

Investment Outlook 2020



Resistencia después de todo.

Resistencia después de todo.



Mi perspectiva

Tidjane Thiam
CEO de Credit Suisse Group AG

Es todo un placer presentar nuestro nuevo pronóstico para 2020, Investment Outlook 2020. Este año fue mejor de lo esperado para la mayoría de los inversores, considerando la incertidumbre geopolítica que prevaleció durante el período y el debilitamiento del impulso económico.

¿Qué esperar en 2020? Sabemos que es muy difícil que se solucionen los problemas que nos aquejan desde principios de 2018, ni el conflicto comercial entre Estados Unidos y China ni la incertidumbre política en Europa. Además, los inversores tendrán que seguir lidiando con tasas de interés extremadamente bajas (o incluso negativas) en los mercados de bonos. Estos son algunos de los temas importantes que consideramos en mis conversaciones con clientes y otros accionistas.

La tarea primordial y nada sencilla de los economistas, analistas financieros y estrategas de nuestro banco es exponer todos estos temas en un contexto más amplio, así como diferenciar entre lo que es de mayor o menor relevancia para empresas e inversores por igual. La suma de estos esfuerzos es un elemento central de nuestra Perspectiva oficial (House View).

A continuación se presentan los principales resultados de nuestro análisis y nuestras opiniones clave para la economía y los mercados. Confío en que nuestro análisis resulte interesante y relevante, y les ayude a planificar el próximo año.

En este orden de ideas, les deseo un 2020 próspero y resistente.

Tidjane Thiam



Índice

- 04 Carta del CEO
- 08 Editorial
- 10 Revisión de 2019
- 12 Nuestros fundamentos para 2020
- 60 Aviso legal
- 64 Imprimir



14

Economía global

- 16 Conceptos generales
- 18 Regiones

26

Clases principales de activos

- 28 Conceptos generales
- 30 Bonos y renta fija
- 34 Acciones y renta variable
- 42 Divisas y Forex

44

Otras opciones de inversión

- 46 Bienes inmuebles
- 48 Capital privado
- 50 Fondos especulativos
- 52 Materias primas

54

Estrategia de inversión para 2020

- 56 Conceptos generales
- 58 Pronósticos

Resistencia después de todo

Michael Strobaek Jefe Mundial de Inversiones
Nannette Hechler-Fayd'herbe Jefa Mundial de Economía e Investigaciones y Directora General Regional de Inversiones del IWM

Los eventos imprevistos y sorprendentes que le dieron forma a 2019 seguramente impactarán al mundo en 2020. Con tanta incertidumbre, es muy importante que los inversores creen carteras resistentes.



Aunque disminuyan la guerra comercial entre EE. UU. y China y la incertidumbre del *Brexit* (la salida del Reino Unido de la Unión Europea), es poco probable que el año 2020 esté libre de contratiempos: está latente una campaña presidencial polarizada en EE. UU., existe presión sobre los márgenes de ganancia operativa, la deuda corporativa es alta, y habrá menos recortes de las tasas de interés por parte de los principales bancos centrales, sin mencionar los acontecimientos políticos inesperados: todo esto, de tiempo en tiempo, pondrá a prueba la calma de los inversores.

En general creemos que la economía global y los activos de riesgo seguirán mostrando una firme resistencia ante estos desafíos. Después de todo, este es el mensaje que pretende captar el título de la publicación de este año, «Resistencia después de todo».

Esperamos un crecimiento económico moderado en 2020, también rendimientos más bajos que en 2019; por otro lado, nos parece poco probable una desaceleración grave del mercado o incluso una crisis financiera. Observamos una serie de desequilibrios en diversas economías y sectores, pero ninguno de ellos parece lo suficientemente grave como para desencadenar dicha crisis. Por el contrario, el progreso tecnológico sigue tan veloz como siempre, y lo que es más importante, los políticos y las burocracias responsables seguirán brindando apoyo.

En las páginas a continuación se muestran los elementos clave de la House View de Credit Suisse para 2020. Hicimos esfuerzos para brindar una guía coherente y bien estructurada en las clases de activos, mercados y sub-segmentos más importantes. Sugiere que los inversores que tienen carteras bien diversificadas, orientadas al rendimiento adicional, seguirán obteniendo beneficios saludables. Por otro lado, la sostenibilidad tiene cada vez más relevancia para los inversores, ya se ha convertido en un factor muy importante para los votantes y consumidores de todo el mundo.

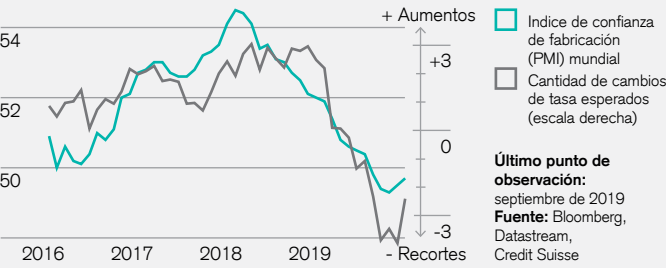
Esperamos que esta publicación le sea de utilidad y le deseamos que el próximo año esté lleno de éxito.

Mercados que desafían la falta de crecimiento

La Fed se ajusta a medida que la fabricación mundial se debilita

El crecimiento global y la opinión del sector de fabricación (el Índice de confianza de gerentes de fabricación, en inglés, PMI) decayeron desde que EE. UU impuso aranceles por primera vez a China y otros países. Los problemas en el sector automotriz alemán solo agravaron la debilidad. No obstante, gracias mayormente a los recortes de impuestos de 2018, se mantuvo la economía de EE. UU. y la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) proyectó aumentos constantes de tasas para 2019. Después de que las acciones se corrigieron de forma repentina a finales de 2018, la Fed cambió su curso, buscando la flexibilización monetaria.

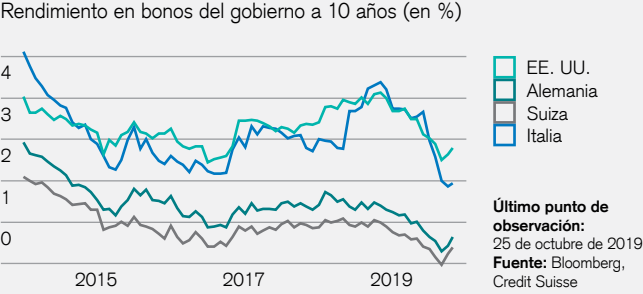
Las tasas siguen a la fabricación



Los bonos aprecian en todos los mercados

Las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. bajaron drásticamente, aunque no a los mínimos generados después de la crisis financiera, a causa del temor a una recesión mundial. En Alemania y Suiza, los rendimientos tuvieron bajas históricas, ahora todos han caído por debajo de los niveles japoneses. A pesar de un nivel de deuda mucho más alto, la recuperación también alcanzó a Italia cuando el gobierno desistió de su postura anti-euro y anti-Bruselas. También cayeron en menor nivel los rendimientos de los bonos de mercados emergentes.

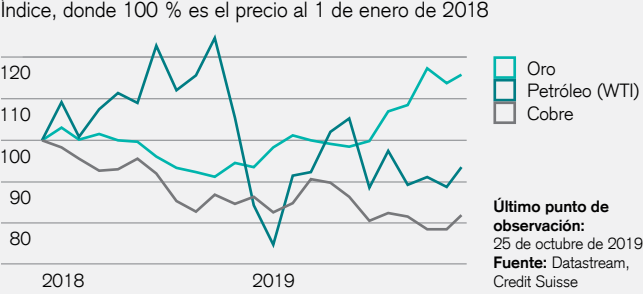
Los rendimientos caen en picada a mínimos nunca antes vistos



Materias primas: Caminos divergentes

Los aranceles impuestos por EE. UU. a China y la desaceleración de la fabricación mundial influyeron en los precios de los metales industriales, como el cobre. En cuanto al petróleo, a principios de 2019 los precios se recuperaron cuando la Organización de Países Exportadores de Petróleo intentó restringir el suministro. No obstante, los precios volvieron a debilitarse debido a la ralentización de la demanda. Mientras tanto, los precios del oro se recuperaron gracias a las bajas tasas de interés.

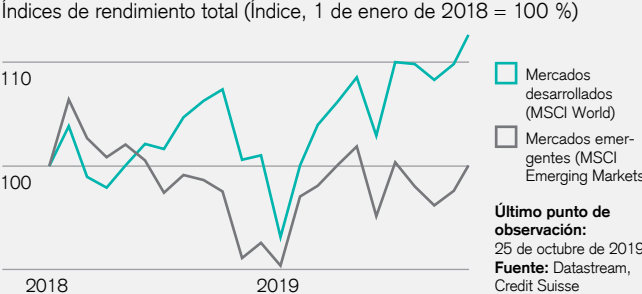
El oro supera a los productos cíclicos



Acciones: la cima está por determinarse

A principios de 2019, los principales mercados de acciones se recuperaron en gran medida luego de su retroceso a finales de 2018, impulsados por el cambio de la Fed hacia políticas de alivio monetario. La recuperación se estancó temporalmente a mitad del año debido a las crecientes inquietudes sobre la economía global. Las acciones de los mercados emergentes (ME) también se recuperaron. Pero se desconoce aún si ha terminado el desempeño menor frente a los mercados desarrollados que comenzó con la guerra comercial entre Estados Unidos y China a principios de 2018.

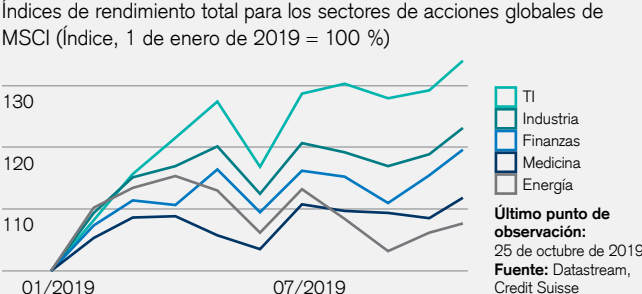
Los mercados emergentes por debajo de los desarrollados



Sectores de acciones: ganancias generalizadas

Todos los principales sectores de acciones participaron en el alza a principios de 2019, pero solo las Tecnologías de la información lograron sostener y mejorar sus ganancias de forma importante. En contraste, las inquietudes de la demanda y la baja de los precios del petróleo limitaron al sector de energía, mientras que el debate sobre los precios de los medicamentos en los EE. UU. afectó al sector de la atención médica. Con la demanda debilitada de fabricación, es sorprendente que el sector industrial se haya mantenido tan bien. Las finanzas tuvieron un rendimiento ligeramente inferior al de MSCI World, ya que las curvas de rendimiento planas o invertidas perjudicaron las ganancias.

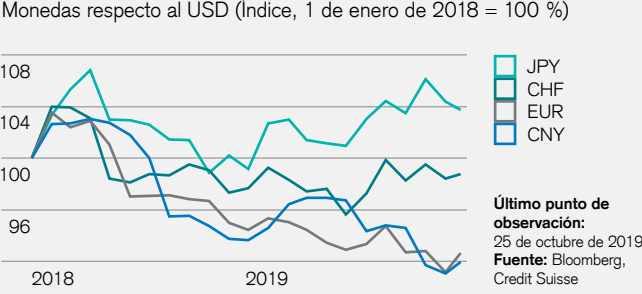
La informática sigue en la cima



El USD sigue fuerte

Después de las ganancias de 2018, el USD se siguió fortaleciendo ante casi todas las monedas principales, respaldado por un mejor crecimiento de EE. UU. y la ventaja (restante) de las tasas de interés. Solo el JPY volvió a ganar ante el USD, ya que el Banco de Japón no bajó las tasas. China permitió que se devaluara el CNY para compensar parte de la presión relacionada con los aranceles. Esto generó presión a otras monedas del ME, además de los recortes de las tasas locales, solo el MXN se mantuvo en su nivel, ya que el país firmada un nuevo acuerdo comercial con Canadá y EE. UU.

La guerra comercial lleva a la baja al EUR y al CNY



Perspectiva oficial de Credit Suisse

“ No se vislumbra una recesión gracias al constante soporte que brinda la política monetaria, el amplio crédito, cierta mejora fiscal y los bajos precios del petróleo.

Geopolítica

Nuestro mayor supuesto es la disminución en el conflicto entre Estados Unidos y China, pero la incertidumbre sigue siendo alta. La campaña electoral presidencial de los Estados Unidos será muy polarizada y afectará la opinión de los inversores. Los riesgos políticos en Europa deberían mitigarse a medida que decrece la incertidumbre sobre el Brexit.

Crecimiento económico

El crecimiento económico global seguirá a un paso lento, tendrá solo una pequeña recuperación en los gastos corporativos de capital (CAPEX) y el comercio. Sin embargo, es poco probable una recesión gracias al respaldo constante de las políticas económicas monetarias, la disponibilidad amplia de crédito, cierto grado de alivio fiscal y los bajos precios del petróleo.

Inflación

La inflación parece mantenerse muy por debajo del objetivo del 2 % de los bancos centrales en Europa y Japón, mientras que debería disminuir en China y otros mercados emergentes (ME). Por otro lado, es probable que rebase el 2 % en EE. UU., al menos por un tiempo.

Tasas de interés

Esperamos que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) no actúe hasta que pase el tercer recorte de tasas en octubre de 2019. El Banco Central Europeo (BCE) también mantendrá sus tasas actuales mientras busca la ampliación monetaria cuantitativa (quantitative easing, QE). El Banco Nacional Suizo (BNS) debería poder evitar recortes de tasas, pero quizá deba intervenir en el mercado de intercambio de divisas. Es posible que continúen los recortes de tasas en varios ME.

Ingresos fijos

Los bonos principales del gobierno podrían, en su mayoría, generar rendimientos negativos, excepto en EE. UU. Los diferenciales de rendimiento estrechos implican la reducción de los rendimientos de los bonos de grado de inversión en los mercados desarrollados (MD). Se esperan rendimientos fuertes en la mayoría de las deudas en divisas fuertes de los ME, con grandes retornos, a pesar de su volatilidad, en algunas deudas en divisas locales de los ME locales y de los mercados fronterizos. La deuda financiera subordinada en los MD sigue siendo atractiva.

Acciones

Considerando el contexto actual de crecimiento limitado en las ganancias y curvas casi planas de rendimiento de renta fija, es probable que los rendimientos en los mercados más importantes de renta variable alcancen un solo dígito. Las acciones de los ME se pueden recuperar si la guerra comercial disminuye, y las acciones de empresas financieras deberían beneficiarse si las curvas de rendimiento se intensifican. En un entorno de bajo rendimiento, las acciones con dividendos sostenibles serían una inversión ideal.

Bienes raíces

La mayoría de las inversiones en bienes raíces deberían seguir generando rendimientos positivos moderados. Preferimos los bienes raíces de inversión directa, en los que las tasas de interés más bajas no parecen reflejarse del todo en el precio.

Productos básicos

A menos que empeoren los conflictos entre Irán y Arabia Saudita, es probable que los precios del petróleo sigan moderados. Todo indica que las tasas de interés tan bajas seguirán respaldando al oro.

Forex

En un inicio, el USD debería mantenerse, pero el EUR debería ganar en el segundo semestre a medida que se recupere la Eurozona. El CNY podría depreciarse un poco más frente al USD por debilidad interna. El GBP ganaría mucha fortaleza con la solución del Brexit. Nuestro supuesto básico es que se mantendrán las tasas de intercambio actuales del CHF y el JPY.



Economía global

Crecimiento moderado, pero sin recesión

Esperamos un crecimiento global lento de solo 2,5 % en 2020, casi sin cambios desde 2019, pero gracias a las políticas macroeconómicas de apoyo, una recesión aún es poco probable. Reducir la tensión de la guerra comercial será muy importante para este escenario.

El año pasado fuimos testigos de la importante caída en la fabricación y el comercio a nivel mundial, la exportación a nivel mundial cayó alrededor del 2 %, la caída más baja en décadas fuera de los periodos de recesión.

Más que comercio

La imposición de aranceles por parte de EE. UU. a China y las represalias de China, sin duda, contribuyeron a este período de baja, pero la desaceleración interna en China – a causa del aumento de la cautela en los hogares y las restricciones de créditos – también jugó un papel clave. Las bajas ventas de automóviles en Alemania empeoraron la caída de la fabricación. Con tanta incertidumbre, el gasto de capital corporativo global (gasto de capital) también se desaceleró de manera importante.

Por otro lado, el sector de servicios se vio un poco debilitado, pero sigue creciendo en la mayoría de los países. Gracias a que el sector de servicios es el empleador más grande en los países desarrollados, así como en muchos mercados emergentes, la demanda de mano de obra continuó creciendo y los salarios han aumentado, aunque gradualmente. Gracias a ello, la opinión y el gasto del consumidor se mantuvieron relativamente sólidos.

El camino a la recuperación en 2020

Se pronostica que la fabricación toque fondo en el primer semestre de 2020, más que nada por el ciclo de inventario natural. Al disminuir la desaceleración de la fabricación, también disminuye el riesgo de que la baja «infecte» el sector de servicios. La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) en el transcurso de 2019 ha ayudado a impulsar el crédito, especialmente para los hogares estadounidenses, gracias a su política de flexibilidad. Este apoyo se mantendrá en 2020, y si bien no esperamos más recortes de tasas, debería respaldar, por ejemplo, las compras de viviendas y otros gastos de consumo.

Los recortes de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal también aliviaron las restricciones sobre los mercados emergentes que dependen del financiamiento del USD. Gracias a que la inflación está disminuyendo, los bancos centrales de varios países deberían poder reducir aún más las tasas de interés. En Europa, esperamos que la política fiscal se torne más flexible poco a poco, lo que debería apoyar la tasa de crecimiento en la región. Sin embargo, una clave para la recuperación será al menos una solución parcial para la guerra comercial. Reducir los aranceles mejora la rentabilidad y la opinión tanto en los EE. UU. como en China, esto debe ayudar a reactivar los gastos de capital.

Principales riesgos a nivel mundial

El mayor riesgo es que el daño causado por la guerra comercial afecte al 2020. Existen otros riesgos geopolíticos, especialmente el aumento de tensiones en el Medio Oriente que, aunque sigue latente, es menos probable que se materialice. Específicamente, no esperamos que la economía mundial se vea afectada por un cambio sorpresivo en el precio del petróleo, más bien creemos que los precios del crudo se mantendrán bajo presión debido al exceso de oferta.

Incluso si surgiera un acuerdo comercial, parece probable que la economía de China siga desacelerándose, al menos en el primer semestre de 2020. La elevada deuda hipotecaria junto con la incertidumbre laboral frenarán el gasto de los consumidores, mientras que los responsables de las políticas aún serán cautelosos con respecto a las medidas de estímulo. La desaceleración del crecimiento en China continuará limitando el potencial de recuperación de sus principales socios comerciales en la región. Si la tensión crece en Hong Kong, producirá un riesgo bajista.



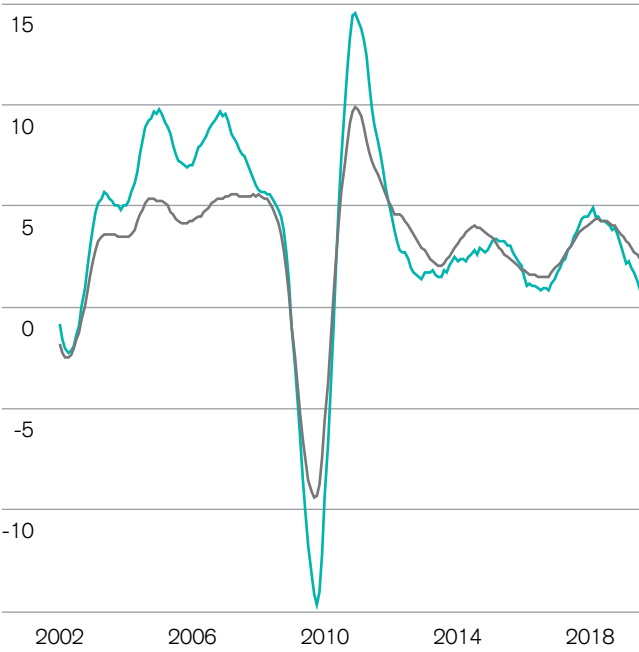
De flexibilización cuantitativa (FC) a la Teoría Monetaria Moderna (TMM)



Para más información:
credit-suisse.com/mmt

Por otro lado, EE. UU. podría enfrentarse una elección inusualmente polarizada, lo que podría afectar de forma negativa el sentimiento de las empresas y los consumidores. Otro riesgo es el hecho de que la inflación más alta de lo esperado aumente el temor a la estanflación. Si esto sucede, la Fed tendría que limitarse en su proceder. Los rendimientos de los bonos podrían aumentar mucho, provocando un aumento general en las restricciones financieras.

Más adelante analizaremos las perspectivas para 2020 en cada país y región, nos centraremos en el supuesto básico y en los riesgos.

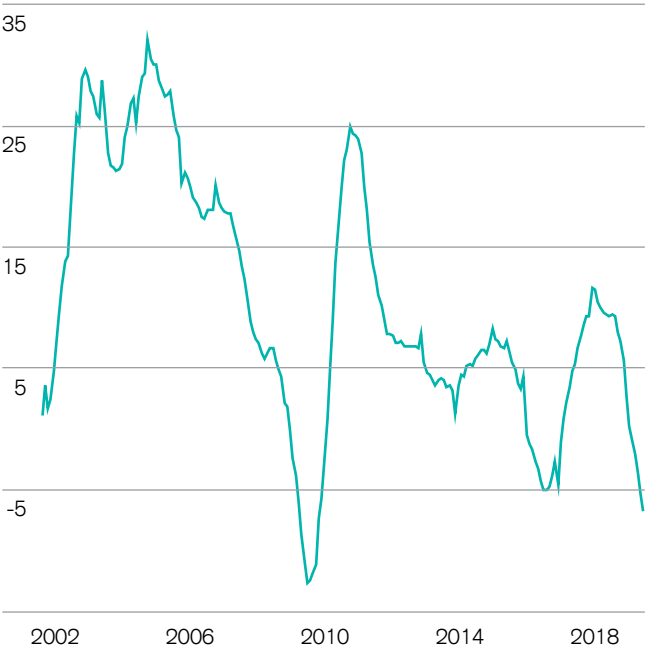
Recesión en la fabricación y el comercio mundial
Cambios interanuales (en %, promedio móvil de 12 meses)



 Volumen del comercio  Producción industrial

Último punto de observación: agosto de 2019
Fuente: Datastream, Credit Suisse

Las importaciones de EE. UU. desde China bajan drásticamente
Cambio interanual (en %, promedio móvil de 12 meses)



Último punto de observación: agosto de 2019
Fuente: Datastream, Credit Suisse

EE. UU.

Evadiendo la recesión

Crecimiento: esperamos un crecimiento lento del producto interno bruto (PIB) para la economía estadounidense en 2020 (1,8 %), junto con el riesgo elevado de recesión (probablemente del 20 % al 30 % en los próximos 12 meses) y una inflación básica elevada, al menos al comienzo del año. El crecimiento del empleo será moderado, pero el aumento en los costos laborales seguirán afectando las ganancias de las empresas. La buena noticia es que el sector de fabricación

podría recuperarse si Estados Unidos y China reducen los aranceles. Sin embargo, la eliminación total de los mismos es poco probable y la guerra comercial se puede intensificar en otras áreas. Por otro lado, si EE. UU. implementa aranceles sobre los automóviles europeos y Europa toma represalias, la afectación sería para los productores europeos y para los consumidores estadounidenses.

A qué prestar atención: Después de reducir las tasas de interés tres veces en 2019, nuestro supuesto básico es que la Fed espere y no actúe. No obstante, otro recorte en las tasas es más probable que un alza en 2020, y la Fed podría aumentar las compras de activos. Si bien una recuperación de la industria de fabricación, y la escasez de mano de obra que impulsa la inflación, en principio, favorecen un aumento en las tasas, un cambio de tasas cercano a las elecciones no parece probable.

China

Consumidores cautelosos

Crecimiento: probablemente el gobierno reduzca su objetivo de crecimiento al 5,9 %, y las cifras reales queden por debajo de ese objetivo. Además del constante impacto de los aranceles estadounidenses, la presión que ejerce la deuda en bienes raíces, la inseguridad laboral y la debilidad en los mercados financieros locales pueden restringir el gasto del consumidor nacional. Una inquietud clave sigue siendo la poca eficiencia en la asignación de créditos,

y el sector de fabricación seguirá bajo presión debido a la constante sobrecapacidad y las desventajas competitivas en algunos sectores. Sin embargo, suponiendo que la disputa comercial con los EE. UU. se reduzca y se tomen medidas de estímulo moderadas, la disminución del crecimiento económico será limitada.

A qué prestar atención: El gobierno chino podría anunciar un gasto fiscal adicional para 2020

a finales del primer trimestre. Si se tiene un margen fiscal mayor, las autoridades podrían confiar menos en los bonos para fines específicos y más en los gastos directos que soporten el crecimiento, al menos hasta tener más visibilidad respecto a las elecciones de 2020 en EE. UU. y la política comercial estadounidense en el futuro. En caso de que la guerra comercial se intensifique, es probable que las autoridades chinas limitarán cualquier depreciación del CNY.

Eurozona

Más apoyo fiscal

Crecimiento: esperamos un crecimiento del PIB de 1 %. Si Estados Unidos y China reducen su disputa comercial, la Eurozona se vería menos afectada, especialmente Alemania; se podrían restablecer las exportaciones y la producción industrial. Dada la resistencia de la demanda interna y la fuerza del mercado laboral de la Eurozona en 2019, eliminar esos contratiempos debería permitir que se fortalezca gradualmente el crecimiento del PIB de la Eurozona. Además, la resistencia

del crecimiento del crédito respaldaría la expansión económica continua. Es poco probable que la política monetaria mejore aún más en la Eurozona, pero las decisiones del BCE tomadas en septiembre de 2019 (reducción de tasas y reanudar las compras de activos) ya han generado condiciones levemente favorables.

A qué prestar atención: El nuevo liderazgo de la Unión Europea (UE) y el Banco Central Europeo (BCE) podrían generar

un nuevo impulso político. En concreto, 2020 podría marcar el primer año de expansión fiscal de la Eurozona en más de una década. Además, la Comisión Europea podría interpretar más benévola-mente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que permitiría a Italia y otros países flexibilizar aún más la política fiscal. El mayor de todos los riesgos es la continuación de la guerra comercial y la posibilidad de extenderse a Europa, así como un Brexit sin acuerdo previo.

Japón

El impulso de las Olimpiadas

Crecimiento: en 2020, la economía japonesa podría desacelerarse un poco (PIB al 0,4 %), pero el cambio que se espera en el sector de fabricación puede limitar esta desaceleración. El aumento del impuesto al consumo de octubre de 2019 podría seguir siendo una carga. Sin embargo, en caso de que no surja una recesión global, la economía japonesa podrá superar los contratiempos internos. Mientras tanto, los

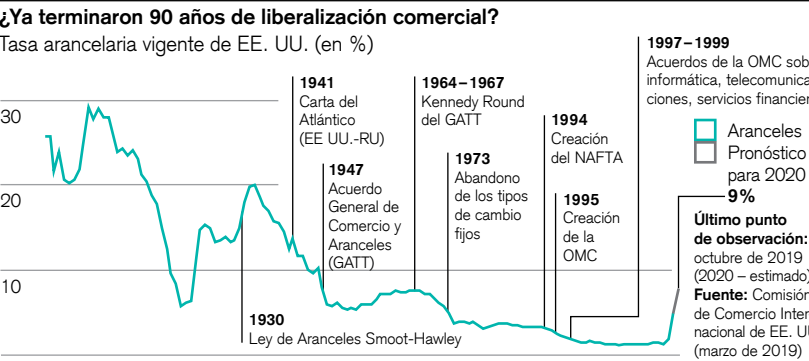
Juegos Olímpicos de Verano de 2020 serán favorables a la economía al impulsar el turismo entrante. Es probable que la inversión pública también siga alta en la primera mitad del año.

A qué prestar atención: La política monetaria seguirá siendo flexible en 2020 y en los años venideros. De hecho, el Banco de Japón (BoJ) podría aumentar su objetivo de inflación.

El aumento del impuesto al consumo se verá compensado en cierta medida por mayores gastos gubernamentales. Debido a la sensibilidad económica al comercio global y a la economía china, también tendrán importancia el resultado de la guerra comercial y la evolución de la demanda en China. Los nuevos acuerdos comerciales con la UE y los EE. UU. ofrecen la posibilidad de un alza.

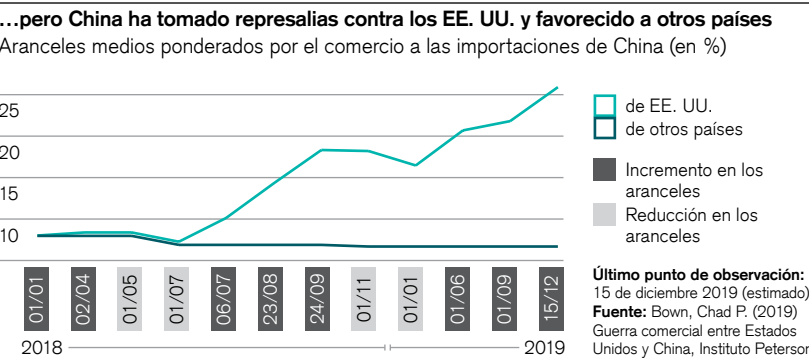
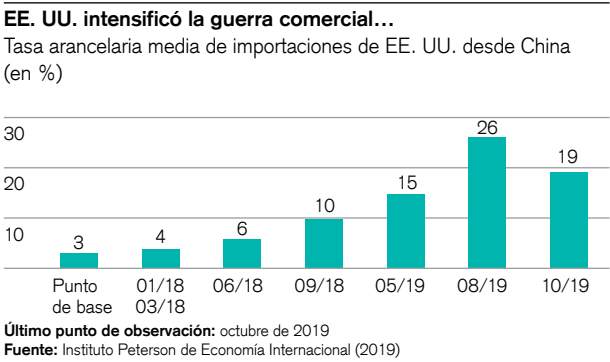
Desenredando la guerra comercial

De la paz a la guerra comercial



“ Las guerras comerciales son buenas y fáciles de ganar.

Donald Trump
Presidente de los EE. UU.,
2 de marzo de 2018 en Twitter



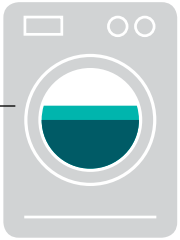
“ No creo que ningún país en el mundo vaya a tomar represalias [contra nosotros].

Peter Navarro
Asesor especial de comercio del Presidente de los EE. UU.,
2 de marzo de 2018 en Fox News

Hay muchos perdedores...

Los aranceles perjudican a los consumidores, ya sea directamente...

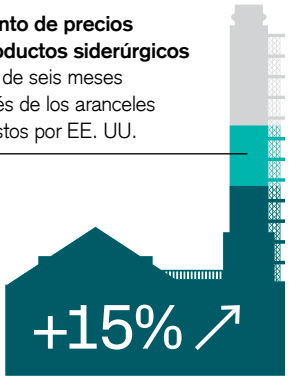
Aumentos en los precios de las lavadoras después de los aranceles impuestos por EE. UU. en febrero de 2018



+9%

...o indirectamente a través del alza en los precios de materias primas

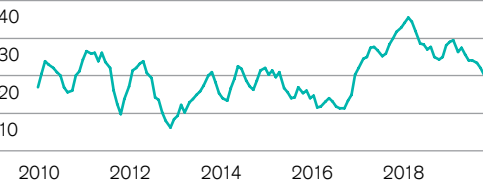
Aumento de precios de productos siderúrgicos dentro de seis meses después de los aranceles impuestos por EE. UU.



“ ... Ahora se hacen menos negocios. Hay menos inversión. Hay más incertidumbre. Ha tenido una mala influencia en la economía global.

Christine Lagarde
Entrevista en CNBC,
23 de septiembre de 2019

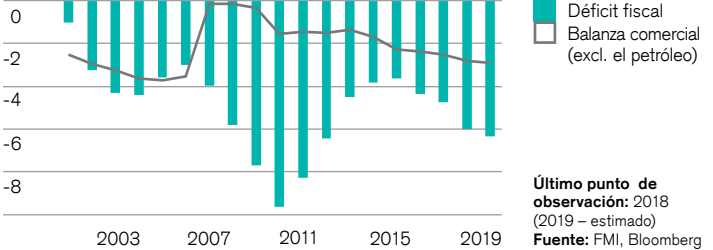
Los aranceles afectan los planes de negocios...
Encuesta de intenciones de gasto de capital de empresas estadounidenses (Empire State y Philly Fed), indexada



Último punto de observación: octubre de 2019

Fuente: Datastream, Credit Suisse

...problemas estructurales sin resolver
Balance estructural general del gobierno de EE. UU. y balance comercial (en % del PIB)

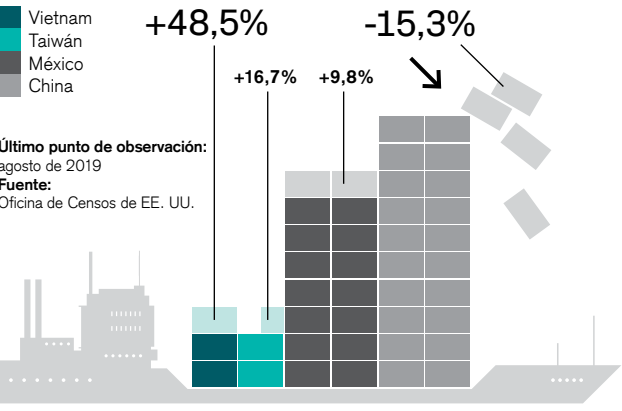


Último punto de observación: 2018 (2019 – estimado)

Fuente: FMI, Bloomberg

...y unos cuantos ganadores afortunados

Algunos países se han beneficiado con la guerra comercial...
Exportaciones a EE. UU. de 2015 a 2019



...y los productores de soja brasileños también
Importaciones de soja por parte de China cuando comenzó la guerra comercial

Brasil 78%*

EE. UU. 5%*

-83% EE. UU.

+30% Brasil

* Por ciento de las importaciones de soja en China desde octubre de 2018 a febrero de 2019

Último punto de observación: febrero de 2019

Fuente: Departamento de Agricultura de EE. UU., IHS

RU

Brexit: sigue siendo el tema principal

Crecimiento: si el proceso de Brexit siguiera sin problemas, nuestra expectativa central para 2020 es que el RU crezca con un poco más de fuerza en 2019. Una mayoría conservadora permitiría al Reino Unido abandonar la Unión Europea (UE) con un acuerdo, mientras que un gobierno laborista (en una mayoría o como coalición) abriría la puerta a un segundo referéndum. Un parlamento sin mayoría podría

producir estancamiento y más incertidumbre. Si bien no es probable un Brexit sin acuerdo, consideramos que dicho escenario provocaría una recesión importante con una disminución del PIB real del 1 % al 2 %, incluso si el Banco de Inglaterra (BoE) flexibiliza la política monetaria y, en respuesta, el gobierno flexibiliza la política fiscal.

A qué prestar atención: es posible que el enfoque de «esperar y observar» del BoE siga mientras la incertidumbre del Brexit sigue siendo alta. Si el RU abandona la UE con un acuerdo o si se cancela el Brexit, habría una ventaja considerable para la inversión corporativa y el crecimiento general. En tal caso, es posible que el BoE comience a subir las tasas de interés en el transcurso de 2020.

Suiza

El comercio es la clave para la recuperación

Crecimiento: esperamos un crecimiento moderado del PIB en 2020 (1,4 %) a la vista de un contexto global todavía débil. La demanda interna debe seguir respaldada por la inmigración constante, la solidez del empleo y los salarios ligeramente más altos. Es probable que las exportaciones de productos farmacéuticos se mantengan en una clara tendencia al alza. Es muy posible que el sector de la ingeniería mecánica y

eléctrica (IME) seguirá bajo presión debido a la demanda débil en los mercados principales de exportación, incluidos Alemania y China.

A qué prestar atención: El Banco Nacional de Suiza (BNS) hará lo que pueda para evitar la apreciación del CHF. Nuestro supuesto básico no es un recorte de tasas, pero podría suceder si la economía global sigue más débil

de lo esperado y otros bancos centrales reducen sus tasas. Existen algunos riesgos de aranceles de EE. UU. a las exportaciones farmacéuticas o la clasificación de Suiza como un país manipulador de divisas. La creciente tensión geopolítica aumentaría el riesgo de flujos renovados hacia el CHF, buscando seguridad.

ME asiáticos (excepto China)

Los pronsóticos dependen de la guerra comercial

Crecimiento: las perspectivas para los países más avanzados del norte de Asia, es decir, Corea del Sur y Taiwán, siguen siendo moderadas debido a la debilidad del comercio chino, con un crecimiento de poco más del 2 %. Las perspectivas para Hong Kong dependerán en gran medida de los acontecimientos políticos internos. Mientras tanto, el crecimiento económico sigue siendo mucho más fuerte en gran parte del sudeste asiático, que tiene más potencial de recuperación y está menos integrado en las cadenas de suministro que pasan por China.

Algunos países, mas que nada Vietnam, se benefician a medida que la producción cambia a su favor. Singapur sufrió un importante retroceso en 2019 en parte fue por la desaceleración en el comercio global y orientado a China, si las tensiones comerciales disminuyen, se puede esperar una recuperación leve de aproximadamente 1,7 % en 2020. Es probable que el crecimiento de India se mantenga alto en términos absolutos, alrededor del 6 %, pero muy por debajo de su potencial dada la debilidad continua de los sectores bancario e inmobiliario.

A qué prestar atención: Si se reduce la guerra comercial entre Estados Unidos y China, los países estrechamente vinculados a las cadenas de suministro a través de China obtendrían grandes beneficios. Una cuestión más importante es la evolución de la demanda interna en China y su impacto en las importaciones de la región. Para la India, que depende mucho menos del comercio mundial, la estabilidad interna financiera y monetaria son esenciales para una recuperación exitosa.

Australia

La deuda de los hogares merece atención

Crecimiento: a pesar de que el bajo crecimiento de los ingresos en los hogares, la debilidad en las condiciones del mercado inmobiliario y la gran deuda que tienen los hogares afectaron el consumo en 2019, el gasto público apoyó el crecimiento económico. La inversión en infraestructura puede seguir brindando apoyo en 2020. Después de un 2019 relativamente moderado,

esperamos que se recupere la economía australiana con una tasa de crecimiento estimada del 2,8 %.

A qué prestar atención: aunque los precios de las viviendas se corrigieron en cierta medida, las viviendas siguen siendo poco asequibles. Es por esto que los inmuebles siguen ocupando un lugar destacado en la agenda

política, y es muy probable que surjan nuevas reformas en la oferta de viviendas. El Banco de la Reserva de Australia (BRA) redujo su tasa de interés en varios incrementos en 2019 para apoyar la economía, y podría continuar haciéndolo en 2020. Al mismo tiempo, la supervisión financiera continuará dados los riesgos de estabilidad relacionados con los inmuebles.

Europa, Oriente Medio y Asia

Lucha ante las adversidades

Crecimiento: al parecer Turquía logró salir de la recesión en el segundo trimestre de 2019 y es probable que alcance un crecimiento del 2 % al 3 % en 2020. La tasa de inflación general, proyectada en 12 % para fines de 2019, podría disminuir aún más después del primer trimestre de 2020. Es probable que Rusia siga con un crecimiento pobre, solo alrededor del 1 % o 2 % debido a factores demográficos desfavorables, la ineficiencia burocrática y la poca eficiencia de la inversión pública. Los bajos precios de los metales, así como los problemas estructurales, como la rigidez del mercado laboral y la falta de inversión pública, seguirán frenando

a Sudáfrica. Varias economías de Europa del Este han sufrido adversidades debido a sus estrechos vínculos con la industria automotriz alemana, pero es probable que el crecimiento se mantenga razonablemente sólido dada la fuerte demanda interna y la posición competitiva fuerte de estos países en otras áreas del comercio.

A qué prestar atención: En Turquía, el riesgo clave sigue siendo la mala gestión de las políticas, en el contexto del objetivo del presidente Recep Tayyip Erdogan de tasas de interés de un solo dígito y un crecimiento del PIB real del 5 % el próximo año. El panorama político nacional inestable y los

riesgos geopolíticos en curso (aunque poco mencionados) también complican las perspectivas, en nuestra opinión. En Rusia, la baja inflación (por las razones mencionadas anteriormente) puede abrir el camino para tasas de interés más bajas. Una recuperación en Alemania beneficiaría a Europa del Este. Se están desarrollando importantes riesgos de inflación a la baja en Sudáfrica. Si se cumplen, Sudáfrica será uno de los pocos países con gran potencial para la flexibilización de políticas en 2020. Los inversores también estarán atentos para ver si Moody's baja su calificación para Sudáfrica después de que se publique el presupuesto para 2020.

América Latina

Tocando fondo

Crecimiento: Brasil y México, las dos economías más grandes de la región, mostraron un crecimiento solo levemente positivo en 2019. Esto se debió en parte a la desaceleración en el sector de fabricación a nivel mundial, pero la incertidumbre de la política interna desempeñó un papel todavía mayor. Sin embargo, las perspectivas para Brasil han mejorado con la aprobación de la reforma de pensiones, que fortalecerá la estabilidad fiscal a largo plazo, y puede ser favorable para las privatizaciones y la continuación del proceso de

consolidación fiscal. Esperamos un crecimiento del PIB de 2,7 % en 2020. En México, el crecimiento también debería mejorar (1,6 % en 2020) en respuesta a la mejora de la política monetaria. Por otro lado, disminuyeron algunos riesgos internos, incluida la incertidumbre sobre el presupuesto para 2020 y las presiones financieras sobre la petrolera Pemex. Dicho esto, no es seguro que la inversión gubernamental adicional en el sector petrolero produzca los rendimientos adecuados, debido a la disminución de los precios del petróleo a nivel mundial.

A qué prestar atención: en México, otras reformas, tales como la reforma impositiva, parecen más viables a pesar de las tensiones políticas. Además, la aprobación del Congreso de los Estados Unidos del nuevo acuerdo de libre comercio conocido como el Tratado Estados Unidos-México-Canadá (TEUMC) aumentaría la confianza, pero esto no es un hecho. La inflación en México se ha reducido al objetivo del 3 % del banco central, y debería mantenerse bastante estable por debajo del 4 % en Brasil.

Regiones

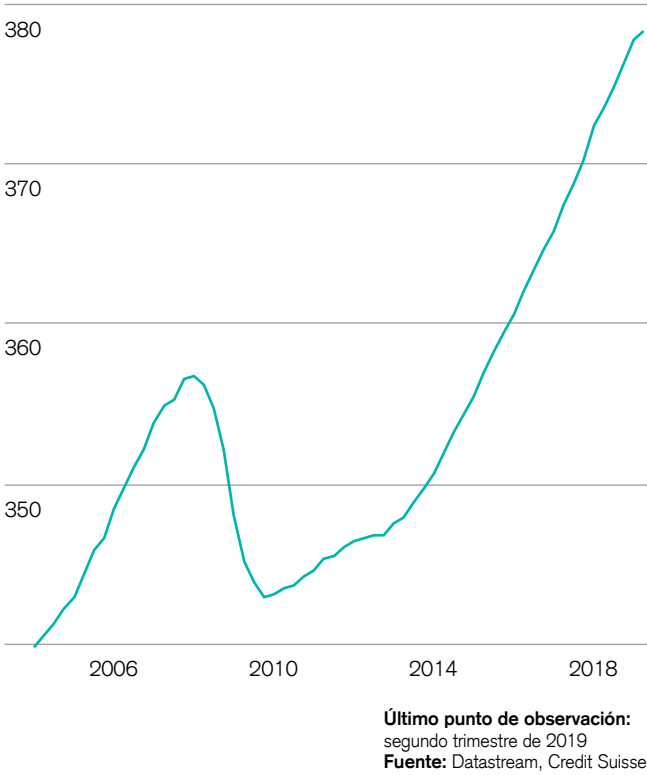
En resumen

Nuestras opiniones regionales equivalen a una imagen mixta de crecimiento global. Es posible que el crecimiento de EE. UU. y de China sea un poco más bajo que en 2019. Al mismo tiempo, la recuperación esperada en la Eurozona y en ciertos ME deberían compensar algo de la debilidad. Consideramos que parece poco

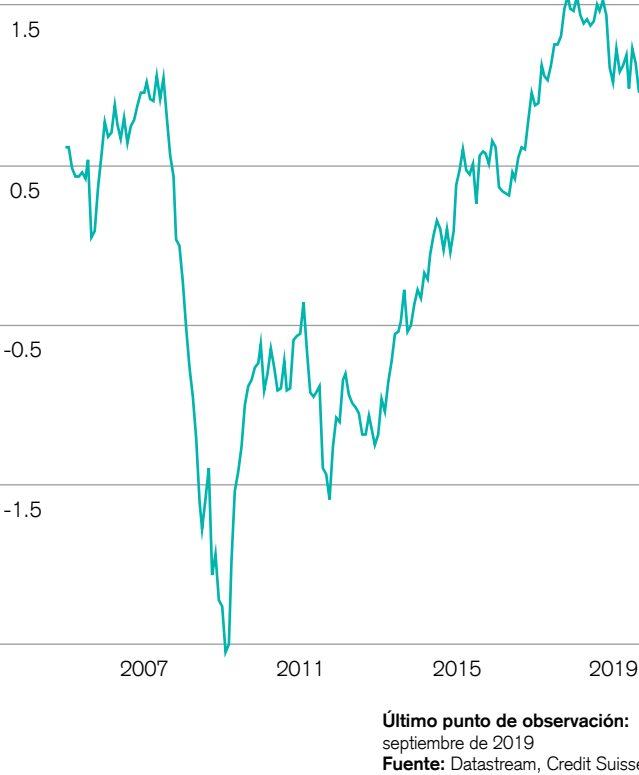
probable un revés importante para el crecimiento global, dada la constante política monetaria complaciente, la amplia disponibilidad del crédito bancario en la mayoría de las regiones y los precios moderados del petróleo. Además de las tensiones comerciales en el mundo, no se esperan situaciones obvias que desencadenen una recesión. Sin embargo, la economía global estuvo cerca de la recesión en 2019, debido a la desaceleración del comercio mundial, por ejemplo, esto sugiere que incluso los contratiempos limitados, ya sean de naturaleza geopolítica o económica, podrían convertir una desaceleración en algo más grave.

denen una recesión. Sin embargo, la economía global estuvo cerca de la recesión en 2019, debido a la desaceleración del comercio mundial, por ejemplo, esto sugiere que incluso los contratiempos limitados, ya sean de naturaleza geopolítica o económica, podrían convertir una desaceleración en algo más grave.

Desempleo alto que sigue creciendo
Empleo total en EE. UU., la Eurozona y Japón (en millones)



Confianza del consumidor cerca de la cima
Confianza del consumidor en EE. UU., la Eurozona y Japón (promedio ponderado por el PIB, normalizado)





Clases principales de activos

Rendimientos más moderados

La mayoría de las clases de activos obtuvieron buenos rendimientos en 2019. Los inversores no deberían esperar que se repita la historia en 2020, aunque es probable que los activos financieros sigan obteniendo beneficios de rendimientos generalmente bajos.

La mayoría de las clases de activos mostraron buenos rendimientos en 2019, a pesar de que la guerra comercial se intensificó y la economía mundial empeoró. Esto fue gracias al cambio repentino que hizo la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) hacia el alivio monetario, lo cual mejoró los índices de confianza de los consumidores. Para 2020 nuestro pronóstico es que la mayoría de las clases de activos ofrezcan rendimientos más bajos que en 2019. Si bien esperamos que se establezca la fabricación y disminuyan las tensiones comerciales, posiblemente otros factores influyan en el rendimiento.

Los impulsores que desempeñaron un papel clave en los mercados financieros en 2019 (geopolítica, impulso económico y políticas de bancos centrales) aún influirán en 2020, pero es posible un cambio de dirección en algunos. Otros factores también serán importantes, como las variables financieras principales corporativas y la opinión de los inversores.

El impulso económico se estabilizará
Según nuestros pronósticos, el crecimiento general del producto interno bruto (PIB) será más tenue que en 2019, y pronosticamos una ligera aceleración de la producción industrial (PI).

Tal como lo demostró nuestra investigación, existe una estrecha relación entre el impulso de la PI y los mercados financieros. Una mejor producción industrial tiende a respaldar los activos de riesgo y presionar los bonos de alta calidad.

Más restricciones para los bancos centrales
Nuestro escenario económico global fundamental sugiere que el apoyo de la política monetaria será menos fuerte que en 2019. Nuestros economistas sugieren que la Fed y el Banco Central Europeo (BCE) sigan a la espera y no cambien las tasas de interés, aunque continuará el programa de expansión monetaria cuantitativa (EMC). Los rendimientos de la mayoría de los activos podrían verse limitados por políticas monetarias menos complacientes.

Los comodines (geo)políticos
Existe incertidumbre en lo que se refiere a la geopolítica, pero nuestro supuesto básico es que la administración de EE. UU. intentará llegar a un acuerdo comercial con China. Si tiene éxito, dicho resultado favorecería los activos de riesgo, especialmente las acciones asiáticas. Sin embargo, todo aparenta que EE. UU. tendrá una campaña presidencial muy polarizada para 2020, lo que podría ser negativo para la opinión de los

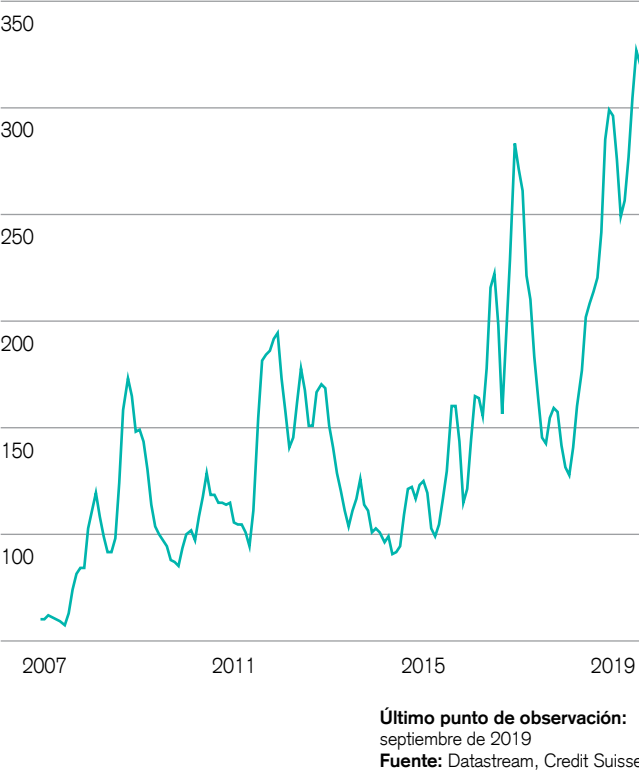
inversores. Por el contrario, si se resuelve la incertidumbre del Brexit se respaldarían los activos de riesgo europeos y el GBP. No podemos excluir las tensiones en el Medio Oriente, aunque un conflicto militar importante sigue siendo poco probable.

Se intensifica la presión sobre los márgenes
Las empresas estadounidenses han alcanzado una rentabilidad alta en los últimos años: los salarios moderados y las ventas mayores aumentaron las ganancias. Además, los recortes a los impuestos corporativos aumentaron las ganancias. Desafortunadamente este «cuento de hadas» está a punto de terminar, y esperamos presión a la baja sobre los márgenes en el futuro. Aunque los costos de intereses pueden mantenerse bajos, es probable que sigan aumentando los costos laborales. Otro factor que podría influir en la rentabilidad son los aranceles a las importaciones procedentes de China, que han aumentado los costos de insumos para muchas empresas.

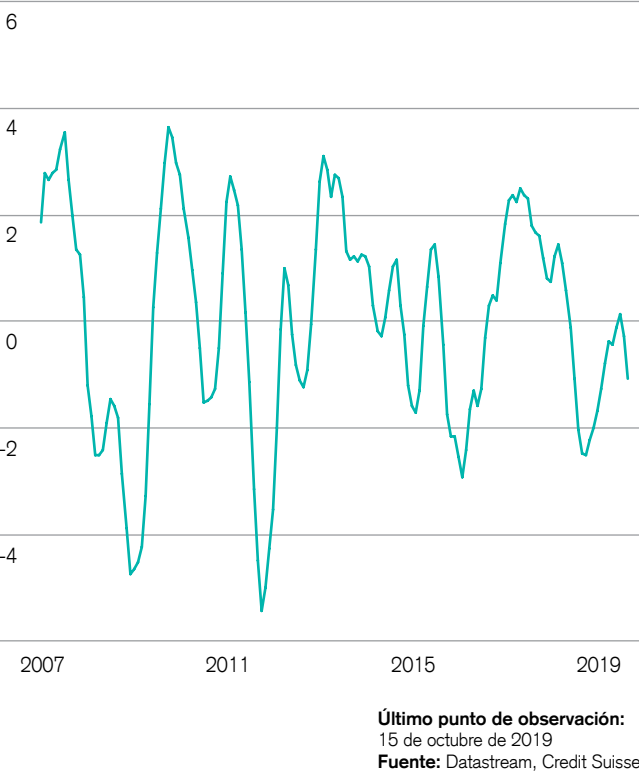
Las valoraciones aún favorecen las acciones
Sin embargo, las valoraciones relativas siguen favoreciendo a las acciones. Aunque la relación entre el precio y las ganancias (P/G) de las acciones globales subió un poco el año pasado, la valoración de los bonos de alta calificación aumentó mucho más con la baja de los rendimientos reales. Dicho esto, dados todos los factores bajistas posibles, esperamos que los rendimientos absolutos en los principales mercados de valores sean más bajos que en 2019.

Apalancamiento corporativo: un riesgo para los créditos de baja calidad
En los últimos años aumentó el apalancamiento de las corporaciones no financieras y, de acuerdo a ciertas mediciones, superó los niveles que vimos antes de la crisis financiera mundial de 2008. Sin embargo, gracias a las bajas tasas de interés, ahora la deuda es mucho más fácil de financiar. Por otro lado, opinamos que aumentaron los riesgos del crédito de menor calidad. Es por esto que favorecemos el riesgo de crédito intermedio, incluidos varios segmentos de deuda de los mercados emergentes.

Mayor incertidumbre en las políticas económicas...
Índices de incertidumbre política en las políticas económicas



...pero aún así los inversionistas siguen tranquilos
Índice de aceptación de riesgo de Credit Suisse



Segmentos óptimos de crédito

Aunque los rendimientos de muchos de los bonos de alta calidad podrían ser negativos en 2020, todavía hay oportunidades, incluso en el segmento BB para bonos de alto rendimiento.



Con la economía global ralentizada por las constantes tensiones comerciales entre EE. UU. y China, los rendimientos de los bonos disminuyeron durante gran parte de 2019, esto generó sustanciales ganancias de capital. Al redactar este informe, los bonos gubernamentales y de grado de inversión (GI) se orientaban a obtener un rendimiento significativamente más fuerte que en 2018, esto a pesar de que el 35 % de los bonos corporativos europeos de GI ya se negociaban con rendimientos negativos desde principios de 2019.

Rendimientos de nuevo a la alza

Según nuestro supuesto básico, la economía global mejorará un poco el próximo año, y por esto podrían aumentar los rendimientos de los bonos gubernamentales y de GI. Esto podría generar pérdidas de capital. Como las curvas de rendimiento siguen siendo bastante planas, el retroceso sería peor para los bonos a largo plazo. Con esto, muchos bonos de alta calidad generarían rendimientos negativos en 2020. Si los rendimientos iniciales son muy bajos o incluso negativos, evitar rendimientos negativos será casi imposible.

Esperamos rendimientos positivos en solo algunos mercados de alto grado, como los bonos del Tesoro de EE. UU. o el gobierno australiano. Por el contrario, los rendimientos podrían ser negativos en gran parte de la Eurozona y en Suiza.

Los rendimientos positivos solo son probables en el caso de una recesión severa o una crisis geopolítica. de ocurrir esto, los rendimientos para el segmento de alto grado disminuirían aún más y las ganancias de capital resultantes podrían incluso superar los rendimientos negativos iniciales.

Dificultades en el crédito

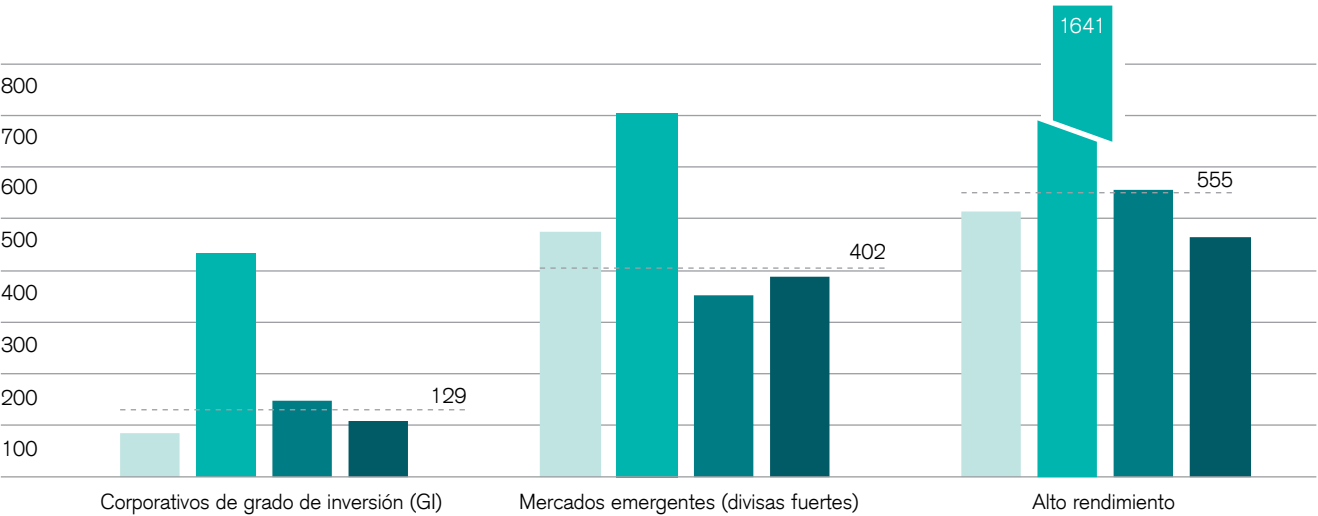
Los diferenciales (la diferencia de rendimiento entre los bonos de mayor riesgo y los bonos gubernamentales) en la mayoría de los segmentos de crédito también se redujeron en 2019. Los rendimientos absolutos cayeron a niveles muy bajos en la mayoría de los segmentos. En algunas áreas, los rendimientos actuales no parecen adecuados para compensar el riesgo en caso de que empeoren las variables principales y crezca el incumplimiento con las deudas.

Esto se aplica más para los deudores con una calificación muy baja (por ejemplo, una sola B) que están muy expuestos si la economía global se debilita aún más. Además, el apalancamiento aumentó en áreas cíclicamente vulnerables, como el acero y la energía.

Sin embargo, los rendimientos en algunos segmentos de crédito, tanto de GI como de alto rendimiento (AR), incluso siendo bajos, parecen suficientes para compensar dichos riesgos. En las páginas a continuación se incluye información detallada sobre las oportunidades y los riesgos en 2020 para títulos de renta fija.

Los Bonos de los mercados emergentes ofrecen un buen perfil de riesgo/retorno

Diferencial de rendimiento sobre bonos principales de gobierno en puntos base



GI de empresas: Bloomberg Barclays Global Agg Credit (Índice de crédito agregado mundial de Bloomberg-Barclays)
Mercados emergentes: JPMorgan EMBI (Índice de empresas en mercados emergentes de JPMorgan)
Alto rendimiento: Bloomberg Barclays Global High Yield (Índice mundial de alto rendimiento de Bloomberg-Barclays)

■ Promedio en 2001–2007
■ Promedio en 2009–2018
■ Actual
Crisis financiera mundial (nov. a dic. de 2008)
Último punto de observación: 25 de octubre de 2019
Fuente: Bloomberg, Credit Suisse

Enfoque limitado en títulos de grado de inversion

Contexto: aunque los rendimien-
tos en GI son muy bajos en
términos absolutos, aún existen
oportunidades buenas. Es poco
probable que se reduzca la
calificación de la mayoría de estos
bonos, incluso en un entorno de
crecimiento económico moderado.

Oportunidades: detectamos
oportunidades interesantes en los
bonos corporativos en dólares de
grado de inversión de los mercados
emergentes (ME), sobre todo en
algunos mercados asiáticos, donde
la inquietud por el impacto de la
guerra comercial entre EE. UU. y
China generaron un aumento en

los diferenciales a pesar de que
las variables financieras principales
corporativas siguen fuertes.
Algunos híbridos europeos en
sectores no cíclicos, como los
servicios públicos y las comunica-
ciones, también ofrecen rendi-
mientos interesantes ajustados al
riesgo.

Alto rendimiento: enfoque en títulos subordinados de empresas financieras

Contexto: los diferenciales de AR
pueden seguir aumentando
mientras no se supere el temor
a la recesión, los bonos de
calificación B son más vulnerables
a un aumento importante de los
rendimientos. Sin embargo, todavía
vemos oportunidades en el seg-
mento BB, que está un poco mejor.

Oportunidades: esto incluye
bonos financieros subordinados.
La constante presión reguladora
para fortalecer los estados de
situación bancarios y la tendencia
a reducir los préstamos morosos,
sobre todo en el entorno europeo,
debería servir de apoyo.

Los bonos de AR que se ajustan
a los estándares ambientales,
sociales y de buen gobierno (ASG)
también son de mayor interés y
relevancia.

Bonos de mercados emergentes: buen balance riesgo/rendimiento

Contexto: los diferenciales dis-
minuyeron menos en los índices
principales de bonos de ME, a
partir de la crisis financiera de
2008, que en varios segmentos de
crédito de mayor riesgo en los
mercados desarrollados en los que
el apalancamiento suele ser mayor.
Estos segundos pudieron verse
más beneficiados, aunque de
forma indirecta, debido a los
programas de compra de activos
de los bancos centrales, que
optaron por bonos de economías
avanzadas. Por el contrario, los
bonos de los ME ahora ofrecen
una prima de riesgo más alta,
de la cual los inversores se puedan
beneficiar.

Oportunidades: la Reserva
Federal de los EE. UU. tiene una
postura más compaciente, lo que
debería seguir beneficiando a los
ME que dependen del financia-
miento del USD. En algunos de los
grandes países prestatarios como
Brasil, México y Turquía, las
variables económicas principales
deberían seguir mejorando en
2020. La disminución de las tasas
de inflación debería permitir la
reducción de las tasas de interés
internas en varios países, lo
cual es favorable para los bonos
en monedas locales en los ME.
Sin embargo, se requiere un
enfoque selectivo, ya que algunas
divisas se pueden ver bajo presión.



**Mercados fronterizos:
lo nuevo en alto
rendimiento**

Para más información:
[credit-suisse.com/
frontiermarkets/es](https://credit-suisse.com/frontiermarkets/es)

Sea conservador con los bonos de titulización

Contexto: los instrumentos de
crédito estructurado, mejor
conocidos como bonos de tituliza-
ción (BT), se consideran un
catalizador principal de la crisis
financiera de 2008, y desde
entonces se consideran poco con-
vincentes. Aún así vemos varias
oportunidades interesantes en este
segmento. Solo se recomienda
la precaución en algunas áreas,
esto incluye los mercados tradicio-
nales de BT, incluso algunos
los mercados tradicionales de
EE. UU. y Europa.

Oportunidades: los bonos
europeos cubiertos siguen
ofreciendo rendimientos modera-
dos y una calificación crediticia
alta. Las deudas de garantía
prendaria (DGP), especialmente
los sectores preferentes y subordi-
nadas, también ofrecen una
buena compensación de riesgo y
rendimiento. Suelen verse mucho
menos afectados por la creciente
falta de pago que los bonos de AR
o los préstamos apalancados.
Además, su naturaleza de tasa
flotante brinda mayor protección

ante el aumento de los rendimien-
tos a largo plazo. Por el contrario,
más de la mitad de los emisores
de BT de EE. UU. son de la in-
dustria automotriz, que experimenta
un cambio estructural.

Enfoque en los sectores de crecimiento y dividendos

A pesar de varios factores adversos, el índice MSCI World proporcionó a los inversores un rendimiento total ligeramente por arriba del 20 % en los primeros diez meses de 2019, muy por encima del rendimiento promedio de un año. Para 2020, se espera un rendimiento más moderado, ya que los bancos centrales mundiales reducirán los recortes de la tasa de interés.



En 2019, el impacto negativo de la reducción del ritmo de crecimiento sobre las acciones se vio más compensado por el importante impulso provisto por tasas de interés más bajas. Esperamos que el crecimiento económico se estabilice en 2020. Esperamos que los bancos centrales limiten el apoyo adicional que brindan, si bien las condiciones de liquidez permanecerán complacientes. La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) en particular no reducirá las tasas de interés, y si lo hace será poco en contraste con lo que el mercado espera actualmente. Además, probablemente aumenten las presiones a los márgenes operativos por el aumento de los costos laborales. Por ello, los rendimientos de las acciones serán los de un año promedio.

Supuesto básico positivo para las acciones
A pesar de todo, nuestro supuesto básico para las acciones es positivo. En la medida en que las tensiones geopolíticas se resuelvan y la guerra comercial disminuya, aunque sea parcialmente, la opinión empresarial debería mejorar y contribuir a la recuperación de la producción industrial (PI). El gasto fiscal adicional, especialmente en Europa, y las secuelas de la expansión monetaria en 2019 también deberían respaldar el crecimiento económico y el crecimiento de las ventas. Por último, las valoraciones relativas siguen favoreciendo claramente a las acciones. Los sectores orientados al crecimiento y las acciones que se benefician de los continuos cambios sociales a largo plazo deberían seguir con mayor rendimiento que el mercado. También se ven favorecidas las acciones que ofrecen dividendos estables.

Preste atención a los márgenes
Desde la crisis financiera, es común que las ganancias corporativas sean impulsadas gracias a la moderación de los costos. Mientras que algunos impulsores de costos no resurgirán, otros sí. Los costos de intereses seguirán siendo muy bajos en el futuro previsible e incluso pueden disminuir a medida que se implementa el refinanciamiento de la deuda próxima a vencer a tasas más bajas. Sin embargo, los salarios crecieron más rápido en los países desarrollados, particularmente en EE. UU.

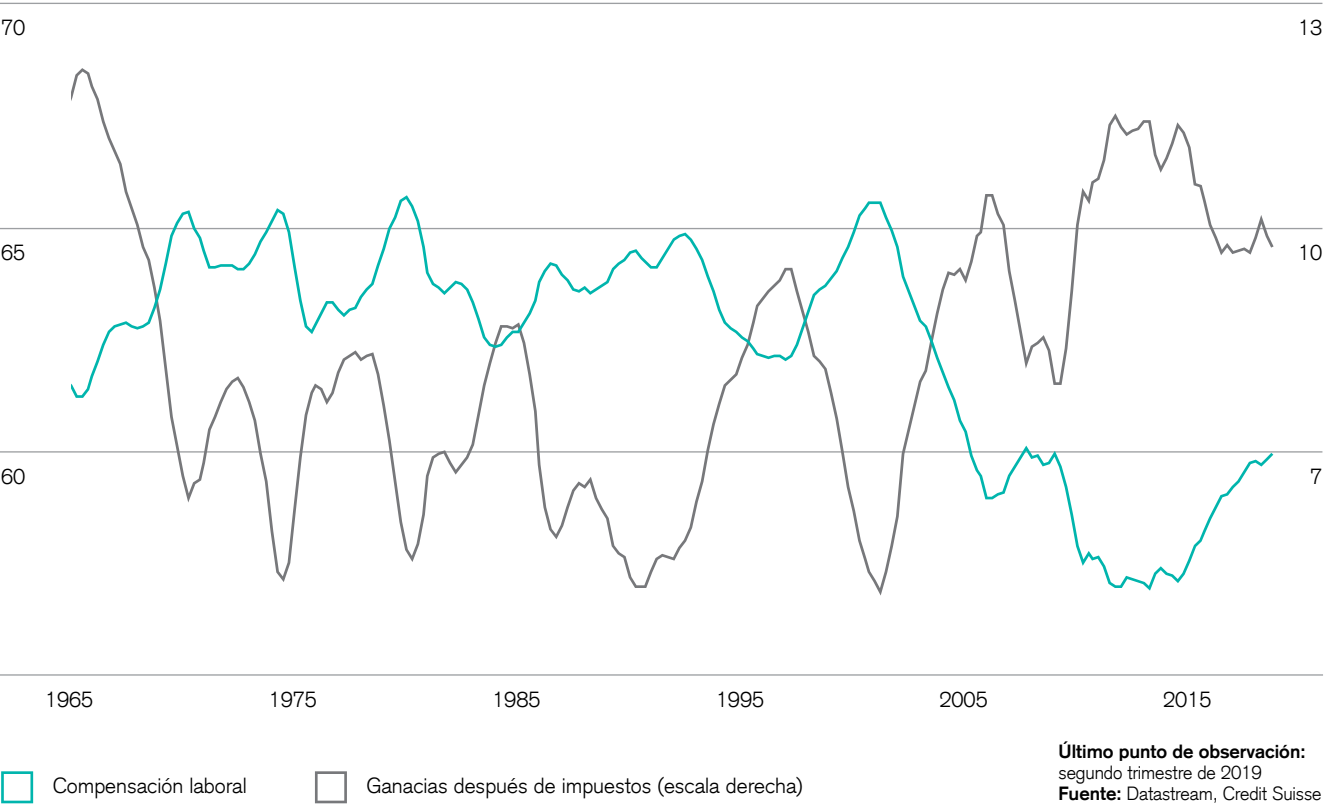
El aumento en la participación de los salarios es un fenómeno típico del ciclo tardío y probablemente dure unos años, incluso si la economía entra en recesión. Además, si bien creció más la productividad, es poco probable que compense en su totalidad estos costos adicionales. Si los costos laborales aumentan, podría reducirse el flujo de efectivo. Cuando se combina con un apalancamiento financiero ya extendido, podría limitar la recompra de acciones, un importante impulsor en los últimos años.

El factor X: la elección presidencial en EE. UU.
El período previo a las elecciones presidenciales y del Congreso de EE. UU. en noviembre de 2020 podría impactar en gran medida en los mercados de valores, aunque no hay evidencia estadística sólida de que el rendimiento de las acciones en un año electoral difiera de otros años.

Lo que podría cambiar esta vez en las elecciones es la turbulencia fuera de lo habitual, dada la profunda división en el electorado estadounidense. Además, si las encuestas cambiaran a favor de uno de los candidatos demócratas más izquierdistas, algunos sectores expuestos a una posible intervención futura (como la atención médica, la energía o las finanzas) podrían verse presionados.

Con la recuperación de los salarios, el porcentaje de ganancias podría disminuir

Márgenes de beneficios después de impuestos y compensación laboral en el ingreso nacional de EE. UU.
(en %, promedio móvil de 4 trimestres)



Encontrar buenos rendimientos en un mar de rendimientos bajos

A pesar de que se esperan rendimientos de un solo dígito, cerca del 5 %, para el próximo año, es posible que los rendimientos sean mucho más altos que para los bonos de grado de inversión. Las acciones de las empresas que ofrecen pagos de dividendos sostenibles pueden superar este entorno.

En cuanto a los precios de las acciones en la actualidad, esperamos que el rendimiento agregado de dividendos en el MSCI World sea de aproximadamente 2,5 %. Algunos sectores como la atención médica, los productos básicos de consumo y los servicios públicos seguirán pagando dividendos superiores al promedio.

Captadores de crecimiento

Los inversores orientados al crecimiento pueden considerar sectores o temas de alta convicción que podrían experimentar un fuerte crecimiento de las ganancias. Una de esas áreas es la tecnología educativa, que está en la cúspide del alto crecimiento, ya que la educación es cada vez más digital y, por lo tanto, más rentable e impactante.

Por otro lado, la sostenibilidad se está volviendo más importante, no solo para los consumidores y las empresas, también para los inversores. En nuestra opinión, estamos al comienzo de una transición hacia una economía más sostenible. Algunas empresas y sectores podrían verse presionados, aún así surgirán nuevas oportunidades. Nuestras cinco "Supertendencias" de alta convicción tocan estos y otros temas de gran relevancia; consulte la página 40 para más información sobre el tema.

Un vistazo a los mercados principales

EE. UU.: mayores rendimientos aún con obstáculos

Desde el inicio del mercado de valores a la alza en marzo de 2009, el S&P 500 superó a otros mercados por grandes márgenes (alrededor del 210 % frente al MSCI EMU y alrededor del 245 % frente al MSCI japonés). Nuestro supuesto básico presume que continuará el desempeño sólido del mercado de EE. UU. a causa de un crecimiento económico superior y el fuerte efecto del sector de informática. Pero su potencial está limitado por la creciente presión sobre los márgenes de ganancias generado por el aumento de los salarios, el lento desvanecimiento de los efectos de los recortes de impuestos corporativos de 2018, una Fed menos solidaria y, posiblemente, la incertidumbre que rodea a la elección presidencial.

Eurozona: apoyo del BCE contra la guerra comercial

Considerando las inquietudes políticas y la debilidad en la fabricación, las acciones de la Eurozona se mantuvieron sorprendentemente bien en 2019. Indudablemente, la expansión monetaria y el debilitamiento del EUR proporcionaron apoyo. Sin embargo, si se mide en USD, el mercado tuvo un rendimiento inferior al S&P 500 por 4,3 %. En cuanto a 2020, creemos que el mercado será respaldado, entre otros factores, por la política monetaria complaciente del Banco Central Europeo, una posible solución del Brexit y su valoración poco exigente. Los mayores riesgos provienen del agravamiento de la guerra comercial entre Estados Unidos y China y la posibilidad de aranceles estadounidenses sobre los automóviles europeos.

RU: Más allá del Brexit

El mercado de acciones del Reino Unido tuvo un rendimiento muy inferior al los mercados mundiales en 2019. Sin embargo, el Brexit no fue el impulsor principal, sino un resultado de la debilidad en el sector de los materiales, que constituye una gran parte del mercado de valores del Reino Unido. Para 2020, creemos que el mercado estará entre los más débiles ya que la lentitud continua del crecimiento en China sigue afectando a los materiales. Paradójicamente, un Brexit sin problemas aumentaría la presión sobre los sectores orientados a la exportación, ya que la GBP podría apreciarse de manera significativa. Sin embargo, apoyaría a empresas más pequeñas de nivel nacional. En el casi imposible caso de un Brexit sin acuerdo, se espera una flexibilización monetaria decisiva del Banco de Inglaterra y una GBP mucho más débil.

Suiza: en constante avance

Las acciones suizas siguieron generando altos rendimientos en 2019, impulsadas en parte por el gigante de productos básicos de consumo del mercado. Nuestra perspectiva para 2020 sugiere un rendimiento constante pero no espectacular, ya que el mercado suizo, que es defensivo, tendría un rendimiento inferior a los mercados más cíclicos si mejora la fabricación a nivel mundial. Si el Banco Nacional Suizo logra evitar la recuperación del valor del CHF, sería un apoyo. Un CHF más débil junto con una curva de rendimiento más pronunciada apoyaría a las finanzas en particular. Un cambio en la política de salud de EE. UU. posterior a sus elecciones presidenciales de 2020 plantea un riesgo para los productos farmacéuticos suizos.

Acciones de China y de ME: la reducción de la guerra comercial es clave

Las acciones de los mercados emergentes (ME) tuvieron un rendimiento muy inferior a los mercados desarrollados desde principios de 2018. Al inicio, el endurecimiento de las políticas de la Fed debilitó a una serie de mercados que dependen de fondos de bajo costo en USD. Las cosas empeoraron con el comienzo de la guerra comercial entre EE. UU. y China: recuerde, China y los mercados del norte de Asia representan más del 55 % del índice MSCI EM. Es por esto que aliviar la guerra comercial podría respaldar las acciones de los ME, incluso si otros factores, como un crecimiento más débil en China, pueden atenuar la recuperación. Una inflación más baja y una política monetaria mejorada deberían seguir apoyando a los ME como Brasil.

Japón: a la espera de una mejora en el ciclo de la PI

El año pasado fue decepcionante para los inversores de acciones japonesas, ya que la economía nacional y mundial se desaceleraron en medio de la disputa comercial entre EE. UU. y China. Para 2020, este mercado debería mejorar, ya que un repunte en el ciclo global de producción industrial y una recuperación de los gastos de capital beneficiarán al mercado cíclico japonés más que la mayoría de los demás. Además, el mercado tiene un valor atractivo, con un P/G futuro de poco más de 13 veces. El compromiso del Banco de Japón de mantener políticas complacientes y limitar el alza del valor del JPY también es positivo.

Opiniones por sectores

Los indicadores direccionales representan vistas tácticas a partir de octubre de 2019, entre 3 y 6 meses después

Ventajas

- Innovación, como 5G, Internet de las cosas, inteligencia artificial (IA) y digitalización, que impulsan el crecimiento
- El software es un facilitador clave para mejorar la productividad



Informática

- La saturación con teléfonos inteligentes limita las ventas de hardware
- Menos inversión corporativa debido a la incertidumbre

Desventajas

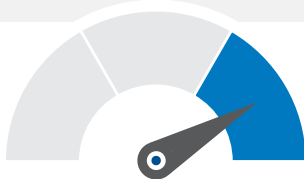
- La «nivelación» del banco central debe impulsar la rentabilidad de los bancos europeos
- Valoraciones atractivas, mejores variables principales (como el rendimiento del capital)



Finanzas

- Curva de rendimiento plana que reduce los márgenes de interés neto
- Presión sobre el margen de ganancias en el sector minorista y el sector de gestión patrimonial

- Tasas de crecimiento importantes de la capacitación móvil (videojuegos, video streaming)
- El cambio de la publicidad tradicional a la publicidad en línea, que ofrece un potencial importante de ingresos



Servicios de comunicación

- La presión regulatoria, como las acciones antimonopolio y la privacidad, que desafían los modelos de negocio
- Presiones de cumplimiento y de creación de contenido, que requieren gastos significativo

- Tasas de dividendos atractivas
- Es un sector defensivo, la incertidumbre económica y las disputas comerciales tienen una influencia limitada



Servicios públicos

- Valoraciones elevadas
- Los rendimientos de bonos un poco más altos reducirían el atractivo de esta alternativa a los bonos

- Tasas de dividendos atractivas
- Excepto el comercio minorista, se espera que los precios de los inmuebles se mantengan estables



Bienes raíces

- Los rendimientos de bonos un poco más altos reducirían el atractivo de esta alternativa a los bonos
- El comercio electrónico reduce el atractivo de los inmuebles minoristas

Ventajas

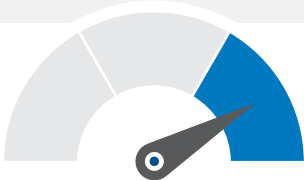
- Envejecimiento de la población
- Mejor cobertura y asequibilidad de la asistencia médica en mercados emergentes



Cuidado de la salud

- Alto riesgo político durante las elecciones de 2020 en EE. UU., el costo de la atención médica y la cobertura son objetivo de los candidatos
- Riesgos de litigios relacionados con la epidemia de opioides

- Aún una solución parcial de la guerra comercial es suficiente para aliviar la incertidumbre económica
- Posible aumento del gasto en infraestructura en varios países



Industrial

- La incertidumbre económica reduce las inversiones corporativas y la producción industrial
- El crecimiento de las ganancias podría ser decepcionante

- Tasas de dividendos fuertes
- Es un sector defensivo, prevalecerá si la incertidumbre económica persiste



Productos básicos de consumo

- Valoraciones altas
- El atractivo de esta alternativa a los bonos puede reducirse si se recuperan las tasas de rendimiento

- Los mercados laborales sólidos, el aumento de los salarios y la economía de los hogares respaldan la demanda y el gasto de los consumidores
- Las bajas tasas de interés respaldan el gasto en bienes domésticosde larga vida útil



Productos de consumo discrecional

- Si la disputa comercial entre EE. UU. y China continúa, la desaceleración de la fabricación podría extenderse a los mercados laborales y la demanda de los consumidores
- El comercio minorista tradicional enfrenta el desafío estructural del comercio electrónico

- Las tensiones geopolíticas que pueden interrumpir el suministro podrían aumentar la prima de riesgo en el precio del petróleo
- Tasas de dividendos atractivas



Energía

- Debilidad del sector de fabricación y la desaceleración de China reducen el crecimiento de la demanda, mientras que los productores de petróleo de pizarra de EE. UU. se suman a la abundante oferta
- La presión de abordar los problemas ambientales podría acelerar la implementación de soluciones energéticas sostenibles

- Las bajas tasas de interés podrían elevar la demanda en el sector de la construcción
- Valoración atractiva



Materiales

- Bajo crecimiento económico global
- La ralentización del crecimiento en China es un riesgo

Supertendencias

¿Qué tienen en común la creciente costumbre de adoptar mascotas, las huelgas globales estudiantiles por el cambio climático y el lanzamiento de las redes móviles 5G de próxima generación? Todos son acontecimientos que testifican los radicales cambios sociales que consideramos cuando lanzamos nuestras cinco Supertendencias en 2017.

Nuestras Supertendencias cubren una amplia variedad de temas oportunos: nuestro mundo cada vez más multipolar, infraestructura, envejecimiento de la población, la influencia de la próxima generación e innovación tecnológica acelerada. El enfoque de las Supertendencias está en las fuerzas impulsoras estructurales, y su objetivo es mejorar el balance general de riesgo/ganancias de una cartera para superar al mercado más amplio a largo plazo. Estamos muy convencidos en cuanto a estas tendencias.

Un nuevo tema: Tecnología educativa
En junio de 2019, agregamos nuevos ángulos en nuestra gama de Supertendencias para que los inversores aprovecharan más oportunidades de inversión. Por ejemplo, según la Supertendencia sobre la “Economía gris”, existe una gran cantidad de personas de la tercera edad que tienen mascotas. Estos animales tienen ciertas necesidades de alimentación y atención veterinaria, algo que debería impulsar el crecimiento del mercado de cuidado de mascotas a más de USD 200 mil millones a nivel mundial para 2025. En cuanto a la Supertendencia sobre los Valores de los Millennials, estar en línea y usar las redes sociales es algo natural para la Generación Z. Ellos demandan tecnología educativa, que ya está en las primeras etapas de lo que creemos que será una gran transformación. Se estima que el mercado de la educación digital crecerá a más de USD 400 mil millones

para el 2023. En nuestra Supertendencia de Tecnología, ampliamos nuestro subtema de «digitalización» para centrarnos en el 5G y cómo impactará en los datos a gran escala. Por otro lado, los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) siguen siendo un tema clave y un impulsor de inversión particularmente para los millennials, cuyas voces como consumidores responsables se escuchan cada vez más.

Temas a largo plazo en todos los sectores, en todo el mundo
Con el concepto modular de las Supertendencias, los inversores tienen la opción de invertir en acciones individuales, temas más específicos o temas más amplios de las Supertendencias. Las cinco Supertendencias en su conjunto brindan una gran diversidad a la selección de acciones individuales de Credit Suisse, cada sector de MSCI World forma parte de una cartera. Los bloques de mayor peso en una cartera de Supertendencias están en informática, en la atención médica y en producción industrial. EE. UU. representa casi el 50 % de nuestra selección de acciones relacionadas a Supertendencias, menos de lo que pesa en el MSCI World. Por ello, estamos más expuestos a mercados emergentes, con oportunidades de crecimiento a largo plazo en muchos de estos países, así como tendencias sociales y demográficas a nivel mundial.

Presionando hacia un cambio

Los consumidores millennials en particular denuncian ineficiencias en la industria de bienes de consumo.



El dólar estadounidense se moverá en cresta

En un inicio, el USD debería mantenerse, pero el EUR debería ganar en el segundo semestre a medida que se recupera la Eurozona. El CNY podría depreciarse un poco más frente al USD por la debilidad interna. El GBP ganaría mucha fortaleza con la solución del Brexit.

Monedas principales: la ventaja de intercambio del USD pierde influencia
En 2019, el USD continuó ganando frente a las monedas de la mayoría de los mercados desarrollados (MD). Si se estabilizan el crecimiento y el comercio a nivel mundial, como lo esperamos, el EUR debería ganar terreno por su naturaleza cíclica. Sin embargo, si la situación geopolítica empeora o el crecimiento global es menor a lo esperado, el USD permanecería respaldado, mientras que el JPY y el CHF serían los principales ganadores.

USD: a partir de 2020, el USD debería seguir respaldado, ya que tiene un crecimiento y una ventaja en la tasa de interés, o ventaja de intercambio, mayor a la mayoría de las otras monedas del G10. Pero es probable que estas ventajas se reduzcan en el transcurso del año. Además, el enfoque de los participantes del mercado puede cambiar hacia la sobrevaluación del USD, alentando las salidas de activos denominados en USD.

EUR: después de un 2019 decepcionante, se espera que la Eurozona muestre un crecimiento moderado en 2020, en parte gracias al estímulo fiscal adicional y una disminución de la incertidumbre del Brexit. Esto debería respaldar al EUR. Los factores a largo plazo, más que nada el

creciente superávit en cuenta corriente de la región, también sirven de respaldo. Las nuevas inquietudes sobre la estabilidad política y fiscal de Italia representan un riesgo (de baja probabilidad).

JPY: aunque la aversión mundial al riesgo debería atenuarse, lo cual limitaría el potencial de alza para el JPY, su subvaloración frente al USD debe brindar soporte a la divisa. También es favorable el hecho de que el Banco de Japón esté limitado en cuanto a los recortes de tasas de interés.

GBP: en 2019, la GBP se vio afectada por lapsos de debilidad en medio de la continua incertidumbre del Brexit. En 2020, prevemos que la GBP tiene el mayor potencial de apreciación, dada su subvaloración y la creciente probabilidad de que un acuerdo de Brexit sea aprobado mediante votos e implementado en los próximos meses. Si así fuera, el Banco de Inglaterra tendría más probabilidades de endurecer sus políticas y apoyar aún más a la GBP.

CHF: el CHF está sobrevaluado frente al EUR. Si la economía de la Eurozona se recupera, el CHF podría perder algo de terreno frente al EUR. Si empeoran los pronósticos en cuanto a políticas y economía mundial, el Banco Nacional Suizo podría seguir interviniendo para limitar la apreciación del CHF.

Crecimiento estabilizado

A la mayoría de las monedas de los mercados emergentes (ME) les fue mejor en 2019 que el año anterior. Con la política de flexibilización de la Reserva Federal de los EE. UU., su ventaja de intercambio les brindó apoyo. Más allá de este factor general, el rendimiento difería considerablemente entre regiones y países. En Asia, China permitió que el CNY se debilitara para compensar parte de la carga arancelaria de EE. UU., lo que ejerció presión sobre otras monedas de la región. Las monedas con rendimientos más bajos de Europa, Medio Oriente y África mostraron el peor desempeño.

En el futuro, las monedas de los ME comienzan el año con una ventaja de intercambio más baja, las tasas de interés reales cayeron considerablemente en 2019 debido a la flexibilización de la política monetaria. Por el contrario, las valoraciones en general ahora son más atractivas. Además, el crecimiento debería reiniciar en muchos países emergentes debido a condiciones financieras más flexibles.

CNY: esta moneda tuvo un rendimiento inferior a la mayoría de sus semejantes asiáticas en 2019. Cualquier disminución en la guerra comercial aliviaría la presión, en particular ahora que la moneda está más cerca del valor razonable. No obstante, dado el crecimiento ralentizado de China y su superávit en cuenta corriente muy reducido, no esperamos movimientos duraderos a la alza.

KRW: el KRW perdió terreno en los primeros meses de 2019 debido a la estrecha integración de la economía en las cadenas de suministro que pasan por China, pero luego se recuperó. Se espera que siga recuperándose si la guerra comercial disminuye y sigue mejorando la opinión sobre el sector tecnológico, sobre todo porque está claramente subvalorado.

INR: las posibles reformas en las leyes fiscales, laborales y de inversión podrían atraer flujos de inversión extranjera con el tiempo, respaldando la moneda. Su valor es justo, pero la ventaja de intercambio se ha deteriorado.

MXN: el peso mexicano es un «ganador de la guerra comercial» con el aumento de las exportaciones de México a raíz de los reveses de China. Al mismo tiempo, se agudizó la presión política luego de que Estados Unidos, Canadá y México firmaran un nuevo tratado comercial. Considerando que se espera que el crecimiento repunte un poco y que el banco central adopte una postura cautelosa, la ventaja de intercambio del MXN debería debilitarse solo gradualmente. Su valoración es favorable.

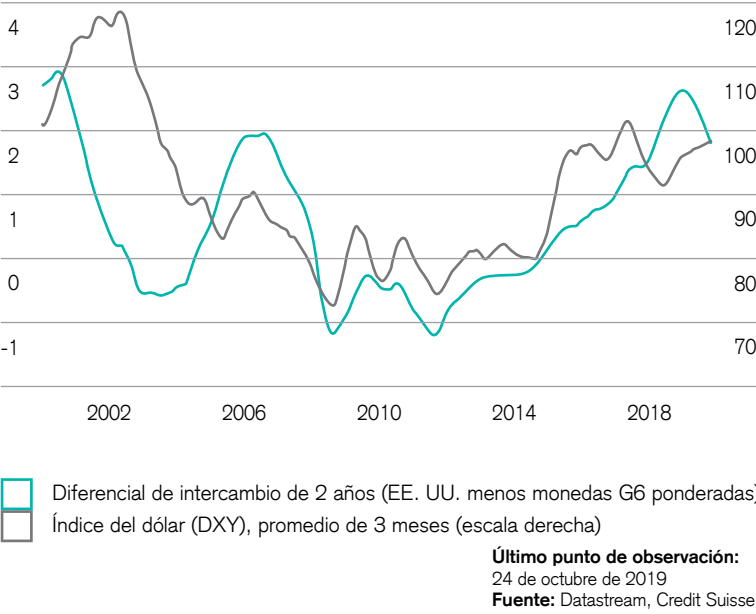
BRL: la valoración mejoró y el crecimiento parece estabilizarse, con índices económicos sobresalientes, en los niveles más altos en más de un año. Con la reforma de las pensiones casi terminada, la atención podría dirigirse hacia la reforma impositiva. No esperamos que el banco central reduzca la tasa de referencia Selic más de lo que anticipa el mercado en este momento. La moneda debería mantenerse.

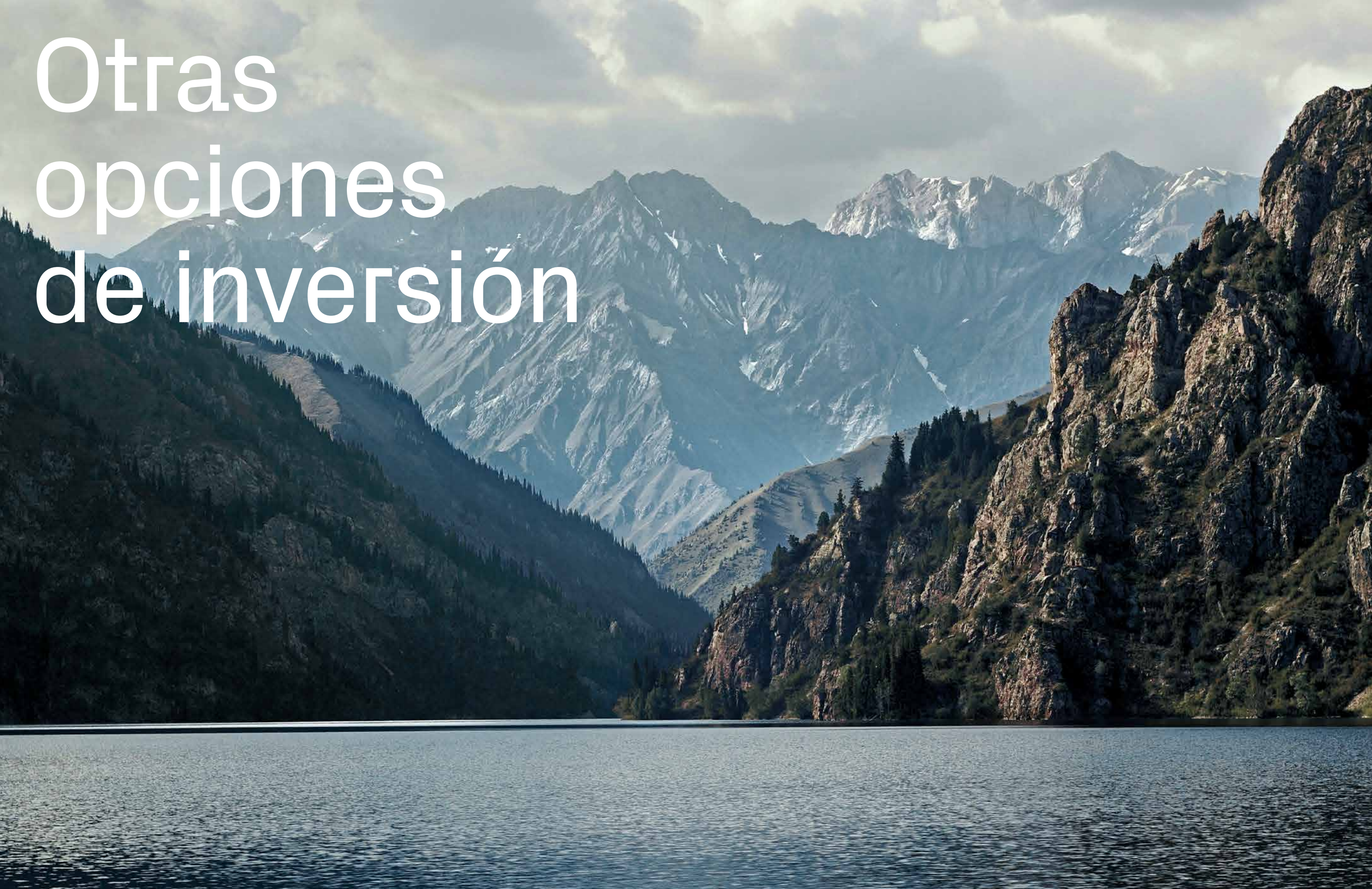
RUB: las cuestiones favorables: un fuerte superávit en cuenta corriente y bajos niveles de deuda. Sin embargo, después de su fuerte apreciación en 2019, el RUB ya no es atractivo desde una perspectiva de valoración.

TRY: la valoración fundamental, una ventaja de intercambio aún alta y una economía en mejora deberían compensar la incertidumbre política. Sin embargo, es probable que la volatilidad siga siendo alta.

ZAR: Sudáfrica sigue rezagada ya que los desequilibrios económicos continúan creciendo y las perspectivas de reformas estructurales siguen siendo sombrías. Es posible que esta moneda siga bajo presión.

Menos respaldo de las tasas de interés para el USD
Diferencial en puntos porcentuales e índice de dólares





Otras opciones de inversión

Los rendimientos siguen siendo convincentes

Las inversiones alternas ahora son un componente básico de las carteras, particularmente en el mundo actual de tasas de interés y rendimientos bajos por más tiempo. Se valoran no solo por sus beneficios de diversificación, también por brindar estabilidad a las carteras. Comenzamos con los bienes inmuebles, aquí esperamos ver un entorno aún positivo en 2020.

Los inversores de bienes raíces son testigos de una serie de cambios estructurales en los últimos años. Es por esto que han tenido que ajustar su estrategia para obtener las oportunidades con potencial mayor.

El comercio electrónico beneficia a los activos industriales

En términos de sectores de bienes raíces, creemos que la tendencia hacia el comercio electrónico empieza a sustituir a los puntos de venta minoristas tradicionales (centros comerciales no principales o lugares en calles que no son avenidas principales.). Por el contrario, los activos industriales deberían beneficiarse de este cambio, porque la cadena de suministro del comercio electrónico requiere mucho más espacio de almacenamiento y logística.

Otro cambio estructural importante es el aumento de espacios flexibles de oficinas, el cual ahora representa un gran porcentaje de la ocupación total: aproximadamente el 10 % en los principales mercados de EE. UU., el 15 % en el Reino Unido y 12 % en el resto de Europa, según el Análisis de Mercado de la Propiedad.

Los inversores pueden aumentar los niveles de ocupación y ampliar su base de inquilinos colaborando con proveedores de espacios flexibles para oficinas. No obstante, se desconoce el impacto a largo plazo en los valores de alquiler y existe el riesgo de que se liberen muchos espacios para oficinas en el mercado al vencerse los arrendamientos a corto plazo.

Enfoque en la generación de ingresos y en inversiones no correlacionadas

En general, el entorno de expansión económica moderada que se proyecta y la política monetaria complaciente favorecen los bienes inmuebles cotizados y de inversión directa en todo el mundo. En este contexto, preferimos como inversiones los inmuebles de inversión directa, en los cuales las tasas de interés bajas no parecen reflejarse del todo en el precio. Si bien los rendimientos de propiedad en la mayoría de los bienes inmuebles se encuentran en el extremo inferior de su rango histórico, es posible que la disminución de las tasas atraiga más capital de inversión. Los rendimientos en bienes inmuebles directos tienden a ser estables a causa de los ingresos de alquileres, algo favorable en un entorno de ciclo tardío potencialmente volátil.

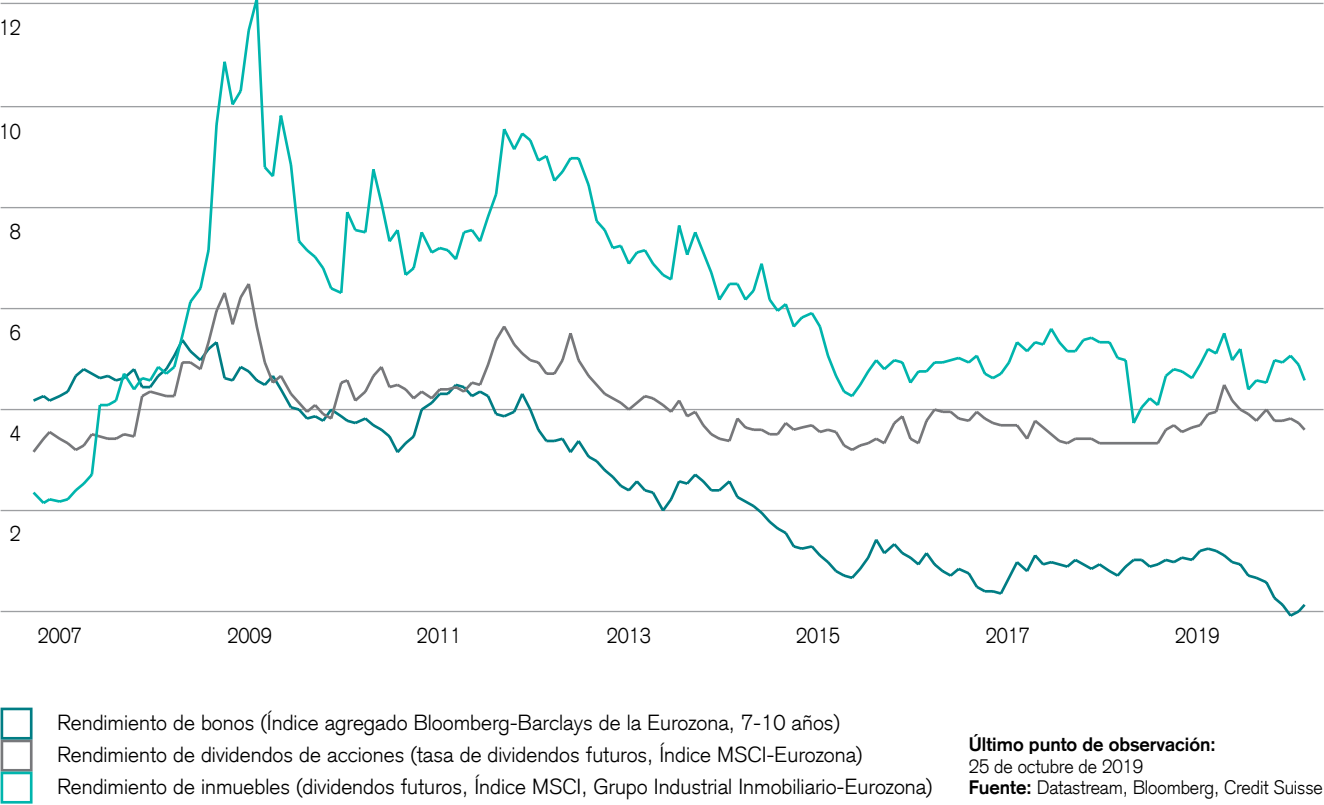
En cuanto a la estrategia de inversión, buscamos activos de alta calidad en los que la caída de rendimientos todavía no se refleje del todo en la tasación (por ejemplo, activos centrales en propiedades con buena ubicación y arrendamientos a largo plazo). Las llamadas “estrategias de valor añadido”, que tienen una correlación baja con el mercado en general, pueden producir ganancias superiores. En estos casos, por ejemplo, se agrega valor reacondicionando y restaurando activamente las propiedades.

En contraste, las acciones inmobiliarias globales ya reflejan tasas más bajas con valoraciones históricamente altas. Además, el potencial de alza es limitado, con la desaceleración del crecimiento en los mercados subyacentes. Si bien la expansión múltiple y los bajos rendimientos impulsaron gran parte de los excelentes rendimientos en 2019, esperamos que esto disminuya en 2020.

Búsqueda de regiones con altos dividendos

Desde el punto de vista regional, nos enfocamos más en los dividendos relativamente altos que en el crecimiento. Es por esto que favorecemos a la eurozona, con un margen de rendimiento de 500 puntos básicos por encima del que generan los bonos gubernamentales a la fecha de redacción de este documento, lo que está por encima del promedio a largo plazo. En caso de un Brexit ordenado, también creemos que las propiedades inmobiliarias cotizadas en el Reino Unido ofrecen potencial por las tasaciones poco exigentes, la estructura conservadora de la deuda de las empresas inmobiliarias y una posible recuperación en los mercados subyacentes, especialmente en los espacios para oficinas en Londres. Sin embargo, el potencial al alza de los bienes inmuebles cotizados en los Estados Unidos parece limitado, porque las tasas de interés más bajas y la expectativa de mayores ganancias ya se reflejan en los precios.

Los bienes raíces siguen generando rendimientos
Rendimiento de los bonos, acciones globales y acciones inmobiliarias (en %)



La debida diligencia es esencial

Los mercados privados son cada vez más convencionales ya que los administradores de activos más pequeños y las empresas familiares comenzaron a buscar exposición, con esto las inversiones mínimas disminuyeron. Debido la falta de liquidez por naturaleza de los mercados privados, es primordial realizar la debida diligencia, seleccionar buenos fondos y buenos administradores.

En los últimos años el capital privado es cada vez más popular, pero este desarrollo tiene un costo. La valoración de los activos y la competencia por inversiones siguen siendo las principales inquietudes de la industria, regresó la deuda con restricciones bajas, y los nuevos participantes siguen desafiando las ganancias de la industria.

Expansión de los mercados privados
Ahora bien, los mercados privados son casi dos veces más grandes que hace diez años, aumentaron los fondos secundarios brindando profundidad y exposición diferenciada, mientras que el acuerdo promedio necesita menor apalancamiento. Para los inversores, un universo más grande genera mayor potencial de diversificación. Esperamos que para 2020 el capital privado (CP) genere un rendimiento total aproximado al 8 % anual, por debajo del promedio histórico de 9,2 %. Las condiciones menos favorables para el crédito, altos niveles de capital no implementado y menor aceptación de riesgo limitan los rendimientos. Dicho esto, el CP aún ofrece una prima justa por falta de liquidez justa sobre las acciones públicas.

Acceso a un mejor precio y potencial a largo plazo
Los fondos del CP pueden ayudar a mejorar los rendimientos ajustados al riesgo de la cartera, ya que se dirigen a empresas expuestas a crecimiento fundamental a largo plazo en mercados privados que de otro modo serían inaccesibles. Los precios de entrada de los acuerdos de CP dependen del estado de los mercados de capital, mientras que las salidas normalmente reflejan la evolución trascendente de un negocio, lo cual tiene menos correlación con los mercados de capital. Es por esto que el CP ofrece cierta diversificación para los inversionistas. Sin embargo, el volumen de inversiones mayor al promedio histórico y el perfil de riesgo más bajo de las inversiones implican que los rendimientos esperados disminuirán con el tiempo.

En este contexto, favorecemos a los administradores expertos de CP que buscan activamente negocios fuera de los mercados centrales. Estas inversiones deberían verse beneficiadas por las valoraciones más bajas en comparación con el mayor potencial de crecimiento de las empresas. Además, el historial del análisis de rendimiento muestra que los fondos de los administradores

en el 25 % superior tienden a permanecer en ese nivel aproximadamente el 30 % del tiempo (período de muestra de 1980 a 2015, basado en datos de Preqin). Debido a lo anterior, en el entorno actual de menor crecimiento y riesgos percibidos de ciclo tardío, cierta exposición a los administradores expertos que invierten en mercados inaccesibles de otro modo debería ayudar a mitigar algunos de esos riesgos del ciclo tardío.

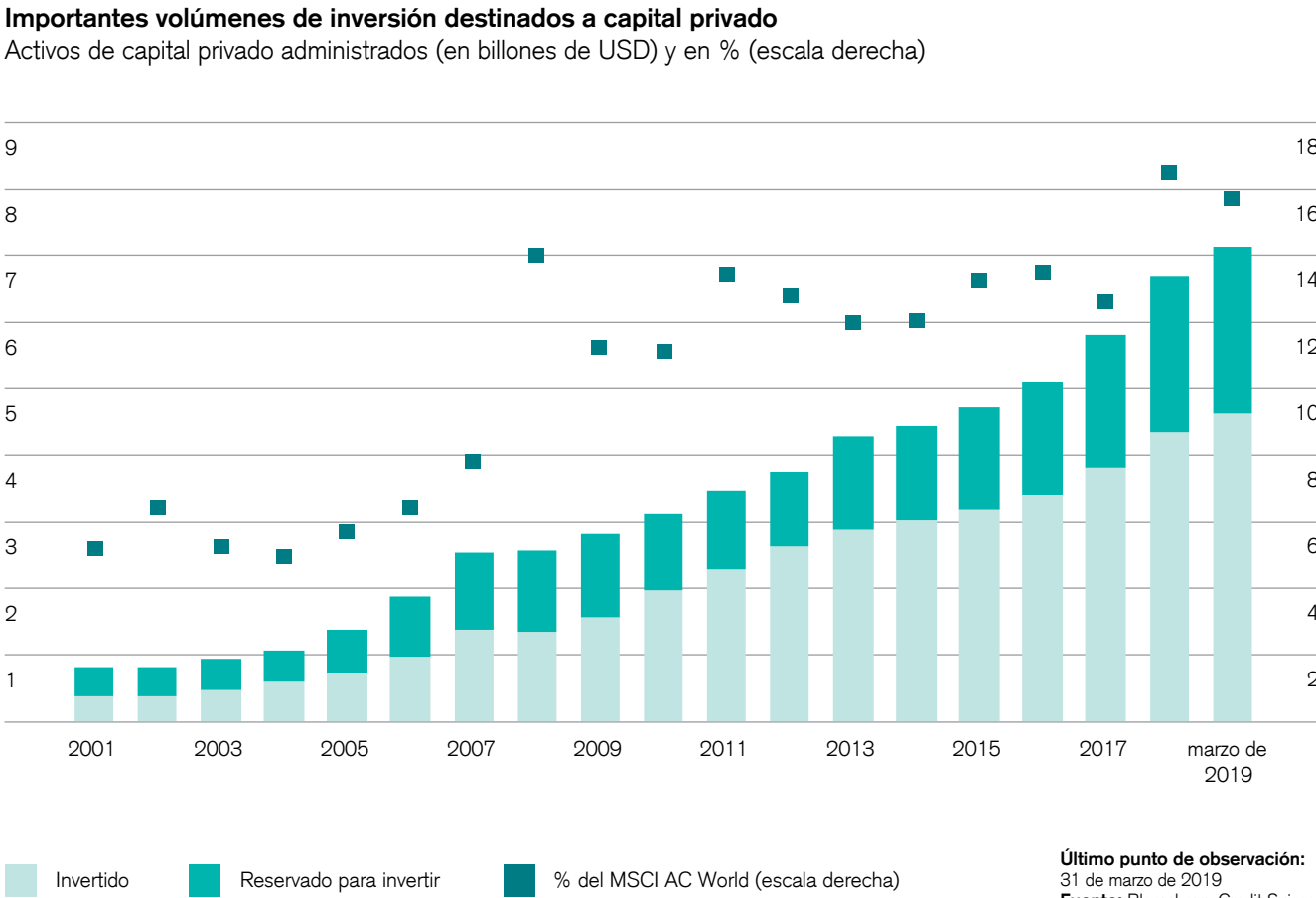
Enfoque en los mejores proveedores y estrategias defensivas
Creemos que, incluso en este entorno cada vez más desafiante, el capital privado puede generar rendimientos excesivos sobre los mercados líquidos. Pero dada la constante incertidumbre y las tasas de interés históricamente bajas, apoyamos las estrategias que ofrecen una ventaja similar a la del capital privado con cierta protección a la baja, por ejemplo, activos reales y capital de crecimiento. Los riesgos clave incluyen falta

de liquidez, horizontes de inversión a largo plazo, apalancamiento y la complejidad de las transacciones. Estos riesgos se pueden mitigar mediante una inversión diversificada durante el ciclo y seleccionando administradores expertos de buen desempeño. Es primordial realizar la debida diligencia, seleccionar buenos fondos y buenos administradores, debido a la falta de liquidez por naturaleza de los mercados privados.



¿Qué es el capital privado?

Para más información:
credit-suisse.com/privateequity



Último punto de observación:
31 de marzo de 2019
Fuente: Bloomberg, Credit Suisse

Estabilizadores para la cartera

En un mundo de tan baja rentabilidad en bonos e incetridumbre cíclica en el futuro, tiene mucho sentido mantener una cartera diversificada de fondos especulativos (FE), o “hedge funds”. El desempeño de los administradores expertos de fondos especulativos probablemente seguirá moderado, pero todavía por encima de los bonos de grado de inversión.

Hasta finales de agosto de 2019, el rendimiento del índice amplio de fondos especulativos (índice de Hedge Fund Reasearch, HFRI) estaba alrededor de 5 %, en términos de USD. Eso fue mucho mejor que la cifra de 2018 (-4,7 %), pero cercano al promedio de diez años de 4,28 %. Además, hubo una dispersión amplia de los retornos entre diferentes administradores de FE, y algunos de ellos obtuvieron retornos negativos.

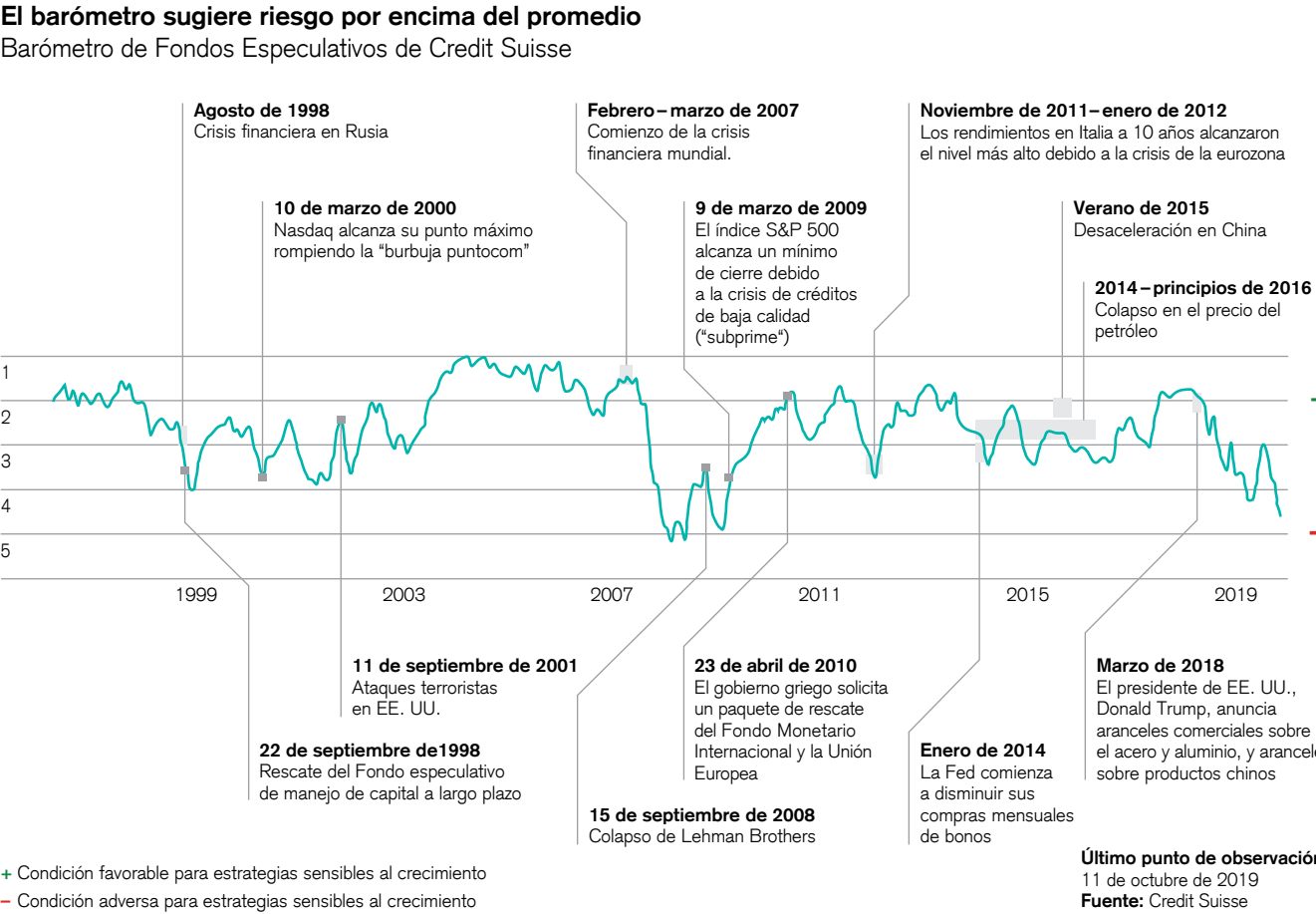
Es primordial elegir a un administrador especializado
Aunque los fondos especulativos aumentaron su apalancamiento en le década anterior, creemos que mitigar los riesgos requiere un enfoque más institucionalizado hacia la administración de riesgos y mediciones de liquidez más prudentes. Es por esto que, a diferencia de los años anteriores a la crisis financiera mundial de 2008, la industria recompensa a los inversores con un riesgo menor, pero también menores rendimientos.

Dicho esto, los retornos de la industria en su conjunto siguen estando expuestos en gran medida a los activos tradicionales. En el entorno que proyectamos, consideramos que los

administradores expertos de fondos especulativos que han demostrado su capacidad para crear valor durante todo el ciclo harán buen trabajo. Es por esto que, para 2020, es primordial contar con un administrador de fondos experto.

Las mediciones favorecen los fondos con beta baja
El Barómetro de FE de Credit Suisse, medidor de la volatilidad del mercado, la liquidez, el riesgo sistemático y los indicadores del ciclo económico, ofrece a los clientes una guía sobre el tipo de exposiciones adecuadas a FE dado cualquier régimen de mercado específico. La última lectura del Barómetro está en el rango negativo, esto sugiere que debe evitarse la exposición al riesgo de mercado de acciones (beta) dentro del universo de los FE. Esto favorece a estrategias macro diversificadas y estrategias de acciones oportunistas de apuesta al alza y a la baja combinadas, así como estrategias no correlacionadas que buscan exposición a primas de riesgo, tales como impulso o potencial cambiario. Más allá de las estrategias específicas, es crucial confiar en expertos que realizan una extensa y muy informada debida diligencia sobre los diversos administradores de FE.

“ Una asignación a los fondos especulativos actúa como un estabilizador en las carteras.



A la espera del alza

Las materias primas tomaron caminos distintos el año pasado, los segmentos cíclicos depreciaron, y ganaron los metales preciosos por la desaceleración de la producción industrial. Se espera que en el futuro se cierre esta brecha.

En 2019, el oro se apreció y cayeron los metales industriales. Si se materializa nuestro supuesto básico de crecimiento global estabilizado y mayor rendimiento de los bonos, los metales industriales tienen un potencial alcista modesto, mientras que probablemente se consoliden los precios del oro. Los precios del petróleo podrían ir a la baja para forzar los ajustes de la oferta antes de su recuperación en el futuro.

Productos básicos cíclicos a la espera de una mejor producción industrial

Mientras siga cayendo la producción industrial (PI), se atenúan las perspectivas de los productos básicos cíclicos. Para su recuperación, será necesario resolver en cualquier grado la guerra comercial y mejorar la confianza. Sin embargo, está por verse si esto sucede en el primer semestre. Además, los precios de los metales industriales descuentan un crecimiento negativo en China. En caso de que se establezca el crecimiento, habrá posibles sorpresas a la alza. Este crecimiento será más notorio en el cobre, mientras que en el resto de los metales será más moderado a menos que la PI tenga una recuperación más sólida.

Petróleo: exceso de oferta ante los conflictos en el Medio Oriente

Un ligero crecimiento de la demanda y la sólida oferta de los países que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en particular los productores de petróleo de pizarra en EE. UU., apuntan a mercados de

petróleo con exceso de oferta en 2020. Para evitar los excedentes, la OPEP (incluida Rusia) tendrá que extender o incluso intensificar los cortes de suministro existentes, también se debe disminuir la producción de pizarra en EE. UU. Prevemos una debilidad temporal de los precios para forzar los ajustes de la oferta, lo cual permite el inicio de la recuperación. Un conflicto militar en la región del Golfo puede ser un riesgo que altere los precios a la alza. Sin embargo, al momento las potencias en la región y EE. UU. buscan tranquilizar la situación.

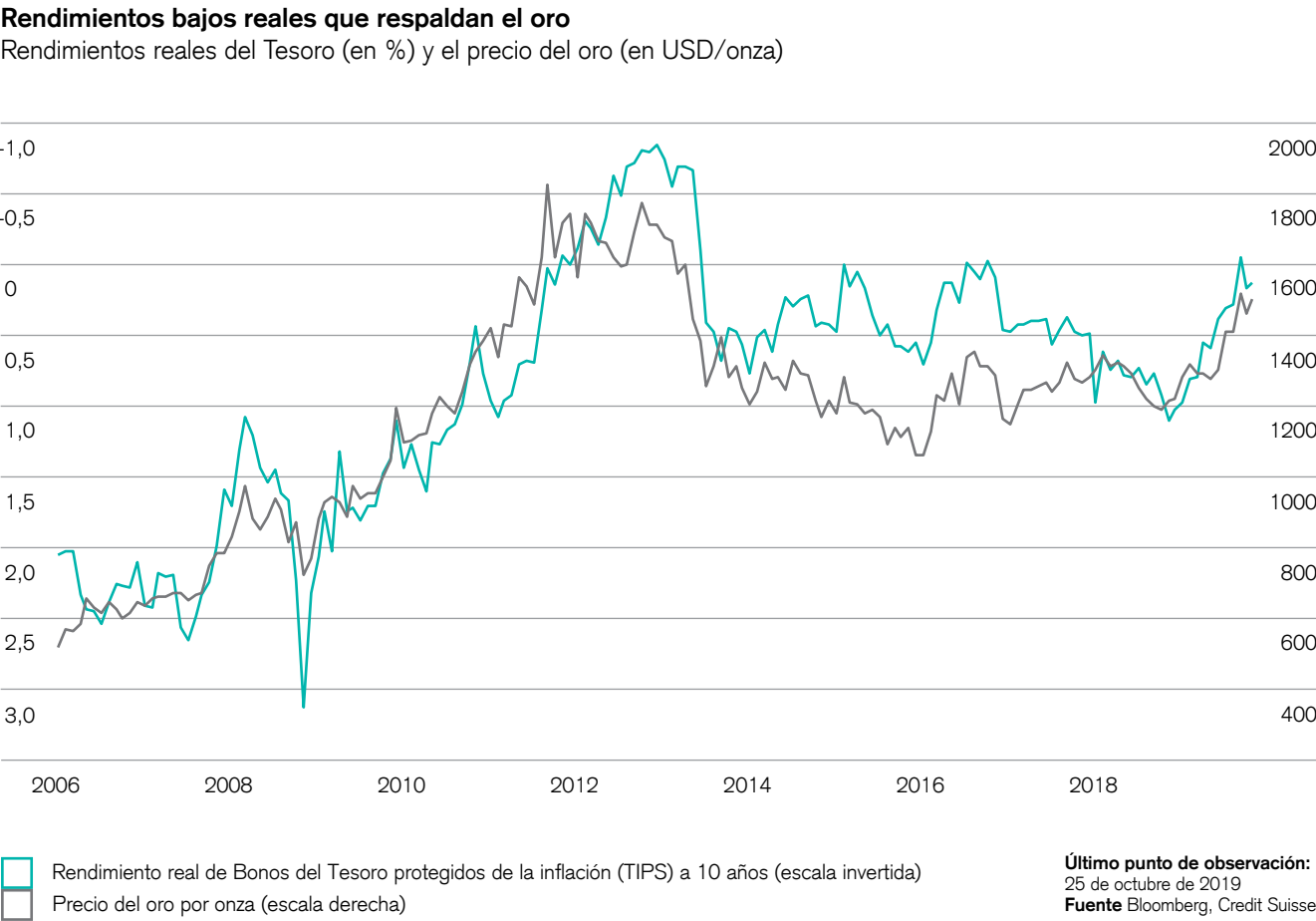
Oro: los rendimientos bajos lo siguen respaldando

Es posible que los precios del oro y otros metales preciosos sigan sosteniéndose mientras los rendimientos (reales) sigan siendo bajos o incluso negativos y persista la incertidumbre económica. Si bien las especulaciones a la alza tienden a prolongarse para el oro, no vemos un catalizador claro que impulse una venta a gran escala de dichas inversiones.

Dos escenarios de riesgo

Una recuperación más sólida o más anticipada de la PI favorecería más a los metales industriales y perjudicaría a los metales preciosos. En este caso también se vería respaldada la energía, pero en menor medida dada la amplia oferta. En caso de una recesión total, los metales preciosos obtendrían mayores ganancias y los precios de la energía serían particularmente vulnerables.

“ Los precios del petróleo podrían ir a la baja para forzar los ajustes de la oferta antes de su recuperación.





Estrategia de inversión para 2020

Oportunidades de inversión en un mundo de tasas bajas

Ahora que las tasas de interés en todo el mundo han alcanzado mínimos históricos o cifras negativas, incluso los inversores con repudio al riesgo tendrán que comprar activos de mayor riesgo para generar rendimientos positivos. Vemos una serie de oportunidades para generar rendimientos adicionales sin asumir demasiado riesgo.

Curva de rendimiento de recuperación

En 2020, varios desarrollos macroeconómicos impulsarán el panorama de la inversión. Se espera que la política monetaria siga siendo favorable, y que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) mantenga las tasas de interés estables luego de adelantar varios recortes en 2019. Con esto se debería mantener el crecimiento económico en torno a los moderados niveles actuales. Es probable que las constantes inquietudes por la recesión disminuyan, ya que la fabricación podría comenzar a recuperarse durante el primer semestre de 2020, lo que aumentará la curva de rendimiento.

Atención en los riesgos futuros generados por la inflación

En sí, la perspectiva de crecimiento moderada podría no incluir mucha exposición cíclica a la inversión. Pero consideramos que es todo lo contrario, debido a la débil, o incluso negativa, perspectiva de rendimiento al invertirse en efectivo o en bonos de bajo riesgo gubernamentales y de grado de inversión.

Un resultado de la reciente actualización anual de nuestra perspectiva de rendimiento de cinco años para nuestro universo de activos es que posiblemente los inversores enfrentarán rendimientos muy bajos en los activos de bajo riesgo

en el futuro. Incluso los inversores tradicionales de ingresos fijos corren el riesgo de sufrir pérdidas en la riqueza real debido a la inflación.

Diversificación con moderación

En nuestra opinión, los inversores deben asumir riesgos en cierta medida y con diversificación aplicando un marco de activos múltiples. Este marco puede aprovechar los puntos de valor restantes en los mercados de bajo riesgo, mientras aumentan los rendimientos esperados al invertir en acciones y se buscan inversiones menos convencionales de renta fija.

Los bonos de alto grado siguen teniendo un papel importante que desempeñar en términos de diversificación del riesgo, los inversores deben buscar una serie más amplia de factores de ganancias para lograr rendimientos positivos. Dentro de los créditos de titulización, tiene preferencia el segmento europeo de bonos cubiertos, que tiene una alta calificación crediticia. Para los inversores que buscan amortiguar el impacto negativo del aumento de los rendimientos de los bonos (riesgo de duración), en especial las fracciones preferentes y subordinadas de deudas con garantía prendaria deberían ser una parte atractiva de su cartera para reemplazar en parte los bonos a corto plazo de menor rendimiento.

Más bonos de los ME

Además, consideramos que los inversores deberían agregar bonos de monedas fuertes de los mercados emergentes (ME), ya que ofrecen una perspectiva de rendimiento similar a la de los bonos de alto rendimiento más tradicionales, pero con mejor nivel de calificación. Los bonos de moneda local de los ME también pueden ser una opción, aunque el riesgo cambiario demandará atención adicional para ajustar el porcentaje de la cartera. En general, consideramos que la integración de los ME, incluidos los mercados fronterizos, en la parte de ingresos fijos de las carteras también ayuda a mejorar la diversificación, con un marco de activos múltiples.

Acciones con potencial de rendimientos

Las acciones y las inversiones alternativas ofrecen más potencial de generar rendimientos. Creemos que las acciones ofrecen una ventaja atractiva de rendimiento sobre los bonos de bajo rendimiento. Los inversores que están más orientados a los ingresos deberían favorecer a las empresas con dividendos estables. A nivel sectorial, consideramos el de informática como uno de los pocos sectores de alto crecimiento. También le apostamos a las finanzas, ya que

esperamos que una mejora en la perspectiva cíclica pueda desencadenar una mayor rotación en ese sector en el primer semestre de 2020.

Oportunidades alternas

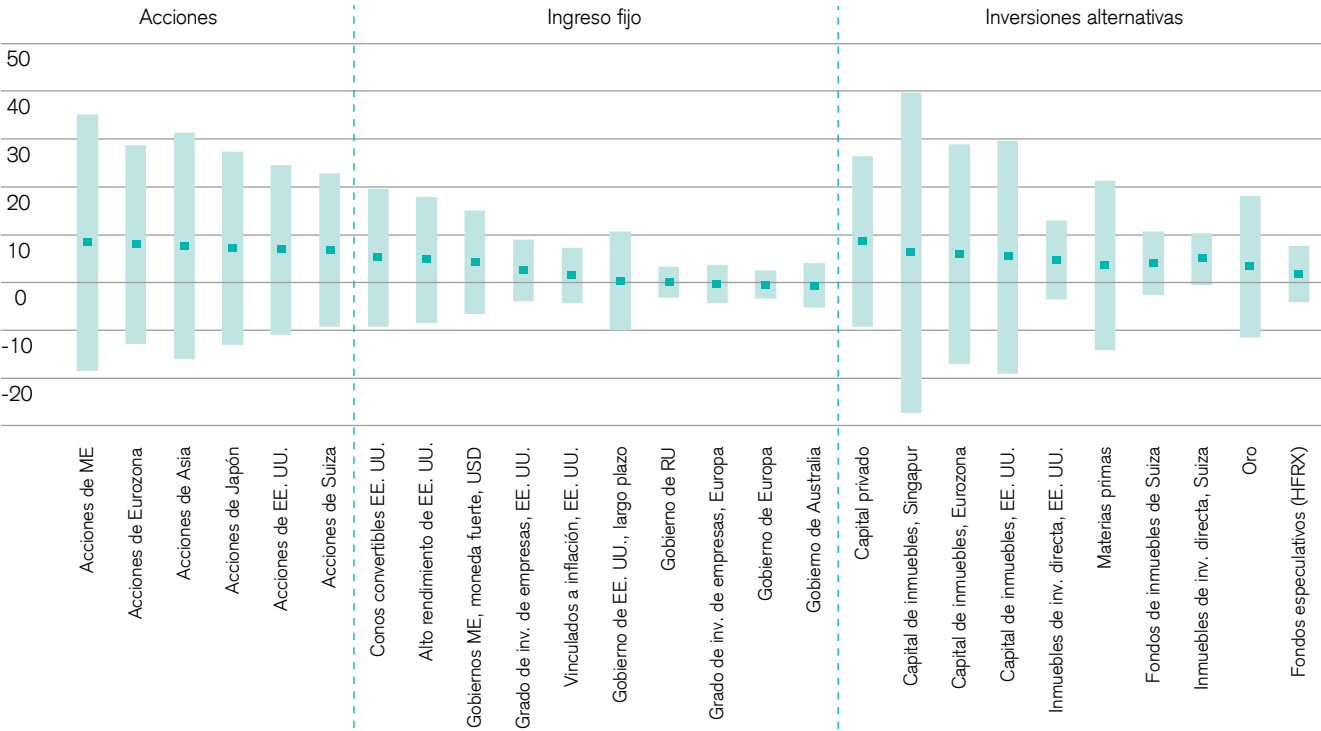
Dentro de las inversiones alternas, el sector inmobiliario permite una mayor diversificación de la cartera y mejora el potencial de rendimiento. En las carteras de activos múltiples, solemos agregar la exposición a los fondos especulativos con fines de diversificación. Para los inversores que estén dispuestos a comprometer dinero por un lapso de tiempo más largo con el fin de obtener una prima de liquidez, el capital privado ofrece la oportunidad de mejorar los rendimientos a largo plazo.



Supuestos del mercado de capital (CMA)

Para más información:
[credit-suisse.com/cma/es](https://credit-suisse.com/credit-suisse.com/cma/es)

Rendimientos mediocres para bonos de alta calidad



Retornos esperados a 5 años Retorno esperado a 5 años +/- 1 desviación estándar Fuente: Supuestos del mercado de capital, Credit Suisse

Pronósticos

Esperamos un crecimiento global lento en 2020 de 2,5 %, casi sin cambios desde 2019. En el contexto de un crecimiento limitado de las ganancias y rendimientos de bonos planos a más altos, es probable que los rendimientos en los mercados de acciones clave estén en el rango de un solo dígito en 2020, mientras que los rendimientos de la mayoría de los bonos gubernamentales centrales serían negativos.

Pronósticos de crecimiento y de inflación

PIB real (% interanual)				Inflación (promedio anual, % interanual)			
	2018	2019E*	2020P**		2018	2019E*	2020P**
Global	3,2	2,6	2,5	Global	2,7	2,6	2,5
EE. UU.	2,9	2,3	1,8	EE. UU.	2,4	1,8	2,0
Canadá	1,9	1,3	0,9	Canadá	2,3	1,9	1,8
Zona euro	1,9	1,1	1,0	Eurozona	1,8	1,2	1,1
Alemania	1,5	0,5	0,4	Alemania	1,9	1,3	1,3
Italia	0,7	0,1	0,7	Italia	1,2	0,6	0,7
Francia	1,7	1,2	1,1	Francia	2,1	1,3	1,3
España	2,6	2,2	1,8	España	1,7	0,8	1,0
Reino Unido	1,4	1,2	1,3	Reino Unido	2,5	1,9	2,1
Suiza	2,8	1,1	1,4	Suiza	0,9	0,5	0,5
Japón	0,8	0,8	0,4	Japón	0,9	0,5	0,1
Australia	2,7	2,0	2,8	Australia	2,0	1,8	1,9
China	6,6	6,1	5,9	China	1,9	2,6	2,2
India (ejercicio fiscal)	7,2	6,8	6,0	India (ejercicio fiscal)	4,0	3,4	3,4
Brasil	1,1	1,2	2,7	Brasil	3,7	3,7	3,7
Rusia	2,3	1,4	1,6	Rusia	2,9	4,5	3,2

* E: estimado
** P: pronosticado

Último punto de observación: 05 de noviembre de 2019
Fuente: Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

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

“ La economía global y los mercados continuarán mostrando una resistencia sólida ante estos desafíos.

Rentabilidad/pronósticos rentabilidad de los mercados financieros

	Rentabilidad en lo que va del año 2019, al 5 de noviembre de 2019	Rentabilidad total esperada en 2020		Rentabilidad en lo que va del año 2019, al 5 de noviembre de 2019	Rentabilidad total esperada en 2020
Acciones*			Renta fija privada		
Acciones EE. UU.	24,7%	6,5%	Bonos mundiales con grado de inversión**	11,30%	2,60%
Acciones Eurozona	24,4%	5,8%	Bonos mundiales de alto rendimiento**	12,02%	3,10%
Acciones suizas	27,0%	4,1%	Bonos de mercados emergentes en monedas fuertes***	13,06%	3,60%
Acciones británicas	13,6%	5,7%			
Acciones japonesas	17,1%	5,6%			
Acciones de mercados emergentes	14,1%	5,4%			

Rendimientos de los bonos	Cierre el 5 de noviembre de 2019	Previsiones para finales de 2020	Divisas y materias primas	Cierre el 5 de noviembre de 2019	Previsiones para finales de 2020
Rendimiento de títulos del Tesoro a 10 años	1,80%	2,2%	EUR/USD	1,11	1,15
Rendimiento de los bonos del gobierno alemán a 10 años	-0,31%	-0,1%	USD/CHF	0,99	1,00
Rendimientos de bonos del gobierno suizo a 10 años	-0,45%	-0,3%	EUR/CHF	1,10	1,15
			USD/JPY	109	103
			GBP/USD	1,29	1,40
			USD/CNY	7,02	7,20
			Oro (USD/oz)	1505	1500
			WTI (USD/bbl)	57	55

* Las rentabilidades y los rendimientos esperados corresponden a las rentabilidades totales, incluidos los dividendos. Los mercados se refieren a los índices del MSCI por países y regiones en moneda local. La rentabilidad de los períodos del 06 de noviembre de 2014 a 05 de noviembre de 2019 para esos índices en orden cronológico es la siguiente: MSCI EE. UU.: 5,5%, 1,3%, 26,6%, 7,2%, 14,9%; MSCI Eurozona: 17,8%, -8,7%, 29,5%, -8,1%, 13,4%; MSCI Suiza: 4,8%, -10,5%, 30,0%, 0,0%, 18,2%; MSCI RU: 0,0%, 9,5%, 17,3%, -2,2%, 7,1%; MSCI Japón: 15,3%, -13,3%, 34,8%, -4,9%, 4,2%; MSCI ME: -0,1%, 4,6%, 30,1%, -6,9%, 11,3%
** Índice Barclays Mundial de empresas (grado de inversión) y de alto rendimiento (Global Investment Grade Corporate and Global High Yield)
*** JP Morgan, Índice Mundial Diversificado EMBI (empresas de ME) (índice soberano)

Último punto de observación: 05 de noviembre de 2019
Fuente: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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

Información importante

Advertencia sobre riesgos

Toda inversión implica un riesgo, especialmente respecto de las fluctuaciones de los valores y los beneficios.

En caso de que una inversión se haya denominado en una moneda distinta a la moneda de denominación original, los cambios en el tipo de cambio podrán tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos.

En el siguiente enlace de Internet se describen detalladamente los riesgos de invertir en los valores citados en este informe: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

Este informe puede incluir información sobre inversiones que implican riesgos especiales. Le aconsejamos que se ponga en contacto con su asesor financiero antes de tomar decisiones de inversión basadas en este informe o si necesita que le explique algunos de sus contenidos. Encontrará más información en el folleto de información «Riesgos especiales en el mercado de valores» de la Asociación de Banqueros Suizos.

El rendimiento en el pasado no es un indicador de rendimiento en el futuro. El rendimiento puede verse afectado por comisiones, tasas u otros cargos, así como por las fluctuaciones en los tipos de cambio.

Riesgos de los mercados financieros

Los beneficios y la situación de los mercados financieros en el pasado no son indicadores fiables del rendimiento futuro. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualquier ingreso susceptible de ser acumulado pueden caer, subir o fluctuar. El rendimiento en el pasado no muestra cómo será el rendimiento en el futuro. En caso de que una inversión se haya denominado en una moneda distinta a la moneda de denominación original, los cambios en el tipo de cambio podrán tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos. Debería consultar este aspecto con tantos consejeros como estime necesarios para que le ayuden en esta toma de decisiones.

Puede que las inversiones no tengan lugar en un mercado público o que se den solo en un mercado secundario restringido. Si existe un mercado secundario, no es posible predecir el precio al que se negociarán las inversiones en el mercado o si dicho mercado será líquido o no líquido.

Mercados emergentes

Ya que este informe se refiere a los mercados emergentes, debería saber que existen incertidumbres y riesgos asociados a inversiones y transacciones en varios tipos de inversiones de (o relacionadas o vinculadas con) emisores o deudores incorporados, basados en o dedicados principalmente a los negocios en los países en mercados emergentes. Las inversiones relativas a los países en 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 fondos especulativos ("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 especulativos no están regulados, en su gran mayoría. Los FE 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 complicadasde inversión especulativa, aplacamiento y derivados, que pueden aumentar el riesgo de pérdida de inversión.

Las transacciones de materias primas conllevan un alto riesgo, incluida la pérdida total de la inversión, y pueden no ser adecuadas para muchos de los inversores privados. El rendimiento de estas inversiones depende de factores impredecibles, como catástrofes naturales, influencias climáticas, capacidades de carga, inestabilidad política, fluctuaciones estacionales y fuertes influencias de aplazamientos, especialmente en futuros e índices.

Los inversores en inmuebles están expuestos a la liquidez, la divisa y otros riesgos, incluidos el riesgo cíclico, el riesgo del mercado de alquiler y local, así como al riesgo medioambiental y a los cambios en la situación legal.

Capital privado

El Capital Privado (en adelante, «CP») significa una inversión de capital propio privado en empresas que no cotizan en bolsa (es decir, que no están incluidas en ninguna bolsa de valores); son complejas, normalmente ilíquidas y duraderas. Generalmente, las inversiones en un fondo de CP suponen un grado significativo de riesgo financiero y/o comercial. En las inversiones en fondos de capital privado, el principal no está protegido ni garantizado. Se requerirá que los inversores cumplan con las exigencias de capital de las inversiones durante un periodo de tiempo prolongado. El incumplimiento de dicha obligación puede acarrear la pérdida de una parte de la cuenta de capital, la renuncia a cualquier ingreso futuro o ganancias en inversiones realizadas con anterioridad a dicho incumplimiento y, entre otras cosas, la pérdida de cualquier derecho a participar en inversiones futuras o la obligación

de vender las inversiones a muy bajo precio, muy por debajo de las valoraciones del mercado secundario. Las empresas o los fondos pueden estar altamente apalancados y, por lo tanto, pueden ser más sensibles a actividades empresariales y/o desarrollos financieros o factores económicos adversos. Las inversiones pueden enfrentarse a una fuerte competencia, una actividad empresarial cambiante o condiciones económicas o acontecimientos financieros que puedan afectar de forma adversa a su rendimiento.

Tipo de interés y riesgos crediticios

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

Departamento de Estrategias de Inversión

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

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

Exoneración general de responsabilidad/ Información importante

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

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

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

Entidades distribuidoras

Salvo que se indique otra cosa, el presente informe se distribuye por Credit Suisse AG, un banco suizo autorizado y regulado por la «Swiss Financial Market Supervisory Authority». **Alemania:** este informe ha sido distribuido por Credit Suisse (Deutschland) AG, entidad autorizada y regulada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Arabia Saudi:** esta información la distribuye Credit Suisse Saudi Arabia (n.º de registro comercial: 1010228645), que posee licencia para operar y está regulada por la Autoridad de Mercados de Capital de Arabia Saudí con el número de licencia 08104-37 fechada 23/03/1429H correspondiente a 21/03/2008AD. El principal centro de actividad comercial de Credit Suisse Saudi Arabia se halla en King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudí. Sitio web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Austria:** este informe lo distribuye CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «sucursal de Austria»), que es una sucursal de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Austria está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-2991 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), así como a la autoridad supervisora austríaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena. **Baréin:** este informe lo distribuye Credit Suisse AG, Bahrain Branch, entidad autorizada y regulada por el Central Bank of Bahrain (CBB) como Empresa comercial de inversión de categoría 2. Los servicios o productos financieros relacionados solo se ponen a disposición de clientes profesionales e Inversores acreditados, según la definición del CBB, y no están diseñados para que los utilice ninguna otra persona. El Central Bank of Bahrain no ha revisado ni aprobado este documento ni el marketing de ningún vehículo de inversión aquí mencionado en el Reino de Baréin, y no se hace responsable del rendimiento de ninguno de dichos vehículos de inversión. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, sucursal de Credit Suisse AG, Zürich/Suiza, tiene su domicilio en Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino de Baréin. **Catar:** esta información la distribuye Credit Suisse (Qatar) L.L.C., entidad autorizada y regulada por la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bajo el n.º de licencia 00005 de la QFC. Todos los productos o servicios financieros vinculados están únicamente a disposición de Clientes comerciales o Contrapartes del mercado (según lo define la QFCRA), incluidas las personas naturales que hayan optado por ser calificadas como clientes comerciales con activos netos superiores a 4 millones de QAR y con suficiente experiencia económica y la capacidad para participar en estos productos y/o servicios. Por lo tanto, esta información no debe facilitarse a ningún otro tipo de persona, ni ninguna otra persona debe utilizarla. **DIFC:** la presente información es distribuida por Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) es titular de una licencia expedida por Dubai Financial Services Authority («DFSA») y está regulada por la misma. Los productos y servicios financieros aquí contemplados únicamente se facilitan a Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado, según define estos conceptos la DFSA, y no están destinados a ninguna otra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) tiene su domicilio en Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubái, Emiratos Árabes Unidos. **España:** este documento ha sido hecho público en España por Credit Suisse AG, sucursal en España, una entidad jurídica inscrita ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **Francia:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «sucursal de Francia»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Francia está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de la autoridad supervisora francesa, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), y de la Autorité des Marchés Financiers. **Guernsey:** este informe es distribuido por Credit Suisse AG Guernsey Branch, una filial de Credit Suisse AG (constituida en el Cantón de Zürich), con domicilio social en Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St. Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG Guernsey Branch es propiedad absoluta de Credit Suisse AG y está regulada por la Comisión de Servicios Financieros Guernsey. Las copias de los últimos estados financieros auditados están disponibles a petición. **India:** este informe ha sido distribuido por Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n.º CIN U67120MH1996PTC104392), regulada por el Securities and Exchange Board of India como Analista (n.º de registro INH 000001030), como Gestor de carteras (n.º de registro INP000002478) y como Intermediario bursátil (n.º de registro INZ000248233), y domicilio social en el piso 9 de la Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Bombay - 400 018, India, T- +91-22 6777 3777. **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. **Libano:** este informe se distribuye por Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), entidad financiera constituida en Líbano y regulada por el Banco Central de Líbano («CBL»), con número de licencia de entidad financiera 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL se encuentra supeditada a las leyes y 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 verterse en el informe con su consentimiento. Así mismo, la CMA no ha evaluado la idoneidad de las inversiones aquí descritas para ningún inversor o tipo de inversor en concreto. 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:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **México:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) and C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse México»). Este documento se ha elaborado únicamente con fines informativos y no constituye una recomendación, asesoramiento o invitación para realizar una operación y no sustituye la comunicación directa con su gerente de relaciones (relationship manager) en Credit Suisse México antes de efectuar cualquier inversión. Las personas que han elaborado este documento no reciben pago o compensación alguna de una entidad de Credit Suisse Group que no sea la que los emplea. Los prospectos, documentos de oferta, hojas de condiciones, regímenes de inversión, informes anuales e información financiera periódica contienen información útil para los inversionistas. Dichos documentos pueden obtenerse sin costo alguno directamente del emisor de los valores y de los gestores de fondos de inversión o en la página web del mercado de valores, así como de su gerente de relaciones en Credit Suisse México. La información aquí contenida no sustituye los estados de cuenta, el INFORME DE OPERACIONES y/o las confirmaciones que usted reciba de Credit Suisse México de conformidad con las Normas Generales aplicables a las instituciones financieras y otras personas que prestan servicios de inversión. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V., es una asesora de inversiones debidamente constituida bajo la Ley del Mercado de Valores («LMV») y está registrada ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores («CNBV») bajo el folio número 30070 y por lo tanto no es un banco, no está autorizada a recibir depósitos ni a custodiar valores y no forma parte de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. De acuerdo con las disposiciones de la LMV, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. no es una asesora de inversiones independiente en virtud de su relación con Credit Suisse AG, una institución financiera extranjera, y su relación indirecta con Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V.. Las personas que han elaborado este documento no reciben pago o compensación alguna de una entidad de Credit Suisse Group que no sea la que los emplea. **Países Bajos:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «sucursal de los Países Bajos»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de los Países Bajos está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo,

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

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

Queda prohibida la reproducción, parcial o total, del presente documento sin la previa autorización por escrito de Credit Suisse.

Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG y/o sus filiales. Todos los derechos reservados.

19C013A_IS

Autores / Colaboradores

Walter Edelmann
Jefe de Estrategia Mundial

James Sweeney
Director Mundial de Economistas y
Director General Regional de Inversiones en las Américas

John Woods
Director General Regional de Inversiones, Asia y el Pacífico

Daniel Rupli
Jefe Investigador de Títulos Únicos,
Credito y Renta Variable

Philipp Lisibach
Jefe de Estrategia de Renta Variable

Jessie Gisiger
Jefa de Estrategia de Crédito

Maxime Botteron
Macroeconomista y Estratega en Suiza

Luca Bindelli
Jefe Mundial de Estretega de Renta Fija,
Divisas y Materias Primas

Stefan Graber
Jefe Mundial de Estretega de Materias Primas

Jelena Kucenko
Jefa Mundial de Estretega de Inversiones Alternativas

Tiziana Hunziker
Macroeconomista de Suiza

Karsten Linowsky
Jefa de Divisas y Tasas de Interés del G10

Sarah Leissner
Estratega de Bienes Inmuebles

Imprenta

Editora
Nannette Hechler-Fayd'herbe
Jefa Mundial de Economía e Investigaciones y
Directora General Regional de Inversiones del IWM

Director de redacción
Oliver Adler
Economista Principal, Suiza

Apoyo editorial
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Katharina Schlatter

Gestión de productos
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner
Claudia Biri

Fecha de cierre de redacción
8 de noviembre de 2019

Diseño
LINE Communications AG

Traducciones a otros idiomas
LanguageWire / Luis José Quirindongo (Español)

Más información
credit-suisse.com/investmentoutlook

Fuentes de fotografía
Rarado/EyeEM (cover, pág. 2); Credit Suisse (pág. 5, 8, 9);
Lazar Ioan Ovidiu/EyeEM (pág. 6, 14);
Somewhere Down The Road/EyeEM (pág. 6, 26);
César Martínez/EyeEM (pág. 30); Luke Mattson/Stocksy (pág. 34);
Omar Jabri/EyeEM (pág. 7, 44); Muhammad Rinandar/EyeEM (pág. 7, 54).

Fuentes «Presionando hacia un cambio» página 41
World Wildlife Fund (2014)
How your t-shirt can make a difference.
WRAP (2017)
Valuing our Clothes:
The Cost of UK Fashion.
Zion Market Research (2018)
Global Consumer Electronics Market.



Notas



credit-suisse.com

© 2019, CREDIT SUISSE