

# MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Diciembre de 2021

Focus

Brasil: ¿estanflación o tierra de oportunidades en 2022?

• Índice

|   |     |
|---|-----|
| 01• Editorial   | P3  |
| DEL TEMOR A LA INFLACIÓN<br>AL TEMOR A LA DESACELERACIÓN                        |     |
| 02• Focus   | P4  |
| BRASIL: ¿ESTANFLACIÓN O TIERRA<br>DE OPORTUNIDADES EN 2022?                     |     |
| 03• Macroeconomía   | P6  |
| PASAR DE UNA ECONOMÍA BASADA<br>EN LA DEMANDA A OTRA BASADA<br>EN LA OFERTA     |     |
| 04• Renta fija  | P8  |
| TIPOS BAJOS A LARGO PLAZO:<br>ENTENDIENDO LA DINÁMICA<br>DEL MERCADO ESTE OTOÑO |     |
| 05• Renta variable  | P10 |
| ¡REPUNTE DE FIN DE AÑO!   |     |
| 06• Divisas   | P12 |
| EL PODEROSO DÓLAR<br>TOMA LA DELANTERA<br>EN LA RECTA FINAL DEL AÑO             |     |
| 07• Asignación de activos   | P14 |
| ESCENARIO DE INVERSIÓN<br>Y ASIGNACIÓN  |     |
| 08• Estado del mercado  | P16 |
| VISIÓN GENERAL DE MERCADOS  |     |
| 09• Glosario  | P17 |
| Exención de responsabilidad   | P18 |

## DEL TEMOR A LA INFLACIÓN AL TEMOR A LA DESACELERACIÓN



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Estimado/a lector/a:

A medida que nos acercamos al final del año, con los inversores preguntándose sobre las perspectivas de inversión para 2022, merece la pena echar un vistazo a los principales riesgos que rodean el panorama de crecimiento. En esta fase de recuperación tan inusual, caracterizada por graves desequilibrios, el riesgo de previsión sigue siendo elevado, lo que podría verse amplificado por un frenesi en el campo de la previsión económica, que depende más de los indicadores de actividad de alta frecuencia desde la pandemia.

El primer riesgo de incertidumbre se refiere a la evolución del crecimiento en EE. UU., sobre el que los modelos de previsión de los bancos centrales regionales ofrecen, además, señales contradictorias. Entre los indicadores menos optimistas se encuentra, por ejemplo, el modelo de la Fed de Nueva York, que prevé un crecimiento del 1,7% para el cuarto trimestre de 2022, lo que supone una importante desaceleración respecto a la tendencia prevista para el cuarto trimestre de 2021. En cuanto a las principales instituciones, las diferencias en las previsiones son mayores para EE. UU. que para Europa, ya que la OCDE prevé un crecimiento del 3,9% en EE. UU. en 2022, frente al 5,2% del FMI. En esta desaceleración intervienen múltiples factores, como la desaparición de los efectos de base, las limitaciones de la oferta, las cadenas de suministro y la reducción del plan Biden. Aunque el debate económico se centra ahora en la inflación, la tendencia del crecimiento será una cuestión clave para las decisiones de política monetaria del próximo año.

El segundo riesgo macroeconómico está relacionado con la velocidad del colapso del sector inmobiliario chino y la gestión macroeconómica. Ante un sector inmobiliario hinchado que podría afectar considerablemente al crecimiento chino, podríamos haber esperado una respuesta económica más contundente por parte de las autoridades chinas, que podrían haber tratado de contrarrestar la reestructuración del sector con apoyo monetario y fiscal al resto de la economía. Por el momento, las autoridades están mostrando un nivel de contención opuesto al vigor de la respuesta de 2009 y 2015. La previsión del FMI y la OCDE de un crecimiento de entre el 5,6% y el 5,8% en 2022 podría llevar a pensar que el sector inmobiliario podría costar a la economía china entre uno y dos puntos de crecimiento.

El tercer riesgo se refiere al repunte de la pandemia en Europa, con respuestas que podrían ser aún más divergentes entre los países, lo que refleja no solo diferentes estrategias sanitarias, sino también contextos políticos específicos, que podrían retrasar la vuelta al teletrabajo, ya incipiente en Alemania. Ante esta tendencia a un repunte de la pandemia, la cifra de crecimiento del 4% al 4,5% prevista para 2022 también podría revisarse a la baja.

El último peligro es internacional y está relacionado con los problemas de la cadena de suministro, cuyos efectos podrían prolongarse hasta bien entrado 2022. En el tercer trimestre, es probable que este factor haya costado entre uno y dos puntos de crecimiento, como demuestra el decepcionante indicador de crecimiento de EE. UU. (2%) o la producción industrial de China, que se estancó en septiembre con respecto al mes anterior. No cabe duda de que estas cuestiones deberían acabarse resolviendo, pero es difícil predecir cuánto tardarán, y las hipótesis para 2022 las integran solo parcialmente.

Si sumamos todos estos riesgos, podríamos pasar de un panorama de crecimiento mundial muy superior al 4% a otro en el que apenas se supere el umbral del 3%, considerado por los inversores como el punto por debajo del cual suele ser aconsejable reducir las inversiones en activos de riesgo.

Esta no es nuestra hipótesis actual, aunque, tras aumentar la probabilidad de una aceleración reflationista, debemos tener en cuenta el riesgo de una decepción en el crecimiento.

La otra implicación clave se refiere a los bancos centrales. Ante un fuerte crecimiento y una inflación por encima del objetivo, no suele cuestionarse que se normalicen los tipos de interés de la Fed.

Sin embargo, con una inflación todavía elevada y una tasa de crecimiento que podría ser decepcionante, surge el dilema. Quizás esto explique la cautela de Jerome Powell, cuyo futuro en la Fed pende de un hilo.

## BRASIL: ¿ESTANFLACIÓN O TIERRA DE OPORTUNIDADES EN 2022?

Mientras que la estanflación aparece actualmente como una hipótesis alternativa en EE. UU. y Europa, el riesgo parece más concreto en Brasil, donde la inflación de dos dígitos se une a unas escasas perspectivas de crecimiento. El contexto brasileño también está rodeado de incertidumbre a un año de las elecciones, la sostenibilidad fiscal preocupa a los inversores y la política monetaria es restrictiva.

### UNA RECUPERACIÓN VACILANTE

El crecimiento de Brasil tropezó menos que el de sus vecinos sudamericanos en 2020 (-4,1% frente al -6,6%, FMI), pero también se espera una recuperación más débil en 2021 (5,3% frente a 6,3%, FMI) y más adelante. En su informe de octubre de 2021, el FMI volvió a revisar a la baja su previsión de crecimiento para Brasil en 2022, hasta el 1,5% (gráfico 1), frente al 1,9% de julio y al 2,6% de abril. Hay que tener en cuenta que el consenso está bastante disperso respecto al crecimiento de Brasil, ya que algunos economistas prevén un crecimiento entre plano y negativo en 2022.

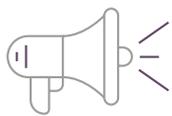
La actividad económica mejoró en el 2T de 2021 gracias a una notable recuperación de los servicios impulsada por la mejora de la demanda, la reapertura de los negocios y la aceleración de la campaña de vacunación, que supuso un incremento del porcentaje de brasileños totalmente vacunados del 10% al 58% desde junio.

Sin embargo, se espera que la economía brasileña se enfrente a muchos factores adversos: una inflación elevada (10,7% en octubre) derivada del aumento de los precios de la energía, una tasa de

desempleo todavía muy superior a su nivel anterior a la pandemia (13,2% en agosto de 2021 frente al 11,9% de 2019), una política monetaria gradualmente restrictiva, la incertidumbre relacionada con las elecciones del 4T de 2022 y la desaceleración del crecimiento chino, que debería pesar sobre las exportaciones brasileñas. Si esta combinación de factores persiste, ¿podría llevar a la economía brasileña a la estanflación? Nuestra hipótesis prevé un crecimiento moderado del 1,2% en 2022 y del 1,6% en 2023, mientras que se espera una inflación todavía elevada en 2022, en el 6,2%, antes de caer al 3,5% (justo por encima del objetivo de inflación del 3% del banco central).

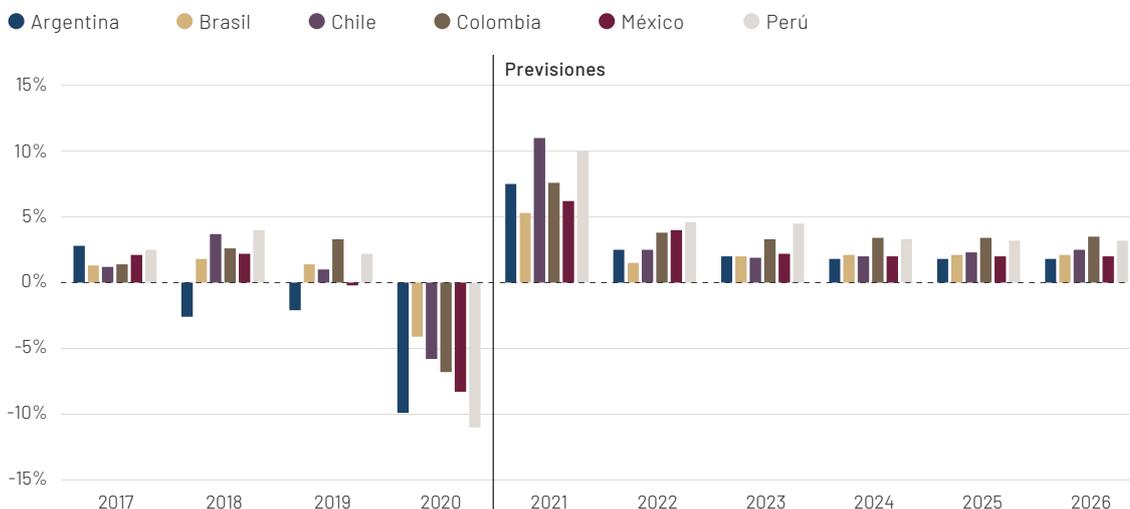
### LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PELIGRA

Como las perspectivas de crecimiento se han deteriorado y el presidente Jair Bolsonaro no sale beneficiado en la intención de voto para 2022, el Gobierno actual ha anunciado su intención de crear un nuevo programa de gasto social (una extensión del ya existente plan Bolsa Familia) para los ciudadanos de bajos ingresos: Auxilio Brasil.



El anuncio de Auxilio Brasil marca el riesgo de desanclaje de la **POLÍTICA FISCAL** en Brasil

GRÁFICO 1: LOS FACTORES ADVERSOS DESAFÍAN LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE BRASIL, %



Fuentes: FMI, Indosuez Wealth Management.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

El plan incluye la ampliación del número de beneficiarios de 14,7 millones a 17 millones y el aumento de la prestación mensual de 190 *reais* a 400 *reais* brasileños. El problema es que este plan conlleva superar el techo de gasto, que es el garante de la sostenibilidad de la deuda brasileña, actualmente en el 92% del PIB (FMI). El anuncio destaca el riesgo de desanclaje de la política fiscal, lo que podría desencadenar un aumento de las expectativas de inflación en Brasil, mientras que el actual favorito en las elecciones presidenciales, Lula, tiene previsto sustituir el techo de gasto por un objetivo de gasto, que llevaría de hecho a una aceleración de la dinámica de la deuda en Brasil.

Para aprobar Auxilio Brasil, el presidente Bolsonaro prevé utilizar trucos contables cambiando la tasa de inflación a la que se indexa el techo de gasto. La medida fue validada por la Cámara de Diputados a principios de noviembre, pero aún debe ser aprobada por el Senado.



Se prevé  
que el tipo  
Selic llegue al

**11%**

en 2022

## UN BANCO CENTRAL CADA VEZ MÁS RESTRICTIVO

El riesgo latente en torno al marco fiscal obligó al banco central brasileño a ser aún más restrictivo al subir su tipo de interés de referencia en 150 pb a finales de octubre, la sexta subida consecutiva, y el tipo Selic pasó del 2% al 7,75% en 2021. El comité indicó que el cuestionamiento de la política fiscal implica una mayor prima de riesgo y ha aumentado el riesgo de que las expectativas de inflación se desanclen. El consenso es que la tasa Selic alcance el 11% en 2022.

La política restrictiva del banco central brasileño debería permitir amortiguar la dinámica de la inflación a partir de 2022 (se espera que la inflación se sitúe en torno al 3,8% a finales de 2022), pero el dilema será encontrar el equilibrio adecuado, ya que también disminuyen notablemente las perspectivas de crecimiento de Brasil.

## AÑOS DE ELECCIONES. MÁS INCERTIDUMBRE

Aunque el marco fiscal y el endurecimiento de las condiciones de financiación preocupan a los inversores, la cuestión clave en 2022 serán las elecciones presidenciales de octubre. Actualmente, el expresidente Lula lidera las encuestas y disfruta de una firme base de apoyo entre los trabajadores de bajos ingresos.

Sin embargo, también se beneficia de la baja popularidad de Jair Bolsonaro, penalizado por su mala gestión de la crisis de la COVID-19, la alta inflación que merma los salarios reales de los trabajadores, el desempleo elevado y las malas perspectivas de crecimiento. Los últimos sondeos también muestran que las cuestiones económicas son ahora los temas clave para los votantes. El plan Auxilio Brasil es la respuesta a la impopularidad de Bolsonaro para atraer a los trabajadores con salarios bajos, actualmente vinculados a Lula.

No obstante, a menos de un año de las elecciones, no se descarta la hipótesis de que surja un tercer candidato en 2022, ya que los índices de rechazo a Lula y, sobre todo, a Bolsonaro parecen elevados. A principios de noviembre, el exministro de Justicia, Sérgio Moro, al que los sondeos atribuyen un 8% de la intención de voto, mencionó su propósito de volver a la política.

En este entorno de deterioro de las perspectivas de crecimiento y riesgo de desequilibrio fiscal, los mercados brasileños corrigieron bruscamente, y el índice Bovespa perdió casi un 18% entre principios de junio y finales de octubre, mientras que el USD/BRL subió un 8,5% en el mismo periodo, señal de merma de la confianza de los inversores ante los rumores políticos y las incertidumbres sobre el marco fiscal. Mientras tanto, la política restrictiva del banco central ha provocado una inversión de la curva de rendimientos brasileña, ya que el riesgo de recesión en Brasil empieza a ser más apremiante.

## CONCLUSIÓN

Como la revalorización del riesgo brasileño continúa, Brasil podría ser un caso a seguir de cerca en el próximo año. Aunque el elevado *carry* por sí solo no justifica actualmente la exposición a la deuda brasileña en moneda local, con la moderación de la inflación a partir de 2022, la previsión de una gran volatilidad del real en 2022 y la evolución de las elecciones será un tema clave que habrá que vigilar el próximo año; asimismo, la aparición de un caballero blanco podría representar una oportunidad interesante en este segmento de los mercados brasileños.

## PASAR DE UNA ECONOMÍA BASADA EN LA DEMANDA A OTRA BASADA EN LA OFERTA



En 2021, la economía ha pasado por varias fases: de la recuperación a la aceleración y, ahora, a la normalización de la actividad. Sin embargo, más allá de esta transición, el verdadero cambio es el motor del crecimiento: si bien la demanda ha sido el factor de apoyo durante mucho tiempo, a principios de 2022 será la agilidad de las economías para adaptarse y absorber la escasez de oferta lo que facilitará el aumento de la actividad.



---

Se prevé que  
**LOS PROBLEMAS  
DE SUMINISTRO**  
sigan siendo un  
lastre para el  
crecimiento el  
próximo año

---

### ESTADOS UNIDOS

Al otro lado del Atlántico, la economía sigue avanzando, aunque lastrada por los problemas de la oferta, como demuestran las encuestas de actividad: el PMI manufacturero de EE. UU. ha seguido bajando y en octubre llegó a su mínimo de 10 meses (58,4). El crecimiento económico del país se redujo a una tasa trimestral anualizada del 2% en el 3T (frente al 6,7% del 2T). Asimismo, a pesar de la mejora del mercado laboral y una creación de empleo no agrícola superior a lo esperado (+550.000 frente a +450.000 prevista), los datos subyacentes siguen apuntando a una escasez de trabajadores, con un nivel récord de puestos de trabajo sin cubrir y una tasa de participación todavía en niveles bajos (61,6% frente al 63% de hace un año y medio). Aunque estas cifras generan cierta incertidumbre sobre las perspectivas salariales, se cuestiona sobre todo la capacidad de las empresas para atraer a trabajadores con el fin de satisfacer la demanda, lo que aumenta la inquietud sobre las perspectivas de crecimiento para 2022.

En este sentido, aunque los últimos indicadores macroeconómicos apuntan a un repunte en el 4T (+4,8% según el consenso), se prevé que los problemas de la oferta y los cuellos de botella sigan siendo un lastre para la actividad económica, como reflejan los analistas al revisar a la baja sus previsiones del PIB para 2022, del 4,3% de principios de septiembre al 3,8% a mediados de noviembre. La reposición de existencias, el consumo de los hogares y el gasto público, con la reciente aprobación del proyecto de ley de infraestructuras por valor de 1,2 trillones de dólares (aunque inferior al importe inicial), deberían, sin embargo, contribuir a que el crecimiento se mantenga por encima de la media a largo plazo.

Asimismo, los continuos frenos a la producción de petróleo y la persistencia de la alta demanda de energía llevaron a la inflación a superar las estimaciones en octubre (6,2% frente al 5,8% previsto, anuales, y +0,9% intermensual).

No obstante, de cara a 2022, los factores que contribuyen a la inflación deberían variar y repartirse entre varios sectores de la economía (vivienda, servicios y transporte), como ya reflejan las últimas cifras de la inflación subyacente. Por lo tanto, aunque la inflación más alta persista durante más tiempo de lo previsto —como ya destacamos en nuestro anterior *Monthly House View*—, siempre que los efectos indirectos no se manifiesten demasiado, como es el caso por ahora, la inflación debería revertirse gradualmente a partir de mediados de 2022 y acercarse poco a poco a los objetivos de los bancos centrales en 2023.

Sin embargo, es probable que la evolución de las limitaciones de la oferta y los repuntes de la epidemia del COVID-19, como en Alemania o Austria, donde el Gobierno ha empezado a tomar medidas restrictivas para las personas no vacunadas, repercutan en la demanda y deban vigilarse estrechamente.

## ASIA

El continente también se ha visto afectado por problemas de oferta en los últimos meses, como en Japón, donde la economía se contrajo un 0,8% intertrimestral en el 3T, por debajo de las estimaciones. Además, aunque los últimos indicadores de China, como las ventas minoristas y la balanza comercial, han sorprendido al alza, en los próximos trimestres podrían aparecer varios factores de riesgo sobre el crecimiento. Las restricciones autoimpuestas, como la política de «tolerancia cero» ante la COVID-19 y los recortes de producción por el racionamiento eléctrico y motivos medioambientales, así como el despalancamiento del sector inmobiliario, ya han llevado a los analistas a rebajar las estimaciones de crecimiento del PIB de 2022 (alrededor del 5% por ahora). Así, esta situación podría llevar a una normalización de la actividad económica mundial más rápida de lo previsto, además de contribuir a disminuir la presión inflacionista de las materias primas y afectar a algunos países sensibles a China. Sin embargo, en términos más generales, la mejora de la situación sanitaria debería favorecer a los países del sudeste asiático y ayudar, al mismo tiempo, a relajar los cuellos de botella de la región.



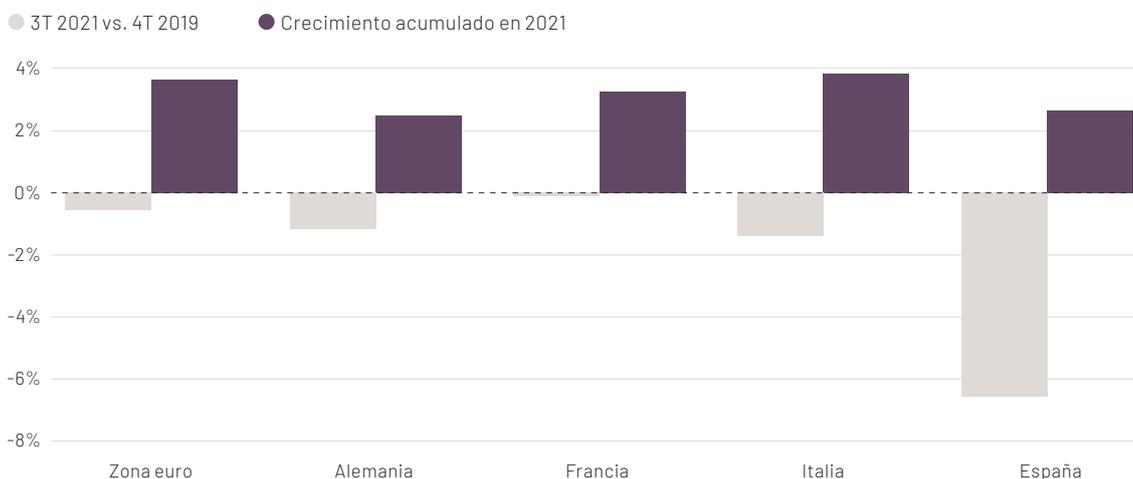
LA  
RECUPERACIÓN  
EUROPEA  
es bastante  
dispersa

## ZONA EURO

En Europa, el panorama es similar en líneas generales, pero con un relativo retraso: la inflación se aceleró hasta el 4,1% y debería seguir acelerándose, mientras que el ritmo de la actividad económica se redujo. No obstante, la economía europea va bien y casi ha vuelto a su nivel anterior a la pandemia, aunque la recuperación sea bastante dispersa (gráfico 2). Francia e Italia avanzan a un ritmo superior al previsto, mientras que España está un 6,6% por debajo de su PIB del 4T de 2019.

En general, el desahorro de los hogares europeos, unido al apoyo de las políticas fiscales, debería permitir que el consumo siga siendo un potente motor de crecimiento en los próximos trimestres. Esperamos una cifra de crecimiento del 3,9% en 2022, todavía muy superior al crecimiento potencial.

GRÁFICO 2: UNA RECUPERACIÓN MÁS BIEN DISPERSA EN LA ZONA EURO, VARIACIÓN DEL PIB, %



Fuentes: Refinitiv, Eurostat, Indosuez Wealth Management.

## TIPOS BAJOS A LARGO PLAZO: ENTENDIENDO LA DINÁMICA DEL MERCADO ESTE OTOÑO

Ahora que cada vez más bancos centrales están subiendo sus tipos de referencia, unido a las elevadas cifras de inflación y unos datos de crecimiento todavía sólidos, los rendimientos a largo plazo (treinta años) de los países desarrollados no aumentan como muchos inversores esperaban.

### BANCOS CENTRALES

Hace poco, algunos bancos centrales decidieron retirar, a veces bruscamente, el apoyo monetario iniciado durante la depresión económica de sus respectivos países. Por ejemplo, el Banco de Canadá optó por poner fin a su programa de flexibilización cuantitativa (QE), el Banco de Australia renunció al control de la curva de rendimientos hasta los tres años, mientras que el Banco de Inglaterra se abstuvo de realizar subidas en su última reunión.

En un contexto de crecimiento sostenido en todos los países, con cifras de inflación elevadas que no se observaban desde hace 30 años, los rendimientos a largo plazo apenas se mueven al alza. Esto sorprende a muchos inversores de renta fija, empezando por los veteranos fondos de cobertura, cuyo rendimiento en octubre fue el peor desde principios de los años 2000.

Los tipos americanos a 30 años, en el momento de escribir este artículo, se sitúan muy por debajo del umbral psicológico del 2% y, obviamente, sin comparación con un simple tipo implícito a largo plazo diseñado por la regla de Taylor. Mientras tanto, el mercado de divisas y algunos mercados de tipos de interés a corto plazo prevén dos subidas en 2022.

¿Podría esta situación desbaratar el rendimiento de los tipos a largo plazo? ¿Cuáles son los motores del rendimiento de los tipos a largo plazo?

La demanda de activos de larga duración sigue creciendo, ya que cada vez hay más ahorro que necesita encontrar inversión. Los inversores institucionales y los bancos deben mantener activos líquidos en el balance para cumplir los requisitos reglamentarios. Los bancos centrales de todos los países también tienen deuda soberana como inversión para sus reservas de divisas en euros o para fines de QE. Por último, pero no por ello menos importante, los estudios a largo plazo muestran que el importe de deuda global tiende a pesar sobre los rendimientos a largo plazo y mantiene los rendimientos reales en terreno negativo. En este punto, pasamos de los rendimientos nominales a los reales para presentar el espectacular -0,5% al contado del rendimiento real a 30 años (derivado del mercado de TIPS)(gráfico 3).

Volviendo a la situación actual, las curvas se aplanaron considerablemente tras la decisión del Banco de Inglaterra de mantener los tipos de interés, afirmando que en diciembre discutirá una subida.



Los rendimientos a largo plazo,  
**NEGATIVOS**  
durante mucho tiempo

GRÁFICO 3: RENDIMIENTOS NOMINALES Y REALES A 30 AÑOS EN EE. UU., %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



La Fed comienza a reducir sus compras en **15.000 MILLONES** al mes

La Fed comienza a reducir sus compras en 15.000 millones al mes, mientras que el mercado prevé más de dos subidas hasta finales de 2022. El banco central debería iniciar un ciclo de aumentos de tipos en el 2S de 2022, pero, indudablemente, no se espera que se corresponda con la magnitud del repunte de la inflación. Por lo tanto, pase lo que pase con los tipos a corto plazo en EE. UU., los tipos reales se mantendrán en cifras muy negativas.

En Europa, se prevé una sola subida del BCE en 2022. De cara a final de año, el incremento de los tipos no debería suponer un riesgo para los mercados mundiales. No obstante, seguimos atentos al aumento de la volatilidad en todos los segmentos de la renta fija y a las perturbaciones de los mercados de *swaps* a medida que se adentran (muy pronto esta temporada) en la actividad tranquila de fin de año.

#### DEUDA CORPORATIVA

En el ámbito del crédito, los rendimientos se han visto perjudicados por la volatilidad de los tipos. Las primas de riesgo siguen muy reducidas en el *investment grade* de los países desarrollados.

Por otro lado, el alto rendimiento disfruta de un buen comportamiento continuado en Europa y EE. UU. La deuda subordinada en euros sigue ofreciendo valor en el contexto del euro, ya que se esperan llamadas de bonos para el próximo año, lo que produciría la misma cantidad de nuevas emisiones.

El mercado chino de alto rendimiento sigue siendo muy volátil (gráfico 4), sacudido por los anuncios de pagos de cupones por parte de Evergrande, o los de apoyo estatal al sector inmobiliario por medio de las empresas públicas (SOE). Varias empresas inmobiliarias incumplieron pagos en las dos últimas semanas, mientras que Sunac recaudó más de 950 millones de dólares en una oferta de acciones. La volatilidad exacerbada de este segmento refleja tanto la escasa liquidez como los riesgos fundamentales. No obstante, el mercado no discrimina a las empresas mientras el Gobierno aplica medidas de apoyo sectorial. Por lo tanto, los inversores a medio plazo deberían beneficiarse de los elevados rendimientos y de una potencial rentabilidad elevada por mantener sus posiciones.

GRÁFICO 4: RENDIMIENTO EN EL MERCADO CHINO DE ALTO RENDIMIENTO, DENOMINADO EN USD, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Hemos confirmado nuestra opinión positiva sobre la renta variable con la convicción de que el inicio de la temporada de presentación de resultados podría ser un catalizador positivo para el mercado. La estacionalidad estaba entrando en su mejor momento del año y los indicadores del clima económico eran, en gran medida, prudentes, lo que constituía un buen indicador contrario al consenso. Tras el reciente repunte, el potencial alcista es más limitado, aunque el ímpetu actual debería continuar hasta el final de año, impulsado todavía por las revisiones positivas de resultados, los flujos y la estacionalidad.

El último acontecimiento positivo fue el acertado anuncio de la Fed sobre el inicio del *tapering*. La reacción favorable del mercado confirma que los índices de renta variable generales pueden tolerar la retirada de estímulos, ya que el exceso de liquidez está tocando techo, pero no va a desaparecer.

razonables (+7%/8%), sobre todo, por la perspectiva de que el crecimiento económico mundial se mantenga por encima de su potencial a largo plazo en los próximos meses.

### TEMPORADA DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

La temporada de resultados del 3T ha sido positiva y tranquilizadora, sobre todo, en lo que respecta a la inquietud por los márgenes.

Hemos confirmado que el factor clave de los márgenes es la demanda y la evolución de las ventas, más que los costes de los insumos y los salarios. De hecho, han aumentado aún desde el inicio de la temporada y están revisándose al alza para 2022-2023.

Los inversores estudiarán ahora las perspectivas de beneficios para 2022. Las expectativas de BPA para el próximo año siguen siendo bastante

### ESTADOS UNIDOS

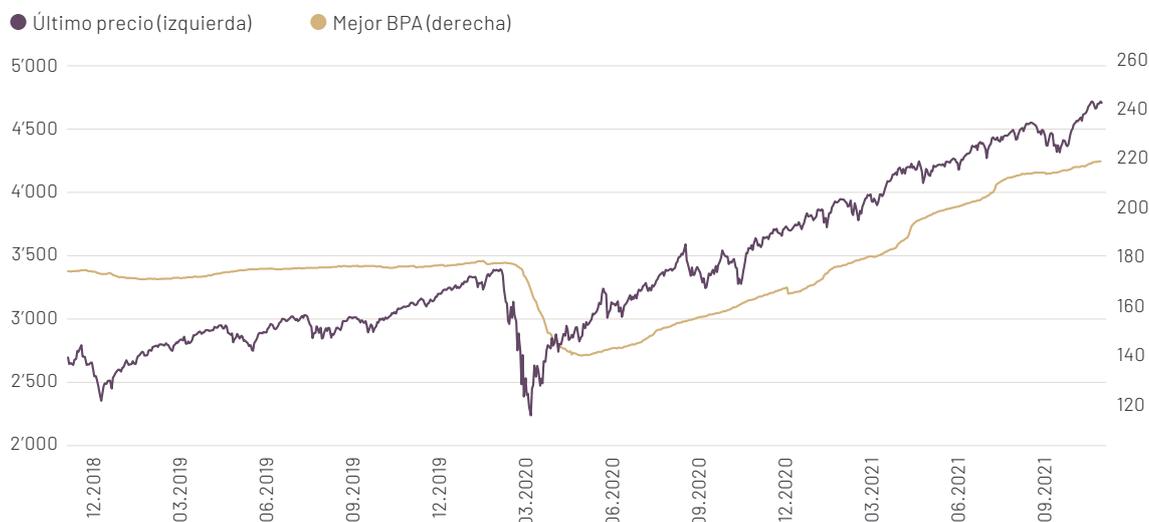
A pesar de la preocupación por la capacidad de las empresas para resistir la inflación de las materias primas y la mano de obra, la temporada de resultados del 3T ha sido, en su mayor parte, tranquilizadora.

A medida que la temporada se acerca a su fin, el 81% de estas empresas ha presentado un BPA real superior a las estimaciones. El crecimiento del BPA del 3Te<sup>1</sup> del S&P 500 (gráfico 5) es del 41% interanual, mejor de lo esperado en un 10%. Al mismo tiempo, la proporción de empresas del S&P 500 que revisan al alza sus proyecciones de BPA se acerca de los máximos de la década.



**EL 81%**  
de las empresas  
declaró un BPA  
superior a  
las estimaciones

GRÁFICO 5: S&P 500 FRENTE AL BPA



Nota: El fuerte crecimiento del BPA impulsó a los mercados al alza con un máximo histórico en el índice S&P 500.  
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

1 - Estimado



## Europa ofrece una VALORACIÓN ATRACTIVA

Por último, la conclusión más objetiva de esta temporada de resultados es, sin duda, la reacción de los índices estadounidenses desde el inicio de esta a mediados de octubre. Desde el 12 de octubre, el MSCI USA y el Russell 2000 han subido un 9%, el Nasdaq 100 y el FANG, un 12%, aunque muy por detrás del SOX (índice de semiconductores), i que ha subido un 21%!

### MERCADOS EMERGENTES

Creemos que ya se ha descontado una parte sustancial del actual entorno normativo de China, reflejado en las valoraciones actuales de algunas empresas asiáticas de crecimiento.

Por último, es posible que las autoridades chinas anuncien medidas específicas de flexibilización y de ajuste de la política económica en los próximos meses, lo que también podría aliviar un poco algunas inquietudes de los inversores y aumentar la confianza en la renta variable china.

La vacunación contra la COVID-19 avanza en toda Asia (en China se ha llegado a un ratio de alrededor del 80% de personas totalmente vacunadas). Sin embargo, la actual política de «tolerancia cero» de China a la COVID-19 y los confinamientos temporales específicos asociados parecen estar retrasando la plena recuperación económica del país por ahora, lo que supone un factor adverso para el ímpetu de los beneficios.

### EUROPA

Europa sigue ofreciendo una valoración atractiva (en términos absolutos y relativos), un buen crecimiento del BPA (según el consenso, en un razonable +8% para 2022e<sup>2</sup>) y una tendencia positiva de las revisiones del BPA (mejor que en EE. UU.). La temporada de resultados del 3T ha sido muy tranquilizadora en este sentido, a pesar de los conocidos factores adversos (inflación del coste de los insumos, trastornos de la cadena de suministro, nueva ronda de confinamientos en ciertas regiones, etc.). De hecho, la mayoría de las empresas han podido demostrar que son capaces de hacer frente a este entorno turbulento. Además, la fortaleza del dólar también ha sido favorable para los mercados de renta variable, especialmente, para los exportadores y las empresas internacionales.

### SECTORES

El aumento de los rendimientos de los bonos a 10 años tiende a beneficiar a los sectores *Value* y perjudicar a los defensivos, por lo que llegamos al mismo tipo de conclusiones respecto a las expectativas de inflación. Las acciones bancarias, *Value* y cíclicas salen favorecidas en una situación de temor al aumento de la inflación, que podría perjudicar a las acciones defensivas, de alimentación y bebidas, y sanitarias.

El segmento tecnológico es inmune a la inflación y a las expectativas de los rendimientos de los bonos, ya que su gran poder de fijación de precios puede superar el impacto negativo en la valoración.

## EL PODEROSO DÓLAR TOMA LA DELANTERA EN LA RECTA FINAL DEL AÑO

A medida que nos acercamos al final del año, el dólar se beneficia de los factores favorables de la liquidez y de la falta de noticias mejores en otras divisas, aunque la evolución de la libra esterlina ha sido sorprendente. El franco suizo también mantiene su gran resistencia como moneda antiinflacionista, mientras que el oro ha encontrado un nuevo impulso en noviembre.

### USD - EL BILLETE VERDE GANA TERRENO A PESAR DE UNOS RENDIMIENTOS «REALES» AÚN MÁS NEGATIVOS

Sorprende que el aplanamiento de la curva de rendimientos en EE. UU., tras la publicación del mayor IPC (Índice de Precios al Consumo) subyacente de los últimos 30 años, no haya hecho mella en el apetito por el dólar en el final del año (gráfico 6). El esperado anuncio del FOMC sobre un *tapering* conciliador no afectó a la fortaleza correctiva del dólar frente a los rendimientos negativos franco suizo, el yen japonés y el euro. Las sorpresas de crecimiento decepcionantes y las políticas conciliadoras en otros países han impulsado en la práctica al dólar por defecto. Además, el empeoramiento del contexto relativo a la COVID-19, principalmente en Europa, ha agravado la debilidad del euro. Desde un punto de vista técnico, puede que el ímpetu alcista del dólar algo más de recorrido, especialmente, si el próximo punto muerto del techo de la deuda puede resolverse rápidamente. Sin embargo, a largo plazo seguimos siendo dudando de que esta actual carrera correctiva al alza del dólar pueda sostenerse más allá del primer trimestre de 2022, dado que los precios de los mercados de divisas son más estrictos que

los mercados de renta fija y dadas las crecientes necesidades de financiación que implica el aún debatido plan *Build Back Better*.

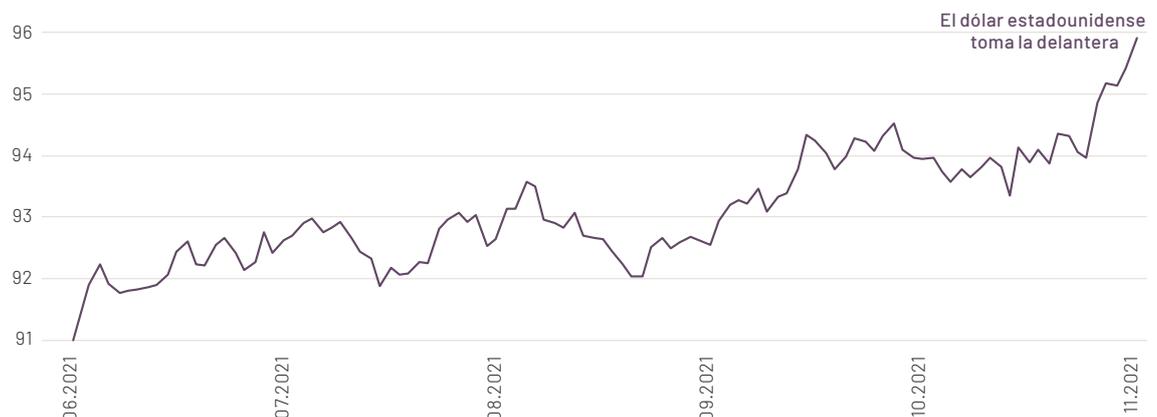
### XAU - EL ORO VUELVE A BRILLAR POR TEMOR A UNA INFLACIÓN DESENFRENADA

El metal amarillo está disfrutando de un nuevo protagonismo como cobertura de carteras ante unas presiones inflacionistas cada vez menos «transitorias». El elevadísimo IPC estadounidense ha empezado a provocar que los participantes en el mercado busquen una protección firme «real» de los activos. Viendo que el mundo de las criptomonedas puede no ser un escondite suficiente para todos, el oro podría empezar a retomar su papel tradicional en las carteras expuestas a la renta variable. Dado que el posicionamiento especulativo en el oro es bastante ligero tras meses de interminables espirales en lateral, la formación técnica de ruptura de hombros-cabeza-hombros por encima de 1.835 dólares/onza no pasará desapercibida. Las tensiones geopolíticas fronterizas de los inmigrantes en Europa del Este pueden aumentar el atractivo de los valores refugio a corto plazo y, posiblemente, volver a poner a prueba el máximo inicial de 1.917 dólares/onza de junio.



LAS SORPRESAS DE CRECIMIENTO decepcionantes y las POLÍTICAS CONCILIADORAS en otros países han impulsado al dólar

GRÁFICO 6: GRÁFICO DIARIO DEL ÍNDICE USD



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



### CHF - LA FORTALEZA DEL FRANCO SUIZO

Tras perder casi un 2,5% en octubre y romper el 1,06, el EUR/CHF se acercó a los niveles de 1,05 a principios de noviembre, vistos por última vez en marzo de 2020. En ese momento, el Banco Nacional Suizo (BNS) admitió haber intervenido para estabilizar el par durante la crisis de la pandemia. Podríamos esperar que el BNS actúe igual ahora si los inversores deciden volver a desafiar este nivel. El total de los depósitos a la vista aumentó ligeramente en noviembre, pero no se observó ninguna señal clara de intervención del banco central. El hecho de que la inflación siga siendo mucho menor en Suiza que en la zona euro —un 1,2% en Suiza frente a un 4,1% en la zona euro a fin de octubre— puede explicar en parte la fortaleza del franco suizo.

### GBP - EL BANCO DE INGLATERRA DECEPCIONA

La conclusión del Banco de Inglaterra ha sorprendido a los mercados en noviembre, ya que no ha variado los tipos de interés, a pesar de que los inversores esperaban ya la primera subida de tipos. La decepción provocó una caída de la libra de 1,38 a 1,34.

Las presiones sobre la moneda podrían persistir, dado que las expectativas de inflación siguen siendo elevadas y las subidas de tipos van a ser más graduales. En la actualidad, el Banco de Inglaterra se encuentra dividido entre la gestión de la inflación y el apoyo a la economía, ya que sigue existiendo incertidumbre. En este contexto, mantenemos la prudencia en el par.

### CNY - MÁS ESTABLE QUE NUNCA

Sorprende que el renminbi haya continuado su ascenso ininterrumpido generalizado y haya desafiado el fortalecimiento del dólar estadounidense frente a las G3 contrapartes de rendimiento negativo. Cuanto más descienden los tipos «reales» estadounidenses a cotas negativas, más capital se despliega sin cobertura hacia los rendimientos «reales» relativamente altos que se ofrecen en China, a pesar de la desaceleración del crecimiento interno. De hecho, el renminbi acaba de registrar un máximo de cinco años frente al debilitado euro. Sin embargo, tras la apreciación, útil para reducir los precios de las materias primas importadas, parece que el Banco Popular de China está abordando el actual rebasamiento solicitando a los bancos que establezcan un tope a sus límites y volúmenes de operaciones especulativas por cuenta propia para frenar las entradas.

## 07 • Asignación de activos

# ESCENARIO DE INVERSIÓN Y ASIGNACIÓN

### HIPÓTESIS DE INVERSIÓN

#### TENDENCIAS MACROECONÓMICAS

- Se espera que el crecimiento del PIB de 2022 vuelva a niveles más normales respecto al ejercicio 2021, aún por encima de su potencial, aunque amenazado por el alza de los precios de la energía y los desequilibrios de la oferta.
- En el 3T de 2021, se confirmó la moderación del crecimiento del PIB en EE. UU., simultáneamente con limitaciones en la oferta y una recuperación incompleta de la demanda por las restricciones restantes.
- La desaceleración pronunciada de China también se confirmó en el 3T, pero la balanza exterior y las ventas minoristas resisten; la preocupación ha pasado de la presión reguladora al sector inmobiliario.

#### INFLACIÓN Y BANCOS CENTRALES

- En los últimos meses, preveíamos que la inflación se acelerara a niveles elevados en el segundo semestre de 2021, hacia el 5%. El reciente flujo de noticias ha corroborado esta opinión y la mantenemos para el 1T de 2022 por las limitaciones de la oferta y los precios de la energía. Se espera que la inflación se reduzca más tarde, aunque seguirá por encima del objetivo del banco central en el ejercicio 2022.
- No obstante, pensamos que los bancos centrales se ceñirán a su plan de *tapering* o de reajuste gradual de sus políticas, con una reducción de las compras de activos a partir del fin de año en EE. UU. y en marzo en Europa, y potencialmente dos subidas de tipos en EE. UU. entre septiembre y diciembre de 2022.

#### CICLO DE BENEFICIOS Y FUNDAMENTALES EMPRESARIALES

- El ímpetu de los beneficios sigue sorprendiendo al alza a pesar de los factores adversos sobre los márgenes en varios sectores; la temporada del 3T dio lugar a revisiones positivas y confirma el poder de fijación de precios de las empresas.
- Las tasas de impago seguirán siendo limitadas en los mercados desarrollados y suponen una ayuda para los diferenciales.

- El proceso de reestructuración del sector inmobiliario chino, así como las rebajas de calificación, han ampliado considerablemente los diferenciales de crédito; el entorno seguirá siendo volátil y la liquidez, casi inexistente hasta finales de año, pero las valoraciones son interesantes.

#### FACTORES DE RIESGO

- Mayor desaceleración y reestructuración del sector inmobiliario de China.
- Sorpresa por la mayor duración de la inflación, que presiona a los bancos centrales.
- Menor crecimiento del PIB debido a las limitaciones de la oferta.
- Repunte del riesgo geopolítico en Europa del Este e incertidumbre sobre las elecciones francesas de 2022.

### CONVICIONES DE ASIGNACIÓN

#### RENTA VARIABLE

- Se mantiene la opinión optimista sobre la renta variable en una fase de mercado alcista de final de año, aunque habrá menos potencial de mejora a principios de 2022, con los indicadores actualmente en niveles de euforia y un menor crecimiento de los beneficios el próximo año.
- Preferencia por los mercados desarrollados con un sesgo hacia la zona euro en las carteras en euros. Seguimos siendo relativamente optimistas a largo plazo con respecto a China, pero con escasos catalizadores para una rápida recuperación, dadas las pobres revisiones de resultados, las incertidumbres normativas y la reestructuración inmobiliaria.
- Se mantiene la opinión positiva en el *Value* y el Crecimiento, ya que los casos de crecimiento secular siguen ofreciendo un refugio atractivo ante el impacto de la inflación en los márgenes, mientras que el estilo *Value* debería seguir favorecido por la fuerte revalorización del crecimiento de los beneficios y continuar ofreciendo una valoración interesante. Dentro del *Value*, preferimos la energía, los bancos y los automóviles. Mantenemos la infraponderación en los sectores defensivos.



Preferencia por  
LOS MERCADOS  
DESARROLLADOS  
en el ámbito de la  
renta variable

## RENTA FIJA

- Se mantiene la infrponderación en los bonos del Estado; el aumento previsto de los tipos a largo plazo se ha materializado y puede que vaya a más, pero el ritmo se ralentiza y da paso a una mayor presión alcista en la parte corta de la curva.
- Somos más prudentes con respecto a los *break-evens* de inflación, que han avanzado considerablemente en dos meses y que ahora reflejan bien el repunte de la inflación registrada y el aumento de las expectativas de inflación.
- Se mantiene la opinión optimista sobre el crédito en los mercados maduros y, en particular, sobre la deuda subordinada y el alto rendimiento corporativo.
- Deuda emergente: la capacidad de selección es clave, ya que sus atractivas valoraciones se compensan con una confianza muy débil y la incertidumbre regulatoria. Las perturbaciones del crédito chino ofrecen oportunidades.

## DIVISAS Y METALES PRECIOSOS

- El esperado fortalecimiento del dólar estadounidense se confirmó por debajo de 1,15; el billete verde podría seguir sustentado a corto plazo dada las divergencias en políticas monetarias y las incertidumbres políticas de la zona euro.
- El yen japonés sigue considerándose una buena cobertura contra la volatilidad y la evolución macroeconómica en las carteras en euros.
- Además, mantenemos el optimismo con respecto al renminbi a largo plazo, aunque su reciente apreciación (especialmente, frente al euro) ofrece menos potencial, y podría ser vulnerable a corto plazo frente a la moneda única.
- El resto de divisas de los mercados emergentes seguirán siendo volátiles en este régimen temporal de inflación elevada, aunque podrían empezar a ofrecer oportunidades en 2022, cuando el horizonte se aclare.
- El oro se ha beneficiado recientemente de la sorpresa de la inflación, pero podría verse limitado por el proceso de normalización de la Fed.

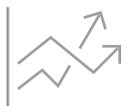
## TABLA DE CONVICCIONES

|                                    | VISIÓN<br>TÁCTICA (CP) | VISIÓN<br>ESTRATÉGICA (LP) |
|------------------------------------|------------------------|----------------------------|
| <b>RENTA FIJA</b>                  |                        |                            |
| <b>DEUDA PÚBLICA</b>               |                        |                            |
| Potencias EUR 10A (Bund)           | =/-                    | =                          |
| Periferia EUR                      | =                      | =/-                        |
| USD 10A                            | =/-                    | =                          |
| EUR breakevens de inflación        | =                      | =                          |
| USD breakevens de inflación        | =/-                    | =                          |
| <b>DEUDA CORPORATIVA</b>           |                        |                            |
| Investment grade EUR               | =                      | =/+                        |
| High yield EUR/BB- y >             | =/-                    | =/+                        |
| High yield EUR/B+ y <              | =/-                    | =                          |
| Bonos de entidades financieras EUR | =                      | =/+                        |
| Investment grade USD               | =                      | =/+                        |
| High yield USD/BB- y >             | =/-                    | =/+                        |
| High yield USD/B+ y <              | =/-                    | =                          |
| <b>DEUDA EMERGENTE</b>             |                        |                            |
| Deuda pública moneda fuerte        | =                      | =/+                        |
| Deuda pública moneda local         | =/-                    | =                          |
| Deuda corporativa iberoamérica USD | =/-                    | =/-                        |
| Deuda corporativa asia USD         | =/+                    | =/+                        |
| Bonos chinos CNY                   | =                      | +                          |
| <b>RENTA VARIABLE</b>              |                        |                            |
| <b>GEOGRAFÍAS</b>                  |                        |                            |
| Europa                             | +                      | =                          |
| EE.UU.                             | =/+                    | =/+                        |
| Japón                              | =                      | -/=                        |
| Iberoamérica                       | -/=                    | =                          |
| Asia ex-Japón                      | -/=                    | =                          |
| China                              | =                      | +                          |
| <b>ESTILOS</b>                     |                        |                            |
| Growth                             | +                      | +                          |
| Value                              | =/+                    | =                          |
| Calidad                            | -/=                    | =                          |
| Cíclico                            | =                      | =                          |
| Defensivo                          | -/=                    | -/=                        |
| <b>DIVISAS</b>                     |                        |                            |
| EE.UU. (USD)                       | =                      | =/-                        |
| Zona euro (EUR)                    | =/+                    | +                          |
| Reino Unido (GBP)                  | =/-                    | =                          |
| Suiza (CHF)                        | =/-                    | =                          |
| Japón (JPY)                        | =                      | =                          |
| Brasil (BRL)                       | =/-                    | =/-                        |
| China (CNY)                        | =/-                    | +                          |
| Oro (XAU)                          | =                      | =/+                        |

Fuente: Indosuez Wealth Management.

## 08 • Estado del mercado (moneda local)

### VISIÓN GENERAL DE MERCADOS



DATOS A 17 DE NOVIEMBRE DE 2021

| DEUDA PÚBLICA            | RENTABILIDAD | DESDE 4 SEMANAS (EN PBS) | DESDE 1 ENERO (EN PBS) |
|--------------------------|--------------|--------------------------|------------------------|
| Deuda pública EE.UU. 10A | 1,59%        | -6,78                    | 67,57                  |
| Francia 10A              | 0,11%        | -10,20                   | 45,20                  |
| Alemania 10A             | -0,25%       | -12,10                   | 32,40                  |
| España 10A               | 0,49%        | -1,80                    | 44,20                  |
| Suiza 10A                | -0,12%       | -4,50                    | 42,80                  |
| Japón 10A                | 0,07%        | -1,50                    | 5,70                   |

| DEUDA                       | ÚLTIMO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|-----------------------------|--------|-----------------|---------------|
| Deuda pública emergente     | 41,46  | -2,06%          | -8,38%        |
| Deuda pública EUR           | 219,79 | 0,33%           | -1,07%        |
| Deuda corporativa EUR (HY)  | 213,64 | 0,42%           | 3,18%         |
| Deuda corporativa USD (HY)  | 328,93 | -0,15%          | 3,38%         |
| Deuda pública EE. UU.       | 320,12 | -0,09%          | -1,77%        |
| Deuda corporativa emergente | 51,22  | -0,70%          | -3,54%        |

| DIVISAS | ÚLTIMO SPOT | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---------|-------------|-----------------|---------------|
| EUR/CHF | 1,0508      | -1,86%          | -2,82%        |
| GBP/USD | 1,3487      | -2,44%          | -1,34%        |
| USD/CHF | 0,9286      | 1,06%           | 4,90%         |
| EUR/USD | 1,1319      | -2,85%          | -7,34%        |
| USD/JPY | 114,08      | -0,20%          | 10,49%        |

| ÍNDICE DE VOLATILIDAD | ÚLTIMO | DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS) | DESDE 1 ENERO (PUNTOS) |
|-----------------------|--------|--------------------------|------------------------|
| VIX                   | 17,11  | 1,62                     | -5,64                  |

| ÍNDICES BURSÁTILES                        | ÚLTIMO PRECIO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---|---------------|-----------------|---------------|
| S&P 500 (EE.UU.)                          | 4.688,67      | 3,36%           | 24,83%        |
| FTSE 100 (Reino Unido)                    | 7.291,20      | 0,94%           | 12,86%        |
| Stoxx Europe 600                          | 489,95        | 4,23%           | 22,79%        |
| Topix                                     | 2.038,34      | 0,53%           | 12,95%        |
| MSCI World                                | 3.221,03      | 2,33%           | 19,74%        |
| Shanghai SE Composite                     | 4.885,75      | -0,50%          | -6,25%        |
| MSCI Emerging Markets                     | 1.286,87      | -1,10%          | -0,34%        |
| MSCI Latam (América Latina)               | 2.113,63      | -5,17%          | -13,79%       |
| MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África) | 291,47        | -2,59%          | 20,81%        |
| MSCI Asia Ex Japan                        | 826,90        | -0,59%          | -1,90%        |
| CAC 40 (Francia)                          | 7.156,85      | 6,73%           | 28,92%        |
| DAX (Alemania)                            | 16.251,13     | 4,69%           | 18,46%        |
| MIB (Italia)                              | 27.824,94     | 4,68%           | 25,15%        |
| IBEX (España)                             | 8.993,40      | -0,27%          | 11,39%        |
| SMI (Suiza)                               | 12.600,15     | 4,89%           | 17,72%        |

| MATERIAS PRIMAS                 | ÚLTIMO PRECIO | DESDE 4 SEMANAS | DESDE 1 ENERO |
|---------------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Varilla de acero (USD/Tonelada) | 4.362,00      | -21,73%         | 3,36%         |
| Oro (USD/Onza)                  | 1.867,48      | 4,79%           | -1,63%        |
| Crudo WTI (USD/Barril)          | 78,36         | -6,57%          | 61,50%        |
| Plata (USD/Onza)                | 25,17         | 2,95%           | -4,71%        |
| Cobre (USD/Tonelada)            | 9.406,50      | -7,65%          | 21,12%        |
| Gas natural (USD/MMBtu)         | 4,82          | -6,85%          | 89,68%        |

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

### RENTABILIDADES MENSUALES, EXCLUYENDO DIVIDENDOS

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- Stoxx Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

|  | AGOSTO 2021 | SEPTIEMBRE 2021 | OCTUBRE 2021 | DESDE 4 SEMANAS | 01.01.2021 A 17.11.2021 |
|--|-------------|-----------------|--------------|-----------------|-------------------------|
|  | 3,26%       | 3,54%           | 6,91%        | 4,23%           | 24,83%                  |
|  | 3,14%       | 1,26%           | 5,59%        | 3,36%           | 22,79%                  |
|  | 2,90%       | 0,30%           | 4,55%        | 2,33%           | 20,81%                  |
|  | 2,42%       | -0,47%          | 2,43%        | 0,94%           | 19,74%                  |
|  | 2,35%       | -3,41%          | 2,13%        | 0,53%           | 12,95%                  |
|  | 2,08%       | -4,25%          | 1,32%        | -0,50%          | 12,86%                  |
|  | 1,98%       | -4,29%          | 0,93%        | -0,59%          | -0,34%                  |
|  | 1,24%       | -4,36%          | 0,87%        | -1,10%          | -1,90%                  |
|  | 0,21%       | -4,76%          | -1,43%       | -2,59%          | -6,25%                  |
|  | -0,12%      | -11,39%         | -5,38%       | -5,17%          | -13,79%                 |

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

MÁS RENTABLE  
+

MENOS RENTABLE  
-



**AIE:** Agencia Internacional de la Energía.

**ASG (ESG, en inglés):** Sistema de calificación extrafinanciera de las compañías en los ámbitos del medio ambiente, social y de la gobernanza que permite evaluar la sostenibilidad y el impacto ético de la inversión en una empresa.

**BCE:** Banco Central Europeo, que rige el euro y la política monetaria de los países miembros del euro.

**Blockchain:** tecnología de almacenamiento y transmisión de información que adopta la forma de una base de datos que posee la particularidad de ser compartida simultáneamente con todos sus usuarios y que, por lo general, no depende de ningún organismo central.

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

**BPA:** Beneficio Por Acción.

**Brent:** Tipo de petróleo, a menudo utilizado como índice de referencia del precio del petróleo en Europa.

**Combinación de políticas (policy-mix):** Estrategia económica que un Estado adopta en función del contexto y de sus objetivos, y que consiste básicamente en combinar política monetaria y política fiscal.

**Deflación:** Lo contrario de la inflación; a diferencia de esta, se caracteriza por una caída duradera y sostenida del nivel general de precios.

**Diferencial crediticio (spread):** Diferencia entre dos activos, típicamente entre dos tipos de interés, como pueden ser los de la deuda corporativa y la deuda pública.

**Duración:** Mide la sensibilidad de un valor de renta fija o de un fondo de renta fija a las variaciones de tipos de interés y se expresa en años. Cuanto mayor es la duración de un valor de renta fija, mayor es la sensibilidad de su precio a toda variación de tipos de interés.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes):** Término anglosajón que designa los beneficios producidos antes de intereses financieros e impuestos sobre el beneficio. Computa los beneficios y les resta los gastos de explotación, por lo que también corresponde al "beneficio de explotación".

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation):** El EBITDA computa los ingresos netos antes de deducirle intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Se utiliza para medir la rentabilidad de explotación de una empresa antes de detraerle gastos que no sea explotación y otras pérdidas que no se produzcan en efectivo.

**Economías de escala:** Disminución del coste unitario de un producto que una empresa obtiene al aumentar el volumen de producción.

**Estancamiento secular:** Se refiere a un periodo prolongado de crecimiento económico débil o nulo.

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos, esto es, el banco central de los Estados Unidos.

**FMI:** Fondo Monetario Internacional.

**FOMC (Federal Open Market Committee):** Órgano de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

**GIEC:** Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático.

**Gig economy:** Sistema basado en el trabajo flexible, temporal o por cuenta propia.

**IPC (índice de precios de consumo):** El IPC estima el nivel de precios generales que afronta un hogar tipo según la cesta de consumo medio de bienes y servicios. El IPC suele ser el medidor de inflación de precios más común.

**IRENA:** Agencia Internacional de Energías Renovables.

**ISM:** Institute for Supply Management, Instituto de Gestión de Suministros en español.

**ISR:** Inversión sostenible y responsable.

**Japonización de la economía:** Se refiere al estancamiento al que se ha enfrentado la economía japonesa en las últimas tres décadas y suele aplicarse en referencia al temor de los economistas a que otros países desarrollados sigan su ejemplo.

**Metaverso:** Mundo virtual ficticio (del inglés «metaverse», contracción de «meta universe», es decir, metauniverso). El término se utiliza habitualmente para describir una versión futura de Internet en la que los espacios virtuales, persistentes y compartidos son accesibles mediante interacción 3D.

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**Oligopolio:** Situación en la que, en un mercado, existe un número reducido de oferentes (vendedores) que disponen de cierto poder de mercado y un gran número de demandantes (clientes).

**OMC:** Organización Mundial del Comercio.

**OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo, que cuenta con 14 miembros.

**OPEP+:** OPEP más otros 10 países, entre los que destacan Rusia, México y Kazajistán.

**PIB (producto interior bruto):** El PIB mide la producción anual de bienes y servicios de los agentes económicos establecidos dentro del territorio nacional de un país.

**PMI:** Índice de directores de compras o, por su sigla en inglés, PMI (Purchasing Manager Index).

**Punto básico (pb):** Un punto básico equivale a 0,01%.

**Punto de equilibrio de la inflación («inflation breakeven» en inglés):** Nivel de inflación que equilibra los rendimientos de los bonos nominales y los bonos vinculados a la inflación (de idéntico vencimiento y calidad). En otras palabras, es el nivel de inflación para el que a un inversor le resulta indiferente mantener un bono nominal o un bono vinculado a la inflación. Por lo tanto, representa las expectativas de inflación en una zona geográfica para un determinado vencimiento.

**Pricing power:** Expresión anglosajona que designa la capacidad de una compañía o marca para aumentar sus precios sin que afecte a la demanda de sus productos.

**Quantitative Easing (QE) o expansión cuantitativa:** Término anglosajón que designa un instrumento de política monetaria por el que un banco central adquiere activos tales como bonos, encaminado a inyectar liquidez en la economía.

**SEC (Securities and Exchange Commission):** La SEC es una agencia federal independiente encargada del apropiado funcionamiento de los mercados de valores de Estados Unidos.

**Tipo swap de inflación a 5 años dentro de 5 años:** Indicador de mercado sobre las expectativas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Ofrece una visión de cómo pueden cambiar las expectativas de inflación en el futuro.

**Uberización:** Término inspirado en el nombre de la empresa estadounidense Uber, que desarrolla y opera plataformas digitales para conectar a conductores y usuarios. Designa a un nuevo modelo de negocio que aprovecha las nuevas tecnologías digitales y que forma parte de la economía colaborativa al poner en contacto directo a clientes y proveedores de servicios, con costes reducidos y precios más bajos.

**VIX:** Índice de volatilidad implícita del índice S&P 500. Mide las previsiones de los operadores del mercado acerca de la volatilidad a 30 días, según las opciones de índices. amplitud de las variaciones futuras de los mercados.

**WTI (West Texas Intermediate):** Junto con el Brent, el WTI es un índice de referencia de los precios del crudo. El crudo WTI se produce en Estados Unidos y es una mezcla de varios petróleos.

## EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Este documento titulado "Monthly House View" (la "Guía Informativa") se emite únicamente con fines de comunicación publicitaria.

Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management.

La información publicada en la Guía Informativa no ha sido revisada ni está sujeta a la aprobación ni a la autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

La Guía Informativa no está destinada ni dirigida a las personas de ningún país en concreto.

La Guía Informativa no está destinada a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o las normativas aplicables.

Este documento no constituye ni contiene una oferta o una invitación para comprar o vender instrumentos y/o servicios financieros. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno una estrategia, una recomendación o un asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, un asesoramiento legal o fiscal, un asesoramiento de auditoría u otro asesoramiento de naturaleza profesional. No se realiza ninguna declaración en el sentido de que las inversiones o las estrategias sean adecuadas y apropiadas a las circunstancias individuales ni que las inversiones o las estrategias constituyan un asesoramiento de inversión personalizado para ningún inversor.

Salvo que se indique lo contrario, la fecha correspondiente del documento es la fecha de edición que consta en la última página del presente aviso legal. La información contenida en el presente documento se basa en fuentes consideradas fiables. Hacemos cuanto está en nuestras manos para garantizar la oportunidad, la exactitud y la integridad de la información contenida en este documento. Toda la información, así como el precio, las valoraciones de mercado y los cálculos indicados en el presente documento pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades y los precios pasados no son necesariamente un indicador de las rentabilidades y los precios futuros.

Entre los riesgos, cabe citar los riesgos políticos, los riesgos de crédito, los riesgos cambiarios, los riesgos económicos y los riesgos de mercado. Antes de realizar toda transacción, debe consultarla con su asesor de inversiones y, cuando sea necesario, obtener asesoramiento profesional independiente con respecto a los riesgos, así como a las consecuencias jurídicas, reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. Se le recomienda acudir a sus asesores habituales para tomar sus decisiones de forma independiente, a la luz de sus circunstancias financieras particulares, y de su experiencia y conocimientos financieros.

Los tipos de cambio de las divisas pueden afectar negativamente al valor, al precio o a los rendimientos de la inversión cuando esta se realice en la moneda base del inversor y se convierta después de nuevo a ella.

CA Indosuez, sociedad de nacionalidad francesa, matriz de la actividad de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus filiales o entidades vinculadas, esto es, CA Indosuez, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus filiales, sucursales y oficinas de representación respectivas, dondequiera que estén, operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás entidades de Indosuez Wealth Management se designarán individualmente el «Entidad», y conjuntamente, los «Entidades».

Las Entidades o sus accionistas, así como los accionistas, las filiales y, en general, las sociedades del grupo Crédit Agricole SA (el "Grupo") y, respectivamente, sus cargos sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en la Guía Informativa, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o al garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o tratar de prestar servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o desde ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en la Guía Informativa, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Algunos productos, servicios e inversiones, incluida la custodia, pueden estar sujetos a restricciones legales y normativas o pueden no estar disponibles en todo el mundo sin restricciones teniendo en cuenta la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado. En particular, todos los productos o los servicios descritos en la Guía Informativa no son aptos para residentes en Estados Unidos de América y Canadá. Los productos y los servicios podrán ser ofrecidos por las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y sus precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables, y con supeidación a las licencias que hayan obtenido. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

Para mayor información, contacte con su gestor personal.

De conformidad con la normativa aplicable, cada Entidad pone a disposición la Guía Informativa:

- **En Francia:** esta publicación es distribuida por CA Indosuez, sociedad anónima con un capital de 584.325.015 EUR, entidad de crédito y corredora de seguros inscrita en el Registro de Intermediarios de Seguros con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171635, con domicilio social sito en 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución y de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.
- **En Luxemburgo:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe), una sociedad anónima (société anonyme) de derecho luxemburgués con un capital social de 415.000.000 euros, con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, una entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **En España:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisada por el Banco de España (www.bde.es) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, www.cnmv.es), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europa), entidad de crédito debidamente registrada en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Dirección: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (España), registrada en el Banco de España con el número 1545. Inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Madrid, con el número T.30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF: W-0182904-C.
- **En Bélgica:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, situada en 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Registro Mercantil de Bruselas con el número 0534 752 288, registrada en el Banque-Carrefour des Entreprises (base de datos de empresas belgas) con el número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruselas), sucursal de CA Indosuez Wealth (Europe), con domicilio social en 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B91.986, entidad de crédito autorizada establecida en Luxemburgo y supervisada por el regulador financiero luxemburgués, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **En Italia:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con domicilio sito en Piazza Cavour 2, Milán (Italia), inscrita en el registro de bancos gestionado por Banca di Italia con el número 5412, código fiscal, Registro Mercantil de Milán, identificación de IVA n.º 09535880158, Repertorio Económico Administrativo número MI-1301064.
- **Dentro de la Unión Europea:** la Guía Informativa podrá ser distribuida por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la libre prestación de servicios.
- **En Mónaco:** la Guía Informativa es distribuida por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56500341.
- **En Suiza:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra y por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellí 3, 6900 Lugano, y sus sucursales y/o agencias suizas. La Guía Informativa es material comercial y no es el producto de un análisis financiero según el significado que se le atribuye a este concepto en las directivas de la Asociación de la Banca Suiza (SBA) relativas a la independencia de análisis financieros, en el sentido previsto en la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables a la Guía Informativa.
- **En Hong Kong Región Administrativa Especial:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en la Guía Informativa constituye una recomendación de inversión. La Guía Informativa no ha sido remitida a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. La Guía Informativa y los productos que se puedan mencionar en ella no han sido autorizados por la SFC en el sentido de lo dispuesto en los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571) (SFO). La Guía Informativa solo puede ser distribuida a Inversores profesionales (tal como vienen definidos en la SFO, y la Normativa de valores y futuros (Inversores profesionales)(Cap. 571D)).
- **En Singapur:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, la Guía Informativa solo se dirige a aquellas personas consideradas de elevado patrimonio, de conformidad con la directriz n.º FAA-G07 de la autoridad monetaria de Singapur, o a inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, tal como vienen definidos en la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), capítulo 289, de Singapur. Para toda consulta acerca de la Guía Informativa, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- **En Dubái:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **En Abu Dabi:** la Guía Informativa es distribuida por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street-Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos). CA Indosuez (Switzerland) SA opera en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU. De conformidad con las normas y los reglamentos aplicables en los EAU, la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Guía Informativa no constituye una oferta a ninguna persona en concreto ni al público general, ni es una invitación a presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisada ni autorizada por el banco central ni ninguna otra autoridad reglamentaria de los EAU.
- **Otros países:** puede que el ordenamiento jurídico de otros países también restrinja la distribución de esta publicación. Las personas en cuyo poder obre esta publicación deberían informarse sobre posibles restricciones legales y atenerse a ellas.

La Guía Informativa no puede fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 22.11.2021.

Los bancos del Grupo Indosuez Wealth Management también están preparando para la sustitución o reestructuración de tipos de interés interbancarios como el libor, euribor y eonia, cuyo procedimiento de cálculo va a reforzarse considerablemente, según han decidido las autoridades de supervisión y los grupos bancarios de los grandes mercados financieros. A nivel europeo, en octubre de 2019 el BCE ha comenzado a publicar el €STR (tipo europeo a corto plazo), que coexistirá con el eonia hasta diciembre de 2021 y al cual sustituirá en enero de 2022. Por lo que respecta al euribor, el Instituto Europeo de Mercados Monetarios confirmó en noviembre de 2019 que el período de transición hacia el euribor híbrido había concluido, avanzando hacia su total reestructuración de aquí a diciembre de 2021. Cada tipo "libor" (como, por ejemplo, el libor en dólares estadounidenses) será objeto de revisión de aquí a finales de 2021. Así, el Banco Nacional Suizo anunció en junio de este año la introducción de su propio tipo oficial en francos suizos (CHF), calcado del SARON (Swiss Average Rate Overnight), con el fin de crear tipos a largo plazo referenciados también a este índice. El Grupo Indosuez Wealth Management sigue con gran atención todas estas reformas, en el marco de un sistema específico para hacer frente a los efectos jurídicos, comerciales y operativos relacionados. De momento, estos cambios no requieren media alguna por su parte por lo que respecta a sus operaciones de financiación o inversión indexadas a los tipos de referencia correspondientes. Una vez se conozca el procedimiento de sustitución, le proporcionaremos información adicional. Su responsable de cuenta se encuentra a su total disposición para responder a sus preguntas.

