización continua en China y la moderación de la inflación y los tipos de interés respaldan estos mercados. Dicho esto, nos parece poco probable que se repita la marcada mejora del rendimiento que se observó en 2017. Además, como en el caso de los bonos, un endurecimiento más agresivo por parte de la Fed representaría un riesgo para la renta variable de los mercados emergentes. Sin embargo, un segmento que ha supuesto un lastre en 2017 y que tiene potencial de recuperación en 2018 son los valores de pequeña capitalización de los ME. En cuanto a la política local, vemos algunas oportunidades de reformas, por ejemplo en Brasil, aunque también algunos riesgos, como es el caso de México. Un cambio en la administración estadounidense hacia una postura abiertamente proteccionista (que no es nuestro escenario básico) plantearía riesgos para la mayoría de los mercados emergentes.

Las fusiones y adquisiciones y el capex como principales impulsores del sector

Dado que las condiciones de financiación aún son atractivas y que hay una búsqueda empresarial de oportunidades de crecimiento, esperamos que la actividad de fusiones y adquisiciones aumente en 2018. En este contexto, destacamos el sector sanitario como un sector que se beneficia de tal recuperación. La atención sanitaria sigue estando bien respaldada por tendencias estructurales como el envejecimiento y la creciente clase media de los mercados emergentes, mientras que la regulación también podría disminuir ligeramente en EE. UU. si los reguladores aceleran el proceso de aprobación de nuevos medicamentos. Teniendo en cuenta la correlación entre la atención sanitaria y la renta variable suiza, nuestra visión positiva a este sector implica un sesgo positivo a la renta variable suiza, respaldado, además, por la inversión de la tendencia, con un franco suizo más débil.

Debido a nuestras expectativas de un repunte global de la inversión en bienes de capital (capex), los sectores industriales parecen estar en mejores condiciones para beneficiarse, a pesar de que las valoraciones sean algo costosas. Otros sectores cíclicos, como el del software o los medios de comunicación, también deberían beneficiarse de un mayor gasto de las empresas. Si bien nos gusta el software debido a su fuerte crecimiento estructural, no recomendaríamos tener una visión positiva general acerca de las TI durante todo el año. El ciclo de los semiconductores está alcanzando su punto máximo y las valoraciones parecen muy costosas.

Buen potencial en el sector inmobiliario de la eurozona

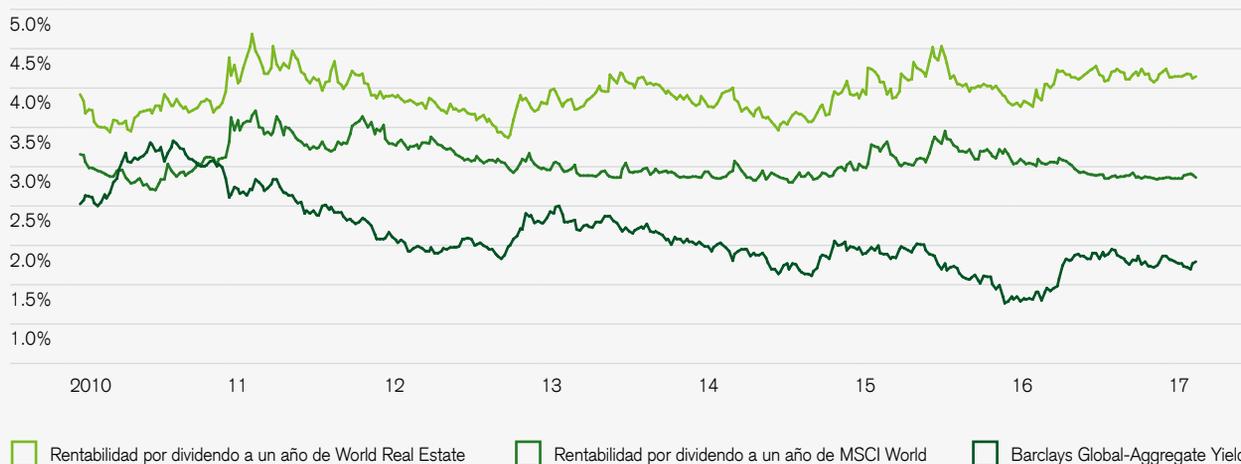
A diferencia de la renta variable y los bonos globales, en los que las rentabilidades han seguido una trayectoria descendente, las rentabilidades de los dividendos inmobiliarios cotizados se han mantenido estables y en niveles atractivos. No obstante, en algunos mercados

inmobiliarios, especialmente en EE. UU., los precios han subido con fuerza. Esto hace que dichos mercados sean vulnerables al aumento de los tipos de interés a corto plazo.

En otros mercados, sin embargo, las valoraciones son mucho más razonables y ofrecen un mayor potencial de crecimiento. Consideramos que las acciones inmobiliarias de la eurozona son especialmente atractivas en este sentido. Damos preferencia a este mercado inmobiliario, ya que se espera que siga mostrando un crecimiento tanto de los alquileres como del capital. El crecimiento del precio de las acciones deberían seguir viéndose respaldado por una mayor rentabilidad que en los respectivos mercados de renta variable y de bonos, y la capacidad de repercutir en la inflación a través de arrendamientos indexados.

Otro mercado que podría sorprender al alza en 2018 es el mercado inmobiliario del Reino Unido. Aunque se espera que las acciones inmobiliarias del Reino Unido sigan siendo volátiles, la desaceleración relacionada con el Brexit y la perspectiva de subidas de los tipos de interés del Banco de Inglaterra parecen estar bien cotizadas, mientras que los fundamentos y acciones de empresas son favorables.

Los rendimientos inmobiliarios mundiales se mantienen firmes



Fuente Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC

Último dato Septiembre de 2017

Nota Las cifras de rendimiento histórico y los escenarios de mercados financieros no son indicadores fiables de rentabilidad actual o futura.

Spotlight: El impacto de la divisa

La gestión activa de la exposición cambiaria, con una particular sensibilidad a las características de correlación, es fundamental para controlar el riesgo general de la cartera.

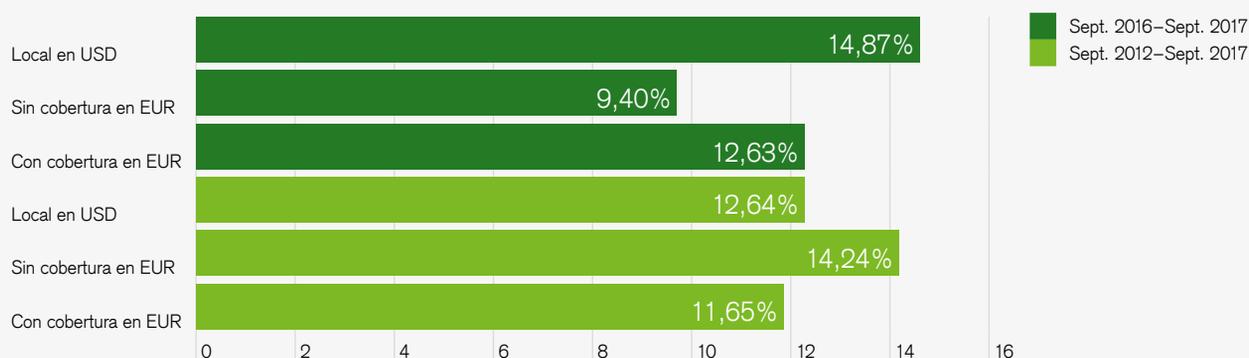
Las fluctuaciones monetarias pueden alterar de forma drástica las rentabilidades de inversión. Durante el pasado año, el S&P 500 ha devuelto casi un 15% en moneda local. Sin embargo, como consecuencia de la debilidad del dólar estadounidense en 2017, se ha reducido a menos del 10% en euros sin cobertura. Ofrecer cobertura a este riesgo cambiario habría ayudado, dejando la rentabilidad de nuevo por encima del 12%, pero debido al considerable coste de los intereses de la cobertura, no habría erradicado la pérdida. Al tomar decisiones sobre la cobertura de divisas, no solo se puede evaluar el coste de los intereses: el riesgo cambiario puede agregar o restar al riesgo total de la cartera, dependiendo de la correlación entre los activos extranjeros seleccionados y el tipo de cambio. Por lo tanto, la respuesta no siempre es simplemente cubrir el riesgo cambiario. La gestión activa de la exposición cambiaria y la sensibilidad a las características de corre-

lación son esenciales para controlar el impacto de la cartera y obtener potencial para añadir valor en relación con una estrategia pasiva.

En 2018, los inversores deberán estar atentos a estos factores de cobertura de la divisa. El aumento de los tipos de interés a corto plazo de EE. UU. mantendrá el coste de la cobertura del dólar estadounidense relativamente alto para la mayoría de los inversores que no coticen en dicha divisa. Sin embargo, tenga en cuenta que la correlación entre el valor del dólar estadounidense (frente al euro) y el mercado de renta variable de EE. UU. también ha aumentado de manera significativa desde los niveles extremadamente negativos vistos en los años posteriores a la crisis, lo cual ofrece argumentos a favor de un nivel de cobertura relativamente más alto, al menos para los inversores denominados en euros. Una vez que el Banco Central Europeo comience a subir los tipos de interés de la eurozona, aumentará rápidamente el riesgo de un aumento de la cobertura en la exposición al dólar estadounidense.

Rentabilidad promedio anualizada del S&P 500

S&P 500: diferentes rentabilidades en USD y EUR en 2017 y en los últimos cinco años



Fuente Bloomberg

Último dato 30 de septiembre de 2017

Nota Las cifras de rendimiento histórico y los escenarios de mercados financieros no son indicadores fiables de rentabilidad actual o futura.

¿Un segundo tramo de fortaleza del euro?

El dólar estadounidense resultó decepcionante en 2017, ya que se depreció debido a que el ajuste monetario de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) se retrasó en respuesta a una inflación estadounidense más débil de lo esperado. Teniendo en cuenta que la Fed realizará aún más ajustes en 2018, lo que en principio debería estabilizar el dólar, el creciente potencial de ajuste de la rentabilidad europea sugiere que el euro debería incrementar sus beneficios, aunque tal vez solo suceda en la segunda mitad del año.

El franco suizo es vulnerable a una mayor fortaleza del euro, dado que partió de una sobrevaloración en la mayoría de las métricas. Sin embargo, los sólidos fundamentos suizos sugieren que la debilidad debería contenerse, en especial antes de las elecciones italianas de principios de 2018. La libra esterlina puede seguir apreciándose mientras las negociaciones entre la UE y el Reino Unido sigan su curso y apunten a un Brexit «suave».

Puesto que el BoJ mantiene su programa de relajación, mientras que otros bancos centrales llevan a cabo ajustes, es probable que el yen japonés sea relativamente débil. Sin embargo, tal debilidad debería estar contenida por la posible función refugio del yen y su valoración relativamente barata.

Fomento de los metales en 2018, pero riesgo para el oro

En 2018 un crecimiento económico fuerte debería seguir respaldando la demanda y los precios de las materias primas. El repunte de los metales industriales en 2017 ya ha atraído un optimismo significativo por parte de los inversores, pero los precios promedio deberían elevarse aún más en 2018. Mientras tanto, el endurecimiento gradual del banco central debería frenar el precio del oro, que sigue en riesgo a medida que aumentan las rentabilidades reales. El petróleo se comercializa en torno a un margen central de 40-60 USD, con niveles de inventario que determinan hacia dónde tienden los precios.

Conclusiones para los inversores

- Gracias al firme crecimiento y al incremento gradual de las rentabilidades de los bonos, se espera que la renta variable supere a los bonos en 2018. Atención sanitaria, telecomunicaciones, industria y finanzas son nuestros sectores de renta variable predilectos.
- Es probable que el reapalancamiento empresarial conduzca a una expansión del diferencial de crédito. El BBB es nuestro segmento favorito dentro del crédito.
- Un crecimiento generoso de los beneficios y un descuento de la valoración por encima de la media en comparación con la renta variable de los países desarrollados deberían seguir respaldando la renta variable de los mercados emergentes y los mercados de bonos en moneda local seleccionados.
- Las acciones inmobiliarias se ven favorecidas en la eurozona gracias a unas rentabilidades relativamente altas, pero también a una sensibilidad cíclica.
- Una política y una expansión fiscal más estrictas por parte de la Fed pueden elevar las rentabilidades de EE. UU. a un nivel más alto, pero es probable que las rentabilidades de la eurozona aumenten más, lo que debería apuntalar el euro en 2018.
- Se prevé que las materias primas aumenten. Es probable que los metales industriales presenten un fuerte crecimiento, pero el oro es vulnerable a la subida de las rentabilidades. Seguramente los precios del petróleo se mantengan dentro del margen.

Riesgos políticos

Tensiones políticas en EE. UU.

El fracaso de la reforma tributaria estadounidense y unas tensiones políticas más intensas a nivel nacional podrían resultar muy perjudiciales para la renta variable mundial y el USD.

Cuidado con los riesgos

Riesgos económicos

Nuestra visión del escenario básico mundial para 2018 es optimista, ya que esperamos una aceleración del crecimiento generalizada. Sin embargo, lamentablemente, esto no implica que no haya riesgos.

Explosión de la burbuja de crédito en China

El incremento de los niveles de deuda empresarial en China o un impacto en la liquidez podrían llevar a una desaceleración del crecimiento o viceversa, con un fuerte impacto negativo en la renta variable y el crédito.

Riesgos geopolíticos

Intensificación del conflicto entre EE. UU. y Corea del Norte

La intensificación de las tensiones con Corea del Norte o un conflicto armado serían altamente negativos para los activos de riesgo.

Hay pocas probabilidades de que muchos de los riesgos ocurran, pero si lo hacen, es probable que tengan un gran impacto en la economía mundial y los activos financieros. Dichos riesgos de cola les recuerdan a los inversores que construir una cartera diversificada es la mejor manera de protegerse contra los imprevistos y el primer paso para una inversión exitosa a largo plazo. Nuestras casillas muestran los principales riesgos que los inversores deben tener en cuenta en 2018.

Riesgos de seguridad y ciberseguridad

Ataques terroristas a gran escala

Los ataques terroristas en una gran ciudad, comparables con los del 11 de septiembre, tendrían un gran impacto en el crecimiento y en los mercados.

Regulación del sector tecnológico

La regulación podría amenazar el modelo de negocio de las empresas de tecnología (por ejemplo, la retirada de licencias a los taxis de Uber o similares).

Problemas en los modelos de negocio

Este riesgo es particularmente tangible en el sector minorista, ya que las compras en línea aplastan a los minoristas tradicionales y al sector del automóvil, debido a que los vehículos eléctricos tienen un impacto en la rentabilidad de las empresas.

Otros riesgos

Inestabilidad europea una vez más

Un resultado euroescéptico en las elecciones italianas, un nuevo aumento de las tensiones en España (Cataluña) o un colapso de las negociaciones UE-Reino Unido («Brexit duro») dañarían los activos de riesgo europeos.

Error de política en el comercio mundial

Una guerra comercial entre EE. UU. y China o la cancelación del TLCAN sin un sustituto afectarían de manera grave a los activos de crecimiento y de riesgo, en especial en los mercados emergentes.

Recesión o sobrecalentamiento

Una desaceleración imprevista en China o EE. UU. conduciría a una brusca caída de los activos de riesgo. Un sobrecalentamiento de la economía estadounidense y un pico en los tipos de interés también tendrían efectos adversos.

Riesgos de apalancamiento

Venta masiva de bonos de alto rendimiento

Un impacto en los tipos de interés de la Fed o un aumento de los impagos podría provocar una fuerte venta masiva de bonos de alto rendimiento y préstamos apalancados, un riesgo de mercado clave.

Conflicto armado en Oriente Medio

El agravamiento en el conflicto de Oriente Medio que involucre a los kurdos, a Irak, a Turquía y/o a Irán podría afectar a los mercados emergentes y a las materias primas.

Ciberataque con interrupciones a escala mundial

Un ciberataque que interrumpiese los servicios de TI a escala mundial tendría repercusiones de calado para los mercados financieros.

Riesgos regulatorios

Pandemia

No se encuentra en el radar de los mercados mundiales en este momento, pero una gran pandemia podría afectar a las empresas individuales (por ejemplo, las aerolíneas) o al crecimiento económico general.

Epidemia de fármacos (opioides)

Aunque ya se encuentra en la agenda de la administración estadounidense, un nuevo aumento podría tener un impacto en el potencial de crecimiento de EE. UU.

Por lo que respecta a los riesgos económicos, estamos viendo avances en China y en EE. UU. en particular. Como estos países constituyen los dos pesos pesados a escala mundial, un empeoramiento de los desequilibrios económicos o unas respuestas políticas profundamente inadecuadas tendrían graves consecuencias. Si estos riesgos se materializasen, los activos de riesgo como la renta variable y los bonos con riesgo de crédito sufrirían, mientras que aumentarían los activos refugio como los principales títulos de deuda pública, el oro y el franco suizo. Entretanto, los riesgos geopolíticos siguen centrados en Oriente Medio y la península de Corea.

A escala regional, Europa todavía sufre un cierto grado de riesgo de fragmentación, que también puede afectar a los mercados. La GBP sería vulnerable si las negociaciones del Brexit fracasaran. Si los euroescépticos llegasen al poder en Italia, la deuda soberana italiana, así como las acciones y bonos de los bancos se verían afectados, y no se podría excluir un contagio más amplio. Los principales riesgos conciernen a los sectores minorista, de automoción y de tecnología. El sector de la tecnología, en particular, posee enormes cantidades de efectivo y contribuye muy poco en términos fiscales en los países donde genera ingresos, por lo que es vulnerable a la regulación. Sin embargo, esperamos que las autoridades sean menos estrictas al respecto que en el caso de la regulación bancaria tras la crisis financiera mundial.

Valor añadido mediante la confección de carteras

Después de un año sólido para el mercado financiero como el 2017 y de que la normalización de la política monetaria se esté poniendo en marcha lentamente, muchos inversores consideran que es más importante que nunca revisar la estructura fundamental de sus carteras antes de entrar en 2018.

Para alcanzar el objetivo de inversión original y satisfacer las restricciones de tolerancia al riesgo, las carteras deben confeccionarse en torno a una asignación estratégica de activos (AEA/SAA, por sus siglas en inglés) diseñada con esmero. Con demasiada frecuencia, la creación caótica de carteras da como resultado un riesgo demasiado elevado en comparación con la tolerancia real al riesgo o rentabilidades por debajo del objetivo. Tomar nuestras SAA de forma sistemática como punto de partida ha proporcionado estabilidad a las rentabilidades y un riesgo controlado en ocasiones anteriores. En EUR, por ejemplo, las rentabilidades anuales de un perfil de riesgo equilibrado (intermedio) han fluctuado entre el 3,11% y el 10,26%.

Hipótesis sobre los mercados de capitales de Credit Suisse como guía para el futuro

Las SAA se basan en las expectativas a largo plazo de las rentabilidades, volatilidades y correlaciones entre los activos. Para establecer estas expectativas, realizamos un extenso análisis anual para actualizar nuestras hipótesis sobre los mercados de capitales (CMA, por sus siglas en inglés). Las CMA abarcan alrededor de 90 activos y nos permiten evaluar de forma cuidadosa cómo optimizar nuestras SAA a través de una gama de oportunidades muy amplia. El aspecto clave de las CMA para 2018 y más adelante es que los inversores deberían anticipar rentabilidades más bajas que en el pasado en prácticamente todos los activos. Esto demuestra que las inversiones pasivas, como los fondos cotizados en bolsa que simplemente reproducen índices, pueden arrojar resultados más bajos que en el pasado. Las soluciones de inversión activa, sin embargo, pueden proporcionar importantes medios para mejorar los rendimientos.

Aspectos clave de las SAA

Todavía nos parece que, entre todos los activos, la renta variable debería ser el activo que mejor funcionase. En nuestra opinión, esto justifica asignaciones relativamente altas para la renta variable en carteras multi-activos. Incluso en un solo año, las inversiones en renta variable deben ser globales para beneficiarse de la diversificación. Esto puede conducir a un bajo rendimiento temporal frente al mercado de renta variable nacional. Con el tiempo, una inversión de capital global proporciona rentabilidades más estables.

Los títulos de deuda pública siguen siendo una fuente útil de diversificación, pero ofrecen rentabilidades muy bajas. En nuestra opinión, si bien no deberían estar completamente ausentes en una cartera bien diversificada, no se les debe dar mucho peso. En cambio, seguiríamos asignando ingresos fijos de forma amplia a bonos corporativos, de mercados emergentes (ME), high-yield y, en los perfiles especializados en renta fija, bonos convertibles. Sin embargo, la asignación a los bonos high-yield debería ser menor que en el pasado, y la asignación a los bonos de mercados emergentes debería ser mayor. En particular, deben incluirse los bonos de ME en moneda local, además de los bonos de ME en moneda segura.

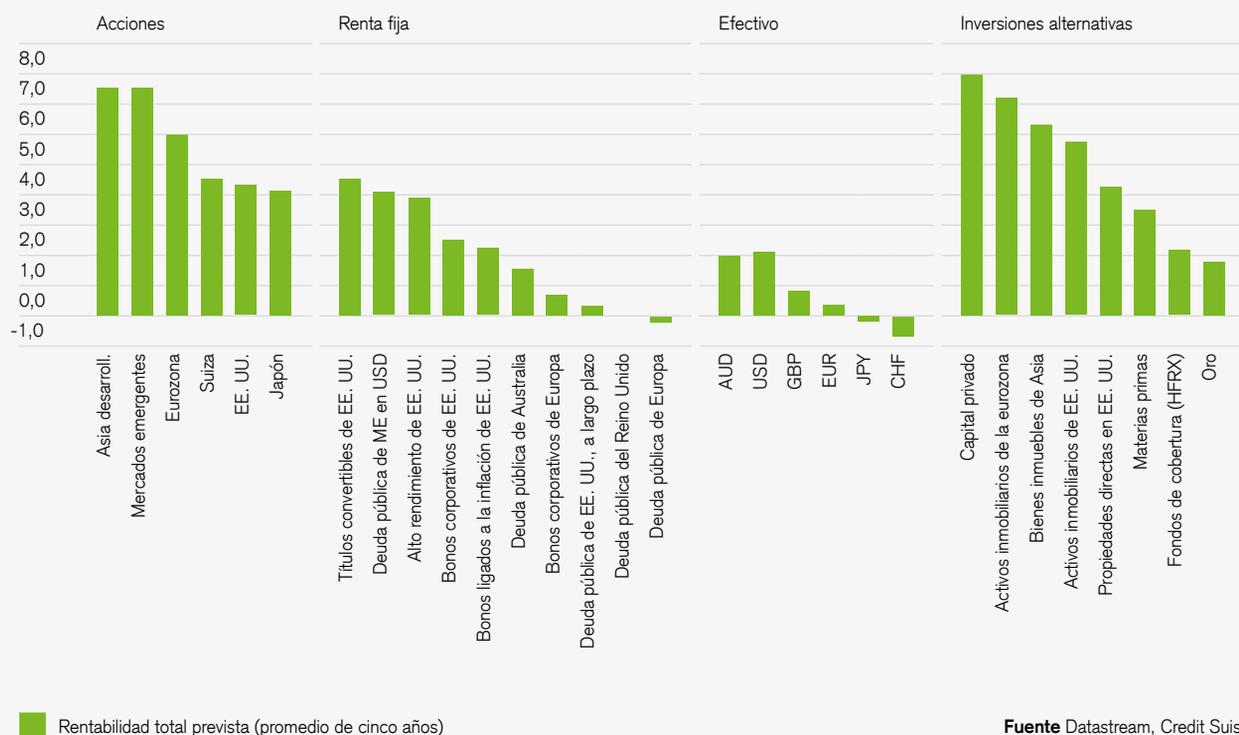
Las inversiones alternativas son una fuente adicional de diversificación y, en nuestra opinión, deberían seguir incluyendo fondos de cobertura, materias primas y bienes inmuebles. Si bien los fondos de cobertura han representado una parte dominante de las asignaciones de inversión alternativa en el pasado y, en conjunto, seguirán haciéndolo, el sector inmobiliario proporciona una fuente de rentabilidad atractiva de manera constante. En las tres principales categorías de inversiones alternativas, los bienes inmuebles merecen algo más de

peso en una SAA, a expensas de las materias primas y los fondos de cobertura. Para los inversores que pueden tolerar el riesgo de iliquidez, los activos privados como los de capital privado siguen siendo una incorporación útil.

Cuándo cubrir el riesgo cambiario

El riesgo cambiario debe analizarse de manera exhaustiva en las carteras. Creemos que los ingresos fijos, los fondos de cobertura y los bienes inmuebles deberían, en general, tener cobertura cambiaria, ya que el riesgo cambiario solo sirve para aumentar el riesgo global. La situación es menos clara en el caso de la renta variable, ya que esta a menudo está relacionada con las fluctuaciones monetarias. Por lo tanto, la cobertura sistemática a veces puede aumentar el riesgo de la cartera. Asimismo, la cobertura del riesgo cambiario no es gratuita. Por lo tanto, los beneficios de este tipo de cobertura se deben analizar en relación con sus costes. Implementar un sesgo nacional en las asignaciones de renta variable a veces puede ser la solución más rentable en estas circunstancias.

Rentabilidades totales promedio previstas (al año) durante los próximos cinco años, en puntos porcentuales %



Fuente Datastream, Credit Suisse
Último dato Septiembre de 2017

Temas de inversión de 2018

Cada año destacamos nuestros principales temas para el próximo año. Estos temas de inversión anuales se actualizan de acuerdo con nuestra House View a lo largo del año. La implementación de la inversión está garantizada con valores únicos y productos de inversión.

Tema 1: ganadores de los mercados emergentes

Los activos de mercados emergentes (ME) han tenido un rendimiento excelente en 2017. Con un entorno de crecimiento favorable, esperamos que el 2018 sea otro buen año para los ME. Sin embargo, en cuanto a los activos de otras regiones, creemos que las oportunidades se abordarán mejor a través de soluciones gestionadas de forma activa e inversiones específicas, ya que prevemos menos ventajas para los índices de referencia generales.

- Renta variable de ME: nuestra preferencia es la exposición a la pequeña capitalización en ME. La gran capitalización impulsó en mayor medida el recorrido alcista de los ME en 2017, y esperamos que la pequeña capitalización recupere terreno, ya que los fundamentos se mantienen sólidos. Asimismo, damos preferencia a la exposición al consumo interno de los ME, dado que la mejora en el crecimiento de estos se debe en gran parte a la fuerte demanda nacional. Por ejemplo, esto podría lograrse usando la renta variable que identificamos como parte de nuestra Supertrend «Sociedades indignadas».
- Carry de ME: después de una gran mejora, no prevemos que las cuentas externas de los ME vayan a progresar aún más en 2018, lo que probablemente disminuya las perspectivas de rendimiento de la deuda soberana en monedas seguras (HC, por sus siglas en inglés). Los bonos corporativos de ME son una alternativa relativamente costosa, ya que esperamos que los fundamentos se deterioren de manera gradual. Los bonos locales ofrecen rentabilidades interesantes, pero la duración podría no reflejar el potencial de revaloración de la inflación en los países principales. Sin embargo, tenemos una visión constructiva de las divisas de los ME, gracias a que los tipos reales de estos mercados son lo suficientemente atractivos como para absorber un mayor aumento de los tipos principales de los ME. En combinación con un carry aún alto para vencimientos muy cortos, esto nos lleva a favorecer los instrumentos del mercado monetario. Nuestras preferencias son la TRY, el MXN, el ZAR y el MYR, puesto que ofrecen una valoración atractiva, que ya refleja los riesgos internos.

“ La recuperación económica persistente en Europa es positiva para las monedas periféricas y el mercado inmobiliario de la eurozona.

Tema 2: revitalización de la eurozona

2017 marcó la primera ola del renacimiento de la eurozona después de las elecciones francesas. Creemos que una segunda ola beneficiará a los activos y monedas europeos específicos.

- Bienes inmuebles de la eurozona: los beneficios inmobiliarios de la eurozona provenientes del crecimiento constante de Europa se basan en fundamentos firmes y márgenes atractivos, gracias a unas rentabilidades mucho más altas que en los mercados de renta fija en EUR. Damos preferencia a los mercados inmobiliarios subyacentes y cotizados, apoyados por los fundamentos y la calidad de las carteras de las empresas cotizadas. Debido al continuo crecimiento del alquiler y del capital, los beneficios de las empresas y los valores netos de activos de la cartera podrían sorprender al alza. Las altas rentabilidades, la capacidad de repercutir en la inflación y cierta protección contra el impacto de la fortaleza del EUR también respaldan los precios de las acciones.
- Monedas periféricas (SEK, PLN): también nos centramos en las monedas de aquellos países donde la política monetaria podría endurecerse pronto y donde las valoraciones siguen siendo atractivas. La infravalorada SEK se ve favorecida, ya que la pequeña economía abierta de Suecia se beneficia de vínculos estrechos con la eurozona. El PLN también puede beneficiarse de los fuertes lazos comerciales de Polonia con las economías europeas y de una política monetaria gradualmente más estricta.
- Acciones expuestas a escala nacional: seguimos dando preferencia a las empresas expuestas a la economía de la eurozona. Creemos que la persistente recuperación de la región ofrece un mayor potencial para dichas acciones.

Tema 3: inversión empresarial

Una de nuestras convicciones más fuertes para 2018 es que la inversión empresarial finalmente se recuperará. Las empresas cuentan con grandes cantidades de efectivo, pero han sido muy conservadoras respecto a la inversión de bienes de capital y han preferido acumular o redistribuir a los accionistas por falta de visibilidad. Ahora muchos se ven obligados a invertir en áreas como la seguridad informática y los nuevos procesos de producción. Otras empresas, amenazadas por la disrupción, tendrán que adquirir o fusionarse para sobrevivir. La posible exención de impuestos de repatriación para las empresas estadounidenses podría ser un incentivo para hacerlo en 2018 en lugar de más adelante.

- Acciones de fusiones y adquisiciones: recomendamos posicionarse por un repunte en la actividad de fusiones y adquisiciones. Las fusiones y adquisiciones tienden a aumentar en esta etapa del ciclo, a medida que las empresas intentan incrementar las perspectivas de crecimiento mediante adquisiciones. Esperamos que esta tendencia sea evidente en sectores como la atención sanitaria o las telecomunicaciones.
- Beneficiarios del capex: también nos centramos en los subsectores y en las empresas que, con mayor probabilidad, se beneficiarán del aumento de la inversión de bienes de capital (capex). Los beneficiarios del capex se encuentran en sectores relacionados con las infraestructuras o en áreas de empresa a empresa. Por lo tanto, damos preferencia a los medios de comunicación y el software. El primero debe estar respaldado por un mayor gasto en publicidad, mientras que el segundo saca provecho del aumento de la inversión de las empresas en todos los sectores. En lo que respecta a las infraestructuras, la industria está en mejores condiciones para recibir beneficios.
- Fondos de capital privado expuestos a un repunte del capex: los fondos private equity son una forma de ganar exposición al tema de las infraestructuras. Algunos fondos centrados en infraestructuras e inversión serían adecuados en este contexto.

Tema 4: Supertrends de renta variable

Las Supertrends son nuestros cinco temas de renta variable de alta convicción basados en tendencias sociales exhaustivas y a largo plazo (ver en el punto de mira: Supertrends). A pesar de la naturaleza a largo plazo de nuestras Supertrends, vemos numerosos catalizadores que deberían beneficiar a las acciones relacionadas en 2018.

- Los efectos devastadores de los huracanes de otoño en EE. UU. y los esfuerzos empleados en la reconstrucción son catalizadores añadidos para nuestra Supertrend «Infraestructuras».
- Las tensiones geopolíticas y los repetidos problemas relacionados con la seguridad electrónica de las empresas respaldan el tema de Seguridad y defensa, parte de nuestra Supertrend «Sociedades indignadas».
- La tecnología es un tema en constante evolución, que incluye materias como la realidad virtual y la gestión de residuos de datos.
- Nuestros dos temas demográficos, «Economía plateada» y «Valores de los millennials», aprovechan los dos principales impulsores demográficos de muchos sectores y empresas: el envejecimiento de la población y la «mayoría de edad» de los millennials como consumidores e inversores.

Tema 5: arco iris de renta fija

El nombre poco convencional de este tema refleja la variedad de «colores» (fija o variable, duración, riesgo de crédito...) necesarios para invertir con éxito en bonos durante 2018. En EE. UU. el ciclo de subidas de la Reserva Federal está entrando en una etapa más avanzada, mientras que otros bancos centrales comienzan a normalizar las políticas. Además, es probable que los fundamentos crediticios se deterioren en 2018 a medida que las empresas vuelvan a apalancar su balance. Esto crea un entorno en el que los inversores de bonos requieren estrategias activas y específicas.

- En USD: teniendo en cuenta nuestras perspectivas positivas para los tipos USD y que se prevé el mantenimiento de unas rentabilidades más prolongadas, la duración se ve favorecida en USD. Por lo tanto, una combinación de BBB a largo plazo, BB a corto plazo y ángeles caídos selectivos es la más indicada, desde nuestro punto de vista, para una cartera de bonos en USD. Los inversores preocupados por una aceleración de la inflación también podrían agregar tipos variables empresariales con un grado de inversión estadounidense.
- En EUR: las valoraciones empresariales no financieras son excesivamente ajustadas e insuficientes para protegerlas en un entorno de normalización de las políticas del BCE. Nos centramos en los valores financieros y, en particular, en los bonos bancarios y de seguros subordinados, que deberían continuar beneficiándose en un entorno de crecimiento constante de la eurozona y de unos mejores fundamentos bancarios. Los inversores preocupados por los riesgos políticos en España e Italia quizá quieran centrarse en bonos bancarios de otros países europeos.

Spotlight: Supertrends – invertir a largo plazo

Las Supertrends son los cinco temas de inversión con una alta convicción de Credit Suisse para inversores de renta variable. Se basan en tendencias sociales exhaustivas que están determinando la política económica a escala mundial y definiendo nuevas necesidades de consumo y producción para los próximos años. Las cinco Supertrends han tenido un rendimiento muy firme desde su inicio en mayo de 2017, agregando valor a las carteras de los clientes.

Sociedades indignadas: mundo multipolar
Se basa en los esfuerzos de los gobiernos para restaurar o fortalecer la prosperidad de la clase media. Se centra en:

- Líderes nacionales
- Empresas de seguridad y defensa
- Consumidores de los mercados emergentes

Infraestructuras: subsanar las carencias
La prioridad de la política a escala mundial en la asociación público-privada después de años de infrainversión. Se centra en:

- Transporte
- Suministro de energía y agua
- Viviendas asequibles

La tecnología al servicio de las personas
Una tendencia irreversible que los reguladores analizan cada vez más. Se centra en:

- Digitalización
- Realidad virtual y aumentada
- Inteligencia artificial
- Industria 4.0
- Tecnología de la salud

La economía plateada: invertir con miras al envejecimiento de la población
La tendencia demográfica clave de la próxima década o más allá. Se centra en:

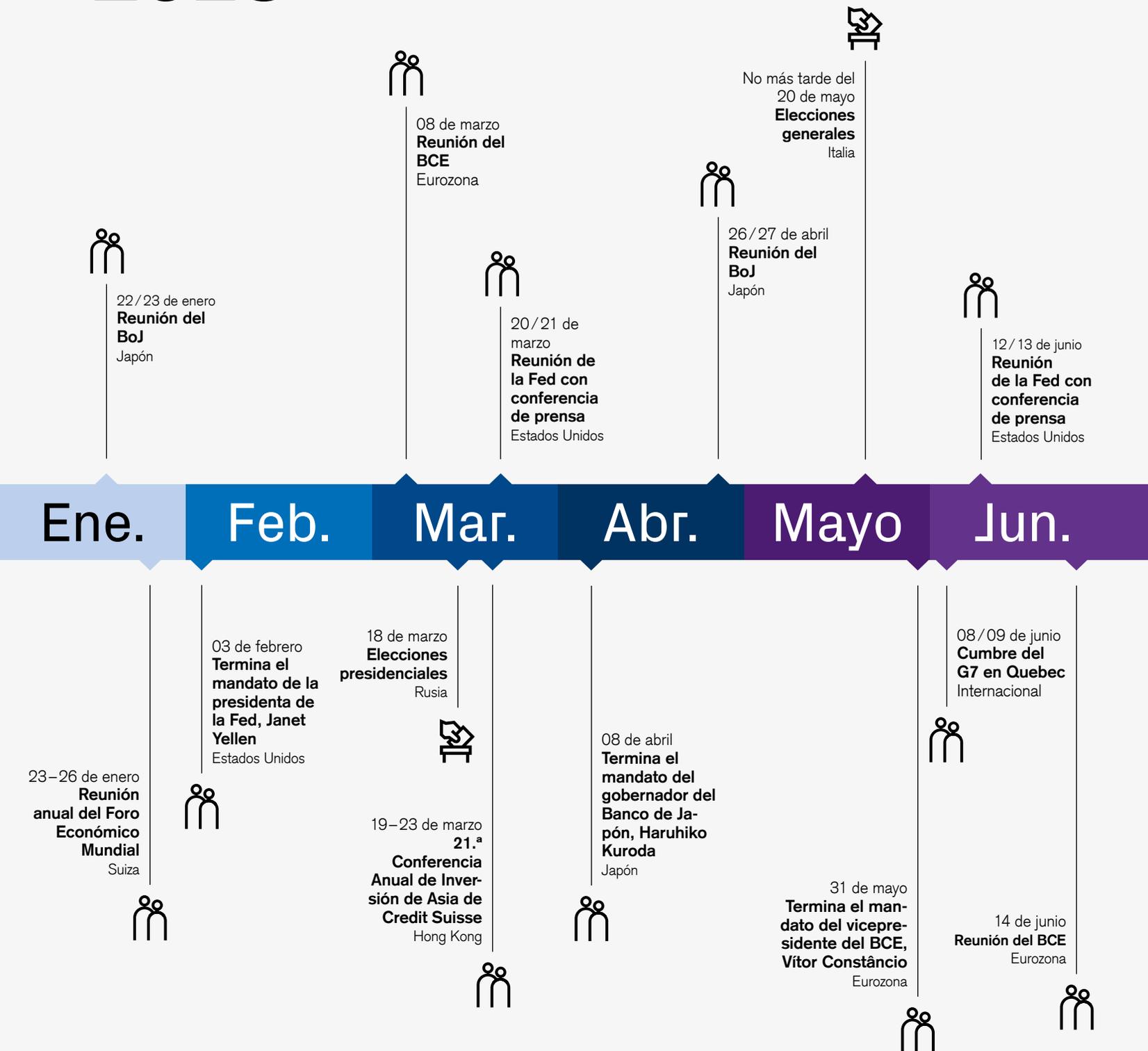
- Estilo de vida de las personas mayores
- Enfermedades de la vejez
- Inmuebles para personas mayores
- Seguros de vida/Gestión de activos

Los valores de los millennials
Tener en cuenta el comportamiento y las preferencias de los millennials, que determinan el sector. Se centra en:

- Empresas e inversiones sociales
- Energía limpia
- Nativos digitales
- Inversiones de impacto y en empresas sociales
- Diversión, salud y ocio
- Viviendas para millennials

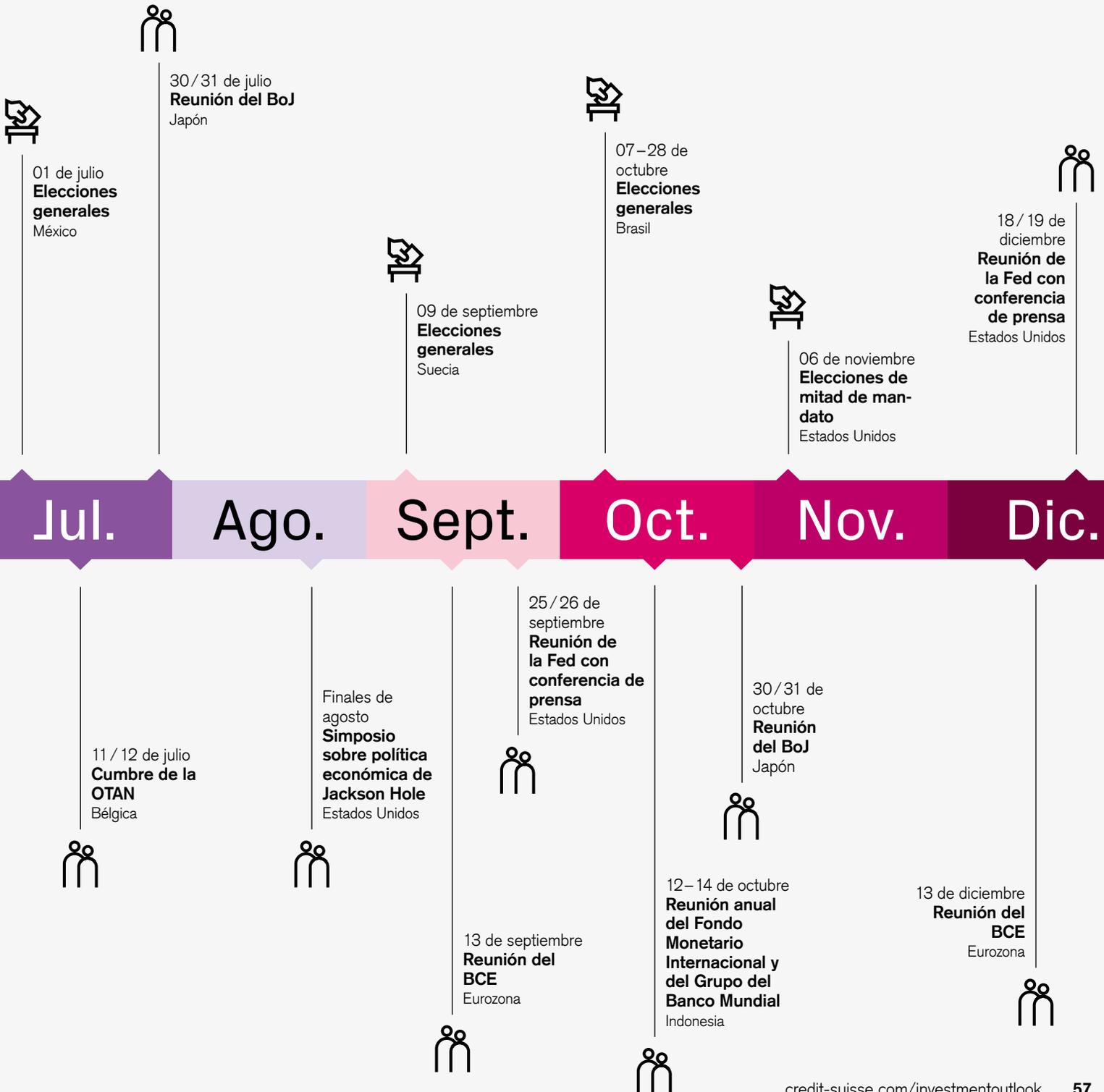
Para obtener más información sobre nuestras Supertrends, visite www.credit-suisse.com/thematicinvestment

Hitos en 2018



 cumbres y reuniones

 elecciones (presidenciales y parlamentarias)



Declaración de limitación de responsabilidad

Glosario

En el siguiente enlace puede encontrar un glosario con los términos mencionados en este informe: <https://investment.credit-suisse.com/wlglossary>

Advertencia sobre riesgos

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 especiales en el mercado de valores" de la Asociación de Banqueros Suizos en http://www.swiss-banking.org/en/home/publikationenlink/shop_popup.htm?ID=11308. En la siguiente página de Internet se describen detalladamente los riesgos de invertir en los valores citados en este informe: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

El precio, valor o rentabilidad de cualquiera de los títulos o instrumentos financieros que se citan en este informe pueden tanto subir como bajar. El valor de los títulos e instrumentos financieros se ve afectado por los cambios en los tipos de interés al contado o a plazo y los tipos de cambio, los indicadores económicos, la situación financiera de un emisor o emisor de referencia, etc., que pueden tener un efecto positivo o adverso en el rendimiento o en el precio de dichos títulos o instrumentos financieros. Con la compra de títulos o instrumentos financieros puede incurrir usted en una pérdida o una pérdida superior al principal como consecuencia de las fluctuaciones de los precios de mercado o de otros índices financieros, etc. Los inversores en títulos como los ADR, cuyos valores se ven influenciados por la volatilidad de las divisas, asumen, de hecho, este riesgo.

La inversión principal en bonos puede reducirse de acuerdo con el precio de venta, el precio de mercado o los cambios en las cantidades de reembolso. Se requiere un cuidado especial para la inversión en dichos instrumentos.

Las tarifas de comisiones para las operaciones de corretaje dependerán de las tarifas acordadas entre CS y el inversor. Para las transacciones realizadas con carácter principal-principal entre CS y el inversor, el precio de compra o venta constituirá el importe total. Las transacciones realizadas con carácter principal-principal, incluidas las transacciones de derivados extrabursátiles, se cotizarán como precio de adquisición/compra o precio de venta/oferta, en cuyo caso puede existir una diferencia o spread. Las tasas en relación con las transacciones se acordarán antes de las transacciones, de conformidad con las leyes y los reglamentos pertinentes. Le rogamos que lea detenidamente la documentación precontractual, etc. para obtener antes de la compra una descripción de los riesgos y comisiones, etc. de los respectivos títulos o instrumentos financieros.

Los valores estructurados son instrumentos complejos que normalmente entrañan un nivel de riesgo elevado y, por tanto, están destinados únicamente a inversores sofisticados capaces de comprender y asumir los riesgos asociados. El valor de mercado de una garantía estructurada puede verse afectado por las variaciones de factores económicos, financieros y políticos (por ejemplo, los tipos de interés al contado o a plazo, o los tipos de cambio de divisas), el tiempo hasta el vencimiento, las condiciones del mercado y su volatilidad, y la calidad crediticia de cualquier emisor o emisor de referencia. Todo inversor que se plantee adquirir un producto estructurado debe realizar sus propios análisis y estudios y consultar a sus asesores profesionales sobre los riesgos que conlleva tal adquisición.

Algunas de las inversiones que se analizan en este informe presentan una volatilidad elevada. Las inversiones de gran volatilidad pueden experimentar caídas repentinas y muy pronunciadas que, al materializar la inversión, pueden dar lugar a pérdidas. Estas pérdidas pueden equivaler al total invertido originalmente. Incluso, en ciertos casos, las pérdidas potenciales pueden superar la cuantía de la inversión inicial, obligándole a usted a desembolsar más capital para cubrir dichas pérdidas. Los réditos de una inversión pueden fluctuar y, consiguientemente, el capital inicialmente desembolsado para realizar dicha inversión puede ser utilizado como parte de sus réditos. Es posible que ciertas inversiones no puedan materializarse rápidamente, pudiendo resultar difícil su venta o materialización. De igual modo, es posible que resulte complicado obtener información fiable sobre su valor o el riesgo al que se encuentran expuestas. Por favor contacte con su relationship manager para ampliar cualquier información que precise.

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.

Sensibilidades

El análisis de sensibilidad se entiende como el cambio en el valor del mercado (p. ej., en el precio) de un instrumento financiero debido a un determinado cambio en un factor de riesgo o hipótesis de modelo. En concreto, el valor de mercado de cualquier título estructurado puede verse afectado por las variaciones de factores económicos, financieros y políticos (que incluyen, pero no se limitan a, los tipos de interés al contado o a plazo, o los tipos de cambio de divisas), el tiempo hasta el vencimiento, las condiciones del mercado y su volatilidad, o la calidad crediticia de cualquier emisor o emisor de referencia.

Riesgos de los mercados financieros

Los beneficios y la situación de los mercados financieros en el pasado no garantizan el 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.

Emerging markets

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 y pueden no ser adecuadas para muchos de los inversores privados. El alcance de las pérdidas debidas a los movimientos del mercado pueden ser sustanciales o incluso conllevar la pérdida total.

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. Las participaciones privadas constituyen una inversión de capital en participaciones privadas en empresas no comercializadas públicamente (es decir, no están incluidas en una bolsa de valores). Las inversiones en participaciones privadas son normalmente ilíquidas y se consideran una inversión a largo plazo. Las inversiones en participaciones privadas, incluyendo la oportunidad de inversión aquí descrita, pueden incluir los siguientes riesgos adicionales: (i) pérdida total o de una parte sustancial de la inversión del inversor, (ii) los gestores de inversión pueden tener incentivos para realizar inversiones que conllevan un mayor riesgo o especulación debido a la compensación basada en el rendimiento, (iii) falta de liquidez, ya que es posible que no exista un mercado secundario, (iv) volatilidad del rendimiento, (v) restricciones de transferencia, (vi) potencial falta de diversificación, (vii) tasas y gastos elevados, (viii) poca o ninguna exigencia para proporcionar una fijación de precios periódica y (ix) estructuras de impuestos complejas y atrasos en la distribución de información relativa a los impuestos relevante para los inversores.

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.

Exoneración general de responsabilidad / Información importante

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.

El término "Credit Suisse" hace referencia a la marca global utilizada para la comercialización y promoción de los servicios de banca de inversión, gestión patrimonial y banca privada que ofrecen las sociedades pertenecientes al Grupo Credit Suisse y sus entidades afiliadas en todo el mundo. Cada entidad jurídica del Grupo Credit Suisse se encuentra sujeta a distintos requisitos en materia de regulación, por lo que no todos los productos y servicios se encuentran disponibles en todas las jurisdicciones, o para todas las categorías de clientes. No se pretende ofrecer productos y servicios en países o jurisdicciones donde su ofrecimiento pudiera resultar ilegal conforme al correspondiente marco jurídico local.

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, por favor visite la página: http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/

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 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 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. 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. Debe remitir directamente cualquier consulta relacionada con los temas tratados en este informe o con sus inversiones a su relationship manager local o a asesores de otro tipo. 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. Credit Suisse, 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: En esta documentación no se recoge toda la información que podría usted querer considerar y en su redacción no se han tenido en cuenta su situación o circunstancias concretas. 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 para comprender las implicaciones concretas de cualquier inversión sobre su situación financiera particular. 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.

Distribución de los informes de análisis (research)

Salvo que se indique otra cosa, el presente informe ha sido elaborado y emitido por Credit Suisse AG, un banco suizo autorizado y regulado por la "Swiss Financial Market Supervisory Authority". Australia: Este informe es distribuido en Australia por Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) sólo para clientes de "Wholesale" conforme a lo definido en s761G del Corporations Act 2001. Credit Suisse AG, Sydney Branch está regulada por la Autoridad Australiana de Regulación Prudencial como sucursal australiana de una entidad extranjera captadora de depósitos (ADI, por sus siglas en inglés) autorizada ("ADI extranjera"). Como ADI extranjera, los depósitos mantenidos en Credit Suisse no están cubiertos por las disposiciones de la División 2 de la Ley Bancaria de 1959 (Cth.) titulada "Protección de los depositantes" y, en consecuencia, los depósitos mantenidos en Credit Suisse no gozan de las ventajas de las disposiciones para la protección de los depositantes de la Ley Bancaria. Baréin: Este informe es distribuido por Credit Suisse AG, Bahrain Branch, entidad autorizada y regulada por el Banco Central de Baréin (CBB) como empresa de inversión de categoría 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch tiene su domicilio en Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino de Baréin. Brasil: La información aquí contenida tiene fines meramente informativos y no es, y bajo ningún concepto debe ser, interpretada como un folleto, anuncio, oferta pública, oferta de venta de los valores aquí descritos o una petición de oferta para la compra de los valores descritos en Brasil. Cualquier oferta pública o venta de los valores se realizará únicamente si se obtiene el registro aplicable en la Comissão de Valores Mobiliários de Brasil. Ninguna invitación a ofrecer u oferta de o venta de cualquier inversión será considerada para el público en Brasil o, de ningún modo, será considerada oferta pública de valores en Brasil. En ningún caso se debe considerar la información aquí contenida como un consejo de inversión. La Comissão de Valores Mobiliários de Brasil no ha revisado el presente material. EAU/Dubái: La presente información es distribuida por Credit

Declaración de limitación de responsabilidad

Suisse AG (DIFC Branch), entidad titular de licencia expedida por Dubai Financial Services Authority ("DFSA") y 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. Francia: Este informe es distribuido por Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, y autorizado por la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en calidad de proveedor de servicios de inversión. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, cuenta con la supervisión y regulación de la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution y la Autorité des Marchés Financiers. Alemania: Este informe es distribuido por Credit Suisse (Deutschland) AG, autorizada y regulada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Guernsey: El presente informe se distribuye por Credit Suisse ag Guernsey Branch, una entidad de Credit Suisse AG (inscrita en el catón de Zúrich), con domicilio registrado en Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG Guernsey Branch es una entidad participada al cien por cien por Credit Suisse AG y está regulada por la Guernsey Financial Services Commission. Las copias de las últimas cuentas auditadas están disponibles a petición. Hong Kong: Este documento ha sido hecho público en Hong Kong por Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, que es una entidad con licencia de la Hong Kong Monetary Authority (autoridad monetaria de Hong Kong) y una entidad registrada regulada por la Comisión de Valores y Futuros. Ninguna autoridad reguladora de Hong Kong ha revisado el contenido de este material. Se recomienda actuar con precaución en relación con cualquier oferta. Si tiene dudas sobre el contenido de este material, debería recibir asesoramiento profesional independiente. Nadie puede haber emitido, o tener en su poder a efectos de emisión, ya sea en Hong Kong o en otro lugar, cualquier tipo de publicidad, invitación o material relacionado con este producto, que se dirige, o a cuyos contenidos accede o son leídos por el público de Hong Kong (excepto si se permite bajo la normativa de valores de Hong Kong), en lugares distintos a donde se haga uso o se vaya a hacer uso de este producto únicamente por personas externas a Hong Kong o solamente por "inversores profesionales", tal y como se define en la Ordenanza de Valores y Futuros (cap. 571) de Hong Kong, y cualquier otra norma creada en virtud de la misma. India: Este informe es distribuido por Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n.º U67120MH1996PTC104392) regulado por Securities and Exchange Board of India como analista investigador (n.º de registro INH 000001030), como gestor de la cartera (n.º de registro INP000002478) y como corredor (n.º de registro INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), con sede registrada en 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. 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 y también se distribuye mediante Credit Suisse AG, un banco suizo autorizado para proporcionar servicios bancarios y financieros en Italia. Los instrumentos financieros que se citan en el presente documento pueden considerarse productos complejos y, consiguientemente, no resultar apropiados para clientes particulares. Israel: El presente documento ha sido distribuido por CREDIT SUISSE FINANCIAL SERVICES (ISRAEL) LTD, autorizado y regulado por la Autoridad de Valores de Israel ("ISA", por sus siglas en inglés). 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 supeeditada a las leyes y normativas del CBL, así como a las leyes y decisiones 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. Asimismo, la CMA no ha evaluado la idoneidad de las inversiones aquí descritas para ningún inversor o tipo de inversor en concreto. Las inversiones en mercados financieros pueden entrañar un elevado nivel de complejidad y riesgo, 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 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 su conformidad con el empleo del idioma inglés. Luxemburgo: El presente informe es hecho público por Credit Suisse (Luxembourg) S. A., un banco de Luxemburgo, autorizado y regulado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Qatar: Esta información ha sido distribuida por Credit Suisse (Qatar) L.L.C., la cual está debidamente autorizada y regulada por Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bajo la licencia QFC n.º 00005. Todos los productos y servicios financieros relacionados solo estarán disponibles para los clientes comerciales y las contrapartes del mercado (conforme a lo definido por la QFCRA), incluyendo aquellos individuos que han optado por ser clasificados como cliente comercial, con activos netos de más de 4 millones de QR y que cuentan con el conocimiento, experiencia financiera y comprensión suficiente para participar en estos productos y/o servicios. Por lo tanto, la presente información no se debe distribuir ni confiar a ningún otro tipo de persona. Portugal: El presente material de marketing es distribuido en Portugal por Credit Suisse (Luxembourg) S.A. - Sucursal Portugal, que es un proveedor de servicios de inversión autorizado y regulado por la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários ("la CMVM"), y se refiere al servicio de gestión discrecional de carteras que pueda prestar Credit Suisse (Luxembourg) S.A., que es un proveedor de servicios de inversión autorizado y regulado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier ("la CSSF") de Luxemburgo. Rusia: Este documento se le entrega únicamente con fines informativos y, en Rusia, deberá ser utilizado únicamente por los destinatarios que sean inversores cualificados, tal y como se define en la legislación rusa aplicable. Настоящий документ предоставлен Вам исключительно для информационных целей и предназначен на территории России исключительно для пользования квалифицированными инвесторами, признанными таковыми в силу или в порядке, определенном применимым российским законодательством.

Настоящий документ подготовлен компанией CREDIT SUISSE AG и (или) ее аффилированными лицами (далее по тексту – "CS") с максимальной степенью тщательности и исходя из имеющейся у нее информации и мнений. При этом CS не дает гарантий относительно его содержания и полноты и не несет ответственности за убытки, могущие возникнуть в результате использования представленной информации. Мнения, выраженные в настоящем документе, принадлежат CS, относятся к моменту написания настоящего документа и могут быть изменены в любое время без предварительного уведомления. Если не указано иное, количественные данные, содержащиеся в настоящем материале, не прошли процедуру аудиторской проверки. Настоящий документ предоставляется исключительно в информационных целях и лишь для использования получателем. Настоящий документ не является предложением или рекомендацией купить или продать финансовые инструменты или банковские услуги и не освобождает получателя от необходимости делать собственные выводы. Получателю особенно рекомендуется убедиться, что представленная информация соответствует его обстоятельствам с точки зрения юридических, нормативно-правовых, налоговых и прочих последствий (если необходимо – с привлечением профессиональных консультантов). Настоящий документ не может полностью или частично воспроизводиться без предварительного письменного согласия CS. Настоящий документ не предназначен для лиц, которые в силу своего гражданства или места проживания не могут иметь доступ к указанной в нем информации в соответствии с применимым законодательством. Настоящий документ и его копии не могут отправляться или ввозиться в США, распространяться на их территории и среди лиц США (в значении, установленном Положением S Закона США «О ценных бумагах» 1933 г. в действующей редакции). Любые инвестиции подвержены риску – в частности, риску колебаний их стоимости и доходности. Инвестиции в иностранной валюте несут дополнительный риск, связанный с возможностью снижения курса соответствующей валюты по отношению к базовой валюте инвестора. Прошлые показатели доходности и сценарии ситуации на финансовом рынке не являются гарантией определенной динамики в настоящем или будущем. В показателях инвестиционных инструментов не учитываются комиссии, взимаемые при подписке и (или) погашении. Также не дается гарантий того, что описываемые инвестиционные инструменты достигнут базовых показателей или превзойдут их. Авторские права © 2017 принадлежат Credit Suisse Group AG и (или) ее аффилированным лицам. Авторские права защищены.

Настоящее сообщение (документ) подготовлено Акционерным обществом «Банк Кредит Свисс (Москва)» (далее «Банк»), кредитной организацией и профессиональным участником рынка ценных бумаг, лицензированным Центральным Банком Российской Федерации, и содержит информацию о предложениях и (или) услугах материнской компании Банка (Кредит Свисс АГ) и (или) ее аффилированных лиц. Настоящее сообщение (документ) предоставлено Вам исключительно для инфор-

мационных целей, не является и не содержит рекомендации купить или продать какие-либо ценные бумаги, производные или иные финансовые инструменты или банковские или иные услуги. Настоящее сообщение (документ) не является и не содержит оферты или предложения в значении, определенном в ст. 435 Гражданского кодекса Российской Федерации, не является и не содержит обязательства сделать такую оферту или предложение. Настоящее сообщение (документ) содержит информацию о ценных бумагах, производных или иных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов, признанных таковыми в силу или в порядке, определенном применимым российским законодательством. Настоящее сообщение (документ) адресовано и предназначено исключительно для квалифицированных инвесторов. Любые ценные бумаги, производные или иные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, могут быть приобретены Вами только в случае, если Вы признаны квалифицированным инвестором. Настоящее сообщение (документ) подготовлено Банком (его аффилированными лицами) с максимальной тщательностью и исходя из имеющейся у Банка (его аффилированных лиц) информации и мнений. Вместе с тем, Банк не дает заверений относительно его содержания и полноты и не несет ответственности за убытки, которые могут возникнуть в результате использования представленной информации. Мнения, выраженные в настоящем документе, принадлежат Банку (его аффилированным лицам), относятся исключительно к моменту написания настоящего сообщения (документа) и могут быть изменены в любое время без предварительного уведомления. Если не указано иное, использованные в настоящем сообщении (документе) цифровые показатели не подвергались аудиторской проверке. Любая покупка или продажа ценных бумаг, производных или иных финансовых инструментов, указанных в настоящем сообщении (документе), должна рассматриваться с учетом (i) условий соответствующей окончательной документации по сделке и (ii) дополнительных одобрений, раскрытия информации и согласий, предусмотренных требованиями Банка и (или) применимым законодательством. В частности, получателю рекомендуется убедиться, что представленная в настоящем сообщении (документе) информация соответствует его (ее) обстоятельствам с точки зрения юридических, регуляторных, налоговых и прочих последствий (если необходимо – с привлечением профессиональных консультантов). Любые инвестиции подвержены риску, особенно связанному с колебанием их стоимости и доходности. Следует иметь в виду, что прошлые показатели доходности и сценарии ситуаций на финансовом рынке не являются гарантией определенной динамики в настоящем или будущем. Инвестиции в иностранной валюте связаны с дополнительным риском, который заключается в том, что курс такой валюты может снизиться по отношению к базовой валюте инвестора. В показателях инвестиционных инструментов не учитываются комиссии, взимаемые при подписке и (или) погашении. Настоящее сообщение (документ) не предназначен для лиц, которые в силу своего гражданства, места регистрации, жительства или нахождения не могут получать указанную в нем информацию в силу применимого законодательства. Настоящий документ и его копии не могут отправляться или ввозиться в США, распространяться на их территории и (или) среди лиц США (в значении, установленном Положением S Закона США «О ценных бумагах» 1933 г. в действующей редакции). Содержание настоящего сообщения (документа) охраняется авторским правом. Данный документ полностью или в какой-либо его части не может быть воспроизведен, передан (в электронном или ином виде), изменен или использован в публичных или коммерческих целях без предварительного письменного согласия Банка. Copyright © 2017 АО «Банк Кредит Свисс (Москва)» и (или) его аффилированные лица. Все права защищены. Arabia Saudi: Este documento no puede ser distribuido en el Reino, a excepción de aquellas personas autorizadas conforme a las Investment Funds Regulations. Credit Suisse Saudi Arabia asume toda la responsabilidad por la exactitud de la información contenida en este documento y confirma, habiendo realizado todas las evaluaciones con el mejor conocimiento e intención, que no existen otros hechos cuya omisión pueda conducir a la interpretación errónea de la presente declaración. La Capital Market Authority no asume ninguna responsabilidad por el contenido de este documento, no realiza ninguna declaración en cuanto a su exactitud e integridad y recusa expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida con origen en, o incurrida sobre la confianza en, cualquier parte de este documento. Singapur: Este documento se distribuye en Singapur por Credit Suisse AG, Singapore Branch, que está autorizada por la Autoridad Monetaria de Singapur en virtud de la Ley Bancaria (cap. 19) para desarrollar actividades bancarias. Se ha elaborado y publicado para su distribución en Singapur a inversores institucionales, inversores acreditados e inversores expertos (según las definiciones de

cada uno de estos términos recogidas en las Regulaciones de Asesores Financieros (las "FAR", por sus siglas en inglés) solamente, y también lo distribuye Credit Suisse AG, Singapore Branch a inversores internacionales (según se define en las FAR). En virtud del estatus que usted posea bien como inversor institucional, inversor acreditado, inversor experto o inversor internacional, Credit Suisse AG, Singapore Branch está exenta de satisfacer ciertos requisitos de cumplimiento bajo el capítulo 110 de la Ley de Asesores Financieros de Singapur (la "FAA", por sus siglas en inglés), las FAR y las Comunicaciones y Directrices correspondientes publicadas en virtud de las mismas, con respecto a cualquier servicio de asesoramiento financiero que Credit Suisse AG, Singapore Branch pueda prestarle a usted. Las exenciones de cumplimiento se aplican a las siguientes leyes, entre otras: Sección 25 de la FAA (de conformidad con la regulación 33(1) de las FAR); Sección 27 de la FAA (de conformidad con la Regulación 34(1) de las FAR); Sección 36 de la FAA (de conformidad con la Regulación 35(1) de las FAR); y Secciones 25 a 29 y 36 de la FAA (de conformidad con las Regulaciones 36(1) y (2) de las FAR). Los destinatarios de Singapur deben ponerse en contacto con Credit Suisse AG, Singapore Branch para cualquier cuestión que surja de este documento o relacionada con el mismo. España: Este documento ha sido hecho público en España por Credit Suisse AG, sucursal en España, entidad jurídica inscrita en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Reino Unido: Este documento ha sido hecho público en Reino Unido por Credit Suisse (UK) Limited y Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited y Credit Suisse (UK) Limited, ambas autorizadas por la Prudential Regulation Authority y reguladas por la Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority, son entidades financieras asociadas, pero independientes jurídicamente pertenecientes a Credit Suisse. Las protecciones que la Financial Conduct Authority y/o la Prudential Regulation Authority del Reino Unido ofrece a los clientes minoristas no se aplican a inversiones o servicios proporcionados por una persona o entidad fuera del Reino Unido, ni tampoco estará disponible el Financial Services Compensation Scheme (Plan de Compensación de Servicios Financieros) si el emisor de la inversión no cumple sus obligaciones. En la medida en que se comunique en el Reino Unido ("RU") o que pueda tener un efecto en el RU, este documento constituye una promoción financiera que ha sido aprobada por Credit Suisse (UK) Limited, que está autorizada a operar por la Autoridad de Regulación Prudencial y está regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial para el desarrollo de negocios de inversión en el RU. La sede social de Credit Suisse (UK) Limited is 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 particulares 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 no estará disponible también para usted. El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales de cada cliente y puede estar sujeto a cambios en el futuro.

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 (SEGÚN EL SIGNIFICADO QUE SE CONFIERE A ESTAS EXPRESIONES EN EL REGLAMENTO PROMULGADO AL AMPARO DE LA US SECURITIES ACT DE 1933, SEGÚN PUEDA HALLARSE MODIFICADO).

Queda prohibida la reproducción, parcial o total, del presente documento sin la previa autorización por escrito de Credit Suisse. Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG y/o sus filiales. Todos los derechos reservados. 17C032A_I0

Autores

Joe Prendergast

Head of Financial Markets Strategy

Sylvie Golay Markovich

Head of Fixed Income Strategy

Tobias Merath

Investment Process

Gérald Moser

Head of Equity Strategy

Michael O’Sullivan

Regional CIO IWM

Sandrine Perret

European Strategist

Björn Eberhardt

Head of Global Macro Analysis

Sara Carnazzi Weber

Head of Swiss Sector & Regional Analysis

Claude Maurer

Head of Swiss Macro Strategy

Damian Künzi

Senior Economist

Daniel Rupli

Head of Single Securities Research, Equity & Credit

Julie Saussier-Clément

Senior Equity Analyst

Reto Hess

Senior Research Analyst

Samuel Traub

Equity Research

Agradecimientos especiales

Viola Werner

Head of IWM Marketing

Patricia Lehnherr

Head of Marketing UHNW Next Generation

Fernando Scodro

Axton Salim

Frohman Anderson

Pierre-Edouard Wahl

Impresión

Jefa de redacción

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Gerente editorial

Oliver Adler

Apoyo editorial

Christa Jenni

Christine Mumenthaler

Flurina Krähenbühl

Francis Piotrowski

Gestión de productos

Sebastian Zeuner

Camilla Damm Leuzinger

Fecha de aparición

08 de noviembre de 2017

Diseño

LINE Communications AG

Más información

credit-suisse.com/investmentoutlook

Foto:

namari/EyeEm (cubierta, p. 2); Credit Suisse (p. 4); LINE Communications AG

Ruedi Schorno (p. 9); MAGNIFIER/Adobe Stock (p. 6, 7, 14);

about.passion/EyeEm (p. 6, 7, 38, 39)

