

Investment Outlook 2019



Un ciclo prolongado





“ El House View es una parte esencial de la confianza que depositan en nosotros y de los resultados que conseguimos.

Desde mi perspectiva

Tidjane Thiam
CEO Credit Suisse Group AG

Al presentar nuestro Investment Outlook 2019, llega a su fin un año que resultó ser más agitado de lo que todos esperábamos. Los hechos políticos han tenido y seguirán teniendo un impacto importante en los mercados financieros.

Se está produciendo una reconfiguración de los términos de comercio internacional: los aranceles, un tema que nos habíamos acostumbrado a ignorar, han resurgido ya que algunos gobiernos introducen aranceles y otras medidas proteccionistas sobre algunos de sus principales socios comerciales. También se han formalizado nuevos acuerdos comerciales regionales. En el último año, a menudo he analizado estos sucesos importantes con clientes y otros grupos de interés. Al hacerlo, no solo me he basado en mi propia experiencia, sino también en el Credit Suisse House View.

El House View tiene un papel fundamental a la hora de perfilar el asesoramiento que damos a nuestros clientes y la forma en que invertimos en su nombre. Nuestros principales responsables de estrategias de inversión analizan las tendencias económicas y políticas en el mundo, y compilan un amplio espectro de análisis y de información de todo el banco que luego plasman en una visión uniforme. En síntesis, el House View es una parte esencial de la confianza que depositan en nosotros y de los resultados que conseguimos.

La innovación es otro valor clave en Credit Suisse. Nuestro House View también abarca las cinco Supertrends «Sociedades enojadas: mundo multipolar», «Infraestructuras: cerrando la brecha», «Tecnología al servicio del hombre», «Economía plateada», y «Valores de los millenials». Estas presentan temas atractivos para los inversores a largo plazo (véanse páginas 34 a 37 para más información). Este año, quisiera hacer hincapié en las inversiones sostenibles, entre las que se incluye una de nuestras Supertrends, pues se trata de un área de creciente interés para nuestros clientes hoy y de gran importancia para nuestro mundo. En Credit Suisse, asumimos el compromiso de trabajar para la sostenibilidad de nuestras inversiones colectivas, las cuales, a nuestro juicio, también son una forma inteligente de invertir.

Les deseo un próspero 2019.

Tidjane Thiam

Índice

04

Carta del CEO

08

Editorial

10

Análisis de 2018

12

Temas clave en 2019

58

Calendario 2019



14

Economía mundial

16

Disminuye el estímulo, pero se mantiene el crecimiento

20

Qué hace girar el ciclo económico (Spotlight)

22

El mundo sigue la trayectoria de endurecimiento monetario de la Fed de EE. UU.

25

Puede ser prematuro hablar del final de la globalización (Spotlight)

26

Prueba de estrés de la economía mundial

32

Regiones bajo la lupa

34

Especial

34

Supertrends

35

Inversiones sostenibles e inteligentes

36

Inversiones de impacto

38

Mercados financieros

40

Posicionamiento para el crecimiento al final del ciclo

45

Inversión de la curva de rendimientos de EE. UU.: ¿hay que preocuparse? (Spotlight)

46

Perspectiva sectorial

50

Estado de situación para las divisas

53

El déficit gemelo: ¿auge o pesadilla para el USD? (Spotlight)

54

Temas de inversión para 2019

Un ciclo prolongado

Michael Strobaek Global Chief Investment Officer
Nannette Hechler-Fayd’herbe Global Head of Investment Strategy & Research

La mayoría de los años presentan una temática dominante que configura los mercados financieros. En 2017, la temática predominante fue una economía que transitaba su momento ideal – sin signos de demasiada aceleración o enfriamiento – y el regreso de la política como catalizador del mercado. En 2018, hubo un predominio de los temores por los conflictos comerciales y las tasas de interés. De cara a 2019, creemos que se pondrá gran énfasis en los factores que puedan prolongar el ciclo económico.

Nuestro Investment Outlook 2019 ofrece una hoja de ruta para transitar los próximos meses. Para la renta variable, presentamos una visión general de todos los sectores. Creemos que el sector tecnológico seguirá siendo un fuerte catalizador. En cuanto a la renta fija, examinamos el fenómeno relativamente extraño de la inversión de la curva de rendimientos estadounidense (situación en la que las tasas a corto plazo de EE. UU. son más altas que las tasas a largo plazo). Y analizamos cómo establecer una estrategia de divisas exitosa que incluya carry, valor y divisas consideradas refugios de seguridad.

En términos macroeconómicos, varios factores bien podrían prolongar el ciclo económico y explicamos por qué no prevemos una desaceleración mundial inminente. Los incrementos de productividad y una inflación moderada serán fundamentales para las respuestas monetarias que den los bancos centrales y, por ende, los mercados financieros.

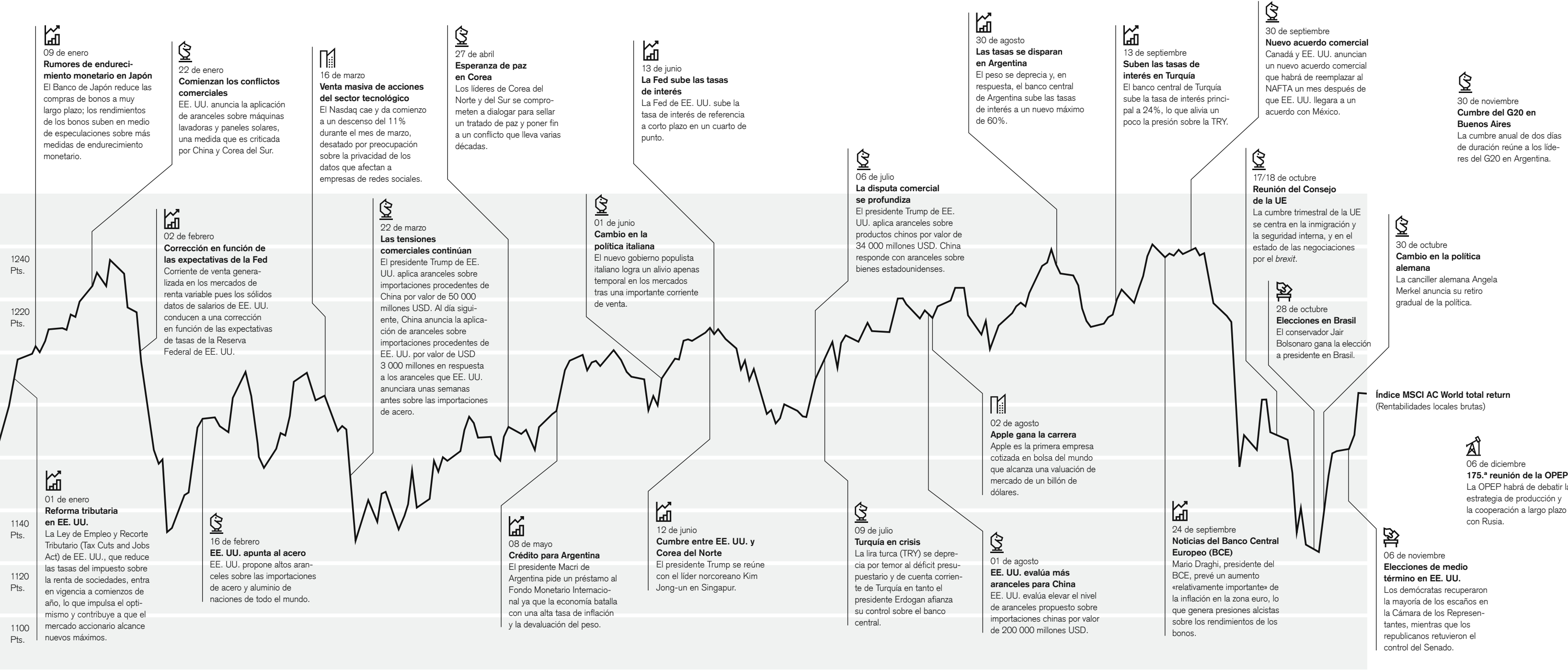
Por último, pero no menos importante, la sección especial está dedicada a la temática que más nos ha entusiasmado en los dos últimos años: nuestras Supertrends a largo plazo, cinco temas de inversión que ofrecen posibilidades de rentabilidad superior. Más aún, mostramos la educación como parte de nuestras iniciativas en materia de inversión sostenible y de impacto, un mercado que ha venido ampliándose rápidamente a medida que crece el interés de los inversores por combinar rentabilidades financieras con un impacto social y medioambiental.

Les deseamos mucho éxito para el próximo año.



“ Se pondrá gran énfasis en los factores que puedan prolongar el ciclo económico.

2018: El año en que cambió la dinámica de comercio



Qué puede prolongar el ciclo

Desde la tecnología hasta la estabilidad del USD y el reequilibrio de los mercados emergentes, examinamos seis catalizadores y riesgos clave del mercado en 2019.

Mantener la inflación bajo control

La dinámica de crecimiento de las economías avanzadas parece lo suficientemente sólida como para prolongar el ciclo en 2019 y años posteriores. La pregunta más importante para los mercados es si la inflación se mantendrá tan moderada como hasta ahora. Si la inflación sube considerablemente más de lo que los mercados (y nosotros) actualmente esperamos, se considerará que la Reserva Federal (Fed) ha quedado rezagada. Los rendimientos de los bonos aumentarían de manera significativa, mientras que las acciones y otros activos de riesgo posiblemente descenderían en igual magnitud. Salvo por un aumento improbable de la productividad, el crecimiento salarial será el catalizador clave de la inflación.

Estabilidad del dólar estadounidense

Los giros del USD tienden a desestabilizar la economía mundial y los mercados financieros. La solidez del USD, como se observó en el primer semestre de 2018, puede ejercer fuertes presiones sobre las economías que necesitan financiamiento en dólares a tasas bajas. Una fuerte debilidad del USD ejerce presión sobre los líderes exportadores, como Alemania y Japón. Asimismo, agita el espectro de la inflación, pues los precios de las materias primas tienden a subir considerablemente en respuesta a un USD débil. La situación óptima consiste en un USD bastante estable. Habida cuenta de que la Fed ya ha avanzado con las medidas de endurecimiento monetario, y que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón habrán de equipararse gradualmente, es muy posible que el USD se mantenga estable.

Resiliencia de China

La política comercial estadounidense está ejerciendo considerable presión sobre China. Más aún, tras la reciente renegociación de los acuerdos comerciales con México, Canadá y Corea del Sur, y en medio de un descenso de las tensiones comerciales con Europa, EE. UU. podría endurecer aún más su posición comercial frente a China. Por lo tanto, la paciencia de China posiblemente se ponga una vez más a prueba. Si los responsables de las políticas actúan con prudencia, como en 2018, los riesgos de inestabilidad probablemente sean acotados y la expansión pueda prolongarse. Una política externa, cambiaría o de crédito agresiva, sin embargo, sería un factor de desestabilización.

“La situación óptima consiste en un USD bastante estable.

Situación política de más calma en Europa

Se prevé que la zona euro siga creciendo por encima del potencial en 2019, en parte gracias a unas condiciones monetarias todavía laxas. Esperamos que las tensiones políticas se reduzcan en cierta medida. La salida de Gran Bretaña de la Unión Europea (UE), prevista para el 29 de marzo de 2019, no debería hacer mucho daño a ninguna de las partes, en especial si se maneja con sensatez. En Alemania es improbable que la reconfiguración política provoque inestabilidad, ya que la influencia de los partidos extremistas sigue siendo limitada. Por otro lado, pensamos que Italia y la UE finalmente llegarán a un acuerdo sobre el déficit presupuestario nacional y que se reitere la pertenencia de Italia a la zona euro.

Reequilibrio de los mercados emergentes

La crisis financiera encontró a los mercados emergentes con balances bastante sólidos. Después de 2008, el financiamiento barato en USD sedujo a los mercados emergentes, en especial a las empresas, que aumentaron considerablemente su endeudamiento en moneda extranjera. Sin embargo, al aumentar los costos de los préstamos en USD en 2018 debido al endurecimiento de la política monetaria de la Fed, surgieron tensiones y algunas divisas de mercados emergentes sufrieron graves reveses. Hacia fines de 2018, había indicios de restablecimiento del equilibrio interno y externo, en parte gracias al apoyo del Fondo Monetario Internacional. De continuar ese proceso en 2019, los mercados emergentes pueden recuperarse y los inversores mundiales se beneficiarían.

Innovaciones en los sectores tecnológicos y de salud

Las acciones tecnológicas han sido el catalizador dominante de los mercados mundiales de renta variable en los últimos diez años. Desde marzo de 2009, el sector representado por MSCI World TI ha tenido una rentabilidad relativa superior al mercado general de aproximadamente 200%. Las redes sociales, las compras en línea e incluso los dispositivos portátiles más elaborados han tomado al mundo por asalto. Una pregunta importante para los inversores es si el crecimiento en este sector continuará siendo tan sólido, con el surgimiento de nuevas áreas de interés, como la realidad virtual y la inteligencia artificial. Un segundo sector clave que posiblemente influya en el destino de los mercados de renta variable es el de salud, donde los inversores están atentos a la evolución de las terapias genéticas y otros tratamientos innovadores.



Economía mundial

En síntesis

Diferentes trayectorias de crecimiento

El impacto del estímulo fiscal estadounidense previsiblemente alcanzará su punto máximo en el transcurso de 2019, pero el crecimiento debería de mantenerse por encima de la tendencia gracias a la fuerte inversión en bienes de capital, la contratación y el crecimiento salarial en el ámbito empresarial. Sin embargo, en China es posible que el crecimiento se desacelere hacia el 6%. Los aranceles de EE. UU., la débil inversión en manufactura y el crecimiento lento del consumo podrían tener un efecto restrictivo. En Europa y Japón, la persistencia de una política de relajación monetaria probablemente contribuya a mantener la dinámica de crecimiento moderado. Pero en varios mercados emergentes, todo parece indicar que el crecimiento se mantendrá por debajo de la tendencia ya que las autoridades económicas se concentran en la inflación y el control del tipo de cambio.

Inflación en movimiento

A pesar del mayor gasto en bienes de capital, cabe esperar más limitaciones de capacidad en la mayoría de las economías avanzadas. En vista de la disminución del desempleo y de una mayor escasez de mano de obra, el crecimiento salarial probablemente siga en ascenso. Pese a la recuperación moderada del crecimiento de la productividad, es posible que la inflación subyacente aumente gradualmente, ya que los precios de las materias primas presentan un riesgo alcista. Los bancos centrales continuarán respondiendo de diferentes formas, dependiendo de las limitaciones internas y externas.

Una mirada en los mercados emergentes

¿Qué magnitud tiene el riesgo de nueva inestabilidad económica y financiera? En muchas economías avanzadas, incluso EE. UU., la trayectoria insostenible de la deuda pública es el principal riesgo a largo plazo. Sin embargo, salvo la inestabilidad en Italia, una crisis parece poco probable porque los balances de los hogares y los bancos han mejorado desde 2008, mientras que los balances de las empresas se han deteriorado muy poco. En China, los altos niveles de deuda posiblemente ralenticen el crecimiento en lugar de desatar una crisis. Es más probable que las tensiones resurjan en mercados emergentes con condiciones financieras frágiles.

Disminuye el estímulo, pero se mantiene el crecimiento

El impacto del estímulo fiscal estadounidense posiblemente disminuya, pero el «fácil acceso al dinero», una inversión en bienes de capital saludable y el continuo crecimiento del empleo y los salarios deberían de prolongar el ciclo de las economías avanzadas. El crecimiento en China habrá de desacelerarse aún más en la medida en que los responsables económicos opten por estabilidad en lugar de un fuerte estímulo.



“ Sin embargo, la resolución de los conflictos comerciales apuntalaría la confianza empresarial, el gasto en inversión y el crecimiento.

Del crecimiento mundial sincronizado de 2017 se pasó a un panorama de crecimiento dispar en 2018. Tras un período de debilidad a principios de año, el crecimiento de EE. UU. se aceleró considerablemente por los recortes de impuestos sobre la renta personal y de sociedades. En China, el crecimiento del PIB se mantuvo más firme de lo esperado a pesar de las medidas que tomó el gobierno para controlar el crecimiento excesivo del crédito. Cuando la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) adoptó una posición monetaria más restrictiva en el segundo trimestre de 2018, comenzaron a surgir tensiones en varios mercados emergentes (ME), principalmente en Argentina y Turquía. Para proteger sus divisas de una mayor desaceleración, varios bancos centrales de ME endurecieron su política, lo que debilitó considerablemente la dinámica del crecimiento. La menor demanda externa de parte de ME posiblemente sea una de las razones de la moderación del crecimiento en la zona euro en los primeros meses de 2018.

Se reduce el estímulo fiscal

Nuestro escenario de base para 2019 prevé una desaceleración moderada del crecimiento del PIB mundial respecto de 2018, en especial debido a la disminución del estímulo en EE. UU. y al endurecimiento de la política monetaria en mercados emergentes, salvo China (véase el pronóstico en la página 31). Si bien algunos aspectos de la reforma tributaria de EE. UU. deberían de continuar mejorando la liquidez de los hogares y seguir favoreciendo a las empresas, el impacto del estímulo fiscal habrá de disminuir. Para otras economías avanzadas, prevemos que la política fiscal se mantenga, en gran medida, neutral salvo por un estímulo menor en Japón y, quizás, en Europa. En cambio, muchos gobiernos de mercados emergentes se verán previsiblemente obligados a endurecer la política fiscal.

En la mayoría de las economías avanzadas, la política monetaria sigue siendo bastante laxa en comparación con los años previos a la crisis y gran parte de los años posteriores a la crisis financiera. Probablemente siga siendo expansiva en 2019 aun con una mayor normalización, pese a la cantidad de aumentos de tasas. La política monetaria de EE. UU. sigue sin ser muy restrictiva (véase el gráfico en la página 18). Sin embargo, en 2019 debería de deprimir gradualmente el crecimiento de EE. UU. aunque su impacto podría una vez más ser mayor en los mercados emergentes debido a la importancia clave que tiene la liquidez en USD para muchos de estos mercados.

Las empresas siguen invirtiendo

A menos que los conflictos comerciales en el mundo se agraven de manera significativa —o que otros factores provoquen mayor incertidumbre— prevemos que la inversión corporativa en bienes de capital continuará expandiéndose en 2019. La necesidad de adaptar las cadenas de suministro en respuesta a los aranceles podría activar cierto gasto en inversiones. Debido a la disminución del estímulo del sector público, la inversión de las empresas es fundamental para prolongar el ciclo.

A fines de 2018, el optimismo empresarial se mantenía sólido, en especial en EE. UU., si bien las limitaciones de capacidad seguían siendo fuertes y las condiciones de financiamiento, favorables. Muchas empresas posiblemente amplíen su cuota de mercado en 2019, ya sea mediante inversión en bienes de capital o fusiones y adquisiciones. En general, las empresas de crecimiento tienen balances sólidos y fuertes posiciones de efectivo. Más aún, es posible que los altos precios de la energía también sean favorables debido a la continua importancia de la inversión en bienes de capital relacionados con la energía.

El gasto de consumo probablemente se mantenga robusto en la mayoría de las economías avanzadas.

Por último, la teoría de que las empresas que compran acciones propias tienen menos liquidez para invertir en bienes de capital no resiste un análisis más riguroso, al menos en EE. UU. De hecho, un estudio del universo de empresas del S&P 500 realizado por analistas de Credit Suisse demuestra que las dos actividades —las cuales son reflejo de solidez patrimonial— tienen una correlación positiva. Debido a las tasas de empleo más altas y en ascenso y a la aceleración de los incrementos salariales, también cabe esperar que el gasto de consumo se mantenga robusto en la mayoría de las economías avanzadas.

China, en un compás de espera

La sólida posición de activos extranjeros de China y la baja inflación dan a las autoridades económicas mayor margen de maniobra que en muchos mercados emergentes. Al mismo tiempo, debido a los altos niveles de deuda de las empresas estatales y de los gobiernos locales, los responsables económicos de ese país posiblemente se abstengan de volver a aplicar fuertes estímulos al crédito. En cambio, es posible que hagan «tan solo lo suficiente» para impedir que los aranceles de EE. UU. depriman demasiado el crecimiento. También es poco probable que opten por una fuerte depreciación del RMB. Mientras tanto, la contribución del gasto de hogares al crecimiento se verá limitada porque la deuda hipotecaria y el servicio de la deuda (alrededor del 30% de los ingresos de hogares, según nuestras estimaciones) han crecido notablemente debido al incremento de los precios de los inmuebles. Si bien las tasas de crecimiento de China se mantienen por encima de la media mundial, su contribución al crecimiento global probablemente se estanque o incluso disminuya tras la recuperación de 2017 (ver el gráfico a continuación).

Nuestras previsiones de crecimiento en otros mercados emergentes siguen siendo más prudentes, si bien hay grandes diferencias entre países. En países con saldos

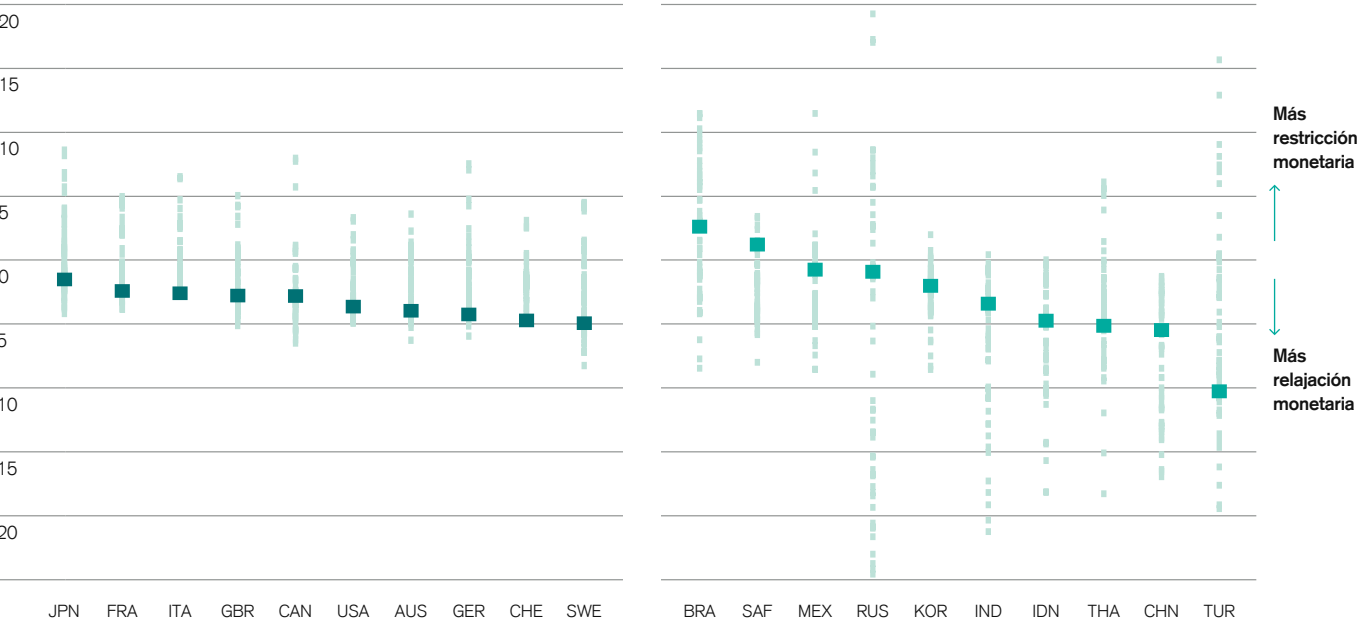
externos vulnerables, los reveses de 2018 posiblemente continúen en 2019 ya que la política continúa centrándose en la estabilización de la moneda. La incertidumbre política intensificará los riesgos bajistas en algunos países. Mientras tanto, en países como Rusia, un aumento de los ingresos por exportación de materias primas podría contrarrestar las presiones de una menor liquidez en USD.

Riesgos alcistas y bajistas

Desde luego, hay tanto riesgos bajistas como alcistas en nuestro escenario de base. Entre los riesgos bajistas, los problemas de países concretos como la situación fiscal de Italia podrían debilitar las perspectivas de crecimiento de Europa. Una desaceleración más profunda de lo esperado en China perjudicaría más a otras economías asiáticas, pero también tendrían impacto en Europa. Importantes reveses en los mercados financieros (por ej. impulsados por un aumento previsto de la inflación y los subsiguientes temores a un endurecimiento más rápido de la política monetaria en EE. UU.) podrían socavar la confianza. Sin embargo, la resolución de los conflictos comerciales apuntalaría la confianza empresarial, el gasto en inversión y el crecimiento. También aportaría nuevos impulsos para prolongar la expansión.

Continúa la política de relajación monetaria en las economías avanzadas

Tasas de bancos centrales menos crecimiento del PIB nominal (en puntos porcentuales*)



*Cada punto indica un valor trimestral entre el 1T 2005 y 2T 2018

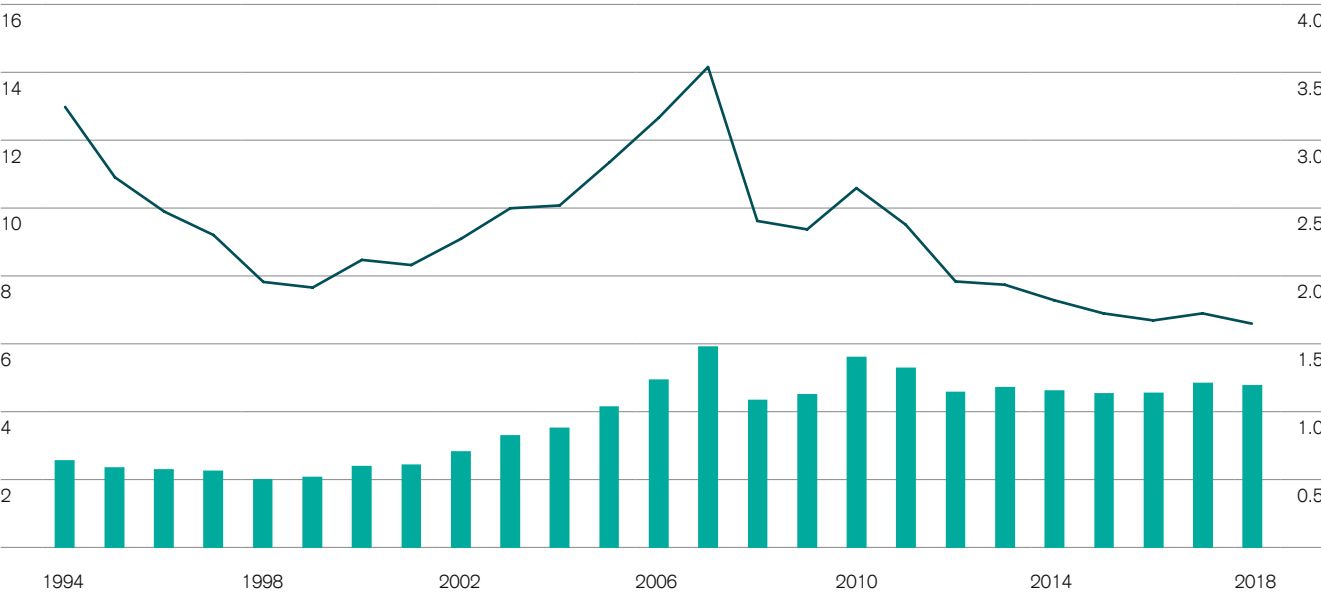
Último punto de observación 2T 2018

Fuente Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

2T 2018 economías avanzadas
2T 2018 economías emergentes

La elevada contribución de China al crecimiento posiblemente disminuya

Crecimiento del PIB real de China (en %) y contribución de China al crecimiento del PIB mundial (en puntos porcentuales, según medidas de paridad del poder adquisitivo)



Último punto de observación 2017

2018 Estimación de Credit Suisse

Fuente Banco Mundial, Credit Suisse

Crecimiento del PIB real de China
Contribución de China al crecimiento del PIB mundial (eje derecho)

Spotlight

Qué hace girar el ciclo económico

Las tendencias de crecimiento a largo plazo y los vaivenes del ciclo económico tienen un impacto considerable en los mercados financieros. El Investment Outlook se centra esencialmente en el último.

Los «shocks» son determinantes de los ciclos de manufactura

Los ciclos económicos responden a las fluctuaciones («shocks») de la demanda y de la oferta agregadas. Los shocks más comunes de la oferta tienen origen en cambios repentinos en el costo de materias primas ampliamente utilizadas, en especial el petróleo. Los shocks de demanda agregada derivan de cambios en la política monetaria o fiscal, que estimulan o frenan el gasto privado. Los excedentes o la escasez de inventarios de manufactura también desencadenan fluctuaciones en el ciclo económico al afectar la dinámica de la producción industrial. Nuestros economistas observan que la producción industrial mundial cae cada 3 a 4 años, un patrón visible en los datos de EE. UU. y Reino Unido desde el siglo XIX. Si bien tales caídas se correspondieron con recesiones generales hasta principios de los años ochenta, esto ya no ocurre, probablemente porque la influencia del empleo de manufactura en la economía ha disminuido y la política monetaria contracíclica es hoy más eficaz. Dado que 2015 fue el año de contracción más reciente, nuestro escenario de riesgo prevé que la próxima etapa de debilidad de la productividad industrial mundial ocurra a fines de 2019 o en 2020.

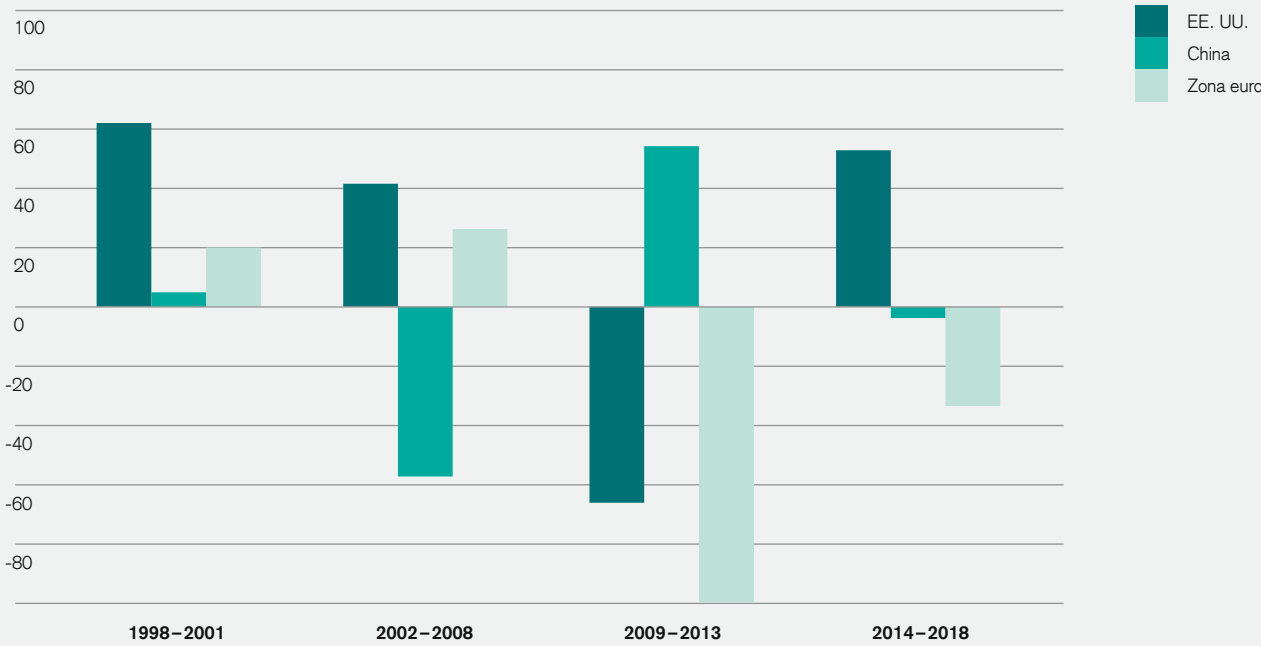
EE. UU., en el asiento del conductor

Si bien la economía estadounidense es relativamente cerrada en términos de comercio internacional, es un catalizador clave del ciclo económico mundial. Esto posiblemente ocurra porque los responsables de políticas de ese país están más abocados a estabilizar el empleo y el consumo interno que otros países, y sus decisiones tienen un impacto más fuerte en la economía mundial a través de los mercados financieros. En todos los períodos, menos en uno (tras la crisis financiera), EE. UU. ha sido un catalizador positivo para el ciclo económico mundial (ver gráfico en la página 21). El impacto de la zona euro ha sido mucho más débil, salvo por el auge previo a 2008. Desde entonces, la región ha sido un importante lastre para el ciclo económico mundial. China solo aportó un impulso cíclico en los años siguientes a 2008. De cara al futuro, un riesgo clave radica en que el impacto positivo de la demanda estadounidense se desvanezca y no haya otra nación que tome el relevo.

“ Un riesgo clave radica en que el impacto positivo de la demanda estadounidense se desvanezca y no haya otra nación que tome el relevo.

EE. UU. ha sido un factor de estímulo predominante de la demanda agregada mundial

Variaciones del gasto neto en miles de millones de USD (promedios anuales por subperíodos)



Último punto de observación 2017
2018 Estimación del Fondo Monetario Internacional
Fuente Fondo Monetario Internacional, Credit Suisse

Nota La contabilidad del ingreso nacional indica que las variaciones del saldo en cuenta corriente de un país representan la suma de las variaciones del gasto de los hogares, las empresas y el gobierno de ese país. Un aumento del gasto (reducción del ahorro) aumenta el déficit en cuenta corriente, y viceversa. Este gráfico muestra la variación de la cuenta corriente (donde las cifras positivas indican un deterioro del saldo en cuenta corriente) y pueden entonces considerarse una aproximación del impulso de la demanda que un país ofrece al resto del mundo.

El mundo sigue la trayectoria de endurecimiento monetario de la Fed de EE. UU.

Nuestro escenario de base prevé un aumento gradual de la inflación en las economías avanzadas y una inflación razonablemente estable en los mercados emergentes, aunque con dispersión significativa. Esperamos que continúe la política de endurecimiento monetario en el mundo, aunque a un ritmo moderado.



La evolución de la inflación en las principales economías, en especial EE. UU. y la zona euro, será un catalizador fundamental de los mercados financieros en 2019. Una inflación mayor de lo esperado constituye un riesgo más grande para los mercados de bonos y de renta variable que las decepciones limitadas en materia de crecimiento económico. Un ejemplo fue enero de 2018, cuando una inflación salarial más alta de lo esperado en EE. UU. desencadenó la corrección más importante que tuvo el mercado accionario en el año.

Trabajadores con más dinero en el bolsillo

Según nuestro escenario de base, la inflación subyacente aumentará moderadamente en EE. UU., la zona euro y en otras economías desarrolladas en 2019 al intensificarse las limitaciones de capacidad. Hacia fines de 2019, las tasas de desempleo en EE. UU. y Europa se aproximarán a mínimos de 20 años. Los mercados laborales en Alemania, Reino Unido, Suiza, Canadá y Australia están cercanos al pleno empleo. Incluso los salarios japoneses están subiendo tras más de veinte años de mantener una tendencia descendente. Dicho esto, la tasa absoluta de incremento salarial aún está por debajo de los máximos previos a la crisis, incluso en EE. UU. Sin embargo, a menos que haya un shock económico inesperado, creemos que los merca-

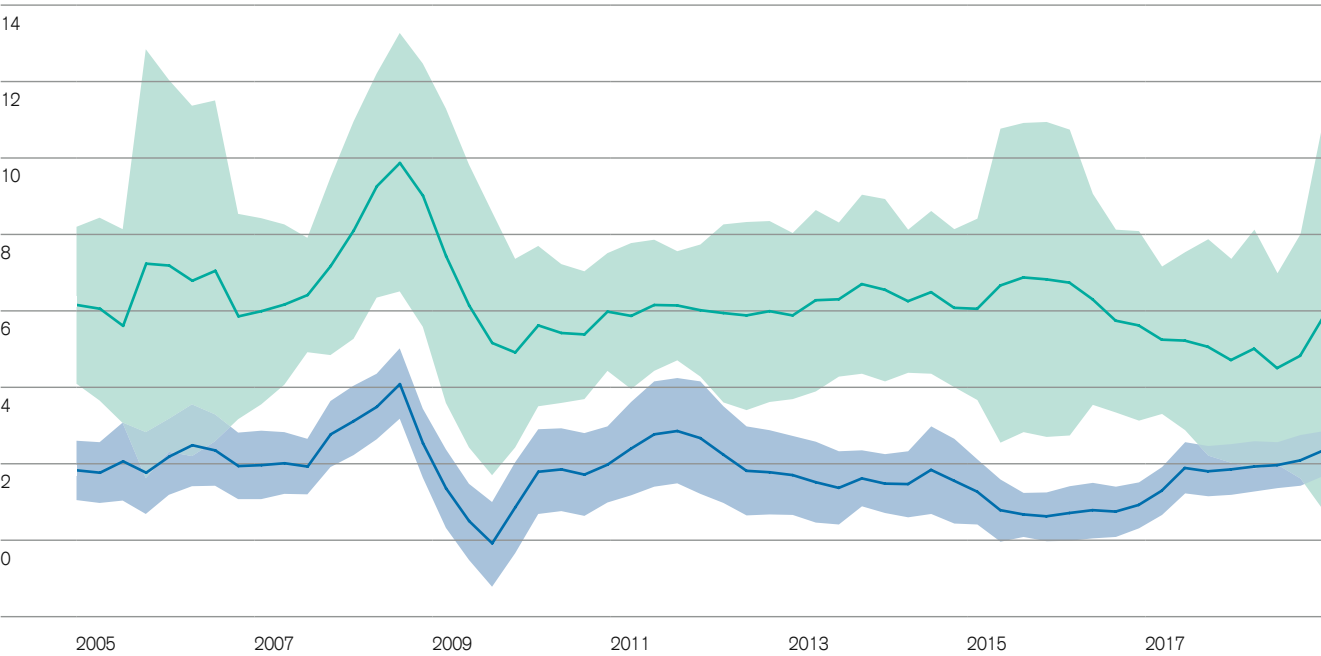
dos laborales continuarán su tendencia hacia el pleno empleo, impulsando más aumentos salariales. La bibliografía académica sugiere que los incrementos salariales han sido más moderados desde la crisis financiera debido al mayor poder de compra de las grandes empresas, en especial en el sector de servicios. Sin embargo, la escasez de mano de obra en estas áreas parece haber aumentado considerablemente también, y la evidencia en el ámbito empresarial sugiere que los incrementos salariales se están acelerando.

Cuidado con los «comodines» de inflación

La inflación salarial no se traduce directamente en inflación de precios. Otros costos, entre ellos los gastos financieros por intereses y los costos de insumos (en especial para materias primas como el petróleo) son catalizadores fundamentales de la inflación general. Los fuertes aumentos del petróleo en 2007 y 2008, como así también en 2011, fueron las principales causas de los aumentos de la inflación general en esos años. Si se materializa nuestro escenario de crecimiento mundial, podría subir el precio del petróleo y de otras materias primas cíclicas en 2019. También cabe esperar que suban los costos financieros por intereses. Debido al fuerte crecimiento de la demanda final, la proporción de costos absorbidos por las utilidades

La inflación en mercados desarrollados ha vuelto a los niveles previos a la crisis

Inflación de precios al consumidor de los diez mercados desarrollados principales* y ocho mercados emergentes principales** (datos trimestrales, en %); la línea indica el promedio; las sombras indican +/- una desviación estándar



Último punto de observación 3T 2018
Fuente Thomson Reuters Datastream,
Credit Suisse

* Mercados desarrollados:
Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos
** Mercados emergentes:
Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica, Turquía

— Mercados desarrollados
— Mercados emergentes

corporativas difícilmente aumente, puesto que esa proporción tiende a subir cuando la demanda es débil. Si bien prevemos que aumenten los indicadores de productividad laboral en EE. UU. y otros mercados desarrollados, no creemos que esto vaya a deprimir notablemente la inflación. En síntesis, ahora que la inflación media en las economías avanzadas ya está próxima a los niveles de mitad del ciclo anterior (2004/2005), un nuevo aumento de la inflación parece probable (ver pronósticos en la página 31).

Los mercados emergentes transitan un camino diferente

En los mercados emergentes, la inflación posiblemente tenga una trayectoria distinta de las economías avanzadas. Después de 2011, la inflación en mercados emergentes se apartó de la trayectoria en las economías avanzadas puesto que el crecimiento se mantenía robusto en el primer grupo y era débil en el segundo a raíz de la crisis en la zona euro. Así pues, la inflación en mercados emergentes disminuyó tras la caída de precios del petróleo y el debilitamiento del crecimiento en China. De cara al futuro, la inflación general en los mercados emergentes podría aumentar, en parte, debido al encarecimiento de la energía y al debilitamiento general de sus divisas en 2018. Sin embargo, creemos que es posible que las autoridades monetarias de la mayoría de los países de mercados emergentes se abo-

quen a estabilizar las divisas, contribuyendo a estabilizar la inflación en el transcurso de 2019.

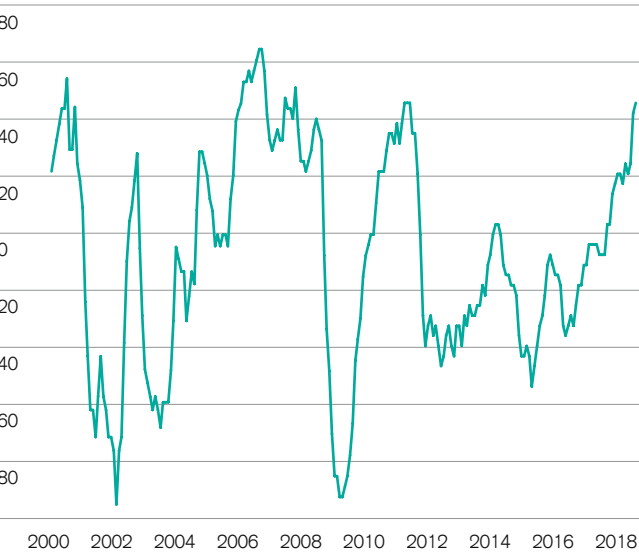
Tasas de interés, en aumento

El escenario de base que prevé la continuidad del crecimiento económico y un aumento moderado de la inflación sugiere que la política monetaria se endurecerá en la mayoría de las economías avanzadas y en algunas emergentes en 2019. Mientras escribimos este informe, el mercado de futuros prevé que la tasa de los fondos federales se situará apenas debajo del 3% hacia fines de 2019. Esto significaría dos aumentos de tasas en 2019, tras un posible aumento en diciembre de 2018, lo que llevaría la tasa real de los fondos federales a alrededor de un 1%, en consonancia con nuestro pronóstico. En su reunión de septiembre de 2018, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed eliminó la expresión «expansiva» al hacer referencia a su política monetaria. Si bien el nuevo presidente de la Fed, Jerome Powell, evitó precisar qué significarían tasas de interés «neutrales», las estimaciones de tasas neutrales según el consenso del mercado suelen ser próximas al 3%. Es por ello que muchos participantes del mercado probablemente considerarán que la política monetaria estadounidense será casi restrictiva hacia fines de 2019. Por su parte, el Banco Central Europeo habrá de poner fin a las compras netas de activos a fines de 2018 y difícilmente vaya a subir las tasas antes del segundo semestre de 2019. Así pues, su política seguirá siendo expansiva.

En 2018, los bancos centrales de mercados emergentes han tenido que hacer frente al endurecimiento de la política monetaria estadounidense y a la revalorización del USD. El escenario de riesgo para ellos consiste en que el USD se revalorice aún más mientras el crecimiento mundial se debilita. Esas condiciones dificultarían mucho el panorama para los responsables de políticas. Incluso en el escenario más favorable de un fuerte crecimiento mundial sin una tendencia alcista generalizada del USD, las tasas de los bancos centrales de mercados emergentes tenderán a subir más que a bajar debido al aumento de tasas de interés en las economías avanzadas. Sin embargo, aún prevemos que las tasas de la mayoría de los bancos centrales del mundo terminen 2019 por debajo de los máximos del ciclo anterior. Esto es congruente con la idea de que este ciclo no ha sido impulsado por un auge significativo del crédito, que se caracteriza por un gran sobrecalentamiento económico.

Importante endurecimiento monetario de los bancos centrales desde principios de 2018

Cantidad de aumentos de tasas de interés frente a recortes de tasas de los bancos centrales en el mundo en los seis meses anteriores (porcentaje neto)



Último punto de observación Octubre de 2018
Fuente Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

Spotlight

Puede ser prematuro hablar del final de la globalización

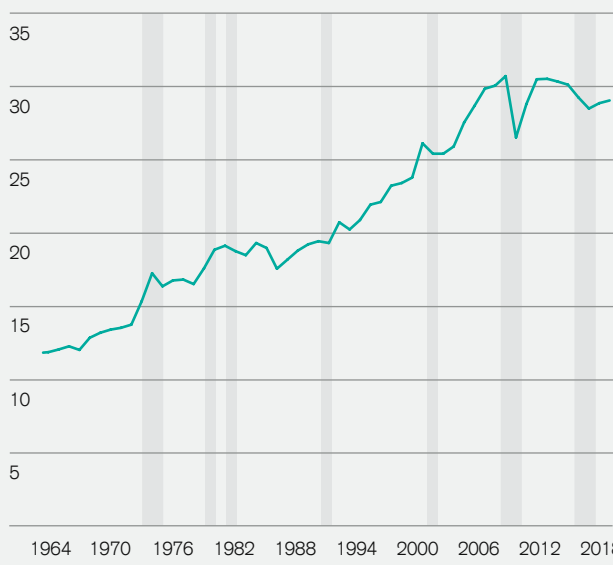
Con la escalada de los conflictos comerciales en 2018 ha surgido el fantasma de una inversión de la tendencia de globalización posterior a la Segunda Guerra Mundial. Creemos que este temor es exagerado pues la mayoría de las empresas y países siguen teniendo gran interés en mantener mercados (más o menos) abiertos. Más aún, creemos que los aranceles introducidos por EE. UU. en 2018 hasta el momento han sido demasiado limitados como para tener un efecto importante.

Aun así, nuestra medida simple de globalización (exportaciones mundiales como porcentaje del PIB mundial) se ha estancado desde la crisis financiera de

2008, pero por razones esencialmente cíclicas: el crecimiento del comercio suele caer durante las recesiones, aparentemente deteniendo la tendencia a la globalización. Ese mismo impacto tienen también las fuertes caídas de precios y demanda de materias primas. El efecto se amplifica porque los precios más bajos de las materias primas reducen la demanda de bienes de capital relacionados con la minería. Por último, el comercio también tiende a desacelerarse en períodos de debilidad del USD, principalmente porque la demanda de importaciones de EE. UU. se ve afectada; en ocasiones anteriores en que EE. UU. impuso aranceles (presidencia de Nixon en 1971, presidencia de Bush en 2002) coincidió con períodos de crecimiento débil o debilidad del USD.

La penetración más moderada del comercio obedece esencialmente a factores cíclicos

Total exportaciones mundiales, como % del PIB mundial



Último punto de observación 2017
2018 Estimación de Credit Suisse, estimación de la Dirección de Análisis de Política Económica de Países Bajos
Fuente Banco Mundial, Credit Suisse

Recesiones de EE. UU. y desaceleración de China (2015/2016)

Prueba de estrés de la economía mundial

Las contracciones económicas o las crisis financieras suelen ocurrir cuando una economía tiene desequilibrios significativos. En comparación con 2007, los desequilibrios de los hogares son mucho menores en EE. UU., pero los desequilibrios fiscales son mayores. En la zona euro, han mejorado tanto los saldos externos como los fiscales. En los mercados emergentes, el panorama es dispar.



“ Las empresas han alargado considerablemente el vencimiento de su deuda, de modo que el aumento de tasas se trasladará a los costos financieros mucho más lentamente que en ciclos pasados.

Nuestro escenario de base para la economía mundial es de moderado optimismo a pesar de algunos riesgos que se describen anteriormente. Sin embargo, los países clave están expuestos a posibles vulnerabilidades en comparación con años anteriores previos a una recesión o a una crisis.

Los hogares estadounidenses tienen finanzas más sólidas

El gráfico (ver página 28) ilustra una «telaraña» para un rango relativamente amplio de indicadores económicos y financieros de EE. UU. que permiten una evaluación diferenciada del riesgo. Una comparación entre el período actual y la situación previa a recesiones anteriores arroja los siguientes resultados:

- El mercado laboral estadounidense, medido por la brecha de desempleo, parece estar más cercano al pleno empleo que en 2007. Sin embargo, las presiones inflacionarias son menores, lo que sugiere una menor necesidad de aplicar una auténtica política de endurecimiento monetario. Esta distinción es importante porque las fases de sobrecalentamiento han tendido a actuar como catalizadores en las recesiones posteriores (por ej. en 1991).
- Los hogares estadounidenses tienen finanzas mucho más sólidas que en 2007. Si bien las tasas más altas de interés impulsarán gradualmente los pagos de servicio de la deuda, el riesgo para la economía parece estar acotado. Esto también se debe a valuaciones inmobiliarias menos exageradas, lo que sugiere que las probabilidades de que el mercado de la vivienda provoque una recesión son mucho más bajas.
- En cambio, los balances de las empresas están más expuestos. En la medida en que las tasas de interés sean bastante bajas y el crecimiento robusto, las empresas no deberían tener problemas para acceder a financiamiento. Un aumento más fuerte de las tasas y/o una desaceleración económica serían más preocupantes. Pero los diferenciales de los bonos parecen haber descontado ya el aumento de los riesgos en el sector empresarial. Más aún, las empresas han alargado considerablemente el vencimiento de su deuda, de modo

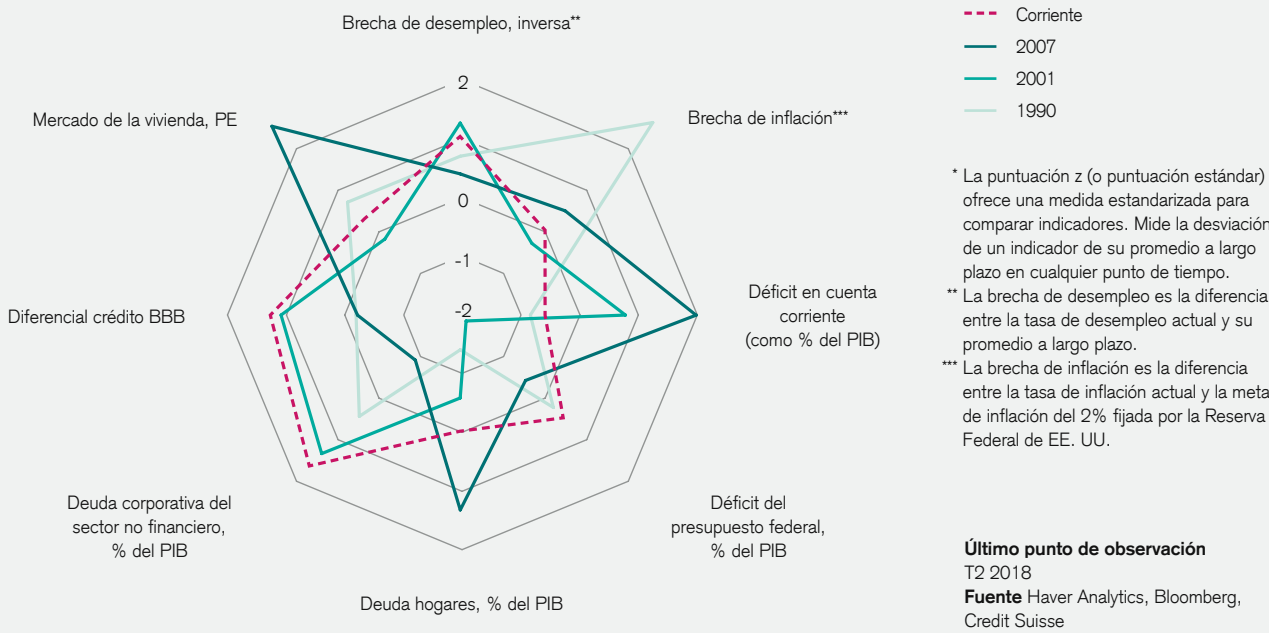
que el aumento de tasas se trasladará a los costos financieros mucho más lentamente que en ciclos pasados.

- El desequilibrio externo (o sea, cuenta corriente en relación a PIB) es mucho más leve que en los anteriores periodos previos a una recesión. Pero ha venido empeorando desde 2013 y se proyecta que ese deterioro continúe.
- El desequilibrio fiscal es más alto que en anteriores periodos previos a recesiones. Antes de la recesión de 2001, el presupuesto federal tenía un superávit de más del 2,5% del PIB; a mediados de 2007, el déficit era de tan solo 1% del PIB. Pese a casi 10 años de expansión, el déficit es hoy del orden del 4% del PIB y posiblemente siga deteriorándose debido a los recortes de impuestos de 2018.
- La deuda pública ha crecido en aumento y supera el 100% del PIB (sin incluir obligaciones públicas sin financiamiento previsto).

En los actuales niveles moderados de tasas resulta bastante fácil financiar la deuda. Sin embargo, un aumento significativo de las tasas de interés podría empeorar las cosas y elevar sensiblemente los costos financieros por intereses como porcentaje del PIB. Con todo, un incumplimiento absoluto del gobierno estadounidense es muy improbable debido a la función de la Fed como prestamista de último recurso. Pero en una economía que funciona a plena capacidad, una política de relajación monetaria de la Fed podría aumentar los riesgos de inflación. Al contrario, los aumentos de impuestos o recortes del gasto podrían contribuir a la dinámica fiscal, pero obstaculizarían el crecimiento. Aun así, consideramos poco probable que el derroche fiscal sea un problema importante para los mercados financieros en 2019.

Las vulnerabilidades de EE. UU. son menores que en 2007 en la mayoría de los casos

Medidas seleccionadas de vulnerabilidad económica y financiera antes de recesiones anteriores y en la actualidad (puntuación z*)



La zona euro, entre un alto endeudamiento y un bajo crecimiento

En la zona euro, las vulnerabilidades fundamentales, es decir la balanza fiscal y externa de los países miembros, ha mejorado considerablemente en comparación con 2007 (ver el gráfico debajo). El problema clave de la zona euro es el alto nivel de deuda pública, en especial en Italia, además de un bajo crecimiento económico. Además, ahora que el BCE está desarticulando las compras de activos (o sea, la expansión cuantitativa), las presiones sobre la deuda pública podrían aumentar. En vista de la magnitud de la deuda italiana (aproximadamente 2,3 billones de euros, o un 130% del PIB), cualquier indicio de que el gobierno se está efectivamente apartando de la disciplina fiscal podría ser muy destabilizador más allá de Italia, sobre todo porque el sector bancario italiano aún mantiene gran exposición a la deuda pública.

Aunque el riesgo fundamental de inestabilidad ha disminuido en la zona euro, el panorama del Reino Unido no es tan claro. Al igual que EE. UU., Reino Unido también tiene un déficit gemelo. En su caso, la balanza externa es mucho mayor que el déficit fiscal. Parece improbable que esta situación vaya a devenir en una crisis financiera debido a la credibilidad del Banco de Inglaterra, pero de continuar la

incertidumbre sobre las relaciones con la UE, podrían surgir dudas sobre el financiamiento del desequilibrio externo.

Mercados emergentes: Los fuertes son más que los frágiles

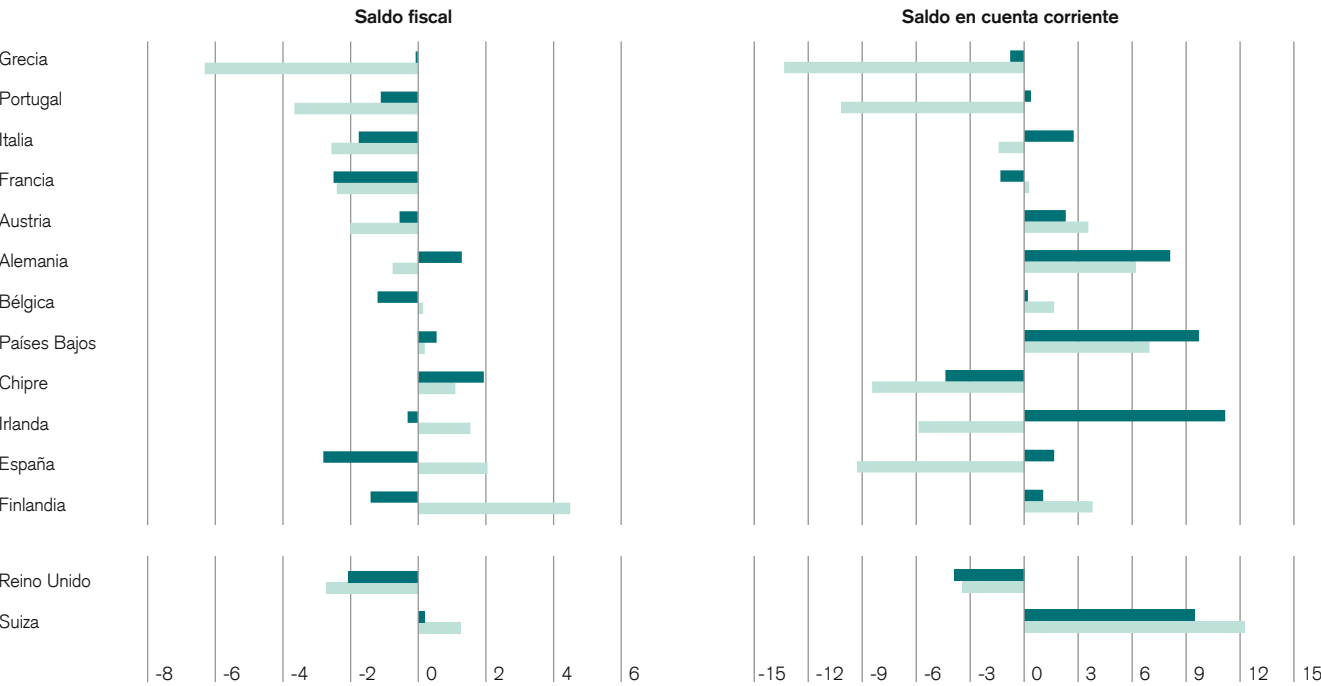
Consideramos que la fragilidad de los mercados emergentes como grupo es bastante limitada. Aun así, la dependencia del ahorro externo era significativa en países seleccionados, como Argentina, Turquía y Sudáfrica, y debería haber sido vista como señal de alarma. Sin embargo, los desequilibrios externos no son tan serios en otros países clave como Brasil, México e Indonesia. En comparación con la década de 1990, la situación de hecho ha mejorado ostensiblemente. Países que sufrieron una crisis importante en esa época, en concreto Tailandia y Malasia, han mejorado mucho sus cuentas corrientes. Pero la disciplina fiscal se ha deteriorado, en cierta medida, en la mayoría de los países.

China reduce el apetito por deuda

China se encuentra en una situación fiscal especial: la deuda del gobierno central no es muy alta, pero el endeudamiento de las empresas estatales y de los gobiernos locales ha aumentado considerablemente desde la crisis financiera. La deuda de los hogares también es alta en

Los déficits gemelos han mejorado en casi todos los países de la zona euro

Saldos fiscal y en cuenta corriente (en % del PIB)



Último punto de observación 2017
2018 Estimación del Fondo Monetario Internacional
Fuente Fondo Monetario Internacional, Credit Suisse

2017-2018 2006-2007

comparación con los ingresos. Dado que la mayor parte de la deuda china está en moneda local y la deuda de sectores estratégicos cuenta con el aval del gobierno central, consideramos que el riesgo de una crisis financiera es bastante limitado. Más aún, desde hace tiempo se vienen haciendo esfuerzos por reducir la deuda. Asimismo, China está intentando frenar la actividad de préstamos fuera del sistema bancario. En general, el cambio de la política financiera y la preocupación por el endeudamiento excesivo están actuando como frenos para el crecimiento chino, un patrón que habrá de continuar. La disputa comercial con EE. UU. u otros posibles shocks plantean un dilema para los responsables de políticas en China, pues es posible que tengan que inyectar nuevos estímulos para impedir que se profundice la desaceleración del crecimiento. Pero una crisis parece improbable.

Los riesgos de crisis todavía son raros

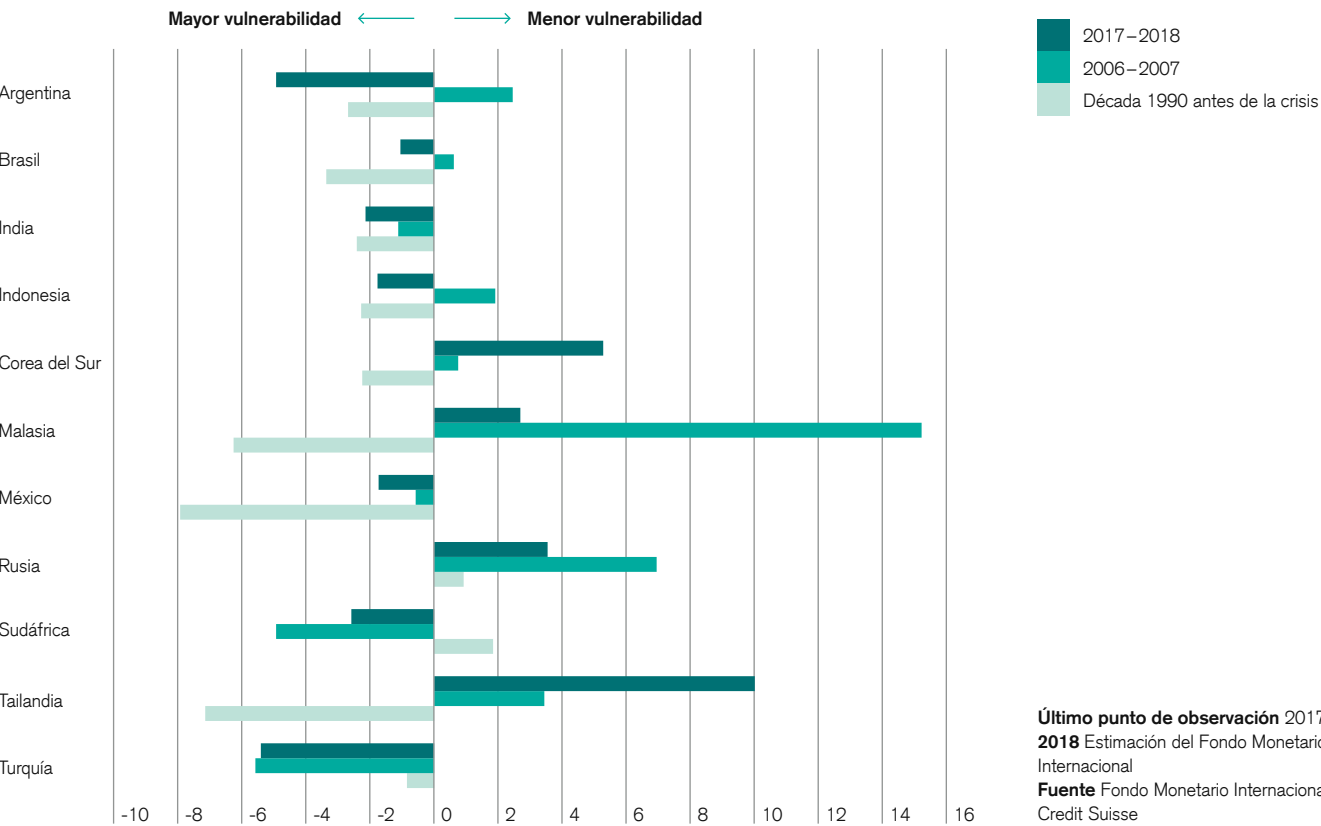
En conclusión, creemos que la posibilidad de inestabilidad financiera es menor en la mayoría de los países y sectores que antes de la crisis financiera de 2008. Las excepciones son mercados emergentes selectos donde el sector empresarial es más vulnerable debido a niveles relativamente altos de deuda en moneda extranjera. En el caso de China y EE. UU., donde la deuda empresarial también es

elevada, la exposición es esencialmente en moneda local y, por ende, plantea menos riesgos. En la zona euro, observamos una mejora significativa de los indicadores de estabilidad financiera, pero continúan los riesgos políticos. Del mismo modo, los conflictos comerciales son esencialmente políticos, y nuestro escenario de base prevé que los principales actores no cometerán errores graves de juicio que puedan desatar grandes turbulencias. Por último, señalamos el aumento de la deuda pública estadounidense como un problema clave a largo plazo. El riesgo no radica en el incumplimiento de la deuda, sino en una disminución del crecimiento tan pronto se agote el estímulo fiscal. Esto podría exacerbar las tensiones políticas en cuanto a cómo controlar la deuda. Una opción, aunque improbable, sería más presión deliberada sobre la Fed para que desinfle la deuda, con posibles consecuencias graves para la estabilidad del mercado de títulos del Tesoro y para el USD.

“ La disputa comercial con EE. UU. u otros posibles shocks plantean un dilema para los responsables de políticas en China, pues es posible que tengan que inyectar nuevos estímulos para impedir que se profundice la desaceleración del crecimiento. Pero una crisis parece improbable.

Menos vulnerabilidad financiera de los mercados emergentes, en comparación con la década de 1990

Saldo en cuenta corriente (como % del PIB)



Pronósticos de crecimiento y de inflación

PIB real (% interanual)				Inflación (promedio anual, % interanual)			
	2017	2018E*	2019P**		2017	2018E*	2019P**
Global	3,3	3,3	3,0		2,4	2,8	2,8
EE. UU.	2,2	2,9	2,7		2,1	2,5	2,1
Canadá	3,0	2,3	2,1		1,6	2,2	2,2
Zona euro	2,5	2,0	1,8		1,5	1,8	1,8
Alemania	2,5	1,8	2,0		1,7	1,9	2,1
Italia	1,6	1,0	0,9		1,3	1,3	1,4
Francia	2,3	1,6	1,6		1,2	2,2	1,6
Reino Unido	1,7	1,2	1,5		2,7	2,5	2,2
Suiza	1,6	2,7	1,7		0,5	1,0	0,7
Japón	1,7	1,3	1,0		0,5	0,8	0,8
Australia	2,2	3,2	2,8		2,0	2,2	2,3
China	6,9	6,6	6,2		1,5	2,1	2,0
India (ejercicio fiscal)	6,7	7,4	7,2		3,6	4,5	4,5
Brasil	1,0	1,8	2,3		3,5	3,7	4,3
Rusia	1,5	1,6	1,4		3,7	2,9	4,9

Último punto de observación 08 de noviembre de 2018

Fuente Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

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

* E: estimado

** P: pronosticado

Regiones bajo la lupa

Lazos que unen: evolución regional en un mundo interconectado

Norteamérica

Uno de los principales riesgos para la región ha disminuido después de que EE. UU., México y Canadá acordaron las revisiones al tratado del NAFTA. El crecimiento de EE. UU. debería de mantenerse por encima de la tendencia en 2019 pese a la disminución de los impulsos fiscales; se prevé un aumento moderado de la inflación. Por ende, la Reserva Federal de EE. UU. posiblemente continúe subiendo las tasas a un ritmo constante. Canadá y México probablemente se beneficien de un fuerte crecimiento de EE. UU. A largo plazo, el gran déficit presupuestario de EE. UU. podría presentar un riesgo si su trayectoria deja de ser sostenible.

Sudamérica

Las dos economías más grandes de la región, Brasil y Argentina, posiblemente sigan débiles en 2019, pero esperamos que esta última comience a resolver algunas debilidades fiscales y económicas profundamente arraigadas ahora que está en un programa supervisado por el FMI. Concluida la parálisis preeleccionaria, hay más probabilidades de que Brasil pueda resolver algunos problemas de similar naturaleza. En Colombia, Chile y Perú, las perspectivas económicas siguen mejorando, y probablemente se beneficien de precios más altos de las materias primas.

Zona euro

En vista de que la política monetaria sigue siendo favorable y el empleo está en aumento, la demanda interna debería de seguir creciendo. El fuerte crecimiento de EE. UU. y la estabilización en China y en los mercados emergentes probablemente favorezcan a las exportaciones. Dado que el Banco Central Europeo recién podría comenzar a subir las tasas en el segundo semestre de 2019, la revalorización del EUR debería de ser moderada en el mejor de los casos. Los riesgos de cola incluyen un brexit «complicado» y una crisis de deuda en Italia.

África

El crecimiento en Sudáfrica posiblemente se recupere un poco en 2019 de la mano de unos precios más altos de las materias primas, pero la persistente imposibilidad de implementar reformas podría seguir afectando la evolución del país. Lo mismo sucede con la economía más grande del continente, Nigeria. Mientras tanto, las reformas implementadas en el marco del programa del FMI de 2016 siguen dando frutos en Egipto, donde se proyecta un fuerte crecimiento y una disminución de la inflación para 2019.

Reino Unido

Prevemos que el crecimiento mejore, pero siga siendo moderado. La incertidumbre por el resultado del proceso del brexit posiblemente limite el gasto en inversión en la medida en que no se aclare el panorama de las cadenas de suministro, por ejemplo, en la producción automotriz y la industria financiera. Un brexit sin complicaciones favorecería a la GBP. El Banco de Inglaterra posiblemente se mantenga expectante.

Europa del Este y Rusia

El crecimiento en Rusia previsiblemente seguirá siendo débil si bien los precios más altos de la energía son favorables a las exportaciones. Los riesgos cambiarios y de bonos son limitados debido a la solidez de la balanza de pagos y a la credibilidad de la política económica. Mientras tanto, se espera un crecimiento fuerte en Europa Central y del Este debido a los lazos económicos estrechos con Europa Occidental.

China

El crecimiento de China posiblemente se debilite un poco en 2019. La elevada deuda de naturaleza inmobiliaria y el servicio de la deuda posiblemente limiten el gasto de consumo mientras que el crecimiento del gasto de inversión posiblemente se mantenga deprimido. El gobierno previsiblemente hará «tan solo lo suficiente» en términos de estímulo de crédito y depreciación del RMB para proteger la economía del impacto de los aranceles estadounidenses.

Japón

Cabe esperar un crecimiento robusto en 2019, ya que la inversión corporativa continúa en aumento. El aumento de los salarios posiblemente potencie el gasto de consumo, pero el aumento del impuesto sobre las ventas previsto para fines de 2019 presenta riesgos bajistas. Las exportaciones podrían verse afectadas negativamente por un crecimiento más lento en China. El Banco de Japón podría subir levemente el rendimiento previsto de los bonos, pero cabe esperar que continúe avanzando con cuidado.

Oriente Medio

La crisis cambiaria de 2018 provocó un fuerte aumento de la inflación y socavó la confianza empresarial en Turquía. No obstante, en el transcurso de 2019 cabe esperar el inicio de una recuperación en respuesta a las medidas de estabilización. Unos precios más altos favorecen a los exportadores de petróleo de Oriente Medio, pero Irán transita una crisis económica provocada, en parte, por las nuevas sanciones. En Israel, se espera que el crecimiento siga siendo fuerte.

Suiza

Cabe esperar que la economía suiza se beneficie de un vigoroso crecimiento sostenido entre sus principales socios comerciales. En vista de que el Banco Nacional Suizo posiblemente se mantenga expectante hasta que el BCE comience a subir las tasas, la solidez del CHF debería de disminuir. Mientras tanto, el crecimiento de la demanda interna posiblemente se modere toda vez que la inmigración se estabiliza en un nivel más bajo y el creciente exceso de capacidad de unidades para arrendamiento desacelera la actividad de construcción.

India

Aunque India probablemente seguirá siendo la gran economía con crecimiento más rápido del mundo en 2019, el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales en 2018 no plantea riesgos bajistas. Dada la ampliación del déficit por cuenta corriente, en parte debido al encarecimiento del petróleo, además de la depreciación de la INR frente al USD desde enero de 2018, el banco central podría tener que endurecer la política monetaria de manera más contundente.

Australia

El panorama económico de Australia sigue siendo sólido. Los precios elevados del mineral de hierro y la energía posiblemente impulsen las exportaciones, aunque la desaceleración prevista del crecimiento en China presenta un riesgo. No obstante, los niveles sólidos de confianza empresarial sugieren que las inversiones en bienes de capital se mantendrán fuertes. El aumento del empleo debería apuntalar el gasto de consumo, pero en vista del aumento de las tasas de interés, el sector inmobiliario posiblemente se enfríe.

Países emergentes de Asia (sin China)

El crecimiento en Corea del Sur, Taiwán y Hong Kong podría moderarse levemente en medio de la ralentización del crecimiento en China continental, y, más concretamente, en las exportaciones de tecnología. En el sudeste asiático, el crecimiento probablemente siga siendo mucho más elevado gracias a la solidez de la inversión y del consumo. No obstante, para las economías con saldos externos más débiles (Indonesia, Filipinas), el endurecimiento de la política monetaria para estabilizar la moneda presenta riesgos bajistas.

Supertrends: Invertir en el cambio

En mayo de 2017, adoptamos un nuevo enfoque de inversión en renta variable con el lanzamiento de cinco Supertrends. Estos temas de inversión a largo plazo parecen haber sensibilizado a los inversores y añadido un valor positivo desde el principio.

Hoy día, los inversores, inquietos por las alteraciones del mercado financiero, están buscando nuevas formas de invertir. Estas incluyen áreas en evolución, tales como las inversiones de impacto, además de nuevos enfoques respecto de clases de activos tradicionales. En mayo de 2017, lanzamos nuestras cinco Supertrends como forma alternativa de invertir en acciones mundiales. En ese momento, los inversores ya se enfrentaban a un entorno de inversión en renta variable mundial muy complicado, con valuaciones excesivas en ciertos mercados y grandes diferencias en términos de rentabilidad entre sectores y regiones. En nuestra opinión, la exitosa tendencia de inversión pasiva en renta variable de la era de relajación cuantitativa, como los fondos cotizados en bolsa (ETF) sobre índices de renta variable mundial, no generaría la misma rentabilidad en el futuro.

Enfoque diferenciado

Desarrollamos las Supertrends con miras a invertir en acciones cotizadas de todo el mundo, pero en función de temas muy claros en los que tenemos gran convicción. Estos temas se basan en tendencias sociales de múltiples años que, en nuestra opinión, habrán de impulsar la política económica, los resultados de las empresas y la rentabilidad de las acciones de una manera significativa en los próximos años. Abarcan temas que van desde el envejecimiento demográfico hasta los millenials, los avances tecnológicos, el ascenso de un mundo multipolar y las mejoras de infraestructuras en el mundo.

Dentro del tema de tecnología, nuestras inversiones en áreas como inteligencia artificial, realidad virtual y tecnología de salud, las cuales han registrado rentabilidades de dos dígitos en el último año y medio, han resultado ser las más sólidas. Sin embargo, infraestructuras tuvo el peor comportamiento, aunque debería beneficiarse de catalizadores renovados en 2019 conforme la política económica vuelva a orientarse a la inversión en infraestructuras. Hasta la fecha, las acciones o productos de Supertrends se han añadido a las carteras

principalmente para complementar las posiciones en renta variable actuales. No obstante, conforme pasa el tiempo, y presuponiendo que las Supertrends sigan comportándose como esperamos, cabe la posibilidad de que los inversores apuesten cada vez más por dedicar una parte mayor de sus carteras de renta variable a esos temas para convertirlos en posiciones corrientes.

La mirada puesta en la sostenibilidad y el impacto

Del mismo modo, observamos un creciente interés de los inversores por formar carteras que incluyan criterios medioambientales, sociales y de gobierno (identificados con la sigla ESG en inglés). Un número cada vez mayor de inversores van aún más allá e invierten con miras a realizar un impacto social o medioambiental específico. Una de nuestras Supertrends, «Valores de los Millenials», ya refleja este cambio importante de tendencia de inversión: solo conserva acciones que cumplan con los criterios ESG mínimos.

Las nuevas soluciones de inversión de impacto abordan dos de los principales temas de nuestro tiempo: salud y educación. Estas soluciones ayudan a vincular las necesidades de capital (por ejemplo, estudiantes que desean ir a la universidad) con las necesidades de los inversores en estos ámbitos. Las siguientes páginas presentan más información sobre algunos de los apasionantes caminos que Credit Suisse está transitando al incorporar las inversiones de impacto dentro de las inversiones tradicionales.

Por qué la inversión sostenible significa invertir de manera inteligente

Las inversiones sostenibles y de impacto han crecido considerablemente. Los Objetivos de desarrollo sostenible (ODS) del Programa de Naciones Unidas son los que mejor captan la necesidad urgente de liberar el potencial positivo que tiene el capital para generar cambios. Una tendencia clave en la inversión sostenible y de impacto consiste en generar la capacidad para invertir en estos objetivos.

En los últimos años, las finanzas sostenibles y las inversiones de impacto han tenido un crecimiento sorprendente. Los inversores institucionales, en particular, han sido los motores de la demanda mundial de inversiones sostenibles, un mercado que en 2016 alcanzó los USD 23 billones, según datos de Global Sustainable Investment Alliance. También hemos observado un aumento notable en el interés y en la demanda de parte de otros segmentos de clientes clave a los cuales prestamos servicio; entre estos, fundaciones y clientes de patrimonio privado, con un impulso excepcionalmente vigoroso de la próxima generación inspirada en una misión, la cual forma parte de nuestras Supertrends.

Los objetivos principales de inversión identificados por quienes realizan inversiones sostenibles y de impacto consisten en obtener rentabilidades atractivas, además de atenuar el riesgo y diversificar la cartera y, desde luego, contribuir a mejorar el mundo.

Un enfoque cuidadoso para la selección de acciones

Cuando se trata de inversiones sostenibles que responden a factores medioambientales, sociales y de gobierno (ESG, por sus siglas en inglés), se analiza a las empresas para excluir a aquellas que son controvertidas o que incumplen normas básicas, y para promover la inversión sostenible seleccionando a entidades que utilizan un enfoque óptimo. Cada vez surgen más datos de calidad que apoyan estos objetivos de inversión, como las fuertes correlaciones entre las elevadas puntuaciones ESG y los resultados financieros, donde se utilizan los factores ESG como indicadores predictivos de la futura volatilidad de los beneficios y como un refugio defensivo durante las correcciones del mercado.

Las finanzas de impacto marcan la diferencia
Las inversiones de impacto mensurable van un paso más allá y son fundamentales para ayudar a cerrar la amplia brecha de financiamiento que se necesita para cumplir con los 17 ODS del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). Entre estos objetivos, la educación superior se destaca como una inversión que posee un profundo impacto puesto que crea una clase media estable capaz de apoyar y desarrollar la economía y la sociedad en general. En los mercados en desarrollo, el acceso a la educación primaria ha alcanzado el 91%, según datos del PNUD. Sin embargo, muchos jóvenes no pueden continuar sus estudios en escuelas secundarias y menos aún en universidades debido a los recursos limitados con que cuentan muchas familias y a las dificultades financieras que afrontan los gobiernos.

La creación de estructuras innovadoras en las finanzas de impacto hace posible invertir en proyectos de educación superior que generen rentabilidades de mercado para los inversores. Los estudiantes, por su parte, tienen acceso a un financiamiento a tasas moderadas, lo que les permite asistir a universidades de calidad. La calidad de estos préstamos es elevada: el coeficiente de devolución del préstamo para estos estudiantes supera ampliamente el promedio. Y la inversión en bonos titulizados está diversificada, ya que existen cientos de préstamos de calidad subyacente para estudiantes talentosos, que guardan una baja correlación con los mercados de capitales. En Credit Suisse tenemos en nuestro haber 15 años realizando inversiones de impacto exitosas.

«Devolver el favor»: el impacto de la inversión y la educación

Las inversiones de impacto han experimentado un crecimiento explosivo, puesto que las personas buscan inversiones que generen una rentabilidad financiera y, al mismo tiempo, un impacto social y medioambiental positivo y medible. Esta área de inversión se está alineando a los 17 objetivos de desarrollo sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, que incluyen igualdad de género, agua y saneamiento, hambre cero y educación primaria, secundaria y terciaria de calidad.

Para los alumnos en países de bajo ingreso, los obstáculos para acceder a la educación superior pueden parecer insalvables. Según datos de la UNESCO, aunque el 91% de los niños en países en desarrollo están matriculados en la escuela primaria, tan solo uno de cada 12 jóvenes llegan a obtener los conocimientos de la educación secundaria en los países menos desarrollados.

Muchos jóvenes no pueden continuar sus estudios en escuelas secundarias y superiores debido a los medios financieros limitados de sus padres o dificultades de financiamiento que enfrenta el país. Además, las donaciones destinadas a la educación superior representan tan solo una ínfima parte de las donaciones en el mundo. Un individuo medio en Sierra Leona tendría que trabajar más de 100 años para poder pagar un año de educación en Harvard.

En una entrevista, Marisa Drew, Directora Ejecutiva del Departamento de Asesoramiento y Finanzas de Impacto de Credit Suisse, recientemente establecido, analiza cómo los inversores pueden producir un cambio positivo en la educación.

¿Cuál es la necesidad de iniciativas privadas en educación?
Es absolutamente fundamental que el sector privado participe. Según un informe de 2015, la UNESCO estimó que la brecha anual de financiamiento para la educación sería como mínimo de USD 39 000 millones entre 2015 y 2030. La UNESCO exhorta a una mayor y mejor financiación para alcanzar los ambiciosos objetivos ODS: educación de calidad, para todos los niveles de educación, en todos los países, con independencia del sexo.

¿Qué grado de desarrollo tiene el mercado general de inversiones de impacto en educación?
Hoy día, el mercado de inversiones de impacto en educación es relativamente incipiente en comparación con otros ODS, como el de energía no contaminante. Históricamente, el financiamiento para la educación dependía mayormente de círculos filantrópicos y del sector sin ánimo de lucro. La encuesta Global Impact Investing Network (GIIN) de 2018 demostró que tan solo el 4% del total de activos de inversiones de impacto gestionados se destina a educación. Sin embargo, cada vez hay más conciencia dentro del sector privado de la enorme brecha de financiamiento que existe. Según la encuesta GIIN, el 20% de los inversores de impacto encuestados destinaron capital a la educación en 2017, y el 36% tenía previsto aumentar su asignación a esta área en 2018.

“ En Credit Suisse, creemos en el efecto multiplicador de la inversión en educación.

¿Cuáles son las motivaciones para invertir en educación?
Uno de los principales factores de motivación que observo en los clientes privados es que ellos mismos se beneficiaron de una educación de calidad. Esto se aprecia especialmente en clientes de países en desarrollo, donde la educación universal constituye un privilegio, no un derecho. A menudo consideran que la educación fue el «billete de lotería» que le dio la posibilidad de una vida afortunada, y desean devolver el favor.

¿Cuál es la relación entre rentabilidad financiera y riesgo en esta área?
Un principio fundamental de las inversiones de impacto, y muy importante para los inversores, es que la inversión debe estar acompañada del compromiso de medir el impacto. Hay dos clases de estrategias. Los inversores de impacto pueden tratar de lograr rentabilidades congruentes con las rentabilidades tradicionales para una determinada clase de activo; o bien pueden generar rentabilidades concesionales, donde una parte de la rentabilidad deriva del impacto que está generando la inversión. Los riesgos son los mismos que para las clases de activos tradicionales, aunque la mayoría de las inversiones de impacto tienden a realizarse en mercados no cotizados, donde la duración es más larga y la liquidez, limitada.

¿Por qué cree Credit Suisse que la educación es un área de inversión atractiva?
En Credit Suisse, creemos en el efecto multiplicador de la inversión en educación. Según el reciente informe Goalkeepers Report* de la Fundación Bill & Melinda Gates, la inversión en la educación y la salud de los jóvenes tiene el mayor poder para lograr cambios positivos en el mundo. Si la inversión de un individuo en educación puede ayudar a reducir la mortalidad, aumentar la paz y la seguridad, frenar los efectos del cambio climático, sacar a personas de la indigencia y fomentar la prosperidad económica, y al mismo tiempo generar una rentabilidad financiera, consideramos que el atractivo que presentan los argumentos de inversión es elocuente.

* [gatesfoundation.org/goalkeepers/report](https://www.gatesfoundation.org/goalkeepers/report)



Mercados financieros

En síntesis

Un anticipo de las tendencias de los activos

Los mercados financieros de EE. UU. entraron en la última etapa del ciclo económico en 2018, el cual se caracteriza por tasas de interés en aumento y un aplanamiento de la curva de rendimientos. Nuestro escenario de base para 2019 prevé tan solo un aumento moderado de los rendimientos en EE. UU. Esto sugiere que los inversores en renta fija estadounidense deberían prepararse para alargar la duración. En los principales mercados de bonos fuera de EE. UU., donde los rendimientos son mucho más bajos, debería mantenerse una duración corta. En cuanto a la renta fija privada, la ecuación riesgo-rentabilidad es mejor para los bonos de alto rendimiento que para los bonos con grado de inversión. Las acciones deberían mantener la rentabilidad relativa superior gracias al fuerte crecimiento de las ganancias. Los activos de mercados emergentes, que sufrieron presión debido al endurecimiento de la política monetaria estadounidense, probablemente recuperen terreno perdido en la medida en que disminuya el riesgo de aumentos de tasas en EE. UU. y de fortalecimiento del USD.

Focos de crecimiento en determinados sectores

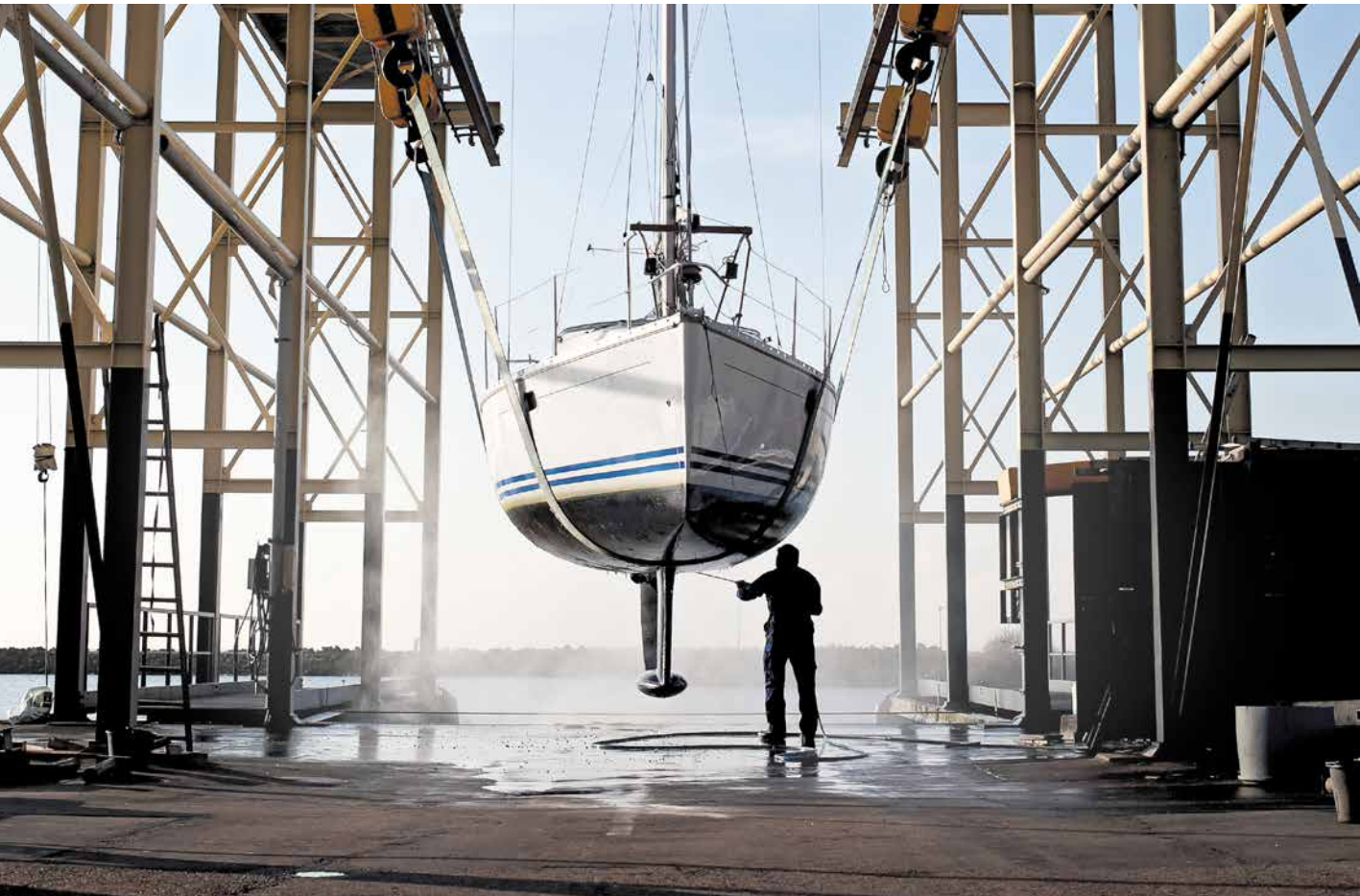
Pese a algunos vaivenes, las acciones tecnológicas mantuvieron su rentabilidad superior en 2018. Esperamos que el crecimiento económico se normalice en 2019. Pero en consonancia con los patrones que caracterizan un fin de ciclo, cabe esperar que las acciones de crecimiento en general mantengan su rentabilidad superior. Esto posiblemente incluya al sector de salud, en especial si las empresas logran avances en áreas como las terapias genéticas. Algunos sectores cíclicos, como el industrial con orientación a la inversión en bienes de capital, también podrían resultar fortalecidos. En Europa, las acciones financieras en niveles deprimidos deberían beneficiarse del aumento de los rendimientos, mientras que en EE. UU., el aplanamiento de la curva de rendimientos previsiblemente habrá de afectar a ese sector. Las acciones inmobiliarias podrían también permanecer bajo presión debido al aumento de las tasas de interés.

¿En qué divisas invertir?

En 2018, el USD se apreció moderadamente frente a las otras divisas fuertes, pero la revalorización fue significativa respecto de varias divisas de mercados emergentes. De cara a 2019, tenemos una visión neutral del cruce EUR/USD. Si bien la brecha de rendimientos continúa favoreciendo al USD, el comienzo del endurecimiento monetario fuera de EE. UU. posiblemente sea desfavorable para la divisa estadounidense. La valoración sigue siendo favorable para la GBP y para una serie de divisas de mercados emergentes, algunas de las cuales también se benefician de una mayor ventaja de carry. Entre las divisas consideradas refugios de seguridad, nos inclinamos por el JPY, actualmente infravalorado, respecto del sobrevalorado CHF.

Posicionamiento para el crecimiento al final del ciclo

A medida que EE. UU. transita de la recuperación y expansión económica al sobrecalentamiento, el perfil de rentabilidad para varios mercados de activos posiblemente cambie, y esto traiga aparejado consecuencias fundamentales para la estrategia de inversión. Seguimos previendo que la renta variable tendrá una rentabilidad relativa superior.



“ El ciclo económico de EE. UU. sigue siendo el más relevante para los mercados financieros mundiales.

La evolución inesperada de los acontecimientos políticos tuvo un impacto en los mercados financieros en 2018, y esto también habrá de repercutir en su evolución en 2019. No obstante, el ciclo económico seguirá siendo un catalizador clave para los mercados. El comportamiento de las principales clases de activos tiende a diferir considerablemente en función de la etapa del ciclo económico. Hemos tomado estos factores en consideración al formular nuestros escenarios de base y de riesgo para las principales clases de activos en 2019 y determinar nuestra estrategia de inversión.

Por qué el ciclo de EE. UU. es el más importante
El ciclo económico de EE. UU. sigue siendo el más relevante para los mercados financieros mundiales. Si bien hoy día la economía estadounidense representa poco más del 20% de la economía mundial (y menos del 15% ajustado por las diferencias en el poder adquisitivo), el mercado estadounidense de renta variable aún constituye el 54% del mercado de renta variable mundial (MSCI AC World). Y, aunque el mercado de bonos de alta calidad de EE. UU., con un 41%, representa una porción menor del mercado mundial de bonos, los rendimientos de la deuda estadounidense constituyen un catalizador clave de los mercados de activos mundiales, ya que el USD sigue siendo la divisa de reserva mundial indiscutida. Por ese motivo, aunque las decisiones de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) estén impulsadas, en gran medida, por consideraciones locales, sus políticas determinan el «precio» de la mayor parte de la liquidez mundial. Asimismo, la

Pronósticos / rentabilidad de los mercados financieros 2019		
	Rentabilidad en lo que va del año 2018, al 07 de noviembre de 2018	Rentabilidades totales esperadas en 2019
Acciones*		
Acciones EE. UU.	6,78%	5,50%
Acciones UEM	-4,21%	4,00%
Acciones suizas	0,14%	4,80%
Acciones británicas	-4,04%	5,00%
Acciones japonesas	-6,31%	1,50%
Acciones de mercados emergentes	-7,04%	8,30%
Rendimientos de los bonos		
	Cierre el 07 de noviembre de 2018	Previsiones para fines de 2019
Rendimiento de títulos del Tesoro a 10 años	3,24%	3,30%
Rendimiento de los bonos del gobierno alemán a 10 años	0,45%	1,00%
Rendimientos de bonos del gobierno suizo a 10 años	0,02%	0,50%
Renta fija privada		
	Rentabilidad en lo que va del año 2018, al 07 de noviembre de 2018	Rentabilidades totales esperadas en 2019
Bonos mundiales con grado de inversión**	-1,82%	-1,00%
Bonos mundiales de alto rendimiento**	1,09%	3,00%
Bonos de mercados emergentes en monedas fuertes***	-4,59%	5,00%
Divisas y materias primas		
	Cierre el 07 de noviembre de 2018	Previsiones para fines de 2019
EUR/USD	1,14	1,20
USD/CHF	1,00	1,00
EUR/CHF	1,15	1,20
USD/JPY	113,53	105,00
GBP/USD	1,31	1,40
USD/CNY	6,93	7,20
Oro (USD/oz)	1228,51	1250,00
WTI (USD/bbl)	61,89	67,00

* 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 07/11/2013 – 07/11/2018 para esos índices en orden cronológico es la siguiente MSCI USA: 18,5%, 5,4%, 3,5%, 24%, 10,6%. MSCI EMU: 3,8%, 19,7%, -7,1%, 26,5%, -6,8%. MSCI Switzerland: 10,3%, 5,2%, -8,9%, 23,4%, 1,6%. MSCI UK: 1,5%, -0,5%, 11,4%, 14,6%, -1,3%. MSCI Japan: 17,6%, 15,3%, -12,3%, 34,7%, -6,4%. MSCI EM: 5,9%, -0,8%, 6%, 29,2%, -6,7%
** Índice Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield
*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Último punto de observación 07 de noviembre de 2018
Fuente Thomson Reuters 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.

mayoría de los activos de renta fija determinan sus tasas de interés en función de la curva de títulos del Tesoro de EE. UU. Así pues, de cara a 2019, nos centramos en los escenarios de base y de riesgo de las tasas de interés de EE. UU. debido a la gran influencia que el ciclo económico y de tasas de ese país tiene en la economía mundial.

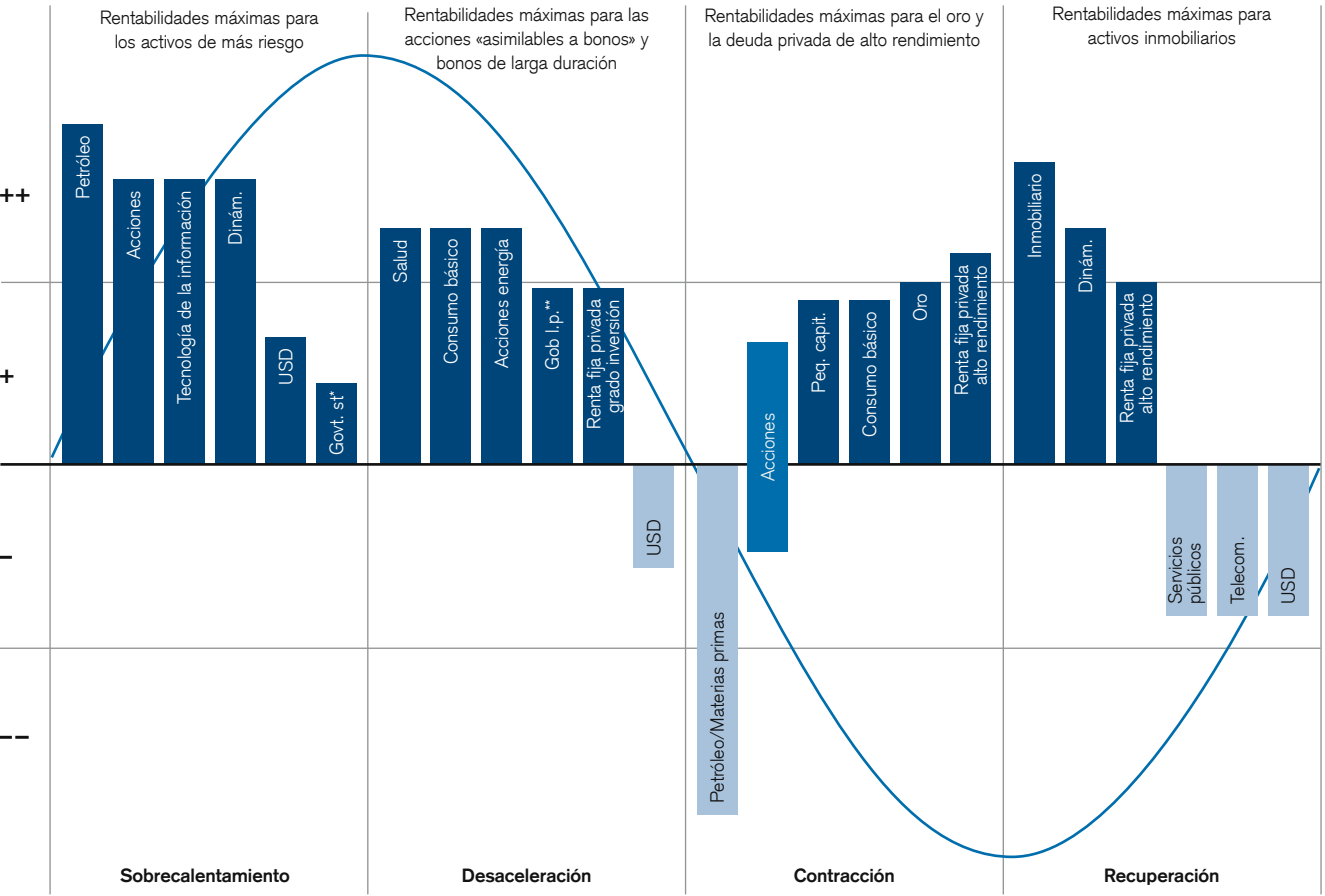
La economía estadounidense mantiene su curso

Nuestro escenario de base para la economía estadounidense se en 2019 sugiere que la combinación de mayor endurecimiento monetario y disminución del estímulo fiscal debería atenuar cualquier sobrecalentamiento de la economía, y

que podrían surgir algunos indicios de desaceleración. El principal escenario de riesgo consistiría en la continuación del fuerte crecimiento y un sobrecalentamiento de la economía. El riesgo de una contracción manifiesta, en cambio, parece bastante limitado, al menos en 2019.

La principal implicación de nuestro escenario de base es un mayor aplanamiento de la curva de rendimientos de EE. UU. En el escenario de riesgo de sobrecalentamiento prolongado, los rendimientos a largo plazo subirían más y la curva se desplazaría al alza. Por el contrario, si la economía se desacelerara antes, la curva de rendimientos se invertiría.

Patrones de rentabilidad por clase de activo durante el ciclo económico



* Bonos del gobierno de corta duración
** Bonos del gobierno de larga duración

Nota El gráfico ilustra los patrones de rentabilidad típicos por clase de activo en las siguientes cuatro fases del ciclo económico estadounidense o regímenes (muestra: 1990 – 08/2018):
1 Las fases de «Sobrecalentamiento» se caracterizan por un crecimiento económico que se mantiene por encima de la tendencia y por el aumento de la inflación.
2 Las fases de «Desaceleración» son la consecuencia habitual de los esfuerzos de las autoridades económicas por frenar el sobrecalentamiento.
3 Si estas políticas han sido demasiado rigurosas o se producen otros shocks negativos, puede sobrevenir una fase de «Contracción» manifiesta o recesión.
4 Las fases de «Recuperación» son los períodos que siguen al punto más bajo del ciclo, es decir, el fondo de las recesiones, y habitualmente incluyen una expansión económica bastante prolongada.

Fuente Credit Suisse, Bloomberg

“ En la medida en que disminuya el riesgo de aumentos de tasas en EE. UU. y de fortalecimiento del USD, las acciones de ME deberían beneficiarse.

La implicación clave de un aplanamiento previsto de la curva de rendimientos de EE. UU. radica en que los inversores que tienen al USD como moneda de base deberían estar preparados para extender la duración en 2019. Mientras tanto, incorporar a la cartera bonos protegidos contra la inflación proporcionaría protección contra una posible fase prolongada de sobrecalentamiento.

En la medida en que la economía mundial evite una contracción en 2019, tal como suponemos que sucederá, nuestro análisis sugiere que la renta fija privada debería ser más rentable que los títulos del Tesoro. Cuanto mayor es la confianza en el escenario de base, o incluso en un escenario de sobrecalentamiento, más se justifica la asignación a bonos de alto riesgo. Aun así, es importante evaluar si las valuaciones merecen tal exposición. Mientras redactamos este informe, los diferenciales de la deuda de alto rendimiento de EE. UU. se situaban en aproximadamente 300 p.b. Esto parecía proporcionar una protección razonable para un escenario económico sólido, pero poco margen para cualquier sorpresa negativa de importancia y para tasas de incumplimiento más altas. La deuda estadounidense de alto rendimiento también mantiene su exposición a riesgos idiosincráticos, en especial los precios de la energía.

Sin embargo, los bonos con grado de inversión de EE. UU. parecen menos atractivos. Si bien la liquidez de las empresas estadounidenses sigue siendo elevada, el apalancamiento ha aumentado considerablemente desde 2014 debido a las recompras de acciones y a un mayor gasto en inversión. Más aún, los diferenciales son estrechos a juzgar por los parámetros históricos y la duración del índice de referencia es larga puesto que las empresas hasta hace poco aprovecharon el entorno de tasas bajas para emitir bonos a largo plazo. Es por ello que esta sub-clase de activos tiende a tener una rentabilidad relativa inferior a los títulos del Tesoro en ambos escenarios de riesgo. Una combinación de títulos del Tesoro y de deuda de alto rendimiento parece ser la mejor opción.

Mejores perspectivas para los bonos de mercados emergentes

En el segmento de bonos no denominados en USD, los mercados emergentes (ME) posiblemente sean los más afectados por la evolución de las tasas de interés de EE. UU. De hecho, 2018 nos ha traído un triste recordatorio de que una menor liquidez en USD puede ejercer grandes presiones sobre los activos de mercados emergentes. Aun así, si nuestro escenario de base se materializa y disminuyen las presiones sobre la Fed para que endurezca su política monetaria, los bonos de mercados emergentes en monedas fuertes deberían tener una rentabilidad relativa superior. En la medida en que una Fed con medidas menos enérgicas reduzca las presiones sobre las divisas de mercados emergentes, los bonos de ME en moneda local también deberían tener un buen rendimiento. Uno de los principales riesgos para los bonos de ME en moneda local es China: si el RMB sigue depreciándose, otras divisas de ME podrían volver a sufrir presiones.

Por último, los bonos en otras regiones con monedas fuertes, como Japón, la zona euro y Suiza se ven menos afectados por el ciclo económico y de tasas de interés de EE. UU. La evolución de la economía interna y la política monetaria son más importantes. En nuestro escenario de base prevemos que el crecimiento económico se mantendrá fuerte en estas regiones y la política monetaria debería comenzar a normalizarse. Dado que los rendimientos en la mayoría de los mercados siguen estando sumamente bajos, cabe esperar rentabilidades débiles o incluso negativas en 2019. Así pues, sigue justificándose una posición de duración corta en estos mercados. En el mercado de renta fija privada, los préstamos sénior aún parecen atractivos en Europa ya que la calidad de los activos bancarios debería continuar mejorando. Sin embargo, un riesgo de cola específico para la renta fija de Europa radica en la pérdida de disciplina fiscal en Italia y la creciente preocupación ante la posibilidad de que Italia abandone la zona euro.

Las acciones aún ofrecen potencial de rentabilidad

En una fase final del ciclo económico, la renta variable habitualmente mantiene una rentabilidad relativa superior a la mayoría de las clases de activos. Así pues, la renta variable probablemente siga viéndose favorecida a menos que las valuaciones aumenten demasiado o sobrevenga una contracción. Dicho esto, la rentabilidad de los diferentes sectores puede diferir considerablemente dependiendo de su sensibilidad a las tasas de interés. En cuanto a los estilos de inversión, las acciones de impulso tendencial suelen tener buena rentabilidad hacia final del ciclo. Esto probablemente beneficie a los grandes sectores líderes, como tecnología de la información, uno de nuestros sectores predilectos en el momento de redactar este informe.

Como sucede con los bonos, las acciones de ME tienden a verse muy afectadas por el ciclo económico y de tasas de interés de EE. UU. En la medida en que disminuya el riesgo de aumentos de tasas en EE. UU. y de fortalecimiento del USD, las acciones de ME deberían beneficiarse. Con todo, la influencia del crecimiento asiático es mayor para las acciones que para los bonos de mercados emergentes debido a la gran ponderación de China y otras acciones asiáticas en el índice MSCI EM. De hecho, el mercado interno chino es tan grande que su propio ciclo económico tiene un fuerte impacto sobre las acciones de mercados emergentes. Nuestro escenario de base para China prevé una nueva desaceleración moderada del crecimiento, acompañada por condiciones de mayor relajación monetaria, lo que favorecería a las acciones. Si bien un crecimiento robusto continuo en EE. UU. también favorecería a las acciones chinas y de otros mercados emergentes, el riesgo de una mayor escalada del conflicto comercial con EE. UU. justifica cierta cautela.

La mayoría de los mercados de renta variable en las economías avanzadas fuera de EE. UU. — a excepción de Canadá— también tienen una menor dependencia del ciclo de tasas y de la economía estadounidense. En 2018, la mayoría de los índices de renta variable de mercados desarrollados quedaron rezagados respecto de los índices de EE. UU. debido a la baja ponderación de empresas tecnológicas en sus respectivos índices y porque las tasas de interés sumamente bajas continuaron afectando a las acciones del sector financiero. En Europa, los riesgos políticos posiblemente hayan contribuido a la rentabilidad inferior. Pero el mercado de la zona euro bien podría recuperar el terreno perdido, a menos que Italia desate una nueva crisis. En este contexto, un crecimiento económico constante y un aumento significativo de las tasas de interés favorecería a las acciones financieras y a otras acciones de la zona euro orientadas a sus respectivos mercados internos.

La demanda china debería de apuntalar las materias primas

A excepción de los metales preciosos, la mayoría de las materias primas tienden a ser activos muy cíclicos. En la mayoría de los casos, mantienen un rendimiento razonablemente satisfactorio en las últimas etapas del ciclo económico. Pero un aumento significativo de las tasas de interés y un fortalecimiento del USD tienden a desacelerar el alza de precios de las materias primas. En vista de nuestro escenario razonablemente moderado para las tasas de interés y el USD, este factor no debería ser preponderante en 2019. En la medida en que la demanda tan importante de materias primas que tiene China se mantenga, las materias primas cíclicas probablemente sigan estando favorecidas.

El USD bajo fuerzas contrapuestas

Es difícil predecir la dirección del USD en 2019. En las últimas etapas de un ciclo, en especial cuando la curva de rendimientos de EE. UU. está invertida (es decir, cuando los mercados consideran que la política monetaria se ha endurecido demasiado), el USD tiende a apreciarse. La depreciación de la moneda se daría entonces una vez que la economía se desacelerara y la Fed comenzar a relajar su política monetaria. En nuestra opinión, es poco probable que la Fed vaya a endurecer la política monetaria en exceso en 2019. Por el contrario, cualquier medida inesperada de corte ligeramente restrictivo de parte del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón (BoJ) tendería a fortalecer el EUR o el JPY. Llegado ese punto crítico, el gran déficit gemelo de EE. UU. podría volver a entrar en escena y ejercer presiones bajistas sobre el USD.

Estrategia de inversión para 2019

De cara a 2019, nuestro escenario principal apunta a que la renta variable debería seguir estando sobreponderada. Sin embargo, los inversores estadounidenses deberían volver a alargar la duración de los bonos. Las valuaciones de los bonos y divisas de ME parecen bastante atractivos pero China plantea riesgos, y lo mismo se aplica a las acciones de ME. En renta fija privada, la deuda de alto rendimiento parece ofrecer una mejor ecuación riesgo/rentabilidad que la inversión en bonos con grado de inversión. La demanda de materias primas debería mantenerse sólida, en tanto los factores que apuntalan o debilitan el USD posiblemente estén bastante equilibrados.

Spotlight

Inversión de la curva de rendimientos de EE. UU.: ¿hay que preocuparse?

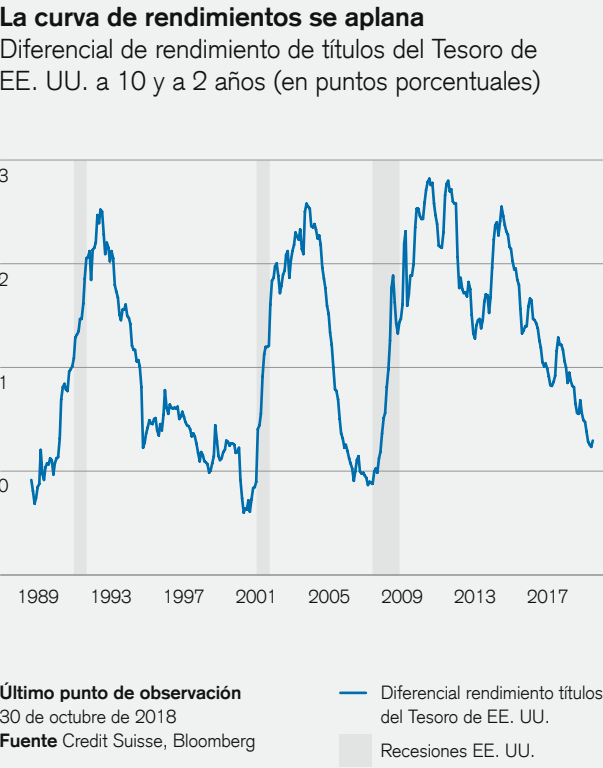
La curva de rendimientos de EE. UU. se aplanó considerablemente en el transcurso de 2018, pues las tasas de interés a corto plazo subieron mucho más que los rendimientos a largo plazo. En el pasado, las curvas planas o invertidas coincidieron con recesiones (ver gráfico), lo que explica por qué esta situación puede poner en duda las actuales perspectivas, un tanto optimistas, de crecimiento de EE. UU.

He aquí los motivos por los que una curva de rendimientos más plana tiende a presagiar una desaceleración económica: los bancos centrales normalmente suben las tasas de interés a corto plazo para reducir las presiones inflacionarias que surgen durante una fuerte expansión económica. Esto reduce el componente de expectativas de inflación que incluyen los rendimientos

de los bonos. Sin embargo, la acción del banco central también eleva los rendimientos reales. Los costos de endeudamiento más altos luego desaceleran la economía. Una inversión de la curva de rendimientos significa que el mercado de bonos ha comenzado a descontar una futura relajación monetaria, lo que a su vez implica que el banco central ha endurecido demasiado la política monetaria, aumentando así el riesgo de recesión.

«En esta ocasión es diferente», o quizás no
Hay quienes sostienen que la curva de rendimientos está más plana que en el pasado debido a razones estructurales. Por ejemplo, sugieren que la prima de plazo (es decir, las tasas de interés más altas que reciben los inversores por mantener los bonos a más largo plazo) debería ser menor que en el pasado porque los riesgos de inflación son menores debido al aparente éxito que han tenido los bancos centrales para contener la inflación, lo que ha ayudado a reducir las expectativas de inflación con carácter permanente. Tenemos algunas dudas sobre este argumento, especialmente porque la curva ha tenido una pendiente tan positiva en este ciclo como en ciclos pasados y porque las expectativas de inflación, de hecho, han vuelto a los niveles promedio. Además, algunos factores, entre los que se incluyen una deuda pública mucho más alta, sugieren que la prima de plazo debería ser efectivamente más alta que en el pasado. Por ello, creemos que es prematuro descartar una inversión de la curva de rendimientos como señal de alerta de recesión.

Aun así, no esperamos que la curva de rendimientos se invierta en 2019, especialmente porque la Reserva Federal (Fed) seguramente considere que una curva más aplanada constituye una señal de alerta. Si la curva se «aplaná demasiado», la Fed probablemente haga una pausa en el ciclo de aumento de tasas y así permita que la curva vuelva a positivizarse en respuesta a una política menos restrictiva.



Perspectiva sectorial

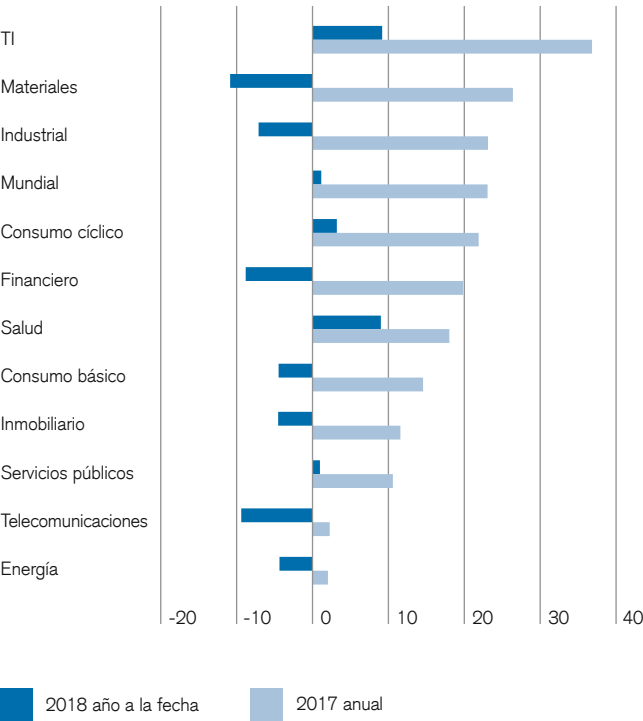
En todo el mundo, las perspectivas para la mayoría de los sectores dependen de los ciclos económicos mundiales y regionales. En aquellos países donde el apalancamiento es elevado, los movimientos de tasas de interés tienen un impacto significativo. Más aún, los rápidos avances tecnológicos continúan impulsando los catalizadores de innovación con un efecto disruptor en muchas empresas establecidas.



La rentabilidad del sector en 2018 se caracterizó por importantes divergencias. Los dos sectores líderes de crecimiento, TI y salud, fueron los más rentables. No prevalecieron tendencias claras entre los valores cíclicos frente a los defensivos. Energía tuvo un comportamiento plano en un contexto de volatilidad del petróleo, mientras que el endurecimiento de la política monetaria estadounidense y el aplanamiento asociado de la curva de rendimientos de EE. UU. penalizaron a los valores del sector financiero.

De cara a 2019, creemos que algunas de estas tendencias probablemente continúen. Por ejemplo, creemos que la inversión en bienes de capital durante la etapa final del ciclo puede dar impulso al sector industrial, en tanto la innovación y unas valuaciones más atractivas podrían potenciar el sector de materiales. La pregunta clave es si TI y salud volverán a generar fuertes rentabilidades. Si bien el crecimiento en la mayoría de los sectores de TI debería de atenuarse, creemos que la innovación continúa generando atractivo en el sector. En salud, también vemos margen para importantes avances, por ejemplo en el área de terapia genética.

Se mantiene el liderazgo de TI
Rentabilidades brutas totales por sector del MSCI World (en %)



Último punto de observación 08 de noviembre de 2018
Fuente Bloomberg, Credit Suisse

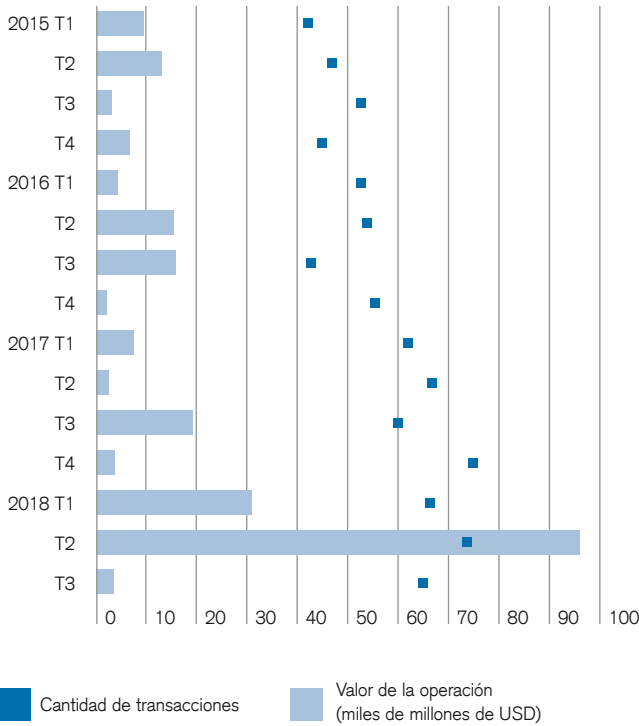
Consumidor: El comercio electrónico es la nueva normalidad

El sector de consumo debería beneficiarse, en nuestro escenario base, de un sólido crecimiento continuado y de mercados de trabajo tensionados, aunque China y la disputa comercial son riesgos importantes. En China, artículos costosos, como los automóviles, probablemente seguirán presionados, mientras que las tendencias de crecimiento estructural, como la expansión de las clases medias, deberían potenciar los bienes de lujo, incluidos los cosméticos y las bebidas alcohólicas de alta calidad. Un aumento de los aranceles a China dañaría principalmente a los consumidores estadounidenses. Por otro lado, el comercio electrónico se está convirtiendo en la nueva normalidad y las ventas en línea probablemente seguirán creciendo con fuerza. Algunos minoristas establecidos se están adaptando con éxito en esta área.

Energía: La atención se centra en el crecimiento a largo plazo

Las perspectivas del sector energético son positivas, pues las ganancias probablemente se vean potenciadas por el aumento de los volúmenes de producción y precios más altos. Las valuaciones han vuelto a niveles razonables. Al

Fuerte aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) en biotecnología



Último punto de observación 10 de octubre de 2018
Fuente Bloomberg, Credit Suisse

atenuarse la dinámica de precios del petróleo y el crecimiento de las ganancias por acción (EPS en inglés), cabe esperar que los inversores desplacen su foco de atención hacia el crecimiento a largo plazo. Los inversores estarán muy atentos a posibles limitaciones de la producción en la cuenca Permian en EE. UU. y la industria de esquisto bituminoso, además del impacto de tales limitaciones en las empresas de servicios petroleros y de exploración. El endurecimiento de la reglamentación sobre el transporte de combustible para refinerías es otra área de preocupación. Por último, los inversores estarán atentos a señales de recuperación en la actividad de perforación mar adentro tras un periodo prolongado de debilidad.

Financiero: Persisten las dificultades estructurales

La creciente demanda de préstamos en la mayoría de las economías avanzadas probablemente beneficie a las acciones del sector financiero. En Europa, una mayor positivización de la curva de rendimientos de cara a aumentos de tasas del Banco Central Europeo también debería ser favorable, mientras que un aplanamiento adicional de la curva en EE. UU. podría actuar como un lastre. No obstante, las regulaciones nacionales, unos balances débiles y la insuficiencia de las provisiones están demorando la tan necesaria consolidación de la banca europea. Hay más probabilidades de fusiones y adquisiciones transfronterizas (M&A) en la industria del seguros, donde las empresas preferidas son las de no vida y de salud. En el sector de bancos, sigue el énfasis en el control de costos más que en el crecimiento, si bien el atractivo potencial de rentabilidad por dividendos podría dar impulso al subsector.

Salud: La innovación y las fusiones y adquisiciones impulsan el crecimiento

En los próximos años, esperamos ver una adopción masiva de medicamentos biosimilares, con el fuerte apoyo de liderazgo de la Administración de Alimentos y Medicamentos de EE. UU. (FDA). Esto probablemente permita que grandes empresas inviertan en innovaciones significativas, incluida la terapia génica. Algunas de estas terapias habrán de estar disponibles en 2019 en EE. UU., incluidos tratamientos que podrían acercarse a la cura de la atrofia muscular espinal y de la hemofilia tipo A. Los temores a intervenciones regulatorias de naturaleza política están disminuyendo. En nuestra opinión, las empresas más rentables probablemente sean las líderes en innovación, ya sea que desarrollan ellas mismas nuevos tratamientos o que recurran a operaciones de fusiones y adquisiciones en el segmento de pequeña y mediana capitalización.

Industrial: Preparado para el crecimiento de fin de ciclo

Las valuaciones del sector industrial se encuentran en un máximo de ciclo, pero el crecimiento de las ganancias por acción (EPS) y de los ingresos probablemente se beneficie si, tal como esperamos, el crecimiento se mantiene firme.

El subsector de bienes de capital debería verse impulsado por la recuperación de las industrias minera, de gas y petróleo y de construcción industrial. Cabe esperar, asimismo, que el sector se beneficie de la innovación en el sector automotor y de más inversiones en robótica en todas las industrias.

TI: Se enfría el crecimiento

El impulso de las ganancias en la industria de semiconductores posiblemente disminuya después de dos años y medio de sólido crecimiento. Esto obedece principalmente a la expansión de la capacidad de manufactura, lo que ejerce presión sobre los precios de los chips. Dicho esto, la capacidad excedente es limitada y la corrección debería ser bastante leve debido a la fuerte demanda subyacente de chips en los centros de datos y sectores tales como comunicación. Las industrias de Internet y de software deberían verse beneficiadas en la medida en que las empresas se vuelcan hacia áreas tales como infraestructura en la nube, digitalización de procesos empresariales, y centros de datos a hiperescala. El sector de hardware de TI podría experimentar una desaceleración de la demanda de computadoras personales, donde el crecimiento del mercado de *smartphones* posiblemente disminuya a una tasa de un dígito bajo, a pesar de innovaciones tales como pantallas plegables, servicios de realidad aumentada y redes de 5G.

Materiales: Cambio de las tendencias de producción y de productos

En la industria siderúrgica, esperamos que la producción continúe mejorando gracias a una fuerte demanda. La preocupación medioambiental en China debería impulsar la demanda de mineral de hierro para reducir la contaminación. Dado que China retira capacidad del mercado y cambia por mineral de hierro de alta calidad, la oferta mundial de acero debería de mantenerse equilibrada en 2019. En el sector químico, China está cambiando el carbón por el gas como insumo. Las empresas mineras probablemente continúen devolviendo capital a sus accionistas mediante el pago de atractivos dividendos y la recompra de acciones propias. Creemos que algunos temas fuertes en la industria química seguirán vigentes; entre ellos, la evolución de la tecnología de baterías para vehículos eléctricos y la migración del plástico hacia productos biodegradables. Una posible desaceleración en China es el riesgo clave para el sector debido a su predominio en el mercado

Telecomunicaciones: Solidez de la telefonía móvil; debilidad de la telefonía fija

Las diferencias entre mercados individuales posiblemente sigan siendo significativas en el sector de telecomunicaciones. En EE. UU., prevemos que las tendencias en el mercado inalámbrico mejoren gracias a nuevas ofertas de 5G. En Europa, el entorno regulatorio está mejorando. Ahora que es posible separar la red de los servicios, las

acciones de empresas de red podrían sufrir cambios en su valuación. El potencial atractivo de los dividendos y las valuaciones relativas históricamente bajas probablemente atraigan a los inversores, en especial si el optimismo por el crecimiento disminuye. En Japón, la competencia habrá de intensificarse con la entrada al mercado de un cuarto operador. En China, la consolidación se aproxima ya que las inversiones para las redes 5G son demasiado costosas para que las empresas puedan financiarlas con recursos propios. Las presiones de los gobiernos de todo el mundo para implementar las redes 5G y las iniciativas en áreas como la Internet de las cosas podrían decidir su suerte

Servicios públicos: Evolución hacia servicios más ecológicos y menos contaminantes

El aumento de las tasas de interés podría ejercer presión sobre las valuaciones de empresas de servicios públicos reguladas, en especial en Europa. Las empresas de servicios públicos reguladas también deben digerir las nuevas tasas de rentabilidad regulada en España y el Reino Unido. Asimismo, los inversores pondrán atención en el cambio, actualmente en curso, hacia fuentes renovables en las carteras de generación de electricidad, ya que los costos están disminuyendo a niveles competitivos. Los productores de energía térmica se benefician de los cierres de las plantas de energía nuclear en Alemania y Bélgica, además de los cierres previstos en plantas de carbón en varios

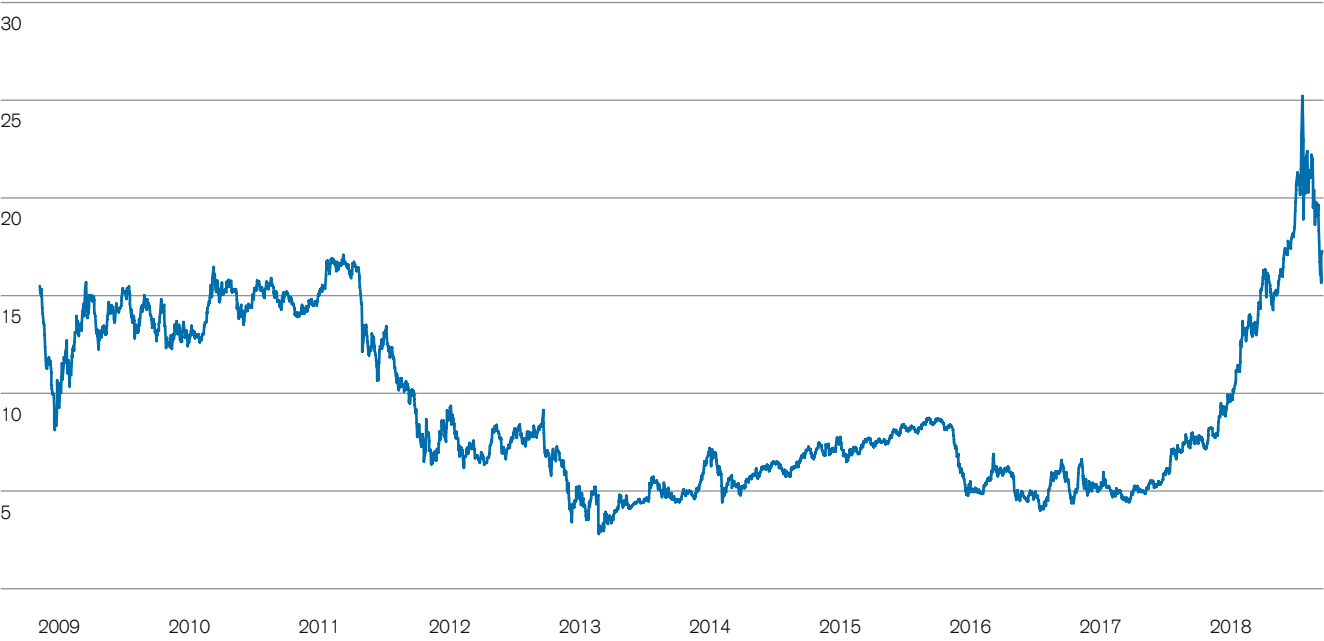
países. Otra área que atrae in atención es el reciente aumento de la tarificación del carbono en la UE. De continuar, esta tendencia provocaría otro aumento de los precios de la energía y generaría ganancias inesperadas para las empresas generadoras de electricidad no contaminante.

Inmobiliario: En busca de nuevas oportunidades en medio de un contexto difícil

El sector inmobiliario está influenciado por dos factores contrapuestos. Crecimiento económico y aumento de los rendimientos (asociado con el crecimiento). En ese sentido, 2018 fue un año difícil para las empresas inmobiliarias cotizadas, pues las tasas de interés estadounidenses subieron considerablemente. De cara al futuro, 2019 posiblemente traiga más volatilidad. Si bien el crecimiento económico sigue siendo favorable, una mayor normalización de la política monetaria mundial plantea una dificultad. Por otra parte, los mercados inmobiliarios comerciales parecen cada vez más sobrevalorados, en especial en EE. UU. A medida que el ciclo entra en una etapa más madura, los inversores tienen que ser más selectivos y buscar oportunidades más allá de las estrategias básicas tradicionales. Un ejemplo de ello son los inmuebles para actividad logística, que se benefician de la continua expansión del comercio electrónico; otro ejemplo, las instalaciones de salud y asistencia para personas mayores que satisfacen las necesidades de una población que envejece.

Generación de electricidad libre de carbono, potenciada por el aumento de los precios de CO₂

Precios CO₂ en el Régimen europeo de comercio de derechos de emisión (EUR por tonelada)



Último punto de observación 06 de noviembre de 2018
Fuente Bloomberg, Credit Suisse

Estado de situación para las divisas

La inversión en divisas habitualmente no genera rentabilidades excedentes en comparación con el efectivo en moneda local. Sin embargo, cuando las divisas están claramente infravaloradas, puede valer la pena tomar esas posiciones. Por el contrario, mantener divisas de bajo rendimiento consideradas refugios de seguridad tiene sentido durante picos de riesgo.



Los mercados de divisas dieron varias sorpresas en 2018. En general, las previsiones supusieron que las divisas principales podrían consolidar las alzas registradas en 2017 frente al USD. Sin embargo, la dinámica de crecimiento de EE. UU., más fuerte de lo esperado, no lo permitió. En respuesta a un fuerte crecimiento, la Reserva Federal de EE. UU. continuó subiendo las tasas mientras que los bancos centrales de otras economías avanzadas mantuvieron la política de relajación monetaria. En consecuencia, aumentó la ventaja de tasas de interés o carry (diferencia positiva de tasas de interés entre dos divisas) para el USD. Más aún, el deterioro del déficit gemelo de EE. UU. no debilitó al USD.

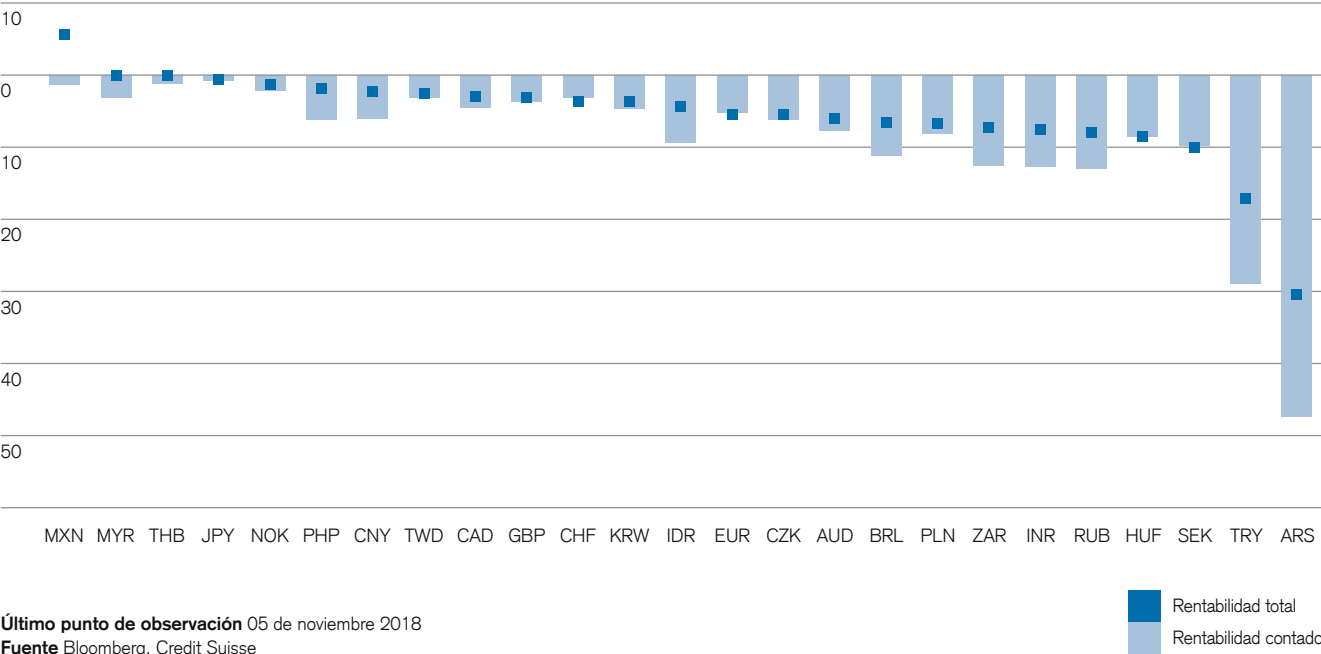
De cara a 2019, creemos que no cabe esperar una nueva apreciación de la divisa estadounidense. Aunque es posible que el crecimiento de EE. UU. se mantenga más elevado que en otras economías avanzadas, la brecha debería de achicarse. En cuanto a las tasas del banco central de EE. UU., se mantendrán muy por encima de las de otras economías avanzadas, y la brecha posiblemente se amplíe hasta mediados de 2019. Sin embargo, si el crecimiento y la inflación continúan recuperándose fuera de EE. UU., los otros bancos centrales podrían comenzar a endurecer la política monetaria

antes. Por último, nuestro filtro de valuación indica una sobrevaluación moderada del USD frente a las otras divisas principales. Resulta difícil prever si el déficit gemelo podría volver a constituir un factor de riesgo para el USD. Esto muy probablemente podría suceder si el crecimiento de la economía estadounidense se desacelera notablemente, un hecho que nos parece improbable en 2019.

En cuanto a las divisas de mercados emergentes, percibimos un cambio más importante en los fundamentales: los responsables de políticas en muchos mercados emergentes se vieron obligados a subir las tasas durante 2018 porque sus economías estaban bajo presión. En consecuencia, el carry entre las divisas de mercados emergentes y el USD ha aumentado, en algunos casos considerablemente. Al mismo tiempo, las valuaciones de varias divisas son hoy más atractivas. Esto sugiere que tanto el carry como las estrategias basadas en la valuación podrían una vez más ser eficaces, suponiendo que los fundamentales se mantienen favorables. En concreto, las divisas solo se revalorizarán si el saldo externo de los respectivos países se estabiliza. Así pues, los avances en materia de reequilibrio deberían observarse atentamente.

Y el ganador es... el USD

Contado y rentabilidades totales de divisas seleccionadas frente al USD en 2018 (en %)



Nota El gráfico ilustra las variaciones de tipos de cambio de varias divisas frente al USD desde principios de 2018 hasta la fecha de cierre editorial. También exhibe las rentabilidades totales de tomar una posición larga a futuro en cada una de estas divisas frente al USD, es decir, la suma del diferencial positivo (o negativo) de las tasas de interés, el llamado carry, y la variación del tipo de cambio. La conclusión es que las estrategias de carry generaron rentabilidades negativas, y las pérdidas fueron más significativas para el ARS y la TRY. Respecto del MXN, solo una divisa de carry generó rentabilidades positivas: el USD.

Cambios políticos en el camino

En 2018, los sucesos políticos también impactaron en determinadas divisas. La escalada en las tensiones comerciales entre EE. UU. y China deprimieron el RMB, en tanto los estrechos lazos económicos de Japón y China podrían haber impedido una apreciación del JPY, que tenía una valuación atractiva. En Europa, los temores en torno a la política fiscal italiana impulsaron temporariamente el CHF, en tanto la GBP estuvo expuesto a fluctuaciones con cada giro en el camino hacia el brexit. De cara a 2019, no creemos que el conflicto comercial entre EE. UU. y China vaya a tener una rápida resolución. Por ello, el RMB podría seguir bajo presión. En la medida en que las autoridades chinas continúen relajando la política monetaria, la tendencia habrá de persistir. Aun así, creemos que China actuará con cautela para evitar generar incertidumbre entre los inversores y salidas de capitales.

En cuanto al conflicto por el déficit presupuestario entre Italia y la Unión Europea, consideramos que es improbable que el Banco Central Europeo vaya a ceder a las presiones políticas de Italia. Así, los cruces con el EUR posiblemente se vean un poco afectados por estas tensiones. Mientras tanto, la valuación sigue siendo muy favorable para la GBP, lo que sugiere que un brexit sin conflicto podría ayudar a cerrar la brecha de valuación. En cambio, un brexit difícil y su consiguiente caos intensificarían las presiones sobre la GBP.

Las divisas de mercados emergentes parecen atractivas

Los sucesos del año pasado parecen haber producido una situación en la cual valor y carry se superponen para una serie de divisas. Los inversores podrían entonces ser capaces de generar rentabilidades excedentes después de un 2018 decepcionante. Entre las divisas de economías avanzadas, la GBP, la NOK y la SEK parecían claramente atractivas según nuestro filtro de valuación, al momento de publicación de este informe. Entre las divisas de mercados emergentes, la TRY y el MXN parecían atractivas. El NZD y el CHF estaban caros, y la única divisa de mercados emergentes que parecía sobrevalorada era el THB.

En términos de carry, dos divisas de mercados emergentes, el BRL y la TRY, presentaban atractivo. En general, nuestra previsión de una inflación bastante moderada en los mercados emergentes y un diferencial de tasas reales muy amplio en relación con los mercados desarrollados, incluido el USD, sugieren que las otras divisas de mercados emergentes podrían también tener una rentabilidad relativa superior al USD. Mientras tanto, algunas de las divisas de carry de las economías avanzadas tradicionales, en especial el AUD, han perdido su atractivo tras el aumento de tasas de la Fed. Entre las divisas consideradas refugios de seguridad, la disparidad de valuación entre el CHF, bastante sobrevalorado, y un JPY infravalorado debería acercarse, en especial si los temores por la guerra comercial se aplacan.

En conclusión, los inversores que mantienen grandes cantidades de efectivo en divisas de bajo rendimiento (es decir, el CHF y el EUR) que cotizan en niveles cercanos a su valor razonable probablemente puedan mejorar las rentabilidades tomando posiciones en algunas divisas de valor o carry que se describen arriba. Los inversores con base en USD tienen poco incentivo para tomar tales posiciones, puesto que el efectivo en USD genera rentabilidades más altas. Dicho esto, habida cuenta de la sobrevaloración del USD y de que déficit gemelo podría volver a constituir un factor de riesgo, una diversificación limitada también podría mejorar la rentabilidad de la cartera.

Spotlight

El déficit gemelo: ¿auge o pesadilla para el USD?

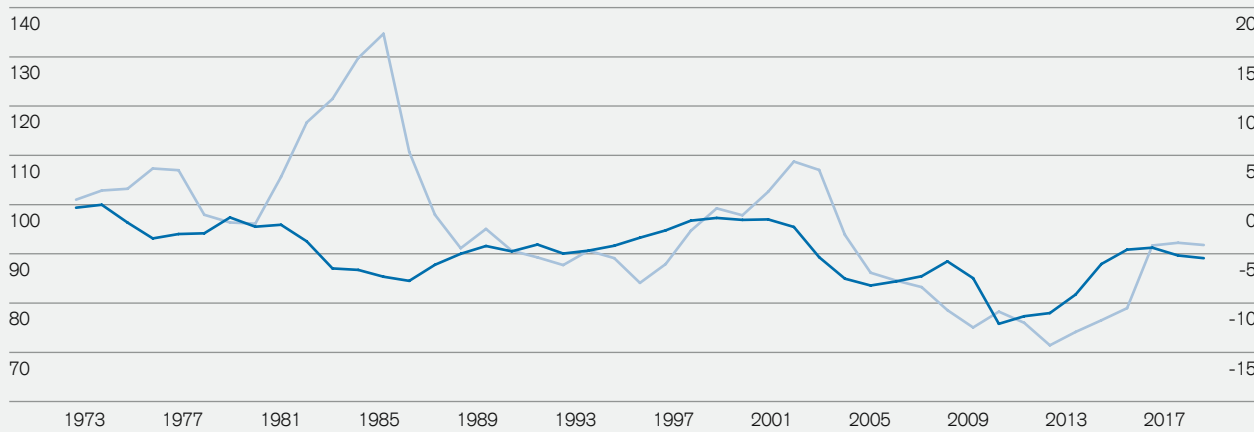
El llamado déficit gemelo de EE. UU., o sea, la combinación de un déficit fiscal significativo y un déficit en cuenta corriente, suele ser considerado un factor de riesgo para el USD. Sin embargo, la evidencia es dispar. Durante el auge económico en la presidencia de Reagan en EE. UU. que comenzó en 1982, el deterioro del déficit gemelo coincidió con un gran fortalecimiento del USD. En todas las demás instancias, el USD se debilitó. Esta ambigüedad obedece a que el aumento de los déficits fiscales, que suelen ser el catalizador principal del deterioro del saldo externo, impulsa el crecimiento y las tasas de interés reales. Y se considera que estos dos efectos dan impulso a la divisa. Si un banco central sube las tasas para contrarrestar un crecimiento más fuerte y los riesgos de inflación, las tasas de interés reales también suben. Esto ocurrió a principios de la década de 1980 cuando la Fed continuó aplicando una rigurosa política antiinflacionaria justo cuando los recortes tributarios de Reagan entraron en vigencia. La combinación de política fiscal expansiva y política monetaria restrictiva aumentó las tasas de interés reales y produjo una apreciación del USD.

Por el contrario, un aumento del déficit en cuenta corriente puede debilitar la moneda en algunas situaciones. Esto se debe a que un aumento del déficit en cuenta corriente requiere que los inversores mundiales aumenten las inversiones en la moneda respectiva. Para incentivarlos a aumentar su exposición, la prima de riesgo que se ofrece a cambio debe aumentar. Para lograr una prima de riesgo más alta, los diferenciales de rendimiento deben aumentar o la divisa debe depreciarse, o ambas cosas.

No es fácil determinar si las tasas de interés reales más altas o una prima de riesgo más alta habrán de predominar en 2019. En la medida en que el optimismo respecto del crecimiento estadounidense sea robusto y la Fed mantenga su sesgo restrictivo, probablemente predomine la primera. Sin embargo, si el crecimiento de EE. UU. disminuye notablemente, aumentarán las dudas respecto de la sostenibilidad del déficit gemelo, lo que podría debilitar al USD.

El déficit gemelo no siempre daña al USD

Déficit gemelo (suma del saldo fiscal y el saldo en cuenta corriente, como % del PIB) e índice USD (DXY)



Último punto de observación 2017
Fuente Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Credit Suisse

Déficit gemelo (der.)
Índice USD (DXY)*

* El DXY es un índice del valor del USD en relación con una canasta ponderada de seis divisas principales.

Temas de inversión para 2019

Cada año definimos nuestros principales temas de inversión. En esta oportunidad nos centraremos en: normalización de las tasas de interés; divergencia de las economías regionales; y nuevos regímenes geopolíticos. Continuaremos actualizando estos temas durante el año para reflejar todo cambio en la visión de Credit Suisse House View.

¿Cuánto más pueden desplazarse los rendimientos reales?

Rendimiento real y expectativas de inflación (según Títulos del Tesoro de EE. UU. a 10 años protegidos contra la inflación, promedios móviles de 12 meses, en %)



Tema 1: Normalización de las tasas de interés

El ciclo se encuentra en una fase avanzada, pero la recesión aún no es inminente y los bancos centrales continúan normalizando las tasas de interés. En este contexto, los inversores inevitablemente se preguntan cómo invertir. Nos inclinamos por mantener un sesgo de crecimiento en las carteras. Esto significa invertir en activos que sistemáticamente han tenido una rentabilidad relativa superior en la última etapa de las expansiones económicas anteriores, y simultáneamente reducir la exposición al mercado mediante la diversificación en fuentes de rentabilidad con menor grado de correlación.

¿Qué podemos observar de los ciclos pasados? En general, los rendimientos de los bonos estadounidenses han subido y la curva se ha aplanado en las últimas etapas de las expansiones económicas. Sin embargo, es importante dividir esta observación en antes del shock de Volcker (es decir, antes de que la Reserva Federal de EE. UU. subiera la tasa de los fondos federales a 20% en 1991) y con posterioridad a ese shock. Los rendimientos de los bonos comenzaron a tener una tendencia alcista junto con la inflación a principios de la década de 1950, alcanzaron su punto máximo en 1981, y luego tuvieron una tendencia bajista hasta 2012. Esto es importante puesto que cualquier análisis cíclico de bonos estará, en gran medida, determinado por la tendencia (alcista o bajista) que tengan los rendimientos a largo plazo.

Los bajos rendimientos quitan atractivo a la renta fija privada

El que los rendimientos se comporten como en la era posterior a 1981 o en el período 1950 1980 esto depende de las perspectivas inflacionarias. Por el momento, no creemos que la inflación vaya a dispararse de su rango de los últimos 25 años, y por lo tanto la probabilidad de que los bonos puedan ingresar en un mercado bajista es limitada. Esto no significa que los rendimientos no puedan subir; solo implica que la tasa terminal de los fondos federales posiblemente vuelva a ser más baja que en el ciclo económico anterior. Por otra parte, el bajo nivel de rendimientos que se observa actualmente y la curva muy aplanada hacen que sea muy difícil obtener una rentabilidad positiva de los bonos, en especial fuera de EE. UU. En cuanto a los demás activos de renta fija, uno de los patrones más consecuentes que podemos observar en los ciclos pasados es que los diferenciales de crédito tienden a contraerse a principios del ciclo, hasta tres trimestres del

período de expansión, y luego aumentan en la última etapa. Debido al bajo nivel de rendimientos en la actualidad, la renta fija privada se presenta como una inversión de fin de ciclo muy poco atractiva.

La renta variable y las materias primas tienden a tener una rentabilidad superior

Como cabría esperar, las acciones tienden a subir con fuerza en la última etapa de una expansión. Dentro del universo de renta variable, las acciones de pequeña capitalización han tenido una rentabilidad inferior a las acciones de gran capitalización, y las acciones cíclicas han superado sistemáticamente a las acciones de corte defensivo.

En general, el USD se ha depreciado en el último tercio de las expansiones pasadas, pero se observa gran variación entre los ciclos, de modo que esta afirmación dista de ser categórica. En cambio, las materias primas y, en especial, el oro han tendido a apreciarse sistemáticamente.

Oportunidades para la gestión activa de inversiones

En síntesis, reducir la exposición al mercado debería ser una acción instintiva en vista del excepcional mercado alcista que tuvo lugar en este ciclo. Por otra parte, el endurecimiento de la política monetaria y las altas valuaciones implican que las rentabilidades a futuro posiblemente sean más bajas de lo que han sido en el pasado. Todos estos factores deberían beneficiar a los gestores activos. En este ciclo, la oferta de alfa (rentabilidades no correlacionadas) ha sido escasa. Debido a las altas correlaciones entre mercados y a la baja volatilidad macro, ha sido muy difícil añadir valor sin exposición a beta (mercado). De cara al futuro, la volatilidad posiblemente sea más alta; las correlaciones, más bajas; y las divergencias entre economías y activos, más pronunciadas. Es posible reducir la beta añadiendo exposición a estrategias de rentabilidad absoluta que procuren no tener correlación en los distintos mercados. Las estrategias de cobertura con gestión activa también pueden ayudar a atenuar el riesgo, y al mismo tiempo reducir la carga sobre las rentabilidades, en comparación con otras coberturas como la compra de opciones de venta (put).

Tema 2: Divergencia de las economías regionales

Las diferencias entre países en términos de fortaleza relativa de los mercados laborales y crecimiento económico han generado grandes divergencias en la política monetaria mundial, lo que se ha traducido en el aumento de los diferenciales de tasa de interés y en grandes movimientos de divisas. Esto ha incentivado la entrada de capitales en EE. UU. y la consiguiente apreciación del USD, pero también ha puesto de manifiesto debilidades en los mercados emergentes (ME) con grandes desequilibrios, como Argentina y Turquía. Esto ha atraído más capitales hacia activos estadounidenses, creando un círculo vicioso para los ME. Para los inversores, es importante buscar grandes divergencias entre fundamentales y precios a fin de encontrar oportunidades de inversión atractivas.

La política de los bancos centrales bajo la lupa

Los ciclos de endurecimiento monetario tienden a aplanar las curvas de rendimientos. Debido a que la Reserva Federal continúa endureciendo la política monetaria, el reciente aplanamiento de la curva de EE. UU. debería de continuar. Y a medida que el crecimiento en la zona euro comience a recuperarse y el Banco Central Europeo adopte una postura monetaria más restrictiva, también cabe esperar un aplanamiento de la curva de tasas en euros. Por el contrario, el Banco de Japón ha implementado una política de control de la curva de rendimientos que ha puesto un tope para la deuda a 10 años; por ende, cualquier retroceso en la política expansiva previsiblemente tendrá el efecto opuesto de positivizar la curva.

Salarios en aumento

En los mercados de renta variable se plantea una disyuntiva entre el aumento de salarios y de tasas de interés que afectan a los márgenes y el mayor crecimiento que traen aparejado, lo cual podría contrarrestar el impacto negativo de los aumentos de costos. En este sentido, cabe esperar una rentabilidad relativa superior de países que ofrecen mayor apoyo fiscal y de sectores que están menos expuestos al impacto de salarios y tasas de interés más altos porque tienen un uso menos intensivo del capital y de la mano de obra o un menor nivel de apalancamiento.

La diferencia radica en las cuentas corrientes

También hay varias divergencias en los ME que previsiblemente persistirán en el próximo año. Las economías con superávit en cuenta corriente deberían de ser menos vulnerables, a diferencia de los países con déficit en cuenta corriente. Si el ciclo de inversión en bienes de capital en los mercados desarrollados continúa cobrando impulso, este contraste posiblemente se acreciente, dado que las economías superavitarias se beneficiarían de un fuerte aumento de las importaciones de mercados desarrollados. Si el crecimiento mundial se desacelera, la mayoría de los países superavitarios deberían poder aplicar medidas contracíclicas, en tanto los países deficitarios posiblemente enfrenten un deterioro de la ecuación crecimiento-inflación. Las tensiones comerciales también son importantes, y creemos que podrían seguir siendo elevadas entre EE. UU. y China. Aun así, China utilizará una combinación de estímulo y depreciación de su moneda para contrarrestar cualquier impacto real en el crecimiento.

Es importante buscar grandes divergencias entre fundamentales y precios a fin de encontrar oportunidades de inversión atractivas. Esto significa que, en algunos casos, en que los precios se han alejado mucho de los fundamentales, podría tener sentido invertir en países con déficit en cuenta corriente o desprenderse de inversiones en países con superávit en cuenta corriente. La elección en Brasil ha creado volatilidad, la cual consideramos injustificada. Rusia probablemente se beneficie del aumento de los precios del petróleo y tiene algunos de los fundamentales más fuertes y políticas económicas más creíbles entre los mercados emergentes. Israel tiene una sólida balanza de pagos y perspectivas económicas favorables. Sin embargo, Corea del Sur tiene mucha exposición al comercio y a la globalización, y se esfuerza por transformarse en una economía más orientada hacia el mercado interno. Sudáfrica tiene una deuda externa cada vez mayor y un déficit en aumento. Además, está expuesta a la ausencia de reformas estructurales y a la continua incertidumbre política. Debido a la combinación de estos factores, es uno de los países más expuestos a riesgos externos.

Tema 3: Nuevos regímenes geopolíticos

Los últimos 40 años se han caracterizado por un aumento de la globalización y del libre comercio, desregulación y el énfasis en reducir la función del Estado en la sociedad. Estas políticas crearon treinta años de un fuerte crecimiento mundial, lo que estuvo acompañado por una inflación moderada, baja volatilidad macroeconómica, y mercados mundiales cada vez más integrados.

El auge del populismo

Las factores positivos trajeron aparejadas consecuencias no buscadas: ciclos de auge y caída, una fuerte pérdida del poder de negociación de la mano de obra, y un aumento de la desigualdad. Esta desigualdad estuvo determinada por una disminución de los salarios de la mayoría de los trabajadores administrativos, que se vieron obligados a competir con centros de costos más bajos en el extranjero. Como consecuencia, las comunidades que dependían de esos empleos sufrieron un deterioro de la calidad de vida y el aumento del desempleo y del delito, agudizando aún más la sensación de estar rezagados. La respuesta de las autoridades económicas a las crisis recientes contribuyó a apuntalar uno de los mercados alcistas más importantes de los que se tiene registro, favoreciendo a los propietarios del capital y dando lugar a una recuperación que da la sensación de beneficiar a unos pocos a expensas de muchos. Los votantes desilusionados han encontrado en la inmigración un blanco fácil para descargar su enojo y un eje de campaña para políticos e ideologías oportunistas. Todo esto ha llevado al auge del populismo, el que posiblemente cobre más impulso.

El comercio y la inflación presentan riesgos

¿Cuáles son entonces las implicaciones para los mercados? En primer lugar, debemos asumir que las tensiones actuales entre EE. UU. y China continuarán, pero cualquier impacto económico posiblemente se vea contrarrestado por medidas de estímulo fiscal de China. Más allá del comercio, el principal riesgo que identificamos ronda en torno a la inflación. Los inversores se vieron condicionados a creer que la inflación no puede aumentar significativamente y, por ende, tampoco los rendimientos de los bonos. Pero esto ha sido un período singular en la historia y los populistas actuales, de ser abandonados a su suerte, seguramente aplicarían políticas destinadas a desarticular muchas de las fuerzas desinflacionarias de los últimos 30 años. Esta posición, combinada con altos niveles de deuda

y una trayectoria fiscal insostenible, presenta un riesgo clave. En definitiva, no prevemos ese escenario. Simplemente estamos señalando una asimetría de precios en el mercado. Un aumento de las expectativas de inflación en el mundo a niveles que eran normales antes de 2007 posiblemente provocarían una adecuación significativa de los precios de los activos.

Si este riesgo llegara a materializarse, cabe esperar que la correlación entre bonos y renta variable se invierta, lo que reduciría la diversificación en las carteras, y los activos reales como las materias primas y los TIPS (títulos del Tesoro protegidos contra la inflación) se verían beneficiados. Para ser claros, es improbable que estemos cerca de un auténtico shock inflacionario, y posiblemente se necesitaría una fuerte desaceleración económica para que esto suceda. Sin embargo, tiene sentido comprar protección contra la inflación a bajo precio cuando está disponible. Como los populistas promueven la expansión fiscal, los mercados de renta variable de países en mejores condiciones de generar este estímulo probablemente tengan una rentabilidad relativa superior; actualmente, estos son EE. UU. y China. Sin duda, China no es populista, pero el gobierno tiene la posibilidad y determinación de utilizar el estímulo fiscal. Es también su principal defensa contra los aranceles comerciales de EE. UU. Nos inclinamos por una duración corta en bonos del gobierno de la zona euro frente a los de EE. UU.

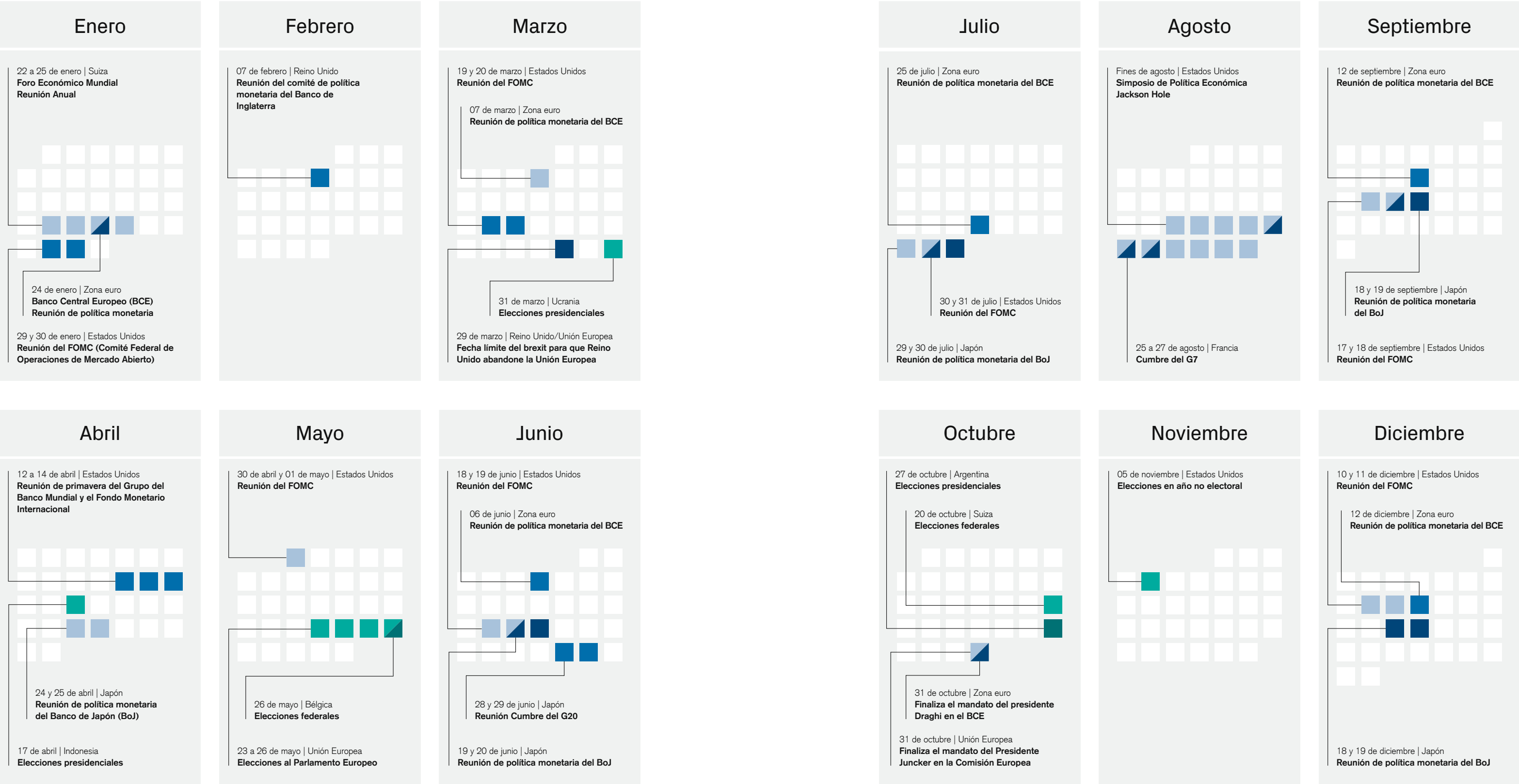
Cambios demográficos

Asimismo, el envejecimiento demográfico continúa, y la generación post-guerra (baby boomers) pronto comenzará a concentrar su gasto esencialmente en salud. Esto será un lastre para el crecimiento y ejercerá presión sobre los programas de salud y de seguridad social, y tendrá que pasar a ser un punto clave que aborden los responsables de políticas y un nuevo reto para la situación fiscal. Sugerimos invertir en partes seleccionadas del sector de salud, las que deberían de beneficiarse de una mayor demanda a medida que envejece la generación post-guerra, como así también en partes del sector tecnológico cuyo objetivo es automatizar y reducir costos en el sector de salud además de mejorar la experiencia de los pacientes de mayor edad. Nuestra supertendencia de la economía plateada es una buena forma de posicionarse para este cambio.

Hitos de 2019

cumbres y reuniones
elecciones (presidenciales y legislativas)

Nota No se incluyen las reuniones de todos los bancos centrales.



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 otras cargas, así como por las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Riesgos de los mercados financieros

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

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

Mercados emergentes

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

Inversiones alternativas

Los hedge funds no están sujetos a las numerosas regulaciones de protección del inversor que se aplican a las inversiones colectivas autorizadas reguladas y los gestores de los fondos de alto riesgo no están regulados en su gran mayoría. Los hedge funds no están limitados a una disciplina de inversión particular ni a una estrategia comercial y buscan el beneficio en todo tipo de mercados mediante estrategias de inversión especulativa de aplacamiento con derivados que pueden aumentar el riesgo de pérdida de inversión.

Las transacciones de materias primas conllevan un alto riesgo y pueden no ser adecuadas para muchos de los inversores privados. El alcance de las pérdidas debidas a los movimientos del mercado pueden ser sustanciales o incluso conllevar la pérdida total.

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

Tipo de interés y riesgos crediticios

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

Departamento de Investment Strategy

Los estrategias de inversión son responsables de la formación de estrategias de múltiples clases de activos y su posterior aplicación en las empresas discretionales y de asesoramiento de CS. En caso de que se muestren, los modelos de carteras se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. La asignación de sus activos, la ponderación de su cartera y su rendimiento pueden parecer significativamente diferentes en función de sus circunstancias particulares y de su tolerancia al riesgo. Las opiniones y los puntos de vista de los estrategias de inversión pueden ser diferentes de los expresados por

otros departamentos de CS. Los puntos de vista de los estrategias de inversión pueden cambiar en cualquier momento sin previo aviso y sin obligación de ser actualizados. Credit Suisse no está obligado a garantizar que las actualizaciones lleguen a su conocimiento.

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

Exoneración general de responsabilidad / Información importante

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: <http://www.credit-suisse.com>

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

Entidades distribuidoras

Salvo que se indique otra cosa, el presente informe se distribuye por Credit Suisse AG, un banco suizo autorizado y regulado por la "Swiss Financial Market Supervisory Authority". **Alemania:** Este informe ha sido distribuido por Credit Suisse (Deutschland) AG, entidad autorizada y regulada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Arabia Saudí: 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 capitales de Arabia Saudí con el número de licencia 08104-37 fechada 23/03/1429H correspondiente a 21/03/2008AD. El principal centro de actividad comercial de Credit Suisse Saudi Arabia se halla en King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudí. Sitio web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **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 capitales de Arabia Saudí con el número de licencia 08104-37 fechada 23/03/1429H correspondiente a 21/03/2008AD. El principal centro de actividad comercial de Credit Suisse Saudi Arabia se halla en King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudí. Sitio web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **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 austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena. **Bahréin:** El presente informe es hecho público por Credit Suisse AG, Bahrain Branch, autorizado y regulado por la Central Bank of Bahrain (CBB) como Investment Business Firm Category 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. Credit Suisse AG, Bahrain Branch tiene su domicilio en Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino de Bahréin. **Catar:** La presente información se ha distribuido por Credit Suisse (Qatar) L.L.C., que está debidamente autorizada y regulada por la Financial Centre Regulatory Authority de Qatar (QFCRA) bajo el n.º de licencia 00005 de la QFC. Todos los productos o servicios financieros vinculados únicamente están a disposición de clientes mayoristas o contrapares de mercado (según lo estipulado por lay QFCRA), incluyendo personas naturales que hayan optado por ser calificadas como clientes mayoristas con activos netos superiores a QR 4 millones 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. La QFCRA no tiene la responsabilidad de revisar o verificar ningún folleto u otros documentos relativos a este producto/servicio debido al hecho de que este producto/servicio no está inscrito en la QFC ni está regulado por la QFCRA. En consecuencia, la QFCRA no ha revisado o aprobado este documento de marketing ni ningún otro documento relacionado con el mismo, ni ha adoptado medidas para verificar la información descrita en este documento y no tiene responsabilidad alguna al respecto. Los inversores en este producto/servicio pueden no tener el mismo acceso a la información sobre el producto/servicio que tendrían a la información sobre un producto/servicio inscrito en la QFC. El producto/servicio al que se refiere este documento de marketing puede ser ilíquido y/o estar sujeto a restricciones en lo tocante a su reventa. El recurso contra el producto/servicio y aquellas personas relacionadas con el mismo puede estar limitado o ser difícil de llevar a cabo y es posible que tuviera que interponerse en una jurisdicción fuera de la QFC. Los compradores potenciales del producto/servicio ofrecido deben llevar a cabo su propia diligencia debida sobre el producto/servicio. Si no comprende la información que figura en este folleto, debe consultar a un asesor financiero autorizado. **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 Zúrich), con domicilio social en Hlevetia 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 INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), y domicilio social en el piso 9 de la Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Bombay - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **Italia:** Este informe se distribuye en Italia por Credit Suisse (Italy) S.p.A., un banco bajo derecho italiano, inscrito en el registro bancario y bajo supervisión y control de la Banca d'Italia así como del CONSOB. **Libano:** Este informe se distribuye por Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL ("CSLF"), entidad financiera constituida en Libano y regulada por el Banco Central de Libano ("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 Libano ("CMA"). CSLF es una sociedad dependiente de Credit Suisse AG y forma parte del Grupo Credit Suisse (CS). La CMA declina cualquier responsabilidad en relación con el contenido de la información consignada en este informe, incluida la exactitud e integridad de tal información. La responsabilidad por el contenido de este informe recae en el emisor del mismo, sus administradores y demás personas, como expertos por ejemplo, cuyas opiniones puedan verse en el informe con su consentimiento. Así mismo, la CMA no ha evaluado la idoneidad de las inversiones aquí descritas para ningún inversor o tipo de inversor en concreto. 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.Traducción realizada con el traductor www.DeepL.com/Translator. 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 publica Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited está autorizada por la Prudential Regulation Authority y regulada por la Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority. Las protecciones que la Financial Conduct Authority y/o la Prudential Regulation Authority del Reino Unido ofrece a los clientes minoristas no se aplican a inversiones o servicios proporcionados por una persona o entidad fuera del Reino Unido, ni tampoco estará disponible el Financial Services Compensation Scheme (Plan de Compensación de Servicios Financieros) si el emisor de la inversión no cumple sus obligaciones. En la medida en que se comunique en el Reino Unido ("RU") o que pueda tener un efecto en el RU, este documento constituye una promoción financiera que ha sido aprobada por Credit Suisse (UK) Limited, que está autorizada a operar por la Autoridad de Regulación Prudencial y está regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial para el desarrollo de negocios de inversión en el RU. La sede social de Credit Suisse (UK) Limited is Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Tenga presente que las normas recogidas en la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 del RU relativas a la protección de clientes particulares no rigen para usted y que cualquier compensación potencial que se pusiera a disposición de los "reclamantes aptos" bajo el Programa de Compensación de Servicios Financieros del RU no estará disponible también para usted. El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales de cada cliente y puede estar sujeto a cambios en el futuro. **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 es distribuido por Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, entidad regulada por la Junta de Mercados de Capitales de Turquía, con domicilio social en Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, 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 © 2018 Credit Suisse Group AG y/o sus filiales. Todos los derechos reservados.

18C012A_IS

Información de la publicación

Autores / Colaboradores

Marisa Drew
Chief Executive Officer,
Impact Advisory and Finance Department

Anja Hochberg
Head of Impact Advisory and Finance,
Investment Solutions & Products

James Sweeney
Global Chief Economist and
Regional Chief Investment Officer Americas

Michael O’Sullivan
Regional Chief Investment Officer
Europe, Middle East and Africa

John Woods
Regional Chief Investment Officer, Asia Pacific

Sylvie Golay Markovich
Head of Financial Markets Strategy

Jessie Gisiger
Senior Analyst, Credit & Equity Strategy

Matthew Lehmann
Head of Multi Asset Strategy

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

Reto Hess
Senior Analyst, Equity Research

Sascha Jucker
Economist, Swiss Macro Economics & Strategy

Tobias Merath
Chief Operating Officer and Business Management,
Investment Strategy & Research

Impresión

Director de redacción
Oliver Adler
Chief Economist Switzerland

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

Apoyo editorial
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Gestión de productos
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner

Fecha de cierre de redacción
09 de noviembre de 2018

Diseño
LINE Communications AG

Más información
credit-suisse.com/investmentoutlook

Fuentes de fotografía
Angela Lumsden/Stocksy (cover, p. 2); Credit Suisse (p. 4)
Christian Grau (p. 9); Melanie Kintz/Stocksy (p. 6, p. 14);
GIC/Stocksy (p. 16); JP Chookaszian/EyeEm (p. 22);
Terry Wong/EyeEm (p. 26); Jeremy Koreski/Stocksy (p. 7, p. 38);
Marcel/Stocksy (p. 40); Gab Gomez/EyeEm (p. 46);
Sardor Kazi/Stocksy (p. 50).

Fuentes de información
Bloomberg; CBS News; CNBC; CNN; New York Times; Reuters;
The Guardian; Time; (pág. 10,11)



Notas



CREDIT SUISSE AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zürich
credit-suisse.com

© 2018, CREDIT SUISSE AG

2592375 WOMS3 11.2018

