

# MONTHLY HOUSE VIEW

Material comercial - Enero de 2022

Focus

Francia: una recuperación estelar en la zona euro

• Índice

01• Editorial	P3
¿QUÉ PODEMOS ESPERAR EN 2022?	
02• Focus	P4
FRANCIA: UNA RECUPERACIÓN ESTELAR EN LA ZONA EURO	
03• Macroeconomía	P6
UN PAISAJE ECONÓMICO DESDIBUJADO POR LA VARIANTE ÓMICRON	
04• Renta fija	P8
ESPERAMOS UNA RALENTIZACIÓN DE LA INFLACIÓN EUROPEA Y ESTADOUNIDENSE A MEDIADOS DE 2022	
05• Renta variable	P10
CON LA MIRADA PUESTA EN 2022	
06• Divisas	P12
EL YUAN GANA LA CARRERA DE LAS DIVISAS EN 2021	
07• Asignación de activos	P14
CONVICCIONES CLAVE PARA 2022	
08• Estado del mercado	P16
VISIÓN GENERAL DE MERCADOS	
09• Glosario	P17
Exención de responsabilidad	P18



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Estimado/a lector/a:

Al cerrar 2021, un año de buenos resultados y muchas sorpresas, nos centramos ahora en lo que puede depararnos 2022.

Un año de normalización. En primer lugar, porque esperamos que la tasa de inflación vuelva gradualmente a niveles más normales, aunque tardará más de lo previsto; en segundo lugar, porque las cadenas de suministro deberían empezar a volver a funcionar con más fluidez; y, por último, porque la política económica debería volver a una postura más neutral, con el fin del «cuanto sea necesario» y del apoyo monetario.

Un año de moderación. Esto significa unas perspectivas de crecimiento más modestas y unas expectativas de crecimiento de los beneficios más acordes con las medias a largo plazo. La economía y los mercados financieros están cambiando de ritmo, y pasan de una recuperación rápida (en la que todas las clases de activos van bien) a una trayectoria más tradicional, en la que se espera un aumento de la descorrelación entre la renta variable y la renta fija, como vimos por primera vez a principios de 2021.

Un año de diferenciación. Con unas perspectivas de crecimiento de los beneficios más moderadas, es probable que se amplíe la brecha de rendimiento entre sectores y valores, lo que sin duda beneficiará a los líderes del poder de fijación de precios, con márgenes son más resistentes, así como a los pioneros en una disrupción tecnológica que parece acelerarse día tras día.

Un año de diversificación. Uno de los riesgos que a menudo se plantean en el mercado estadounidense es la gran concentración en un número reducido de acciones, un reflejo del síndrome «todo para el ganador» en los índices de mercado. Algunos de estos agentes alcanzaron sus máximos hace varios trimestres y, este año, los mercados bursátiles chinos nos han demostrado que comprar las mayores capitalizaciones de los índices no es necesariamente la mejor opción (sobre todo, cuando los fundamentales ya no son lo que deberían ser). Así, los inversores bien informados podrán repartir adecuadamente sus riesgos y gestionarlos activamente.

Aunque todavía estamos a tiempo de formular deseos para el año que viene, tras un año de resultados muy positivos en los mercados, sólo podemos esperar que los bancos centrales sean capaces de capear este entorno de transición sin cometer grandes errores de comunicación. En muchos sentidos, parece que estaremos caminando en la cuerda floja entre el riesgo inflacionario y el riesgo de crecimiento en 2022. Por lo tanto, ¡esperemos que 2022 no traiga consigo decepción ni desilusión!

Les deseamos a todos una feliz lectura y unas felices fiestas.

## FRANCIA: UNA RECUPERACIÓN ESTELAR EN LA ZONA EURO

La contracción de la economía francesa en 2020 fue la más acusada desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, el país se ha recuperado gracias a una respuesta gubernamental «rápida y eficaz» que situará a la economía francesa en su nivel anterior a la pandemia a partir de finales de 2021. Además de ser un año electoral, se espera que 2022 sea un año de normalización económica similar a la de otros países desarrollados.

### LA RELAJACIÓN DE LAS RESTRICCIONES HA IMPULSADO LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Aunque la paralización de la economía mundial y las restricciones sanitarias impuestas en Francia costaron al país 8 puntos de crecimiento en 2020, la envergadura de las medidas de estímulo y la reapertura de la economía a partir del 2T de 2021 llevaron a un marcado repunte de la actividad (+1,3% en el 2T y +3% en el 3T). Para todo el año 2021, el crecimiento se estima en torno al 6,5%, lo que sitúa a Francia a la cabeza de la recuperación económica entre los países centrales de la zona euro (Alemania, Italia y España). Aún mejor, Francia se ha convertido en la primera de estas cuatro naciones en volver a su nivel prepandemia, lo que puede resultar sorprendente si tenemos en cuenta que Francia es el primer destino turístico del mundo.

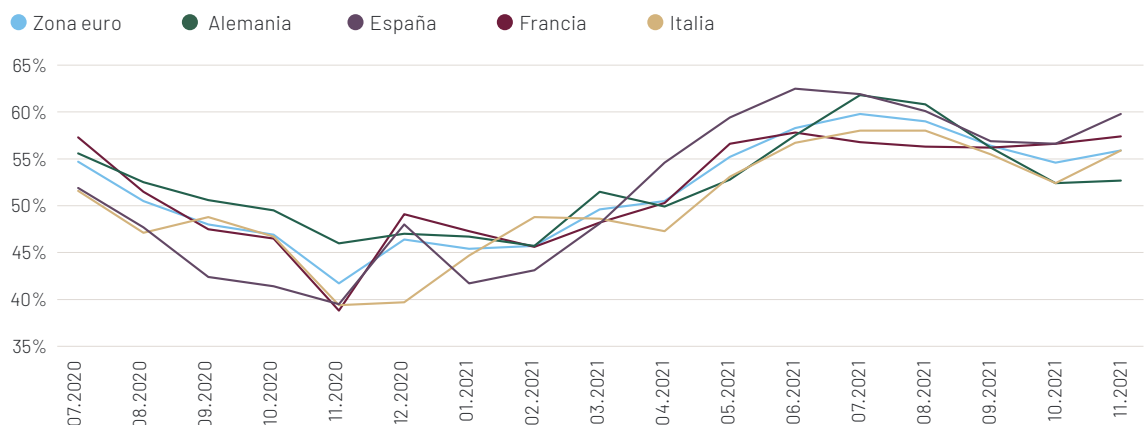
La estrategia del Gobierno de flexibilizar las restricciones sanitarias a partir de mayo de 2021 y, por lo tanto, de aumentar la movilidad manteniendo a raya el riesgo de una aceleración significativa de la epidemia, permitió impulsar el consumo (+5% en el 3T).

No es de extrañar que haya sido la capacidad de resistencia de los sectores de servicios la que haya impulsado la actividad económica últimamente, a diferencia de los países vecinos (gráfico 1). Además, aunque el clima empresarial ha alcanzado niveles récord en la última década, la inversión de los hogares y de las empresas no financieras ha sido un auténtico factor de apoyo: este componente ha vuelto a su nivel prepandemia desde marzo.

### SI 2021 FUE EL AÑO DE «CUANTO SEA NECESARIO», ¿QUÉ NOS ESPERA EN 2022?

En los últimos 20 meses, el Gobierno francés ha gastado 134.000 millones de euros en medidas de emergencia. Aunque estas ayudaron a conservar la capacidad de consumo familiar en 2021, también contribuyeron a proteger el empleo. La tasa de desempleo ha vuelto a su nivel anterior a la crisis del 8%; el ímpetu de la contratación ha resultado ser especialmente sólido, pero no se ha traducido en subidas salariales significativas (entre el 2% y el 3% de media en 2021).

GRÁFICO 1: UN SECTOR DE SERVICIOS FRANCÉS RESISTENTE GRACIAS A UN EQUILIBRIO ADECUADO EN LA RELAJACIÓN DE LAS RESTRICCIONES, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



La contrapartida de este gasto fiscal es un mayor déficit público, del 9,1% del PIB en 2020 y del 8,4% previsto para 2021, y un aumento del ratio de deuda/PIB del 97,6% prepandemia a casi el 115% este año.

Aunque 2022 marcará el fin de la postura “cuanto sea necesario”, se espera que el apoyo fiscal siga siendo elevado, ya que el Gobierno prevé un déficit público del 4,8% el próximo año y una deuda pública del 114% del PIB. En particular, los planes de emergencia darán paso a los planes de estímulo a largo plazo: en 2022 todavía quedan por gastar 30.000 millones de euros de los 100.000 millones del plan France Relance —uno de los mayores planes nacionales de Europa (en porcentaje del PIB), que se incorpora al plan europeo NextGenerationEU—, lo que no incluye el gasto público vinculado al plan de inversiones France 2030, aprobado en octubre y dotado de 30.000 millones de euros.

- Aunque la inflación, actualmente en el 2,8% interanual (2,3% estimado para todo 2022), no se acerca a los niveles observados en EE. UU., se caracteriza por una fuerte aceleración de los precios de la energía, incluida la electricidad, lo que podría ampliar el abismo entre el aumento real del poder adquisitivo y la percepción de los hogares y, por lo tanto, limitar el consumo.
- Mantener el poder adquisitivo a nivel macroeconómico oculta las disparidades a nivel microeconómico: los hogares con mayores ingresos acumulan más ahorro, ya que su propensión al consumo es mucho menor.
- Las últimas noticias en el ámbito sanitario podrían mermar la confianza de los hogares y, en última instancia, estabilizar la tasa de ahorro en un nivel elevado (cerca del 18% actualmente, frente al 15% de media antes de la crisis, véase el gráfico 2), lo que retrasaría el impacto positivo que se espera del desahorro de los hogares franceses.

En segundo lugar, aunque los problemas de la cadena de suministro parecen estar remitiendo, no estamos fuera de peligro, ya que una reducción de la movilidad por posibles nuevas restricciones sanitarias podría volver a reducir la actividad.

Por último, señalamos el riesgo relativo al impacto de las elecciones presidenciales sobre la política económica y la confianza de los inversores. Aunque damos poca importancia a la hipótesis de que gane un candidato extremista y que perjudique las perspectivas económicas del país, podríamos ver que algunas empresas permanecen a la expectativa en sus proyectos de inversión en el 1T de 2022.

Continuará.



**170.000**  
MILLONES  
DE EUROS:

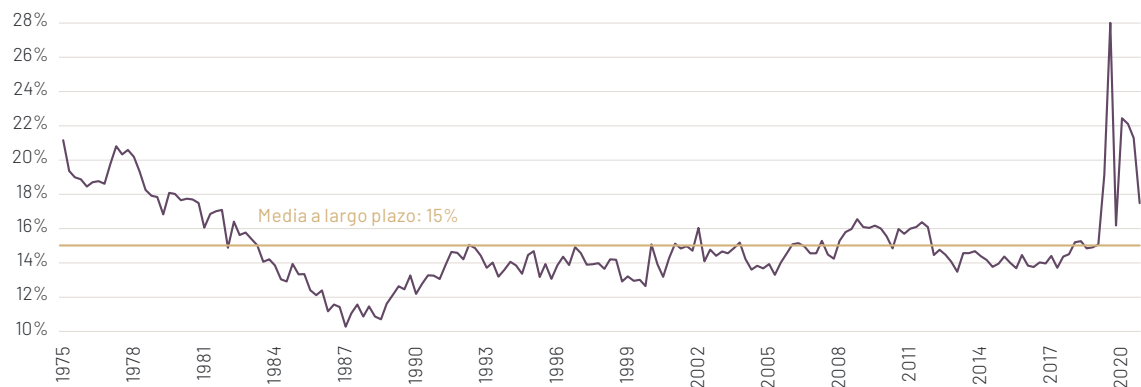
el excedente de  
ahorro acumulado  
por los hogares  
franceses  
a fin de 2021

## VARIOS FACTORES QUE HAY QUE OBSERVAR EN 2022

Se espera que el crecimiento francés se sitúe en torno al 4% en 2022, todavía muy por encima de la tendencia a largo plazo y del crecimiento potencial, pero esta estimación podría revisarse al alza o a la baja por diversos motivos.

En primer lugar, se espera que el excedente de ahorro acumulado por los hogares franceses supere los 170.000 millones de euros a fin de 2021, según el Banco de Francia, lo que otorga un sesgo alcista al crecimiento, ya que es probable que impulse el consumo. Por ejemplo, la utilización del 20% de este excedente podría aportar 0,9 puntos del PIB en 2022. Sin embargo, existe una serie de factores de riesgo:

GRÁFICO 2: LA UTILIZACIÓN DEL EXCEDENTE DE AHORRO DE LOS HOGARES  
SESGA AL ALZA EL CRECIMIENTO FRANCÉS EN 2022, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## UN PAISAJE ECONÓMICO DESDIBUJADO POR LA VARIANTE ÓMICRON

Se espera que la actividad económica de EE. UU. repunte en el 4T, tras la desaceleración del 3T. Por otro lado, la nueva oleada de contagios y la identificación de la nueva variante ómicron constituyen un riesgo bajista en Europa, que podría extenderse hasta principios de 2022, y la situación también podría volver a pesar en las cadenas de suministro si Asia se viera afectada.

### EE. UU.: IMPULSO EN EL 4T ANTES DE LA NORMALIZACIÓN DEL PRÓXIMO AÑO

Tras un 3T débil debido a los efectos de la pandemia y las limitaciones de la oferta, la actividad debería repuntar para terminar el año al alza, ya que los indicadores *nowcast* del PIB de la Fed de Atlanta estiman que el crecimiento anualizado de EE. UU. podría llegar al 7,2% en el 4T. Este ímpetu podría verse impulsado por un consumo sólido y continuado, gracias al excedente de ahorro actual y a la creación de empleo. Aunque en noviembre esta cifra fue decepcionante (+210.000 nuevos puestos de trabajo frente a los 550.000 previstos), la encuesta de hogares ofreció una imagen diferente: una disminución del desempleo del 4,6% al 4,2%. Por lo tanto, cabría esperar una revisión del aumento de la creación de empleo en las próximas publicaciones.

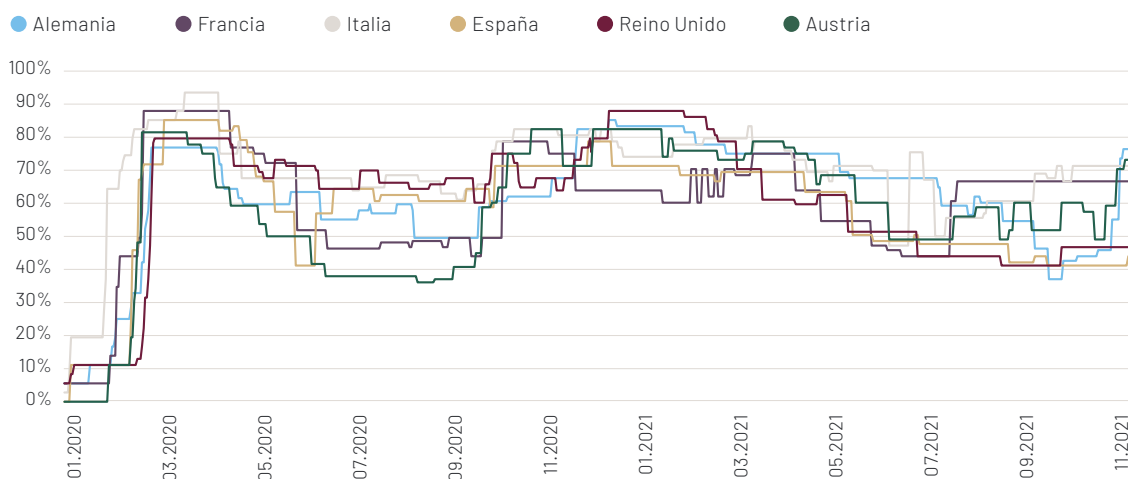
Este dinamismo del mercado laboral ha generado un aumento de los salarios hasta el 4,8%. Aunque estos resultados aún no generan efectos secundarios sobre la inflación, la subida anual de los precios ha seguido acelerándose (+6,8% en noviembre) y sigue siendo cada vez más generalizada.

No cambiamos drásticamente la hipótesis para 2022, ya que aún se prevé que la inflación se estabilice en un nivel elevado y comience a revertir en el 2T de 2022, aunque seguirá muy por encima del objetivo del banco central. No obstante, existe riesgo al alza, ya que puede que los trastornos de la cadena de suministro persistan al final durante más tiempo debido al repunte de la epidemia, a pesar de algunas señales alentadoras en los precios de los fletes y la disminución de los retrasos de los proveedores.

### EUROPA: LA VARIANTE ÓMICRON SUPONE VOLATILIDAD MACROECONÓMICA A CORTO PLAZO

Aunque la actividad en Europa ha resistido bastante bien en los últimos meses, esta quinta oleada de COVID-19, unida a la aparición de la variante ómicron, más contagiosa, ha empañado las perspectivas a corto plazo de la región. Esta situación ha frenado la reapertura gradual observada en los últimos seis meses, con una inflexión a la baja en los índices de movilidad de algunos países (gráfico 3), lo que podría retrasar el desahorro de los hogares y el reequilibrio del consumo de bienes a servicios.

GRÁFICO 3: EL ÍNDICE DE RIGOR DE LA COVID-19  
VUELVE A REPUNTAR EN ALGUNOS PAÍSES EUROPEOS, %



Fuentes: Our World in Data, Indosuez Wealth Management.



La tasa de desempleo estadounidense cayó del

4,6%  
al 4,2%

También debería notarse en las próximas publicaciones de las encuestas de clima empresarial y de hogares, lo que implicaría un riesgo en la dinámica económica de los próximos meses.

Sin embargo, este riesgo parece estar limitado por la experiencia de los Gobiernos y la eficacia de las vacunas: por lo tanto, confirmamos la hipótesis de crecimiento elevado en 2022, por encima del potencial, pero por debajo de 2021.

Al mismo tiempo, la inflación, que se sitúa en el 4,9% en la zona euro y se caracteriza, sobre todo, por la subida de los precios de la energía, podría alcanzar un máximo en los próximos meses antes de volver también a niveles más normales, aunque seguirá por encima del umbral del 2%. Por último, aunque el mercado de trabajo sigue siendo dinámico, la escasez de mano de obra continúa limitada a determinados sectores y no está llevando un aumento preocupante de los salarios; con la excepción, en cierta medida, del Reino Unido, donde los salarios suben más de un 4% interanual, lo que probablemente refleje también las implicaciones del Brexit.

## CHINA: ESTABILIZAR EL CRECIMIENTO ES LA CLAVE

Más al este, se espera que el crecimiento alcance el 6%-7% anualizado en el 4T, ya que se han observado ciertos signos de mejora en el sector manufacturero en relación con el reciente aumento de la producción de energía, así como en las exportaciones, como reflejan las últimas cifras alentadoras del comercio mundial. El principal riesgo para el crecimiento del próximo año sigue siendo la ralentización del sector inmobiliario, ya que todas las semanas oímos hablar de nuevas dificultades de los promotores inmobiliarios y ahora de la quiebra, ya oficial, de Evergrande. El otro riesgo, más general para toda Asia, se deriva de la epidemia: la posibilidad de que esta vuelva a afectar a las líneas de producción y retrase las políticas de convivencia con la COVID-19, como en Corea del Sur.

En este contexto, por otra parte, llegan buenas noticias del banco central de China (PBoC): tras bajar su coeficiente de reservas obligatorias, ahora parece más inclinado a apoyar su economía y se prevé que siga priorizando las medidas de apoyo monetario dirigidas a las PYME y a la inversión verde.

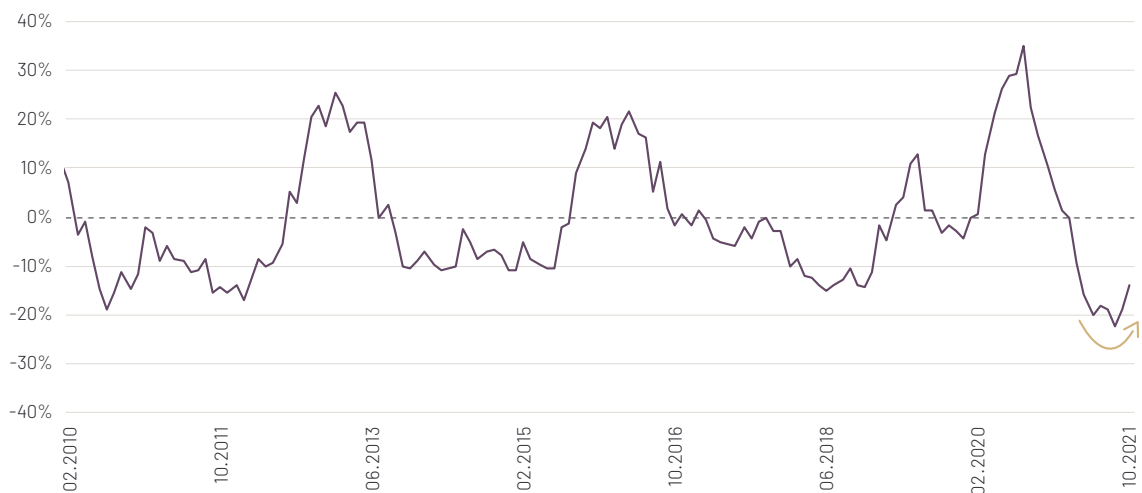
Esta señal acomodaticia, que contrasta con lo que se observa en el mundo desarrollado, se refleja también en el impulso crediticio chino (gráfico 4), que ahora parece estar tocando fondo: una evolución algo más alentadora para el año 2022.



## EL BANCO CENTRAL DE CHINA

parece más inclinado a apoyar su economía

GRÁFICO 4: EL IMPULSO CREDITICIO DE CHINA PUEDE HABER TOCADO FONDO, VARIACIÓN A 6 MESES, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## ESPERAMOS UNA RALENTIZACIÓN DE LA INFLACIÓN EUROPEA Y ESTADOUNIDENSE A MEDIADOS DE 2022

Seguimos esperando una desaceleración significativa el próximo año, aunque no preveemos que los datos se confirmen en los próximos meses. En nuestra hipótesis principal, no vislumbramos un cambio en el régimen de inflación. Sin embargo, los TIPS estadounidenses siguen siendo una herramienta interesante en caso de que se materialice una hipótesis alternativa con una inflación estructural más elevada.



La intención del  
**BCE**  
es seguir  
estimulando  
la economía

### BANCOS CENTRALES

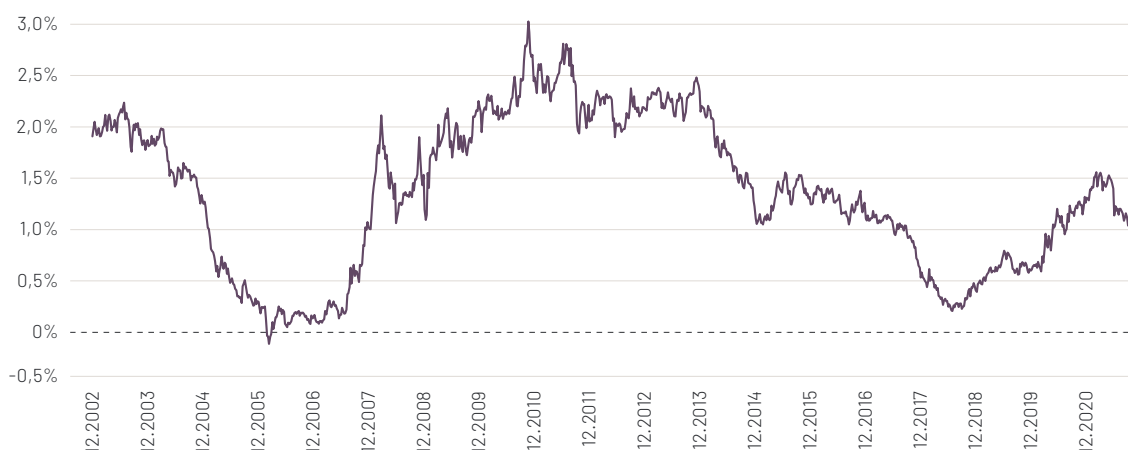
En la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) tiene intención de seguir estimulando la economía de forma agresiva. Las decisiones relativas a la evolución del programa de flexibilización cuantitativa (QE) podrían aplazarse hasta principios de 2022, debido al deterioro de la situación sanitaria en Europa. Preveemos que no habrá subidas de tipos en los próximos años y que se reajustará el programa de compra de activos para hacer frente al final del programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP).

Hasta ahora, la Fed ha sido paciente ante el aumento de la inflación impulsado por la oferta porque creía que este perdería fuerza. Sin embargo, los últimos datos sugieren que, aunque la oferta se recupera, la fuerte demanda está generando condiciones más estrictas. El impulso de las últimas cifras del mercado laboral y de la inflación han llevado a la Fed a acelerar la reducción de las compras de activos, tal como había anunciado, que finalizará entre febrero y mediados de marzo de 2022. Además, los *Dot Plots* mostraron una Fed menos dividida que antes, ahora con 3 subidas de tipos para 2022: más o menos lo que el mercado esperaba y una más que en nuestra hipótesis del mes pasado.

### ESTADOS UNIDOS

La curva de rendimientos estadounidense ha sido más volátil que sus homólogas europeas. Con la caída de los rendimientos a largo plazo y el aumento de los rendimientos a corto, debido a un endurecimiento más firme antes de lo previsto, la curva estadounidense se ha aplanado con fuerza últimamente. El movimiento se ha agravado por la creciente preocupación de que la variante ómicron frene el repunte económico y afecte a los tipos a largo plazo. Este aplanamiento no resulta tan sorprendente si tenemos en cuenta que la Fed es ahora más alcista, aunque sí impresiona su magnitud, ya que la parte 5s30s de la curva estadounidense (gráfico 5) se ha aplanado 85 pb desde marzo, en particular, cuando la Fed ni siquiera ha empezado a endurecer su política. Tras el gran aplanamiento reciente y dada la necesidad de que la Fed transmita su política de endurecimiento a la parte más larga de la curva, preveemos un aumento muy moderado de la pendiente en la parte de la curva 5s30s.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE LA PENDIENTE DE TIPOS ESTADOUNIDENSES 5S30S, %



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



En lo que respecta a los puntos de equilibrio de la inflación, su reciente descenso se debió a los mensajes más alcistas de la Fed, aunque también al entorno de aversión al riesgo. Seguimos esperando una desaceleración significativa el próximo año, aunque no prevemos que los datos se confirmen en los próximos meses.

En nuestra hipótesis principal, no vislumbramos un cambio en el régimen de inflación y creemos que el punto de equilibrio debería retroceder el próximo año. Con fines de cobertura, los TIPS estadounidenses siguen siendo una herramienta interesante en caso de que se materialice una hipótesis alternativa con una inflación estructural más elevada.

## DEUDA CORPORATIVA

Con la nueva oleada de restricciones y el giro indudablemente alcista de la Fed, la clase de activos de crédito ha registrado un rendimiento inferior al esperado. En el caso de los diferenciales de crédito *investment grade* (IG) europeos y estadounidenses, todo el ajuste de los diferenciales de 2021 se desvaneció en el mes pasado. Creemos que es probable que la volatilidad de estos sea mayor el próximo año, dada la incertidumbre que rodea al endurecimiento de la política monetaria. No obstante, esto no cambiará el contexto favorable para el crédito de gran calidad (crecimiento económico por encima de la media, menor oferta de bonos y fuerte demanda). A pesar del ajustado nivel de los diferenciales, tampoco vemos nada que lleve a un aumento. En la deuda subordinada, el segmento híbrido corporativo ha mostrado signos de deterioro, pero recuperará su atractivo, en lo que a la valoración se refiere, cuando se estabilice la volatilidad de los tipos. La nueva oferta y la acumulación de posiciones largas siguen siendo los mayores puntos en contra.

El mes pasado, los diferenciales de *high yield* (HY) europeos y estadounidenses se ampliaron considerablemente, en unos 50 pb. Con una baja morosidad registrada, la escasa previsión de impagos y la mejora de los fundamentales, las estrategias de *carry* siguen siendo muy atractivas.

Hemos rebajado nuestra puntuación estratégica a neutral tanto para el IG europeo como para el estadounidense, principalmente porque prevemos un incremento de la volatilidad de los diferenciales en los próximos años. En cuanto a los segmentos de crédito de mayor riesgo, como el HY de la zona euro, de EE. UU. y los subordinados financieros, hemos decidido elevar la puntuación táctica a neutral tras la reciente ampliación de los diferenciales de crédito.

## MERCADOS EMERGENTES

La clase de activos de crédito emergente continuó su infrarrendimiento. Por primera vez en 2021, el crédito asiático no fue el más rezagado y los diferenciales se ajustaron de forma muy moderada. De hecho, la región latinoamericana fue la que más sufrió, al ser más sensible al aumento de los tipos en EE. UU. y a las presiones inflacionistas. Aunque los indicadores técnicos no son tan favorables como antes, las valoraciones siguen siendo excesivas a pesar de la reciente corrección. En lo que respecta a Asia, el IG del continente y, principalmente, el IG de China ofrecen un cierto repunte de los diferenciales en comparación con el IG de la zona euro y EE. UU. Dadas las recientes medidas del PBoC para sostener el crecimiento y que intensifican la diferenciación crediticia hacia la calidad, hemos decidido elevar la puntuación táctica a neutral. El segmento asiático HY mantiene su gran dependencia de la evolución del sector inmobiliario chino, que sigue bajo tensión. El canal de financiación sigue siendo muy difícil o incluso está cerrado para la gran mayoría de los constructores privados de viviendas. No prevemos un cambio importante en la postura de desapalancamiento de los reguladores. Las declaraciones más conciliadoras del Politburó sobre el sector y las recientes medidas de "relajación" del PBoC han permitido mejorar ligeramente la confianza general, a pesar del creciente número de empresas en quiebra.



Hemos confirmado nuestra opinión positiva sobre la renta variable para 2022, ya que se ve respaldada por un crecimiento económico mundial superior a su potencial a largo plazo, una política de los bancos centrales acomodaticia en líneas generales (a pesar del «*tapering*» de la Fed) y unos rendimientos reales reducidos.



EL CRECIMIENTO  
DEL BPA  
EN 2022  
podría revisarse  
ligeramente  
al alza

Seguimos esperando que los beneficios sean el principal motor de las rentabilidades, de forma similar a 2021, las actuales proyecciones de consenso para el próximo año, en torno al 6%-7% en el MSCI World, podrían revisarse ligeramente al alza. Esta hipótesis sigue dependiendo de la evolución de las crisis sanitarias. No vemos que la reciente variante ómicron suponga un cambio radical para nuestra hipótesis, aun cuando la volatilidad a corto plazo se mantenga elevada.

#### ESTADOS UNIDOS

El S&P 500 se sitúa a un 2% de su máximo histórico de mediados de diciembre, a pesar de un episodio de estrés de los inversores relacionado con el descubrimiento de una nueva variante. Más allá de la COVID-19, los participantes en el mercado siguen preocupados por las noticias sobre la inflación y la reacción de la Fed ante las presiones inflacionistas.

Sin embargo, las empresas estadounidenses son optimistas, gracias a unos balances sólidos y casi 7 billones de dólares en efectivo listo para usar (en dividendos, recompras, capex o adquisiciones). A título de ejemplo, se espera que el capex de las empresas del S&P 500 crezca un 15% en 2022 y que más del 40% de esta inversión se destine a la tecnología. Las recompras también deberían apoyar a los mercados de valores, ya que entre las empresas tecnológicas se encuentran entre los principales sectores que las impulsan, junto con el financiero y el sanitario.

Por otra parte, se espera que el crecimiento del BPA para 2022 se sitúe en torno al 7%, lo que deja cierto margen para una posible mejora.

Por lo tanto, mantenemos nuestra visión optimista respecto a EE. UU., el mejor lugar para apostar por el estilo Crecimiento con una temática de gran poder de fijación de precios. Las valoraciones son elevadas frente al resto del mundo, pero se justifican en gran medida por una mayor rentabilidad, la capacidad restante para aumentar los márgenes, las recompras y el desglose sectorial.

#### MERCADOS EMERGENTES

Las políticas de “COVID cero” de China y la escasez de energía siguen teniendo un impacto negativo en la actividad económica. El compromiso de Pekín de que las acciones de las empresas coticen en el país y no en EE. UU. ha añadido presión últimamente y es probable que la incertidumbre regulatoria siga generando volatilidad.

Por otro lado, las señales de crecimiento fundamental en China son alentadoras y se acerca un contexto político más favorable. El PBoC presentó hace poco una facilidad de política monetaria para apoyar el crédito a proyectos verdes. Preveemos que el consumo interno continuará a un ritmo gradual y constante durante el próximo año, y esperamos que la Conferencia Central de Trabajo Económico de diciembre establezca la postura de la política para 2022 con la “estabilidad” como énfasis clave.

Por último, la buena combinación de un mayor crecimiento de los beneficios con una valoración relativa interesante favorece una mayor exposición a China en 2022, aunque seguimos esperando que se confirme la mejora del ímpetu de los beneficios porque, por el momento, hay pocas pruebas (gráfico 6).

En Asia sin Japón, los beneficios ya se han recuperado por completo y están por encima de los niveles anteriores al COVID-19. India, Singapur y Filipinas han visto recientemente aumentos de beneficios hasta 2022. Corea del Sur y Taiwán siguen ofreciendo oportunidades impulsadas por la tecnología y la recuperación cíclica mundial.

Las expectativas de crecimiento del BPA para 2022 son razonables (+5%), mientras que la tendencia de las revisiones continúa siendo positiva a pesar de sus famosos factores adversos (coste de producción e inflación salarial, trastornos de la cadena de suministro, nueva ronda de confinamientos en algunas regiones, etc.). Es probable que la capacidad de fijación de precios siga siendo una temática de inversión clave en los próximos meses. Por último, Europa es una buena cobertura frente a una posible subida de los rendimientos de los bonos, ya que el peso de los sectores *Value* es mayor que en EE. UU.



**EL SECTOR TECNOLÓGICO**  
sigue siendo uno de los mejores para posicionarse

## JAPÓN

La situación sanitaria sigue mejorando considerablemente gracias a la aceleración de la vacunación. El plan de apoyo fiscal y la mejora de la situación de la cadena de suministro prevista para 2022 deberían favorecer el consumo interno en el IT. Se espera que el aumento de las revisiones del BPA, unida a unas valoraciones baratas récord, impulse el mercado de renta variable. Por otra parte, el mercado japonés históricamente es una buena cobertura regional frente a una posible subida de los tipos de los bonos.

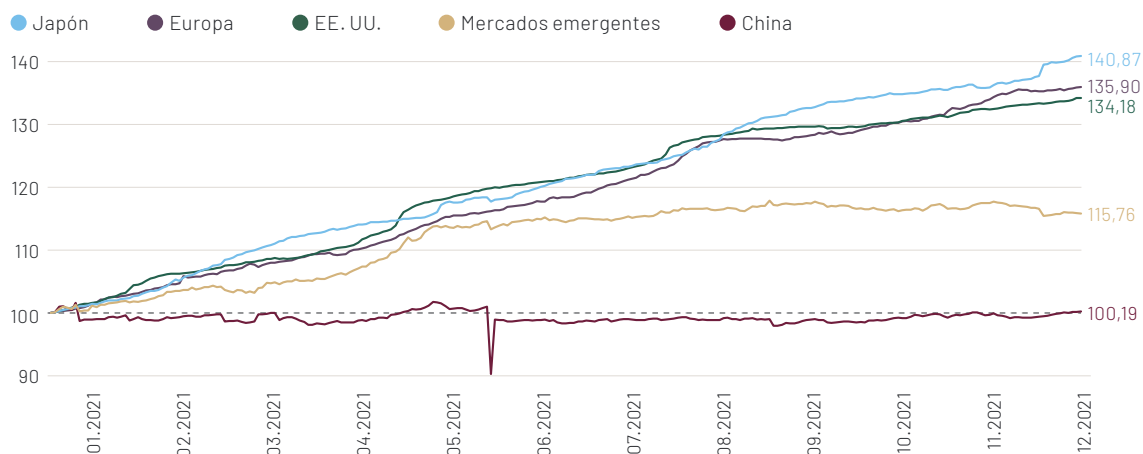
## EUROPA

Mantenemos la postura positiva respecto a la renta variable europea para los próximos meses. De hecho, Europa está ofreciendo una valoración interesante en términos absolutos, y en términos relativos frente a la historia y otras clases de activos.

## TEMÁTICAS: TECNOLOGÍA DISRUPTIVA

El sector tecnológico sigue siendo uno de los mejores para posicionarse por sus sólidas ventajas estructurales. De hecho, el sector se beneficia de una combinación de factores favorables estructurales, como un gran poder de fijación de precios y el crecimiento de temáticas seculares (digitalización, inteligencia artificial, nube, vehículos eléctricos, Internet de las cosas, etc.). Asimismo, los fundamentales tecnológicos son favorables gracias a la solidez de los balances, las importantes recompras y el incremento del capex. Por ejemplo, se espera que este aumente en EE. UU. a un nivel récord, con un crecimiento estimado en torno al 15% en 2022, tras el +8,2% en 2021. Una de las observaciones más interesantes sobre el capex general es su naturaleza cambiante, y el aumento estructural de la proporción dedicada al segmento de las tecnologías de la información se explica por una sociedad cada vez más orientada a la información.

GRÁFICO 6: CRECIMIENTO DEL BPA EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DESARROLLADOS, BASE 100, 31.12.2020



Nota: El fuerte crecimiento del BPA impulsó los mercados al alza en la mayoría de los mercados desarrollados con un máximo histórico en el índice de EE. UU. y Japón.  
Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## EL YUAN GANA LA CARRERA DE LAS DIVISAS EN 2021

Las previsiones para 2021 resultaron ser totalmente erróneas, ya que el dólar se mantuvo casi en la cima, mientras que el yuan fue la única divisa importante que se fortaleció aún más (lo que demuestra la importancia del rendimiento real). La libra esterlina podría estar a punto de despegar si la propensión al riesgo sigue siendo positiva, y los fundamentales del euro no son malos, simplemente no son tan buenos como los del resto del universo de las divisas.

### USD: SIGUE SIENDO EL REY DE LAS DIVISAS

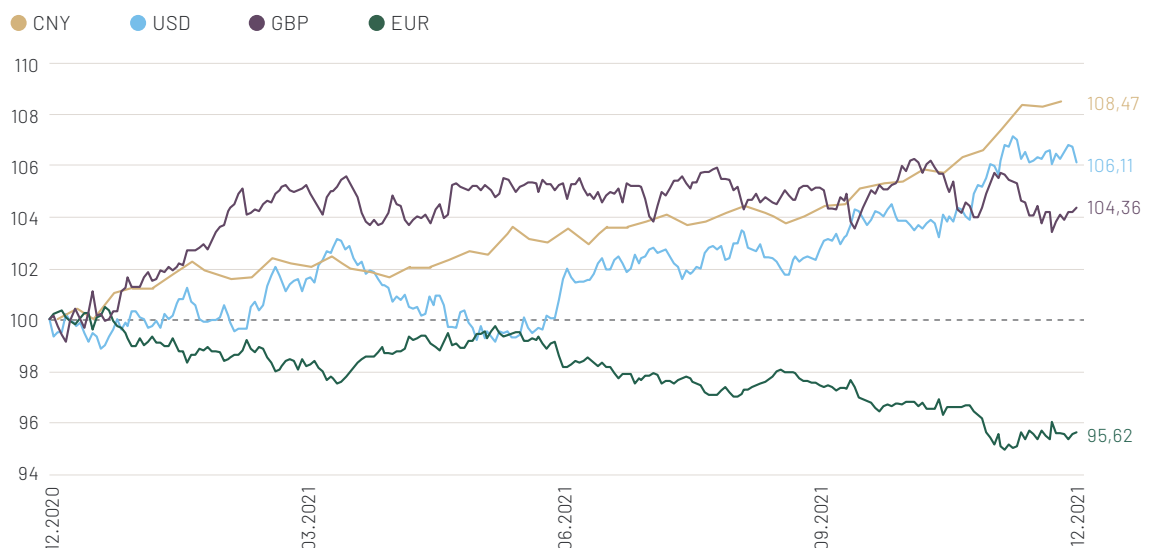
Las predicciones iniciales sobre el comportamiento del dólar en 2021 eran todas bajistas y, sin embargo, terminamos el año no solo con un dólar muy fuerte, sino también sin vislumbrar el final (todavía) de una Fed cada vez más alcista (gráfico 7). El ímpetu económico, la divergencia de política monetaria y los diferenciales de tipos a corto plazo entre las principales economías siguen impulsando la fortaleza del dólar y vemos pocos motivos para que esta revierta en los próximos meses, especialmente, de cara a las elecciones francesas, a menos que las perspectivas de crecimiento mundial se debiliten y anulen algunas de las subidas de tipos previstas en EE. UU. Sin embargo, a finales de 2022, podríamos prever que otras divisas ganarán terreno una vez que el endurecimiento de la Fed esté bien descontado. Por lo tanto, esperamos un debilitamiento moderado del dólar a doce meses vista.

Sin embargo, en nuestra opinión los aspectos importantes para los inversores son: 1) prestar muchísima atención a los datos económicos y los mensajes de la Fed, y 2) por ahora, el dólar tiene la ventaja de los tipos.

### EUR: NO ESTÁ MAL, PERO NO ES LO BASTANTE BUENO

A pesar del lanzamiento del NextGenerationEU y de otros muchos factores que ya se habían señalado como posibles impulsores de un fortalecimiento del euro, la moneda única está terminando el año un 5% interanual más débil (ponderado por el comercio). No es que los fundamentales sean malos en Europa (a pesar de la actual ola de COVID-19), sino que los fundamentales de otras divisas del G10 son mejores que los del euro. Como el mercado de divisas es siempre un juego de "valor relativo", el euro acaba de convertirse en la divisa de financiación de moda.

GRÁFICO 7: ÍNDICES PONDERADOS POR EL COMERCIO DEL USD, LA GBP, EL EUR Y EL CNY NORMALIZADOS PARA EL RENDIMIENTO RELATIVO EN 2021, BASE 100, 31.12.2020



Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



De cara al futuro, los inversores tendrán que prestar mucha atención a los mensajes del BCE y tratar de determinar el momento en que la orientación de la política monetaria por fin pase a ser alcista. Las incertidumbres políticas también podrían contribuir a una cierta volatilidad y presión sobre el euro en el IT.



LA LIBRA  
parece una  
DIVISA  
INTERESANTE  
en 2022

#### GBP: YA ESTÁ SUBIENDO

La libra esterlina termina el año 2021 como la primera gran divisa de reserva que empieza a subir los tipos de interés. Después de confundir a los mercados en noviembre por el COVID-19, el Banco de Inglaterra concluyó que la variante ómicron en realidad era un motivo más para subir los precios, dados los riesgos inflacionarios asociados (al igual que el banco central de Noruega, cabe señalar), y realizó una revisión total alcista en diciembre. Junto con la evolución positiva del Brexit, que anteriormente inquietaba a los inversores, los riesgos visibles del caso de inversión del Reino Unido están desvaneciéndose gradualmente, lo que hace que la libra parezca una divisa interesante (de beta alta) para mantener en 2022.

#### YUAN CHINO: UNA VEZ MÁS, EL GANADOR DEL MERCADO DE DIVISAS EN 2021, AUNQUE CON UNA PAUSA

Lo más probable es que las sendas de la política monetaria sean divergentes, ya que el banco central chino ahora prioriza ante todo la estabilidad del crecimiento interno. Tras el rápido recorte de -50 pb en el coeficiente de reservas obligatorias (RRR), el banco central ha mostrado su intención de abordar las preocupaciones sobre los promotores inmobiliarios que consumen al país. Por lo tanto, no podemos excluir un recorte del tipo referencial por debajo del 3,85% como medida complementaria, que debería servir para frenar la divisa más fuerte del año, también en 2021, frente al dólar estadounidense, mientras el FOMC aceleraba la política de retirada gradual del QE actual para hacer frente a un IPC básico desbocado. Estas decisiones opuestas podrían dar lugar a una toma de beneficios muy necesaria en el renminbi cerca de 6,45 por dólar dentro de la actual tendencia de apreciación a largo plazo. Es probable que una mayor diversificación de los inversores internacionales hacia el renminbi de "rendimiento real" positivo durante alguna caída contrarreste las posibles fases de debilitamiento a corto plazo.



Crecimiento  
económico  
mundial:  
previsión del

4%  
en 2022

#### LOS 5 PILARES DE LA HIPÓTESIS

- **Crecimiento económico:** se prevé un crecimiento mundial del 4%, con algunos riesgos en el 1T de 2022 debido a la circulación de nuevas variantes, aunque sigue beneficiándose de una política monetaria todavía favorable y de una política fiscal generosa; la primera asegura la sostenibilidad de la segunda.
- **Tendencia de la inflación:** por encima del objetivo de los bancos centrales, en torno al 3,5% en EE. UU. y al 2,5% en Europa; empieza el año a un ritmo elevado como en el 4T de 2021 y disminuye progresivamente en primavera de 2022.
- **Tipos de interés a largo plazo:** probablemente bajo control en EE. UU., siempre que las expectativas de inflación no se disparen.
- **Bancos centrales:** se caracterizan por la divergencia en la velocidad de normalización (en particular, entre un BCE de tendencia conciliadora y una Fed de tendencia alcista, que se espera finalice el tapering en marzo y prevé hasta tres subidas de tipos en 2022, según los últimos *Dot Plots*).
- **El crecimiento de los beneficios** vuelve a ser más razonable, cerca del 9%, y de dos dígitos en Asia.

## 6 IMPLICACIONES EN LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

- **Asignación de clases de activos:** las carteras multiactivo siguen posicionadas en modo de propensión al riesgo y preferimos la renta variable, aunque manteniendo la exposición a la deuda HY y emergente.
- **Zonas geográficas:** un comienzo de año todavía centrado en los mercados desarrollados, pero la exposición a activos emergentes (renta variable, deuda y divisas) podría aumentar gradualmente.
- **Estilo:** se mantiene una visión equilibrada entre los valores de crecimiento secular y los de *Value*, con preferencia por los vencedores del poder adquisitivo. Los inversores deberían seguir centrados en temáticas a largo plazo, como la tecnología disruptiva, el medio ambiente, la clase media emergente y las tendencias sociales en los mercados maduros, como los *millennials* o el capital humano.
- **Carry:** como no prevemos una gran alteración de las curvas de tipos, creemos que los inversores pueden mantener su exposición a los bonos corporativos, teniendo en cuenta que la parte de las curvas de 2 a 5 años será la más reactiva a la política de la Fed, mientras que los bonos a más largo plazo reflejarán más las sorpresas en la inflación.
- **Divisas:** creemos que es pronto para anunciar una corrección del dólar estadounidense en el 1S de 2022, especialmente frente al euro, mientras las divisas reflejen en gran medida las divergencias en las políticas monetarias, y las incertidumbres macroeconómicas y las políticas relativas. No obstante, las divisas emergentes baratas podrían encontrar apoyo si la Fed no sorprende con más subidas de las previstas.
- **Coberturas macroeconómicas:** dada la incertidumbre restante respecto a la trayectoria de la inflación y las próximas citas políticas de 2022, mantener una cierta exposición al oro o a valores refugio, como el yen, podría ser beneficioso para las carteras, pero se prevé, en general, que los colchones de efectivo sigan siendo la mejor cobertura y una fuente de financiación para las oportunidades que surjan.

## TABLA DE CONVICCIONES

	VISIÓN TÁCTICA (CP)	VISIÓN 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 15 DE DICIEMBRE DE 2021



DEUDA PÚBLICA	RENTABILIDAD	DESDE 4 SEMANAS (EN PBS)	DESDE 1 ENERO (EN PBS)
Deuda pública EE.UU. 10A	1,46%	-13,24	54,33
Francia 10A	-0,02%	-12,50	32,70
Alemania 10A	-0,36%	-11,60	20,80
España 10A	0,35%	-13,80	30,40
Suiza 10A	-0,28%	-16,00	26,80
Japón 10A	0,05%	-2,60	3,10

DEUDA	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Deuda pública emergente	40,36	-2,65%	-10,81%
Deuda pública EUR	220,33	0,25%	-0,83%
Deuda corporativa EUR (HY)	213,44	-0,09%	3,09%
Deuda corporativa USD (HY)	329,12	0,06%	3,44%
Deuda pública EE. UU.	320,25	0,04%	-1,73%
Deuda corporativa emergente	51,06	-0,31%	-3,84%

DIVISAS	ÚLTIMO SPOT	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
EUR/CHF	1,0440	-0,64%	-3,44%
GBP/USD	1,3262	-1,67%	-2,98%
USD/CHF	0,9251	-0,38%	4,51%
EUR/USD	1,1289	-0,27%	-7,59%
USD/JPY	114,04	-0,04%	10,45%

ÍNDICE DE VOLATILIDAD	ÚLTIMO	DESDE 4 SEMANAS (PUNTOS)	DESDE 1 ENERO (PUNTOS)
VIX	19,29	2,18	-3,46

ÍNDICES BURSÁTILES	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
S&P 500 (EE.UU.)	4.709,85	0,45%	25,39%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.170,75	-1,65%	10,99%
Stoxx Europe 600	470,76	-3,92%	17,98%
Topix	1.984,10	-2,66%	9,94%
MSCI World	3.175,11	-1,43%	18,03%
Shanghai SE Composite	5.005,90	2,46%	-3,94%
MSCI Emerging Markets	1.214,50	-5,62%	-5,94%
MSCI Latam (América Latina)	2.078,93	-1,64%	-15,21%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, África)	269,37	-7,58%	11,65%
MSCI Asia Ex Japan	780,45	-5,62%	-7,41%
CAC 40 (Francia)	6.927,63	-3,20%	24,79%
DAX (Alemania)	15.476,35	-4,77%	12,81%
MIB (Italia)	26.666,08	-4,16%	19,94%
IBEX (España)	8.275,00	-7,99%	2,49%
SMI (Suiza)	12.530,95	-0,55%	17,07%

MATERIAS PRIMAS	ÚLTIMO PRECIO	DESDE 4 SEMANAS	DESDE 1 ENERO
Varilla de acero (USD/Tonelada)	4.303,00	-1,35%	1,97%
Oro (USD/Onza)	1.776,92	-4,85%	-6,40%
Crudo WTI (USD/Barril)	70,87	-9,56%	46,06%
Plata (USD/Onza)	21,51	-14,54%	-18,57%
Cobre (USD/Tonelada)	9.199,50	-2,20%	18,46%
Gas natural (USD/MMBtu)	3,80	-21,05%	49,74%

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

SEPTIEMBRE 2021	OCTUBRE 2021	NOVIEMBRE 2021	DESDE 4 SEMANAS	01.01.2021 A 15.12.2021
3,54%	6,91%	-0,83%	2,46%	25,39%
1,26%	5,59%	-1,56%	0,45%	18,03%
0,30%	4,55%	-2,30%	-1,43%	17,98%
-0,47%	2,43%	-2,46%	-1,64%	11,65%
-3,41%	2,13%	-2,64%	-1,65%	10,99%
-4,25%	1,32%	-3,40%	-2,66%	9,94%
-4,29%	0,93%	-3,64%	-3,92%	-3,94%
-4,36%	0,87%	-3,92%	-5,62%	-5,94%
-4,76%	-1,43%	-4,14%	-5,62%	-7,41%
-11,39%	-5,38%	-7,05%	-7,58%	-15,21%

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 restarle 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:** Insitute 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 (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 supeditación 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:** por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal de Italia con sede en Piazza Cavour 2, Milán, Italia, inscrita en el Registro de Bancos núm. 8097, código fiscal y número de registro en el Registro Mercantil de Milán, Monza Brianza y Lodi n. 97902220157.

- **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 56S00341.

- **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. Pellli 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, Singapur 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 17.12.2021.



