

2021



OUTLOOK

DESTACADOS EN ESTA PUBLICACIÓN



ASIGNACIÓN GLOBAL
ESTRATÉGICA
DE ACTIVOS



SELECCIÓN GLOBAL
DE VALORES

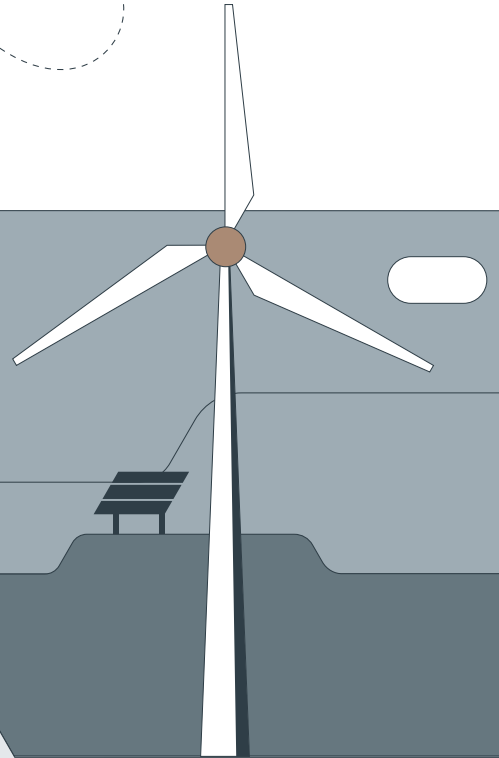
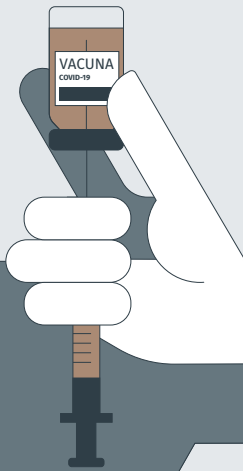
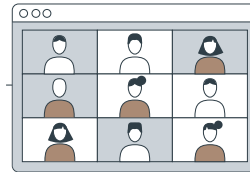


ASIGNACIÓN REGIONAL
DE ACTIVOS



CONSTRUCCIÓN
REGIONAL DE CARTERAS

Nuestras
predicciones
y preferencias



Revisión de los pronósticos del 2020

Cada diciembre, revisamos lo pronosticado en nuestra publicación *Outlook* del año anterior. En 2020 algunas de nuestras predicciones no se cumplieron debido a la pandemia de COVID-19. A pesar de eso, seguimos con nuestro puntaje de 6/10.



1

Incorrecto

El crecimiento mundial continúa

El crecimiento global sufrió un gran impacto como resultado de la pandemia de COVID-19. Sin embargo, una vez que se calmó la primera ola, se recuperó el crecimiento en numerosas economías avanzadas con rapidez. Se observó una recaída más moderada después de la segunda ola en el último trimestre. China, al igual que varias otras economías asiáticas, experimentó bajos niveles de infecciones y muertes, y se recuperó rápidamente. Es probable que hayan registrado un crecimiento positivo del PIB durante todo el año.

2

Parcialmente
Correcto

Los trabajadores recuperan terreno

Habíamos previsto que, si bien la brecha salarial entre los CEO y los trabajadores comunes probablemente no se reduciría demasiado en 2020, habría presiones a favor de salarios más altos para los trabajadores normales en gran cantidad de países. Eso fue parcialmente correcto: sin duda hubo presiones para mejorar la remuneración de los trabajadores sanitarios y de asistencia social que estuvieron en la primera línea durante el manejo de la pandemia; y los planes de licencias y ayuda económica beneficiaron a otros trabajadores con salarios más bajos. Pero el panorama general de 2020 tuvo comportamientos muy dispares en términos de niveles salariales y perspectivas de empleo en todas las industrias.

3

Correcto

El fin de la austeridad

Habíamos previsto que la austeridad, es decir, las restricciones al gasto público, llegarían a su fin en 2020. De hecho, por un motivo imprevisto, definitivamente fue así.

4

Correcto

Luz verde para el gasto ecológico

Habíamos previsto que el aumento del gasto en iniciativas ecológicas sería un aspecto clave en 2020. Sin dudas, ese tema tomó protagonismo y será aún más importante en 2021.

5

Correcto

Renta fija: la preservación del capital es clave

Pensamos que las condiciones para la inversión en renta fija serían desfavorables, por las tasas de interés y los rendimientos bajos, pero que los bonos corporativos de grado de inversión serían una de las opciones más seguras y que había buenas oportunidades en los bonos convertibles. El rendimiento total de los bonos corporativos BBB a 5 años, el sector que destacamos, fue de un respetable 6 % en el año hasta el 11 de diciembre de 2020; mientras que el retorno de los bonos convertibles fue superior al 40 %.

6

Incorrecto

Valor en bonos de mercados emergentes

Pensábamos que había valor en la deuda en moneda local de los mercados emergentes, dado que con una inflación moderada y un dólar estadounidense estable, las tasas de interés de los mercados emergentes podrían recortarse aún más en 2020. Aunque eso no sucedió durante las primeras etapas de la crisis de COVID-19, al finalizar el año habían caído las tasas de interés de muchos mercados emergentes. Los retornos totales en dólares estadounidenses de los bonos en moneda local de los mercados emergentes fueron del 2,3 % para el año completo.¹

7

Incorrecto

Los bancos se recuperan

Pensábamos que, tras haber estado desfavorecidas durante un tiempo prolongado, las acciones bancarias se recuperarían. Hubo una recuperación en el rendimiento de los bancos a fin de año, pero eso no fue suficiente para evitar que el rendimiento fuese negativo por el año debido al profundo impacto económico de la pandemia de COVID-19. El índice MSCI World Banks produjo retornos totales de -13,8 % en el año hasta el 11 de diciembre de 2020, en comparación con el 14,5 % del índice MSCI World.

8

Correcto

Las empresas de menor capitalización en vías de recuperación

El índice de baja capitalización que destacamos (el índice Russell 2000 de acciones de baja capitalización de los Estados Unidos) presentó un retorno del 16,0 % en el año hasta el 11 de diciembre mientras que el índice S&P 500 de acciones de alta capitalización, tuvo un retorno del 15,4 % durante ese mismo período.

9

Parcialmente
Correcto

Impulso por el Brexit

Pensábamos que la libra esterlina tendría el potencial para recuperarse frente al dólar estadounidense hasta llegar al rango de USD 1,35-1,40/GBP. El 14 de diciembre de 2020 se encontraba justo dentro de ese rango objetivo. Sin embargo, las acciones del Reino Unido tuvieron un rendimiento inferior al de los mercados mundiales.

10

Correcto

Mundo tripolar

Pensábamos que con la guerra comercial entre los Estados Unidos y China aún vigente, el mundo evolucionaría hacia un acuerdo tripolar. No caben dudas de que la evolución ha ido en ese sentido y este tema se sigue tratando en nuestra publicación *Outlook 2021*.



¹ Fuente: Bloomberg; para el año hasta el 29 de diciembre de 2020.

Recuperación económica global sincronizada



Prevedemos un crecimiento sincronizado en todas las principales economías para 2021. Tras la fuerte contracción de 2020, se producirá una expansión generalizada.

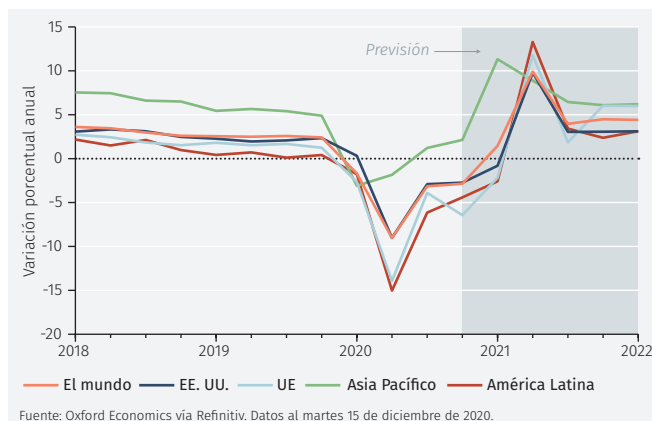
Prevedemos una recuperación económica global ampliamente sincronizada en 2021 (véase la Figura 1). La región de Asia Pacífico, con China como cabeza, fue la primera en sufrir una desaceleración debido a la crisis de COVID-19 en 2020, y la primera en recuperarse. Prevedemos que eso continuará en 2021.

Sin embargo, a nivel global, es poco probable que en la primera mitad de 2021 se avance sin contratiempos. El trayecto dependerá de la velocidad con la que se implementen las vacunas, la medida en que se flexibilicen las restricciones de aislamiento (o, como aún es posible, se intensifiquen) y, lo más importante de todo, el grado en que las empresas y los consumidores recuperen la confianza.

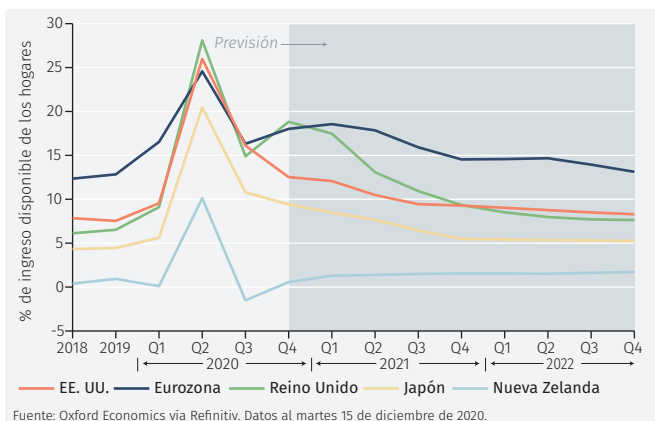
El gasto de consumo en entretenimiento, viajes, conciertos y eventos deportivos resultó particularmente perjudicado. Como resultado, se han acumulado ahorros (véase la Figura 2). Lo que se observa en los países que retomaron sus actividades tras haber contenido con éxito el virus (como China y Nueva Zelanda) es que esos ahorros vuelven a bajar con rapidez; y se observan gastos especialmente importantes en las áreas en las que no fue posible gastar durante los confinamientos.

Por lo tanto, en la segunda mitad de 2021, esperamos que la trayectoria de crecimiento sea más fluida en las economías desarrolladas a medida que disminuya el virus y aumente la confianza.

1. Recuperación global sincronizada: crecimiento real del PIB



2. Los ahorros volverán a bajar



Consumidores digitales



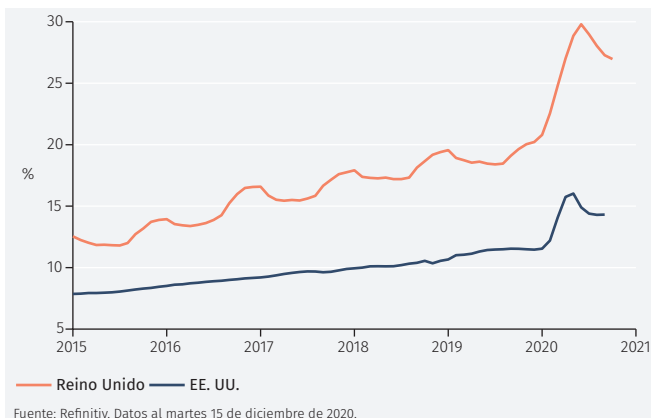
Los cambiantes patrones de gasto en consumo serán un tema importante en 2021 y en los años posteriores. En algunos casos, seguirán las tendencias originadas por la pandemia. En otros, los patrones formarán parte de cambios estructurales más grandes.

Los cambiantes patrones de gasto en consumo serán un tema importante en 2021 y en los años posteriores.

Lo más significativo será el cambio a canales de venta digitales en línea. En el Reino Unido, durante la primera ola de COVID-19, hasta un tercio del consumo se realizó en línea, mientras que esa proporción fue de un quinto en 2019 (véase la Figura 3). Allí, como en los Estados Unidos, el cambio a las ventas digitales y en línea ha sido un fenómeno lento que se aceleró por la pandemia. En nuestra opinión, es muy poco probable que la tendencia se revierta, en especial porque en cierto modo comprar en línea ahora es más sencillo (por ejemplo, por el envío a domicilio y la entrega sin contacto), mientras que la experiencia de compra en las tiendas físicas se vio afectada por los cierres de tiendas y las preocupaciones aún pendientes en materia de salud.

La medición del alcance de las ventas en línea no es un proceso sencillo. La mayoría de las economías miden las ventas en línea solo de los bienes físicos, pero está claro que muchos de los servicios que alcanzaron un auge durante la pandemia se brindaron en línea (videoconferencias, clases de gimnasia en línea y consultas médicas son solo tres ejemplos). China, a diferencia de todas las demás economías, sí mide las ventas de servicios en línea; ya que, las ventas en línea representan casi el 30 % de las ventas minoristas (véase la Figura 4).

3. Proporción de ventas minoristas en línea: tasas de interés del RU y los EE. UU.

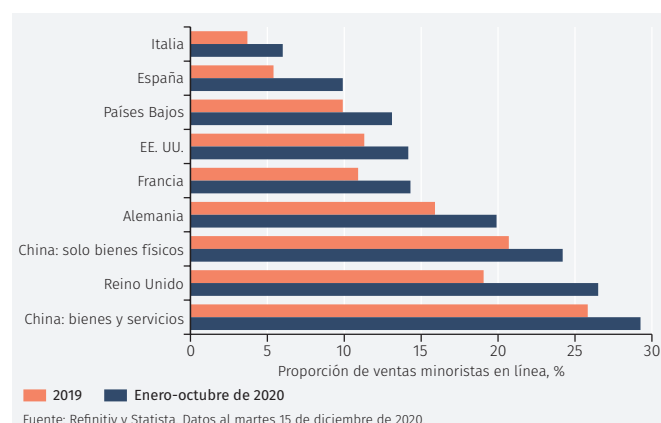


A esa tendencia se asocian otros desarrollos importantes. Se puso a prueba la fidelidad, dado que los minoristas con la mejor presencia en línea no suelen ser los que tienen la presencia más fuerte en las tiendas físicas. Los minoristas sin presencia física, y sobre todo los que son líderes en automatización, suelen tener costos más bajos; y los consumidores pueden hacer comparaciones de precios con mayor facilidad al comprar en línea. Esas tendencias refuerzan la probabilidad de que la inflación continúe baja.

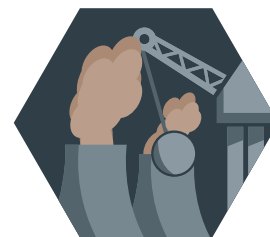
A fines de 2020, las OPI de Airbnb, DoorDash y varias empresas de tecnología financiera de todo el mundo ponen de manifiesto que los servicios al consumidor constituyen sin duda, un aspecto muy importante de la tendencia de los consumidores de adoptar soluciones digitales.

De hecho, es en esa área donde probablemente la recuperación del gasto en consumo sea más evidente a medida que se desarrolle el 2021.

4. Consumidores digitales: RU y China a la cabeza



El cambio climático y la destrucción creativa



Prevedemos que en 2021 se desatarán efectivamente las fuerzas de la destrucción creativa, en especial en los sectores de energía y transporte.

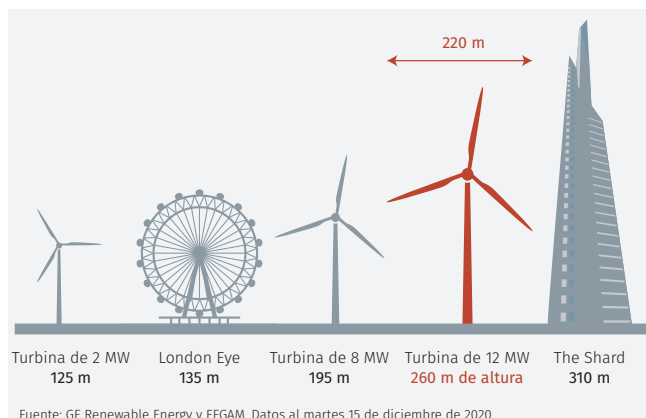
“Destrucción creativa”, término acuñado por el economista Joseph Schumpeter, describe la forma en que las economías crean nuevos inventos y métodos de producción que destruyen los métodos antiguos. Creemos que ese proceso se manifestará en dos áreas clave en 2021: transporte y generación de energía.

En transporte, se acelerará el aumento de los autos eléctricos, cuyo avance era lento hasta ahora (véase la Figura 5). En parte eso se debe a que los principales fabricantes de automóviles lanzarán una gama de productos que podrá competir con los de fabricantes de vehículos eléctricos más especializados. La tecnología mejorada de baterías ampliará aún más la variedad de dichos automóviles; y se reforzará la tendencia mediante una intervención gubernamental, en particular las medidas como la prohibición por parte del Reino Unido de las ventas de automóviles convencionales (gasolina y diésel) a partir de 2030. Así como el reemplazo de los caballos por vehículos motorizados comenzó a un ritmo lento pero luego cobró impulso rápidamente, de igual manera los vehículos eléctricos comenzarán a reemplazar a los convencionales.

Eso formará parte de una tendencia general hacia la electrificación de las economías, incluidas otras formas de transporte, calefacción e industria. Esta tendencia será especialmente notable en Europa, China y, bajo la administración de Biden, en Estados Unidos. A la par de esa tendencia ocurrirá un cambio en la producción de energía, que se alejará de los combustibles fósiles y se enfocará

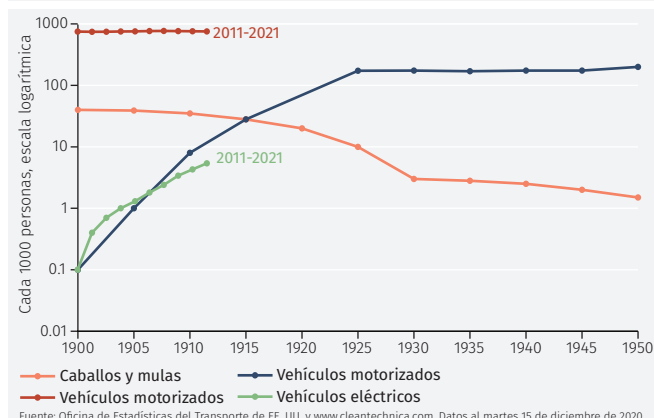
mucho más en la electricidad de fuentes renovables. En el Reino Unido, se instalarán turbinas eólicas marinas de gran tamaño (véase la Figura 6) a partir de 2021. El plan (realista) del Gobierno es que la energía eólica marina genere toda la electricidad del Reino Unido para 2030.

6. Energía eólica: aumento en tamaño y escala

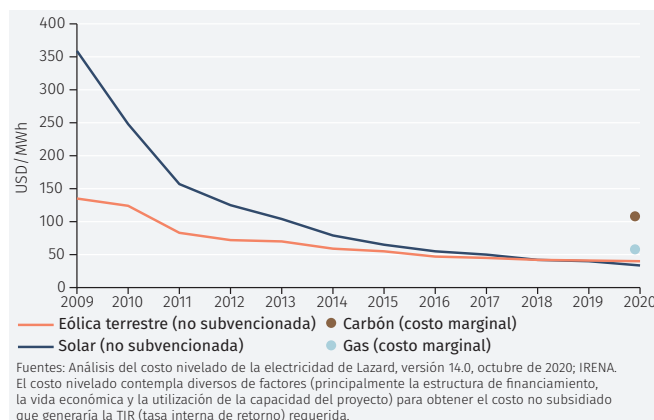


Lo que es aún más importante, hoy en día, la energía eólica y solar generalmente son más económicas que los combustibles fósiles (véase la Figura 7). Por supuesto, la preocupación es que dichas fuentes no proporcionan un flujo de electricidad uniforme, pero resultan alentadores los avances en la tecnología de baterías, ya que aumentan la capacidad de almacenamiento y reducen su costo.

5. De los caballos a los automóviles y luego a los vehículos electrónicos



7. Disminución del costo de las energías renovables



La inflación se mantiene baja



A pesar de la recuperación sincronizada y el continuo gasto público elevado, prevemos que la inflación se mantendrá baja. El exceso de oferta seguirá caracterizando a gran cantidad de industrias mundiales. Resultarán infundados los temores de que un aumento repentino del crecimiento monetario provoque mayor inflación.

Es poco probable que la recuperación global sincronizada, los déficits y el alto nivel de gasto público constante ejerzan una presión alcista significativa sobre la inflación. El principal motivo es que, a pesar de la recuperación de la demanda, muchos sectores de la economía global se caracterizarán por un exceso de capacidad en 2021. Eso ocurrirá en sectores (como el petróleo y la energía) que tienen un efecto particularmente importante en la tasa de inflación general. Además, dada la lentitud con que aumenta la confianza de los consumidores y el gasto en consumo, creemos que los consumidores seguirán preocupándose mucho por los precios.

Lo que podemos observar en las economías que se recuperaron favorablemente del COVID-19 es que se han atenuado las presiones inflacionarias. La inflación de los precios de bienes de consumo en China, 0,5 % interanual en octubre de 2020, fue la más baja en más de una década; y con la caída de los precios de producción en más de un 2 % interanual, se prevé poca inflación en el horizonte. En Nueva Zelanda, donde también se logró contener el COVID-19, la tasa de inflación descendió a solo el 1,4 % en el tercer trimestre de 2020.

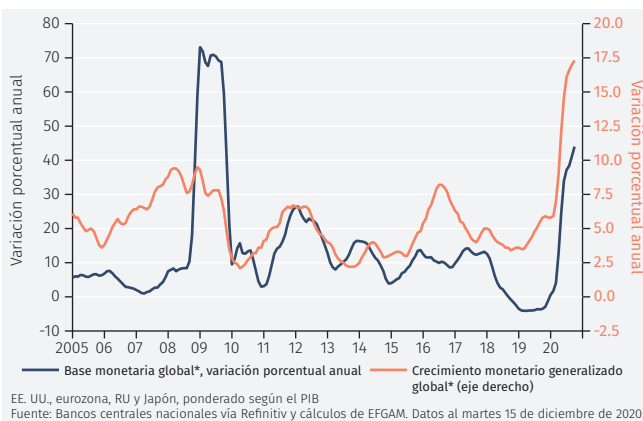
Sin embargo, para algunos, el ritmo acelerado del crecimiento monetario que se observó en varias economías avanzadas indica que podría esperarse una mayor inflación. Dos desarrollos monetarios resultan de particular interés.

En primer lugar, el fuerte aumento de la base monetaria, similar al observado durante la crisis financiera global (véase la Figura 8). Hoy, como entonces, este aumento refleja un aumento de las reservas de los bancos, que a su vez se debe a las compras de activos por parte de los bancos centrales. Una vez más, no creemos que eso genere un aumento de la inflación.²

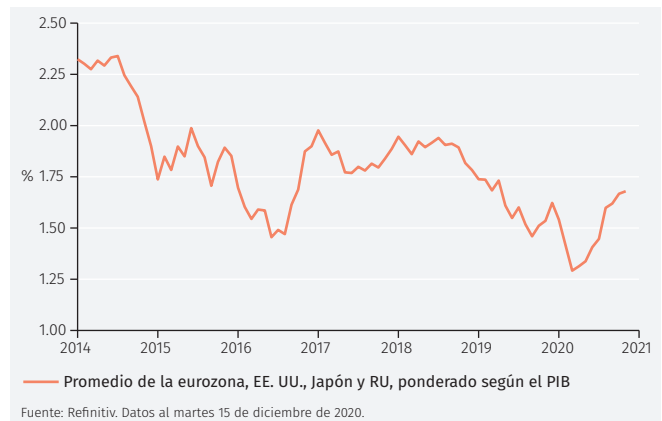
A diferencia de lo ocurrido durante la crisis financiera global, el crecimiento monetario generalizado aumentó, y esto podría plantear una mayor amenaza para la inflación futura. Sin embargo, el aumento del crecimiento monetario generalizado refleja en gran medida el comportamiento cauteloso del sector privado: para los consumidores, un aumento de los depósitos bancarios a medida que se disparan las tasas de ahorro de los consumidores; para las empresas, un aumento de sus depósitos bancarios, ya que se han dispuesto líneas de crédito para reforzar los balances y se ha retrasado el gasto de inversión.

De esta manera, a menos que se mantenga este crecimiento monetario generalizado significativo (que consideramos poco probable), eliminar la amenaza de un aumento de la inflación, sin duda en 2021, parece exagerada. Esa expectativa se refleja en los precios de los mercados financieros de la inflación futura en las principales economías avanzadas (véase la Figura 9). Tales expectativas pueden ser muy variables; pero hoy creemos que se encuentran bien fundamentadas.

8. Crecimiento monetario global



9. Tasas de inflación previstas (promedio de cinco años, a cinco años)



² Para acceder a una explicación detallada de los motivos de la desconexión, véase *Infocus* de EFG, "The Fed's balance sheet and the missing inflation" (El balance general de la Reserva Federal y la inflación faltante), junio de 2020.

El gran gobierno se mantiene grande



Los Gobiernos necesariamente desempeñaron un papel importante en la respuesta a la pandemia y se ha disparado el gasto público. Es posible que en 2021 procuren reducir sus gastos o aumentar los impuestos. Pero estas medidas serán difíciles de introducir.

Definitivamente, los Gobiernos desempeñaron una función importante en la respuesta a la pandemia y se ha disparado el gasto público (véase la Figura 10). La preocupación, como bromeó Milton Friedman, es que “no hay nada tan permanente como un programa de gobierno temporal”. Un ejemplo es el plan de licencias del Reino Unido, en el que el Gobierno paga el 80 % de los salarios de los trabajadores para evitar despidos. El plan debería haber culminado a mediados de 2020, pero se extendió dos veces y actualmente se encuentra vigente hasta marzo de 2021.

En general, reducir el gasto público será una tarea difícil, sobre todo si se tiene en cuenta el aumento salarial (totalmente apropiado) que prevemos para los trabajadores esenciales de atención de la salud y asistencia social.

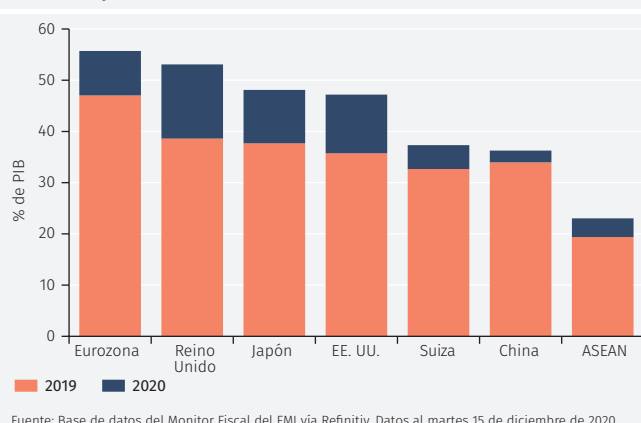
De esta manera, aunque la máxima de Friedman podría ser exagerada en cuanto a los riesgos, también se puede afirmar que una vez que el nivel de gasto público aumentó, es difícil reducirlo.³

Los Gobiernos contemplarán la idea de aumentar los impuestos, pero creemos que eso es poco probable en 2021 y que sería un error. Por tanto, parece que los déficits presupuestarios gubernamentales se mantendrán elevados durante al menos varios años.

Mientras el costo de financiar el endeudamiento público siga siendo inferior a la tasa de crecimiento nominal de la economía, el Gobierno puede incurrir en un déficit presupuestario sin que se dispare el nivel de deuda.⁴ Pero, si bien se espera que las condiciones sean favorables para los prestatarios gubernamentales en el próximo año o un período aproximado, sería arriesgado creer que esta situación será permanente.

La función más intervencionista que han adoptado los Gobiernos como resultado de la pandemia de COVID-19 podría extenderse a otras áreas en 2021. En particular, una mayor regulación de las grandes empresas de tecnología podría ser un tema clave durante el año.

10. Gasto público



³ Fenómeno identificado por primera vez por el economista Alfred Wagner en el siglo XIX y desarrollado por Peacock y Wiseman. <http://econjournals.com/index.php/ijef/article/viewFile/1317/pdf>

⁴ Un tema tratado en el *Infocus* de EFG “The fiscal dilemma: interest rates versus growth” (El dilema fiscal: tasas de interés versus crecimiento), noviembre de 2020.

Renta fija: siguen las oportunidades atractivas



A pesar de los bajos rendimientos de la deuda pública en los principales mercados desarrollados y los ajustados diferenciales crediticios, aún hay oportunidades en eliminar renta fija. Prevemos buenos perfiles de riesgo-rendimiento para los bonos convertibles y la deuda de los países ricos.

Como se espera que la inflación siga baja en las economías avanzadas durante un tiempo, es probable que los rendimientos de los bonos gubernamentales a mayor plazo también se mantengan anclados (véase la Figura 11). Sin embargo, se ha cuestionado la durabilidad de la baja inflación y los rendimientos de los bonos estadounidenses en numerosas ocasiones durante los últimos años. En 2021, la principal preocupación es que, con altos niveles de déficit y deuda, es posible que los Gobiernos no puedan obtener préstamos a tan bajo interés. El aumento de los rendimientos de los bonos y las pérdidas de capital asociadas constituyen una preocupación real.

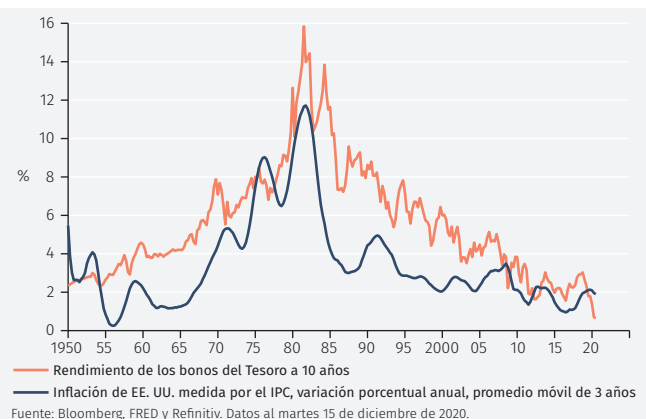
Este es uno de los motivos por el que consideramos que resulta particularmente interesante seguir haciendo hincapié en los bonos emitidos por países ricos, aquellos con activos externos netos y préstamos limitados. Dichos emisores, sobre todo los de la región del Golfo y algunos mercados emergentes, tienen posiciones financieras más sólidas que muchos países desarrollados y sus bonos soberanos y cuasisoberanos pueden ofrecer una recuperación de rendimiento atractiva.

Los bonos convertibles, aquellos con una provisión para convertirse en acciones del emisor, constituyen otra área interesante del mercado de renta fija. Los retornos de ese tipo de bonos estadounidenses han sido adecuados durante varios años y especialmente atractivos en 2020 (véase la Figura 12).

La deuda de mercados emergentes denominada en moneda fuerte (por ejemplo, en dólares estadounidenses o euros) y en moneda local sigue siendo un área interesante. Este será el caso si confirmamos nuestras expectativas de una recuperación económica global sincronizada, en la que se recuperen tanto las economías emergentes como las avanzadas en 2021.

Por lo tanto, según nuestra opinión, a pesar de los bajos rendimientos en los principales mercados de bonos gubernamentales, estas tres oportunidades en renta fija (países ricos, bonos convertibles y deuda de mercados emergentes) ofrecen buenas oportunidades de rendimiento con un riesgo limitado.

11. Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años e inflación



12. Retornos del sector del mercado de bonos, % anual

9,6 %	59,4 %	18,1 %	13,6 %	19,6 %	24,4 %	7,8 %	1,5 %	14,3 %	16,8 %	1,0 %	23,0 %	40,2 %
8,3 %	50,7 %	14,8 %	6,2 %	18,1 %	7,3 %	6,1 %	-0,2 %	10,7 %	14,4 %	-0,7 %	12,6 %	9,7 %
4,8 %	35,6 %	12,9 %	6,2 %	16,1 %	-1,4 %	3,6 %	-1,4 %	9,0 %	10,4 %	-1,2 %	12,1 %	8,0 %
-2,4 %	20,2 %	10,9 %	5,8 %	15,6 %	-2,6 %	3,1 %	-2,0 %	7,9 %	9,6 %	-1,3 %	11,1 %	7,7 %
-16,2 %	11,4 %	6,3 %	5,6 %	7,0 %	-2,7 %	0,6 %	-2,7 %	4,7 %	7,5 %	-2,0 %	8,4 %	5,3 %
-26,9 %	6,9 %	5,9 %	3,1 %	4,3 %	-4,3 %	0,0 %	-3,2 %	2,1 %	7,4 %	-3,0 %	6,8 %	4,4 %
-34,6 %	5,9 %	5,5 %	0,6 %	2,6 %	-5,1 %	-1,0 %	-3,7 %	1,7 %	3,0 %	-4,1 %	6,4 %	3,6 %
n/a	3,3 %	5,4 %	-5,3 %	2,0 %	-8,6 %	-3,4 %	-11,1 %	1,7 %	2,5 %	-5,7 %	5,6 %	2,1 %
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Bonos convertibles de EE. UU.	TIPS de EE. UU.	Hipotecas de EE. UU.	Total global	Gobierno global	Alto rendimiento global	Bonos en moneda local de mercados emergentes	Moneda fuerte de mercados emergentes					

*Datos hasta fines de noviembre. Fuente: Índices de Bloomberg Barclays. Datos al martes 15 de diciembre de 2020. El rendimiento pasado no es necesariamente un indicador del futuro.

La belleza de lo pequeño

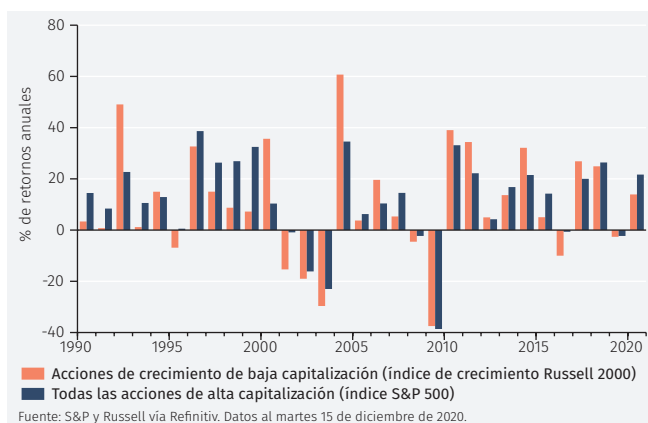


En 2020, gran parte de los productos y servicios innovadores que pasaron a primer plano tuvieron su origen en pequeñas empresas. Creemos que las pequeñas empresas innovadoras volverán a causar revuelo en 2021, pero la exposición debe ser selectiva.

En 2020, gran parte de los productos y servicios innovadores que se desarrollaron con rapidez como resultado de la pandemia de COVID-19 surgieron de pequeñas empresas. Al principio del año, pocos habían oído hablar de BioNTech, TikTok y Zoom, al final del año ya estaban en boca de todos. Creemos que las pequeñas empresas innovadoras volverán a causar revuelo en 2021.

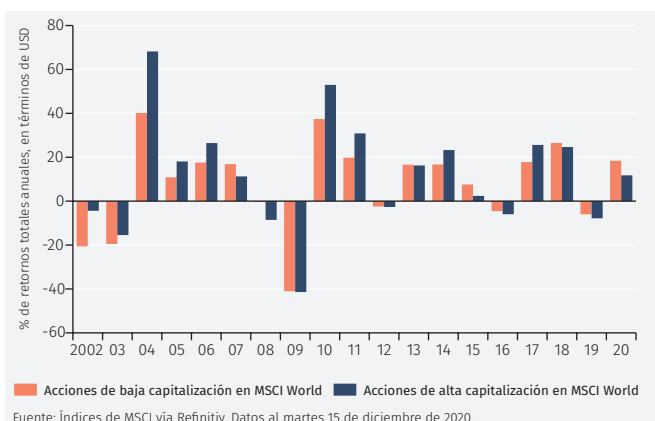
Pero la proyección viene acompañada de una advertencia. Durante mucho tiempo, hubo numerosas pruebas de que las pequeñas empresas producían rendimientos superiores a largo plazo para las acciones de alta capitalización. Concepto conocido como la “prima de baja capitalización”. Sin embargo, esa prima casi ha desaparecido últimamente. Por ejemplo, el sector de crecimiento de baja capitalización de los Estados Unidos tuvo un rendimiento inferior al de las acciones de alta capitalización en cuatro de los últimos cinco años (véase la Figura 13)

13. Acciones de crecimiento de baja capitalización versus acciones de alta capitalización en EE. UU.



No obstante, es interesante observar que en 2020 las acciones de baja capitalización tuvieron un mejor rendimiento que las de alta capitalización (véase la Figura 14). Eso reflejó, en particular, el mejor rendimiento de las acciones de baja capitalización en Asia.

14. Acciones de baja y alta capitalización en el mundo

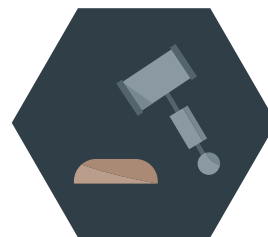


Creemos que el rendimiento de las acciones de baja capitalización en relación con las acciones de alta capitalización se reactivará por tres motivos principales. En primer y, el motivo más importante, la agilidad y la flexibilidad que suelen encontrarse en las pequeñas empresas pueden permitirles ser líderes en innovación. Una de las críticas que en ocasiones recibe esta opinión es que las pequeñas empresas carecen de escala. Sin embargo, el acceso a las nuevas tecnologías, en especial la informática basada en la nube, hace posible que las pequeñas empresas puedan aumentar su escala de forma más fácil y económica que en el pasado.

En segundo lugar, las pequeñas empresas suelen centrarse en un área más específica en la que tienen experiencia.

En tercer lugar, se ha acumulado abundante liquidez para respaldar a esas empresas. Eso se observa en los altos niveles de capital disponible de inversiones privadas (dinero recaudado pero aún no utilizado) y el reciente crecimiento de las empresas de adquisición con propósito especial que buscan pequeñas empresas privadas para lanzarlas a la bolsa.

Consolidación de las grandes empresas de tecnología



Las grandes empresas de tecnología de los Estados Unidos, que obtuvieron muy buenos resultados en 2020 —impulsadas por el trabajo remoto, el almacenamiento en la nube, las compras en línea, etc.— seguirán por el mismo rumbo en 2021. De manera progresiva, se considerarán monopolios regulados.

Justo antes de las elecciones presidenciales estadounidenses de 2020, la Cámara de Representantes publicó un informe de 449 páginas que criticaba las prácticas logradas como resultado de sus posiciones dominantes en el mercado de las grandes empresas de tecnología estadounidenses. Recomendó aumentar la competencia y fortalecer las leyes antimonopolio y su aplicación. A finales de diciembre, al informe lo siguieron el lanzamiento de una acción antimonopolio contra Facebook en los Estados Unidos, las amenazas del Reino Unido de multar a empresas por contenido perjudicial y las amenazas de la Unión Europea de disolver las grandes empresas de tecnología si estas se comportan de forma anticompetitiva.

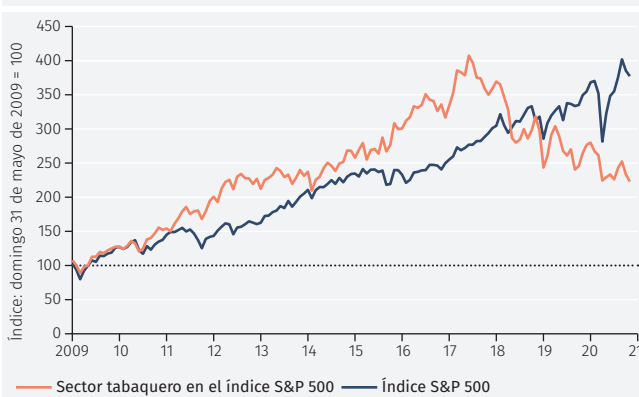
Pero estas empresas tienen tres grandes ventajas. Primero, gozan de efectos de red considerables (a medida que más personas utilizan sus productos y servicios, sus valores aumentan). Será difícil para cualquier nuevo competidor con sede en los Estados Unidos introducirse en el mercado. Segundo, los competidores más capaces son las empresas chinas, pero es muy poco probable que Estados Unidos les facilite el acceso al mercado. Tercero, las grandes empresas de tecnología estadounidenses son sólidas desde el punto de vista financiero y tienen una gran capacidad de defender cualquier modificación legislativa o causa antimonopolio en su contra.

Una opción menos debatida es regular a las grandes empresas de tecnología estadounidenses con mayor rigor: un organismo federal que supervise a ese tipo de empresas sería una posibilidad. Ya existe un precedente. En 2009, después de la elección del presidente Obama, por primera vez, el sector tabaquero pasó a ser regulado por la FDA (Administración

de Alimentos y Medicamentos) de los Estados Unidos. En un sentido un tanto paradójico, eso proporcionó cierto grado de protección al sector, que luego obtuvo muy buenos resultados en comparación con el mercado en general, entre otros motivos debido a una ola de consolidación (véase la Figura 15). Aun así, ¿es realista pensar que cualquier regulador federal lograría modificar las prácticas de las grandes empresas tecnológicas? El tabaco es un producto perjudicial; y si bien hay quejas sobre el poder de las grandes empresas de tecnología, sin dudas ha aportado beneficios considerables a la economía de los Estados Unidos y del mundo.

Por lo tanto, a fin de cuentas, seguimos pensando que las grandes empresas de tecnología estadounidenses continuarán obteniendo buenos resultados en 2021 y los años posteriores. Cada vez más, esas empresas se considerarán monopolios regulados. Generan un sólido flujo de caja, y en nuestra opinión, sus valoraciones pueden estar justificadas.

15. La regulación tal vez no sea una mala idea

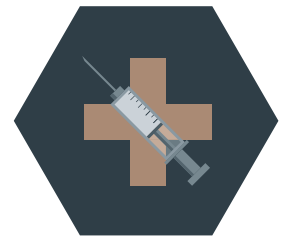


Fuente: S&P vía Refinitiv. Datos al martes 15 de diciembre de 2020.



Sector de atención de la salud

Vemos buenas oportunidades en el sector de la atención a la salud. Está compuesto por una variedad de empresas diferentes que parecen capaces de beneficiarse de las importantes tendencias que advertimos en la industria en 2021.



El atractivo del sector de atención a la salud en 2021 se basa en tres motivos principales. En primer lugar, ofrece exposición a una de las megatendencias sociales globales más importantes: una población que envejece y una mayor demanda de atención médica para las personas mayores.

En segundo lugar, las grandes empresas sanitarias son empresas relativamente defensivas, con una valoración atractiva y que pagan dividendos. En conjunto, las empresas del sector de atención a la salud que figuran en el S&P 500 de Estados Unidos (véase la Figura 16) cotizan a un múltiplo de precio-ganancia a futuro más bajo que todos los sectores, excepto el financiero. En nuestra opinión, eso refleja en parte las preocupaciones sobre las posibles políticas del presidente Biden, pero cualquier cambio probable parece descartado en las valoraciones actuales.

En tercer lugar, todo el sector se vio alterado por la pandemia de COVID-19 y creemos que las oportunidades que eso genera se materializarán en mayor medida en 2021 y los años subsiguientes.

Lo más importante es que la pandemia de COVID-19 ha provocado una adopción mucho más generalizada de nuevas tecnologías digitales, en particular consultas y diagnósticos

remotos de pacientes. Al mismo tiempo, todo indica que los dispositivos que se pueden llevar puestos para el seguimiento de actividades, la monitorización y el control de la salud se adoptarán de forma más generalizada. Se observan técnicas mínimamente invasivas y procedimientos robóticos en áreas desde la cirugía cardíaca hasta la ortodoncia. Es probable que sean las empresas de tecnología y no las de atención de la salud quienes lideren la introducción de gran cantidad de esas nuevas tecnologías, mejorando aún más la dinámica competitiva de la industria.

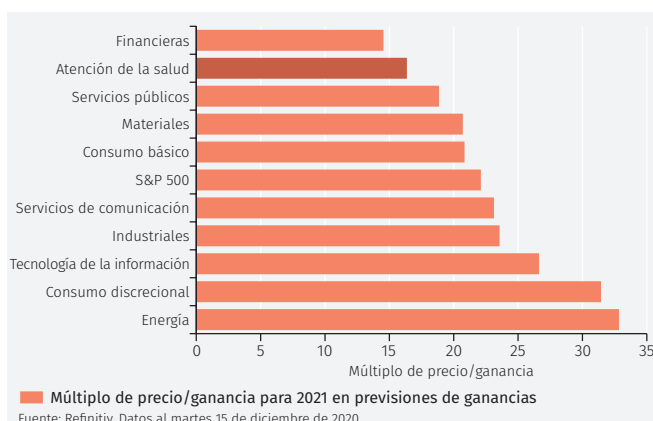
El sector de atención a la salud ha tenido una desafortunada reputación de ineficacia operativa (en la mayoría de los casos, los métodos de comunicación más utilizados en el sector son el fax y el correo postal), y eso también puede transformarse con tecnologías digitales.

Según un estudio de McKinsey, los ingresos globales del sector de atención de la salud digital definido en términos generales podrían aumentar a USD 600 000 millones en 2024, cifra que en 2019 fue de USD 350 000 millones.⁵

En los Estados Unidos, uno de los riesgos es que la tasa de desempleo siga siendo elevada y que se pierda el seguro médico basado en primas proporcionado por el empleador, que podría afectar la demanda. Fuera de los Estados Unidos, y sobre todo en Asia, la penetración de los productos de atención médica para el consumidor y el comercio electrónico en el sector es baja y se prevé un rápido crecimiento.

A nivel mundial, creemos que ese será un factor importante que contribuirá a un alto nivel de actividad de fusiones y adquisiciones en el sector.

16. Relación precio-ganancia de S&P 500: pronóstico para 2021



⁵ <https://www.mckinsey.com/industries/pharmaceuticals-and-medical-products/our-insights/healthtech-in-the-fast-lane-what-is-fueling-investor-excitement>

Se renueva la cooperación global



Visualizamos el regreso de un espíritu con mayor cooperación entre las relaciones globales. Sin dudas eliminar, el presidente Biden tendrá un estilo diferente al de su predecesor. Es casi seguro que su enfoque será más consensual, multipartidista y multilateral.

Sin dudas, el presidente Biden tendrá un estilo diferente al de su predecesor. Podría utilizar decretos para provocar cambios rápidos en algunas áreas: volver a unirse al Acuerdo de París sobre el cambio climático y la Organización Mundial de la Salud, por ejemplo. Pero es probable que Biden adopte un enfoque más consensual, multipartidista y multilateral que generará mejoras más lentas y sólidas. Ese enfoque será bien recibido por las empresas y los mercados financieros estadounidenses y, creemos, por la comunidad internacional. En lo que respecta a China, en 2021 se celebra el centenario de la formación del Partido Comunista, aniversario que seguramente al país le gustaría celebrar de forma pacífica.

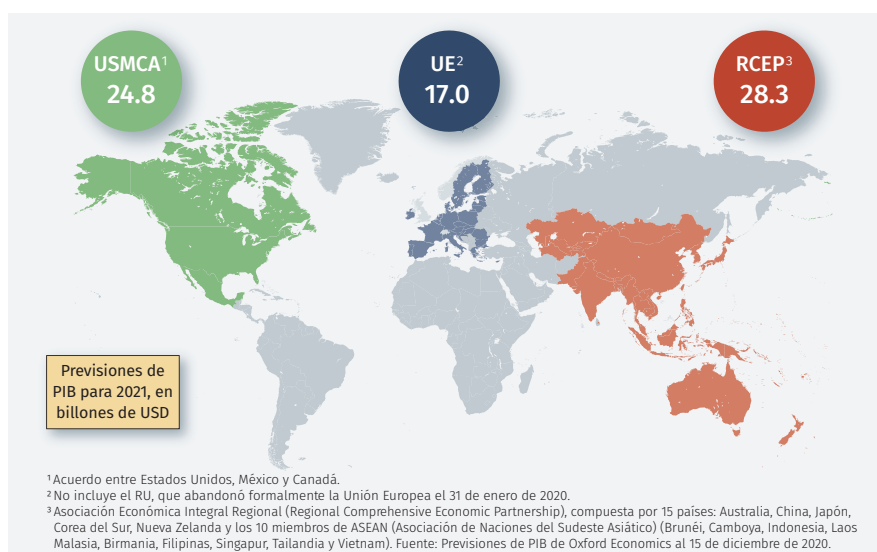
Aunque el mundo continúa evolucionando hacia un acuerdo tripolar, con cadenas de suministro más concentradas dentro de grandes agrupaciones regionales (véase la Figura 17), no es realista pensar que China y los Estados Unidos pueden aislarse entre sí. China importa más circuitos integrados electrónicos que petróleo⁶ y esas importaciones electrónicas dependen en gran medida de la tecnología estadounidense. Entretanto, en vista de la experiencia de los últimos cuatro años, es fantasioso pensar que Estados Unidos puede restablecer la industria manufacturera que se mudó a China. La actitud de la nueva administración hacia el dólar

estadounidense estará sujeta a un intenso escrutinio. Dudamos de que haya un compromiso manifiesto con una política de dólar fuerte. Esa fue la política desde mediados de la década de 1990 hasta principios de la de 2000; y después de un período en el que la atención pasó a presionar a China para que revaluara el yuan, desde 2009 hasta la elección del presidente Trump (véase la Figura 18).

18. Aumento y caída del dólar estadounidense



17. Un mundo tripolar



El presidente Trump afirmó que “el dólar es demasiado fuerte y nos está matando” poco antes de su investidura. El Índice DXY del dólar estadounidense cayó un 9 % entre entonces y el 1 de diciembre de 2020. Según nuestras estimaciones, el dólar todavía está sobrevaluado en alrededor de un 9 % en esa medida del índice. Eso sugiere que con el tiempo lo más probable es que disminuya.

Además, a medida que se recupera la economía mundial y disminuye la aversión al riesgo, eso también debería favorecer en general a otras monedas aparte del dólar estadounidense.

⁶ Fuente: Refinitiv, jueves, 10 de diciembre de 2020.

Equipo de macroeconomía



Moz Afzal
Director global de inversiones



Stefan Gerlach
Gerente economista



Daniel Murray
Vicedirector global



GianLuigi Mandruzzato
Economista sénior



Joaquin Thul
Analista de inversiones

La estrategia macroeconómica se encuentra en el corazón de nuestro enfoque de inversión. El trabajo de nuestro equipo macroeconómico influye en las decisiones no solo a nivel de clases de activo, sino también en las asignaciones a nivel geográfico, sectorial y de acciones individuales.

Publicaciones sobre inversiones

Publicaciones clave que describen nuestros puntos de vista globales, conocimientos del mercado y perspectivas de inversión.



Intime: Nota diaria sobre el mercado

Nota que resume los eventos más importantes que afectaron el mercado en las últimas 24 horas.

Frecuencia: Martes a viernes.
Solo en línea.



Invision: Nota semanal sobre macroeconomía

Nota que resume los principales eventos macroeconómicos de la semana anterior.

Frecuencia: Cada lunes.
Solo en línea.



Inview: Opinión interna global

Opinión interna global y perspectivas de inversión, con pautas de asignación de activos, perspectivas macroeconómicas e ideas de inversión.

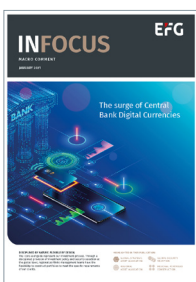
Frecuencia: Mensual.



Insight: Análisis trimestral del mercado

Análisis trimestral del mercado. Perspectivas generales de alto nivel sobre el rendimiento del mercado de activos, regiones clave y un artículo con enfoque especial.

Frecuencia: Trimestral.



Infocus: Apuntes macroeconómicos

Un análisis de los eventos predominantes del mercado.

Frecuencia: Ad hoc.



Más allá de la referencia: El podcast de EFG

El nuestro no es el típico podcast de análisis de mercado; vamos más allá de la referencia al profundizar en temas actuales que afectan a los mercados, las economías y la psicología de los inversores.

Frecuencia: Cada dos semanas/quincenal/
la opción de su preferencia

Si desea recibir cualquiera de las publicaciones sobre inversiones de EFG, escriba a marketing@efgam.com

Aviso Importante

El valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden disminuir o aumentar, y el rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro. Los productos de inversión pueden estar sujetos a riesgos de inversión, por ejemplo, la posible pérdida total o parcial del capital invertido.

Este documento no constituye (ni debe interpretarse como) un folleto, un anuncio publicitario, una oferta pública ni una colocación de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios, ni una recomendación para comprar, vender, retener o solicitar dichos instrumentos. No tiene el propósito de ser una representación final de los términos y condiciones de ninguna inversión, valor, instrumento financiero u otros productos o servicios. Este documento solo tiene fines de información general, y no tiene el propósito de brindar asesoramiento sobre inversión ni ninguna otra recomendación específica sobre ninguna acción u omisión. La información contenida en este documento no contempla los objetivos de inversión específicos, la situación financiera ni las necesidades particulares del destinatario. Usted debe buscar su propio asesoramiento profesional en función de sus circunstancias particulares antes de realizar cualquier inversión o si tiene dudas sobre la información aquí contenida.

Aunque la información contenida en el presente se obtuvo de fuentes que se consideran confiables, ningún miembro del grupo EFG representa ni garantiza su precisión, y podría estar incompleta o resumida. Cualquier opinión incluida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso. Este documento puede contener opiniones personales que no reflejan necesariamente la postura de ningún miembro del grupo EFG. Hasta el máximo grado permitido por la ley, ningún miembro del grupo EFG será responsable de las consecuencias de cualquier error u omisión incurridos en este documento, ni de la confianza que se deposite en cualquier opinión o declaración contenidas en este documento, y cada miembro del grupo EFG renuncia expresamente a cualquier responsabilidad, lo que incluye (sin limitación) la responsabilidad por daños fortuitos o consecuentes que surjan de ellas o que resulten de cualquier acción u omisión por parte del destinatario en virtud del presente.

La disponibilidad de este documento en cualquier jurisdicción o país puede ser contraria a la ley o regulación local, y las personas que tomen posesión de este documento deben informarse sobre las restricciones y respetarlas. Este documento no puede reproducirse, divulgarse ni distribuirse (en su totalidad o en parte) a ninguna otra persona sin el permiso previo por escrito de un miembro autorizado del grupo EFG.

Este documento fue producido por EFG Asset Management (UK) Limited para su uso por el grupo EFG y las entidades subsidiarias y afiliadas en todo el mundo dentro del grupo EFG. EFG Asset Management (UK) Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) del Reino Unido, con el registrada N° 7389746. Dirección registrada: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom. Teléfono +44 (0)20 7491 9111.

Si usted recibió este documento de alguna sucursal o entidad afiliada de las que figuran más abajo, tenga en cuenta información proporcionada para cada una:

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. cuenta con la licencia de la Securities Commission of The Bahamas (Comisión de Valores de las Bahamas) de conformidad con la Ley del Mercado de Valores de 2011 y las Regulaciones del Mercado de Valores de 2012, y está autorizada para llevar a cabo negocios de valores en las Bahamas y desde ese país, entre ellos la comercialización de valores, la organización de operaciones en valores, la gestión de valores y el asesoramiento sobre valores. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. también cuenta con la licencia del The Central Bank of The Bahamas (Banco Central de las Bahamas) de conformidad con la Ley reguladora de bancos y sociedades fiduciarias de 2000, como empresa bancaria y fiduciaria.

Bahréin: EFG AG Bahrain Branch está regulada por el Central Bank of Bahrain (Banco Central de Bahréin), con domicilio legal en Bahrain Financial Harbour, West Tower, 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

Bermudas: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. es una sociedad exenta constituida en Bermudas con responsabilidad limitada. Dirección registrada: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

Chile: EFG Corredores de Bolsa SpA cuenta con la licencia de la Superintendencia de Valores y Seguros ("SVS, regulador de valores de Chile") como corredor de bolsa autorizado para realizar transacciones de corretaje de valores en Chile y actividades reguladas complementarias, entre ellas la gestión discrecional de la cartera de valores, la organización de operaciones en valores y el asesoramiento en inversión. Número de registro: 215. Dirección registrada: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Chipre: EFG Cyprus Limited es una empresa de inversión establecida en Chipre con el N.º de empresa HE408062, con dirección registrada en Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited está autorizada y regulada por la Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC).

Dubái: EFG (Middle East) Limited está regulado por la Dubai Financial Services Authority (Autoridad de Servicios Financieros de Dubái), con la siguiente dirección registrada: Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE.

Estados Unidos: EFG Asset Management (UK) Limited Corp. ("EFGAM") es una entidad afiliada a EFG Capital, un agente-intermediario registrado en la SEC y miembro de la Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") y de la Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Ningún miembro de SEC, FINRA o SIPC avala este documento ni los servicios y productos proporcionados por EFG Capital o su filial con sede en

los EE. UU., EFGAM Americas. EFGAM Americas está registrado en la SEC como asesor de inversión. EFG Capital proporciona productos de valores y servicios de corretaje, y EFGAM Americas proporciona servicios de gestión de activos. EFG Capital y EFGAM Americas son afiliadas por medio de propiedad común y pueden mantener personal asociado mutuamente. Este documento no está destinado para su distribución entre personas estadounidenses ni para la consideración de personas estadounidenses que sean "compradores calificados" (según se define en la Ley de Sociedades de Inversión de los Estados Unidos de 1940, en su versión modificada (la "Ley de Sociedades de Inversión")) e "inversionistas acreditados" (según se define en la Norma 501(a) de la Ley de Valores). Los valores a los que se hace referencia en este documento no se registrarán en virtud de la Ley de Valores ni se calificarán según los estatutos estatales de valores aplicables. Los fondos a los que se hace referencia en este documento no se registrarán como sociedades de inversión en virtud de la Ley de Sociedades de Inversión. Los analistas ubicados fuera de los Estados Unidos son empleados de filiales no estadounidenses que no están sujetas a las normas de la FINRA.

Guernsey: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited cuenta con la licencia de la Guernsey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Guernsey).

Hong Kong: EFG Bank AG está autorizado como banco con licencia por la Hong Kong Monetary Authority (Autoridad Monetaria de Hong Kong) de conformidad con la Ordenanza bancaria (Cap. 155, Leyes de Hong Kong) y está autorizado para llevar a cabo actividades reguladas de Tipo 1 (comercialización de valores), Tipo 4 (asesoramiento sobre valores) y Tipo 9 (gestión de activos) en Hong Kong.

Islas Caimán: EFG Bank cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para llevar a cabo operaciones bancarias de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. cuenta con la licencia de la Cayman Islands Monetary Authority (Autoridad Monetaria de las Islas Caimán) para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley de Bancos y Sociedades Fiduciarias de las Islas Caimán, y para dedicarse al negocio de inversión de valores de conformidad con la Ley Comercial de Inversiones en Valores de las Islas Caimán.

Jersey: EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited está regulada por la Jersey Financial Services Commission (Comisión de Servicios Financieros de Jersey) para dedicarse al negocio de inversión en virtud de la Ley de Servicios Financieros (Jersey) de 1998.

Liechtenstein: EFG Bank von Ernst AG está regulado por la Financial Market Authority Liechtenstein (Autoridad del Mercado Financiero de Liechtenstein), con la siguiente dirección: Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxemburgo: EFG Bank (Luxembourg) SA figura en la lista oficial de bancos establecidos en Luxemburgo de conformidad con la Ley de Luxemburgo del 5 de abril de 1993 relativa al sector financiero (en su versión modificada) (la "Ley de 1993"), en poder de la autoridad supervisora de Luxemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), como sociedad anónima de conformidad con la Ley de Luxemburgo (société anonyme) autorizada para llevar a cabo sus actividades de conformidad con el Artículo 2 de la Ley de 1993. Los residentes de Luxemburgo que deseen obtener cualquier información relacionada con los servicios de EFG Bank (Luxembourg) S.A. deben comunicarse exclusivamente con EFG Bank (Luxembourg) S.A. a la siguiente dirección: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, o al siguiente teléfono: +352 264541.

Mónaco: EFG Bank (Monaco) SAM es una sociedad anónima monegasca registrada como empresa con el N.º 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM es un banco que lleva a cabo actividades financieras autorizadas y reguladas por la Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Autoridad de Supervisión Prudencial y de Resolución) de Francia y por la Commission de Contrôle des Activités Financières (Comisión para el Control de Actividades Financieras) de Mónaco. Dirección registrada: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco). Teléfono: +377 93 15 11 11. El destinatario de este documento habla perfectamente inglés y renuncia a la posibilidad de obtener una versión en francés del presente.

Portugal: La sucursal en Portugal de EFG Bank (Luxembourg) S.A. está registrada en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios) con el número de registro 393 y en el Banco de Portugal con el número de registro 280. Número de registro comercial y de contribuyente: 980649439. Dirección registrada: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto - 1250-140 Lisboa, Portugal.

Reino Unido: EFG Private Bank Limited está autorizado por la Prudential Regulation Authority (Autoridad de Regulación Prudencial) y regulado por la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera) y la Prudential Regulation Authority, con número de registro 144036. EFG Private Bank Limited es miembro de la Bolsa de Londres. Empresa registrada N.º 2321802. Dirección registrada: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom. Teléfono: +44 (0)20 7491 9111. En relación con EFG Asset Management (UK) Limited, tenga en cuenta la información de estado que aparece más arriba.

República Popular China: EFG Bank AG Shanghai Representative Office está aprobada por la China Banking Regulatory Commission (Comisión Reguladora Bancaria de China) y registrada en la Administración de Industria y Comercio de Shanghai de conformidad con el Reglamento de la República Popular China para la Administración de Bancos con Inversión Extranjera y las normas de implementación relacionadas. Número de registro: 310000500424509. Dirección registrada: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. El alcance comercial de la Oficina de Representación de EFG Bank AG Shanghai se limita a realizar actividades sin fines de lucro, limitadas a enlace, investigación de mercado y consultoría.

Singapur: La sucursal de EFG Bank AG en Singapur (UEN N.º T03FC6371) cuenta con la licencia de la Monetary Authority of Singapore (Autoridad Monetaria de Singapur) como banco mayorista para dedicarse al negocio bancario y es Asesor Financiero Exento según se define en la Ley de Asesores Financieros y Licenciario Exento de Servicios de Mercados de Capital Exento según se define en la Ley de Valores y Futuros.

Suiza: EFG Bank AG, Zurich, incluidas sus sucursales en Ginebra y Lugano, está autorizado y regulado por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero, FINMA) de Suiza. Dirección registrada: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland. Sucursales suizas: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.