

# Investment Outlook 2022





# La gran transición.



# Índice





06	Carta del CEO
08	Estimado lector
10	Repaso de 2021
12	Perspectivas básicas 2022
64	Aviso legal
66	Impresión



# 15

## Economía mundial

16	Transición en marcha
21	La década pos-COVID
24	Perspectivas regionales
26	Sostenibilidad



# 31

## Principales clases de activos

32	Renta fija
38	Acciones
46	Divisas
48	Bienes raíces
50	Hedge funds
52	Mercados privados
54	Materias primas
56	Supertendencias en la era pos-COVID



# 59

## Estrategia de inversión 2022

60	Estrategia de inversión 2022
62	Previsiones

# Desde mi perspectiva



**Thomas Gottstein**  
CEO Credit Suisse Group AG

**En los últimos años, y especialmente en 2021, hemos podido constatar la importancia fundamental de proteger el planeta y también a las pequeñas empresas, a los empleados y a los más vulnerables de nuestras sociedades. De cara a 2022, los bancos como Credit Suisse siguen desempeñando un papel importante a la hora de apoyar a sus clientes en la recuperación económica en un mundo pospandémico.**

En los últimos años, y especialmente en 2021, hemos podido constatar la importancia fundamental de proteger el planeta y también a las pequeñas empresas, a los empleados y a los más vulnerables de nuestras sociedades. De cara a 2022, estoy profundamente convencido de que Credit Suisse sigue desempeñando un papel esencial a la hora de apoyar a nuestros clientes en la recuperación económica en un mundo pospandémico.

Como podrán ver en las páginas que siguen, creemos que la economía que saldrá finalmente de la pandemia del COVID-19 será muy diferente a la de los tiempos pre-COVID. Los problemas y las interrupciones de las redes logísticas deberían desaparecer gradualmente y contribuir a aliviar la inflación en algunas categorías de bienes.

Sin embargo, es probable que a lo largo de la próxima década y más allá veamos importantes retos estructurales, como el continuo envejecimiento de la población y el cambio hacia una menor huella de carbono. Dicho de otro modo, estamos en los albores de una gran transición.

Nuestra nueva visión estratégica para Credit Suisse subraya nuestro compromiso de acelerar esta transformación mediante ideas y soluciones diferenciadas, operando con agilidad y generando crecimiento para los negocios, los inversionistas y los emprendedores. En este contexto, resulta de especial utilidad nuestro Credit Suisse House View, pues constituye la base del asesoramiento y de los conocimientos de inversión que proporcionamos a nuestros clientes de gestión de patrimonios en todo el mundo.

Les deseo un saludable y próspero 2022.

Thomas Gottstein

Estimado lector

# La gran transición



**Michael Strobaek**  
Global Chief Investment Officer



**El próximo año será testigo del inicio de una importante transición económica y financiera. No solo una transición a una realidad pos-COVID, sino también a un crecimiento y a una inflación superiores a la tendencia, a una política monetaria más normal y a unos rendimientos más moderados en los mercados financieros. Y además, una transición a una mayor atención a la sostenibilidad a medida que el mundo avanza hacia el «cero neto».**

Dos años después de la aparición del coronavirus, el mundo sigue buscando una salida a la pandemia. En efecto, el año pasado estuvo marcado por importantes pasos hacia la normalización, como la puesta en marcha de campañas de vacunación y la correspondiente relajación y, en efecto, la eliminación de las restricciones en muchas partes del mundo, así como por algunos reveses, ya que la propagación de la variante Delta frenó el ritmo de la recuperación económica en algunas regiones. Aunque el COVID-19 parece ahora más controlado, algunas partes de la economía mundial, como los mercados laborales, aún no se han recuperado del todo. De cara al año que viene, creemos que el crecimiento mundial debería seguir siendo sólido, impulsado por muchos de los mismos factores que apoyaron la recuperación en 2021.

Desde el punto de vista del inversionista, el año 2021 ha resultado gratificante, ya que los mercados de acciones han vuelto a generar rendimientos de dos dígitos. Las ganancias han experimentado un sólido crecimiento, y las ganancias del MSCI AC World han superado incluso los máximos anteriores a la pandemia. Creemos que las ganancias deberían seguir siendo el principal motor de los rendimientos de las acciones en el próximo año y permitir a las acciones obtener rendimientos saludables, aunque, eso sí, ligeramente inferiores de un dígito. Dado que la renta fija, como clase de activo, sigue proporcionando solo escasos rendimientos, creemos que los inversionistas deberían buscar estrategias de inversión que sigan patrones no tradicionales para diversificar aún más su gama de oportunidades.

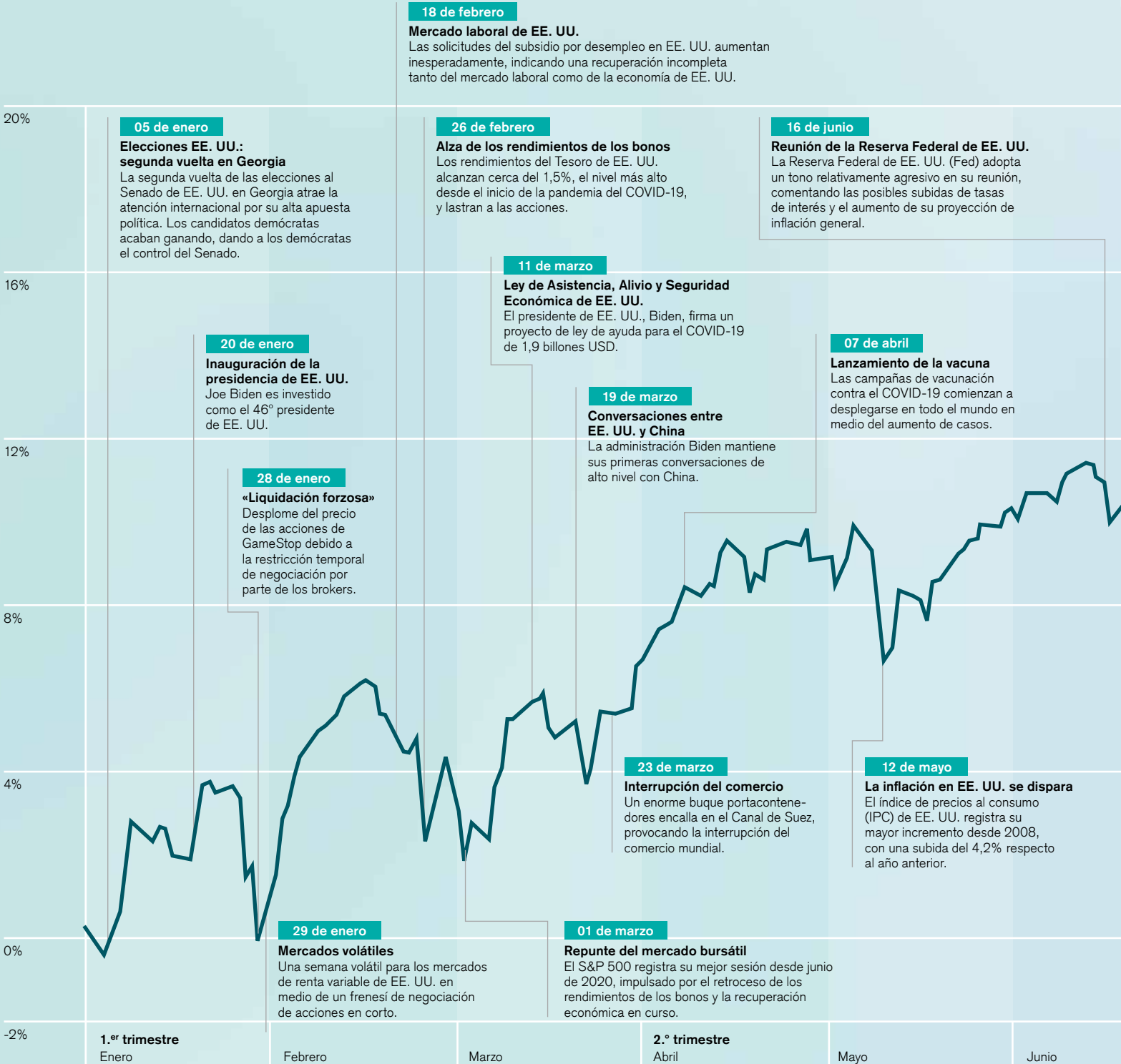
En las páginas siguientes, no solo analizamos las oportunidades y los riesgos que pueden encontrar los inversionistas en el 2022. También tocamos el creciente interés por los temas medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) que esperamos sigan influyendo en las empresas y en las perspectivas de inversión en 2022. En este contexto, destacamos las principales tendencias ESG que deberían seguir los inversionistas en 2022, pues estamos convencidos de que tienen un claro papel que desempeñar en la transición hacia un mundo más equilibrado y sostenible.

Aquí es donde entran en juego nuestros temas de inversión a largo plazo, las Supertendencias. Desde principios de este año, vinculamos algunos de los subtemas incluidos en nuestras Supertendencias con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas). En nuestra opinión, la pandemia mundial ha aumentado la importancia de los ODS en la medida en que pueden servir de principio rector para la actividad económica y el desarrollo futuros, así como para la cooperación gubernamental y las relaciones internacionales. Es fundamental que reconozcamos este principio rector también como inversionistas.

Espero que nuestras ideas y recomendaciones les sirvan de referencia en su camino hacia el 2022 mientras todos seguimos avanzando en el camino de la gran transición.

Michael Strobaek

# 2021: buscando la salida de la pandemia





# Resumen del Credit Suisse House View



## Crecimiento económico

El crecimiento económico global parece que volverá a superar la tendencia en 2022. A medida que sigan relajándose las normas de distanciamiento social debería repuntar el consumo de servicios, como los restaurantes o viajes, y apoyar al sector servicios de la economía. La fuerte demanda de bienes debería dar lugar a un repunte de la producción una vez que empiecen a remitir los problemas de la cadena de suministro, lo que a su vez hace prever un aumento de la producción industrial.



## Renta fija

Los rendimientos de los bonos del Gobierno ofrecerán probablemente rentabilidades negativas en 2022. En lo que respecta al crédito, los bajos diferenciales, tanto en el grado de inversión como en el de alto rendimiento, apenas compensarán los riesgos que conllevan los rendimientos más altos. En general, preferimos evitar el riesgo de duración. Favorecemos los bonos ligados a la inflación de la eurozona y preferimos los préstamos senior por sus características de tasa variable.



## Inflación

En 2022, la inflación debería normalizarse con respecto a las altas cifras de 2021, aunque es probable que se mantenga por encima de los niveles prepandemia. Las fuertes subidas de precios registradas tras los cierres por COVID-19 dejarán de figurar en los cálculos de la inflación (desvanecimiento de los efectos de base) y también deberían aliviarse los problemas de las cadenas de suministro, reduciendo las presiones inflacionarias de 2021.



## Acciones

Prevedemos una atractiva rentabilidad de la renta variable mundial en 2022, en la que los beneficios seguirán siendo el principal motor. Esperamos que los segmentos de renta variable que quedaron rezagados en la recuperación mundial de la pandemia surjan como rayos de luz junto con las industrias que se benefician de las tendencias de crecimiento secular.



## Tasas de interés

En vista de la recuperación económica en curso, tanto el Banco Central Europeo (BCE) como la Reserva Federal (Fed) de EE. UU. deberían reducir sus compras de activos a medida que avanza el 2022, con la Fed actuando más rápidamente que el BCE. Esperamos que la Fed comience a subir las tasas a finales de 2022 y que el BCE las mantenga sin cambios. Durante ese periodo, la política monetaria en Japón y Suiza debería permanecer invariable. En el Reino Unido, donde la inflación golpea un poco más fuerte que en el resto de Europa, esperamos que el Banco de Inglaterra empiece a subir las tasas en diciembre de 2021 y luego dos veces en 2022. También esperamos subidas de tasas en algunos mercados emergentes como Brasil.



## Divisas

El USD debería verse respaldado por la senda de normalización de la política de la Fed, especialmente frente al CHF y el JPY. El EUR/USD debería seguir mostrándose débil a principios de 2022, pero estabilizarse posteriormente con la mejora de los fundamentos de la eurozona. Las divisas de los ME podrían experimentar más diferenciaciones en términos de rendimiento, con el RUB apoyado por las tasas nacionales, mientras que el CNY se moverá probablemente dentro de un rango mientras persistan los riesgos políticos.



## Materias primas

La demanda en los sectores cíclicos se mantendrá firme, pero la oferta debería mejorar y aliviar parte de la escasez en los mercados físicos al contado. Los mercados energéticos se enfrentan a una gran volatilidad durante los meses de invierno, pero ésta debería moderarse en 2022. El precio del carbono seguirá siendo un tema clave, mientras que el oro puede ser vulnerable a medida que se inicie la normalización de las políticas.



## Bienes raíces

Esperamos que las inversiones inmobiliarias ofrezcan rendimientos positivos de un dígito medio, beneficiándose del entorno de bajas tasas de interés históricas, así como de la continua recuperación económica. Favorecemos los sectores respaldados por los factores de crecimiento seculares, incluido el sector inmobiliario logístico, ya que persisten los cambios estructurales causados por la pandemia.



## Mercados privados y hedge funds

El contexto económico sigue siendo favorable para los mercados privados, mientras que las condiciones de inversión resultan más competitivas. Destacamos las oportunidades respaldadas por el crecimiento secular y las dislocaciones del mercado. En lo que respecta a los hedge funds, es probable que las condiciones del mercado sigan favoreciendo las estrategias de beta baja de mercado y las inversiones alternativas con alta rentabilidad.









# Economía mundial



# Transición en marcha



La pandemia mundial aún no ha terminado, pero las vacunas han permitido recuperar cierta normalidad en la vida cotidiana. Aunque la rápida propagación de la variante Delta del COVID-19 frenó en algunas partes el ritmo de normalización económica en 2021, la recuperación debería proseguir en 2022 con un crecimiento esperado del producto interior bruto (PIB) mundial superior al potencial. Dicho esto, la normalización posterior a la pandemia será diferente de otras crisis del pasado. La recesión sin precedentes dará lugar a una recuperación única. En resumen, aún queda mucho por aprender sobre la economía pandémica en los próximos trimestres.

Los dos últimos años han sido extraordinarios, no solo para toda la humanidad, sino también para la economía mundial. Si bien la pandemia de COVID-19 parece estar ahora más controlada gracias a los programas de vacunación, hay algunos ámbitos de la economía mundial, como los mercados de trabajo, que siguen sin recuperarse del todo. Lo habitual sigue siendo inusual y lo seguirá siendo en el futuro inmediato.

Cuando el COVID-19 se transformó en una pandemia global en 2020, los cierres sucesivos llevaron a la economía mundial a la mayor recesión jamás registrada. Este impacto sin precedentes dio lugar a un apoyo fiscal y monetario extraordinario que ayudó a impulsar una fuerte recuperación. Sin embargo, la magnitud del impacto económico resultó en datos irreconocibles y en una «niebla de datos» que dificultó su interpretación y aún más su previsión, provocando una gran dispersión de opiniones entre los inversionistas. En EE. UU., las estadísticas del mercado de trabajo, como las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo, escalaron a niveles

antes impensables, mientras que, en los mercados financieros, los precios del petróleo entraron brevemente en terreno negativo, por citar solo dos ejemplos.

La recuperación de la crisis continuó en 2021, impulsada por los fuertes efectos del estímulo y la demanda reprimida. La inflación también aumentó, en parte debido a los denominados efectos de base, es decir, los problemas de la «niebla» de datos, así como los continuos problemas de las cadenas de suministro, a saber, la escasez de bienes, desde chips de computadora hasta madera blanda, provocada por los cierres de fábricas y puertos relacionados con el COVID-19. Hacia finales de 2021, algunos bancos centrales tuvieron suficiente confianza en la recuperación económica como para empezar a reducir parte del estímulo de emergencia mediante la disminución de las compras de activos (tapering).

Saber más



Para 2022 esperamos una reducción de la «niebla» de datos a medida que prosiga la normalización de la actividad económica. Sin embargo, no todos los aspectos de la economía pandémica serán transitorios. En nuestra opinión, el año que viene será más «normal» que el 2021, pero con muchos factores especiales todavía en curso. Creemos que la economía que finalmente saldrá de esta crisis será profundamente diferente a la de 2019, y los cambios más importantes probablemente no estén relacionados con la pandemia.

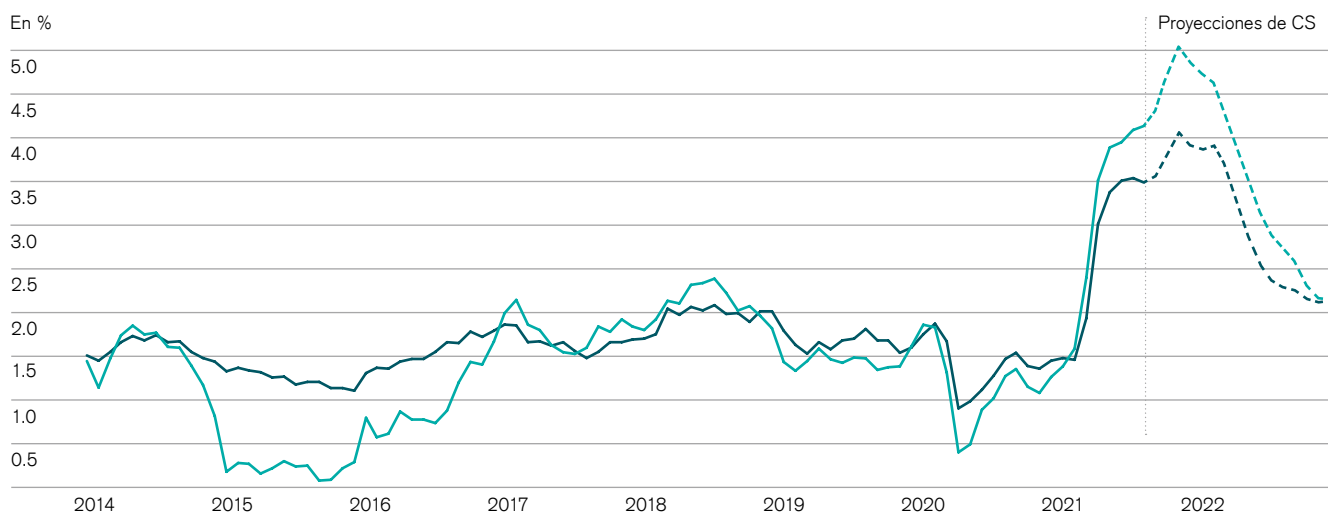
### Crecimiento sólido pese a los retos que afrontan las cadenas de suministro

En términos de crecimiento económico, 2022 parece que será un buen año, ayudado por los mismos factores que ya apoyaron la recuperación económica en 2021: una demanda sólida, un entorno de política fiscal y monetaria aún favorable y la continua relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19 que ayudarán a los sectores como el turismo y los viajes. Esperamos que la economía mundial crezca un 4,3% en términos reales en 2022. Esta cifra es inferior al 5,8% que esperamos para 2021, pero superior a la tasa de crecimiento anterior a la pandemia. En 2019, por ejemplo, la economía mundial creció un 2,7%.

La producción industrial (PI) mundial parece que va a mejorar. El auge sin precedentes del gasto en bienes durante la recuperación se ha visto alimentado por el desvío de ingresos que normalmente habrían ido a parar a los servicios, pero que no lo hicieron debido a las restricciones de COVID-19 impuestas a sectores como el turismo y la restauración, a un estímulo suficiente para elevar los ingresos disponibles a pesar de la caída de los ingresos laborales y a una demanda inusualmente alta de algunos bienes como la electrónica. Durante la recesión de 2020, la PI cayó más que la demanda total de bienes, y la producción siempre estuvo a la zaga del consumo a lo largo de la recuperación.

Como resultado se redujeron las existencias en toda la economía mundial. Algunos de estos déficits de producción están relacionados con las medidas por el COVID-19, y es probable que mejoren a medida que se levanten las restricciones. Otros parece que persistirán en 2022, sobre todo los que requieren nuevas inversiones de negocios (es decir, fábricas) para aumentar la producción, como los chips de computadoras. Los problemas de escasez de mano de obra, como la falta de conductores de camiones que está causando problemas en el Reino Unido, probablemente seguirán siendo un reto en el próximo año. En general, sin embargo, esperamos que los problemas de las cadenas de suministro sean menos agudos en 2022 que en 2021.

## Inflación en EE. UU.: los efectos de base disminuyen





Si bien la PI es ciertamente una cara de la recuperación, la mayor parte de la economía mundial está formada por los servicios. El gasto en servicios no se ha recuperado del todo porque el distanciamiento social sigue afectando a muchos sectores, como la restauración y el turismo. Sin embargo, los servicios mejoraron claramente en 2021 junto con la recuperación general de la economía, y creemos que la recuperación continuará en 2022 a medida que se levanten más restricciones. En consecuencia, esperamos que los servicios crezcan en 2022 a un mayor ritmo que la economía en general. Las buenas perspectivas de crecimiento tanto de la PI como de los servicios significan que la economía global debería ser capaz de digerir la retirada gradual de los estímulos fiscales de emergencia (por ejemplo, los subsidios especiales por desempleo o los planes de permisos) y el apoyo de los bancos centrales.

### **Inflación: estabilizándose, pero aún elevada**

La aceleración de la inflación fue uno de los temas clave de 2021. La pandemia causó al principio un fuerte choque deflacionario. Muchos precios cayeron inicialmente (los futuros del crudo West Texas Intermediate, por ejemplo, pisaron terreno negativo por primera vez en la historia en abril de 2020). Ante el temor de una espiral deflacionaria y de una situación similar a la de los años 30, los responsables políticos reaccionaron de forma rápida

y contundente introduciendo un estímulo monetario y fiscal de una magnitud sin precedentes. Estas políticas reflacionarias ayudaron a encarrilar la economía. A su vez, la fuerte demanda de bienes, junto con las interrupciones por la pandemia que desbordaron muchas cadenas de suministro, provocaron un fuerte aumento de la inflación de bienes básicos. Estimamos que las tasas de inflación mundiales, que son una medida de la variación de los precios, subieron un 3,5% en 2021.

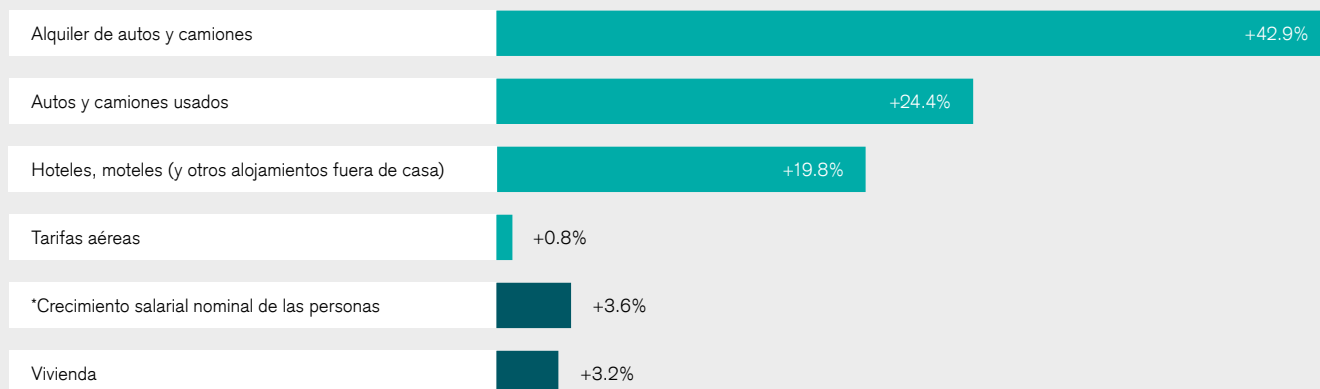
La tasa de variación de los niveles de precios debería empezar a tocar techo. Ello se debe a que gran parte de la recuperación inicial de los precios ha quedado atrás (es decir, los efectos de base están desapareciendo), mientras que debería haber menos interrupciones en las cadenas de suministro. Sin embargo, podría haber otros factores que impidan que las tasas de inflación regresen a niveles prepandemia. Uno de estos factores es la rigidez de los mercados de trabajo. La recuperación económica de 2021 ayudó a recuperar muchos puestos de trabajo, y las tasas de desempleo de muchos países se acercan a los niveles anteriores a la pandemia. Con la esperada recuperación en el sector de servicios en 2022, pensamos que el mercado de trabajo podría tensarse rápidamente y verse agravado por la situación demográfica en

### **Reaparición de la inflación**

Aunque prevemos que la reciente subida de la inflación será en gran parte transitoria, podría resultar más complicada a largo plazo en algunos ámbitos, como la vivienda y los salarios.

Índice de precios al consumo de EE. UU.: septiembre de 2020 a septiembre de 2021

\*Septiembre de 2021: promedios móviles a 12 meses de aumento del salario mediano, datos por hora.



■ Inflación probablemente transitoria

■ Inflación podría ser más duradera

**Fuente** Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU.; Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

muchos países. De hecho, ya vemos escasez de mano de obra en todo tipo de sectores, desde conductores de autobuses y camiones hasta profesores suplentes y trabajadores de restaurantes. La escasez de mano de obra debería mejorar el poder de negociación de los trabajadores en las negociaciones salariales. En consecuencia, esperamos un mayor crecimiento salarial en 2022, lo que debería garantizar que las tasas de inflación se mantengan elevadas en el 3,7% en 2022. En 2019, la inflación global se situó en el 2,5%.

### **¿Subir o no subir?**

Dado que en muchas regiones la inflación podría mantenerse por encima de los objetivos de los bancos centrales en 2022 (prevemos, por ejemplo, tasas de inflación del 4,5% para EE. UU. y del 2,8% para la eurozona), una de las cuestiones clave será cómo responderán los bancos centrales. Durante la pandemia, todos los principales bancos centrales iniciaron importantes programas de compra de activos (flexibilización cuantitativa) para proporcionar una amplia liquidez a los mercados financieros y mantener condiciones financieras favorables para la recuperación económica. Creemos que muchos bancos centrales empezarán a reducir sus compras de activos antes de pasar a subir tasas de interés. De hecho, varios bancos centrales, incluida la Reserva Federal de EE. UU. (Fed), empezaron a hacer precisamente eso a finales de 2021. En sus comunicaciones, los bancos centrales han dejado claro que cualquier reducción de sus programas de compra de activos dependerá de los datos económicos, y que la realizarán de forma que no haga peligrar la recuperación económica. Una inflación subyacente elevada (pero en descenso) y un fuerte avance hacia el pleno empleo en 2022, en medio de las expectativas de mercado de un inminente endurecimiento, podrían dar lugar a una subida de tasas de la Fed a finales de 2022. En la eurozona, creemos que el Banco Central Europeo (BCE) probablemente pondrá fin a su Programa de Compras de Emergencia (PEPP) en junio de 2022, pero seguir comprando activos a lo largo del año a través de programas más convencionales.

En el Reino Unido, la situación es ligeramente diferente. En este país, donde la inflación golpea un poco más fuerte que en el resto de Europa, esperamos que el Banco de Inglaterra empiece a subir las tasas en diciembre de 2021 y luego dos veces en 2022. En resumen, es probable que veamos algunas subidas de tasas en determinados países, pero esperamos que la Fed solo las suba una vez, mientras que el BCE sigue reduciendo las compras de activos y deja las tasas de interés sin cambios por el momento.

### **El impacto en los mercados financieros**

A medida que se estabilizan las tasas de inflación y los bancos centrales reducen las compras de activos y suben las tasas, las tasas de interés reales (tasas de interés nominales menos la inflación) podrían aumentar en 2022. La subida de las tasas de interés reales suele significar que los rendimientos de los mercados financieros (especialmente los de los bonos) serán probablemente más bajos, mientras que la volatilidad de los mercados financieros suele ser mayor. El aumento de las tasas de interés reales también afecta negativamente a la capacidad de los gobiernos y los hogares para pagar sus deudas, por lo que los bancos centrales vigilarán de cerca esta evolución y se asegurarán de que siga siendo manejable.

En general, creemos que 2022 será un año de recuperación y transición tras la pandemia. Parece que el crecimiento se mantendrá bastante robusto y que los mercados de trabajo se endurecerán. Un ligero aumento de las tasas de interés reales y la continuación, aunque menos grave, de los problemas en las cadenas de suministro son riesgos que podrían provocar la volatilidad de los mercados financieros y que deben observarse cuidadosamente por los responsables políticos e inversionistas. No obstante, es muy probable que 2022 sea un año mucho más normal que 2020 y 2021. Dicho esto, la aparición de nuevos factores a más largo plazo, como el cambio climático, el desarrollo demográfico y las nuevas tecnologías, significan que estaremos transitando hacia algo nuevo en el mundo pos-COVID. En general, el 2022 marcará el inicio de la transición a la década pos-COVID.

# La década pos-COVID

En muchos aspectos, la pandemia de COVID-19 ha sido un choque sin precedentes para la economía mundial que ha llevado a los responsables políticos y empresas de todo el mundo a un terreno desconocido. Si bien muchos elementos de este choque (por ejemplo, los cierres) son claramente temporales, otros (por ejemplo, los niveles sustancialmente mayores de deuda pública) parecen ser de naturaleza más duradera. Al mismo tiempo, las tendencias importantes como el cambio climático y el desarrollo demográfico han alcanzado un nivel de urgencia que podría muy bien provocar un cambio permanente del orden económico actual.

Entonces, ¿cómo podría ser la nueva economía mundial «normalizada» tras la pandemia? En nuestra opinión, el futuro estará marcado por nuevos factores, entre los que cabe citar los desarrollos demográficos, más capitalismo de Estado, problemas costosos y nuevas tecnologías disruptivas. En cuanto a la demografía, hemos llegado a una situación en la que la población en edad de trabajar en la mayor parte del mundo, excepto en África, se está estancando a medida que envejece la población. Ello debería conducir a mercados laborales más tensionados, lo que daría a los trabajadores un mayor poder de negociación y conducir a un mayor crecimiento de los salarios. Como consecuencia, es probable que las empresas aumenten sus inversiones en automatización y en otras medidas para impulsar la productividad laboral.

Si analizamos con más detalle el mercado laboral, en los últimos 20 años han desaparecido muchos puestos de trabajo de la clase media en los países industrializados, mientras que se ha producido un aumento simultáneo de los puestos de trabajo con salarios altos y bajos. Ello ha provocado un aumento de las desigualdades de riqueza y de ingresos que los gobiernos probablemente abordarán redistribuyendo los ingresos mediante nuevos impuestos o nuevas regulaciones. Ya vemos esta tendencia en China, donde el gobierno ha adoptado un conjunto de nuevas políticas de «prosperidad común», cambiando de hecho las prioridades de una mentalidad de «el crecimiento primero» hacia una de mayor igualdad. Vemos desarrollos similares en esta misma dirección en los países desarrollados, incluidos los EE. UU., que podrían conducir a un aumento del capitalismo de Estado, es decir, la participación del Estado en los negocios.

Además, los responsables políticos tendrán que hacer frente a «problemas caros». El aumento de los gastos sanitarios de una población que envejece, la transición energética hacia las energías renovables y la revisión de las infraestructuras de los países desarrollados, que debería haberse hecho hace mucho tiempo, son solo algunos de los ejemplos más apremiantes. Todos estos temas requieren importantes inversiones en un momento en que los presupuestos públicos ya están bajo presión. Para los gobiernos, las tensiones presupuestarias también podrían limitar su capacidad para suavizar las futuras recesiones económicas.

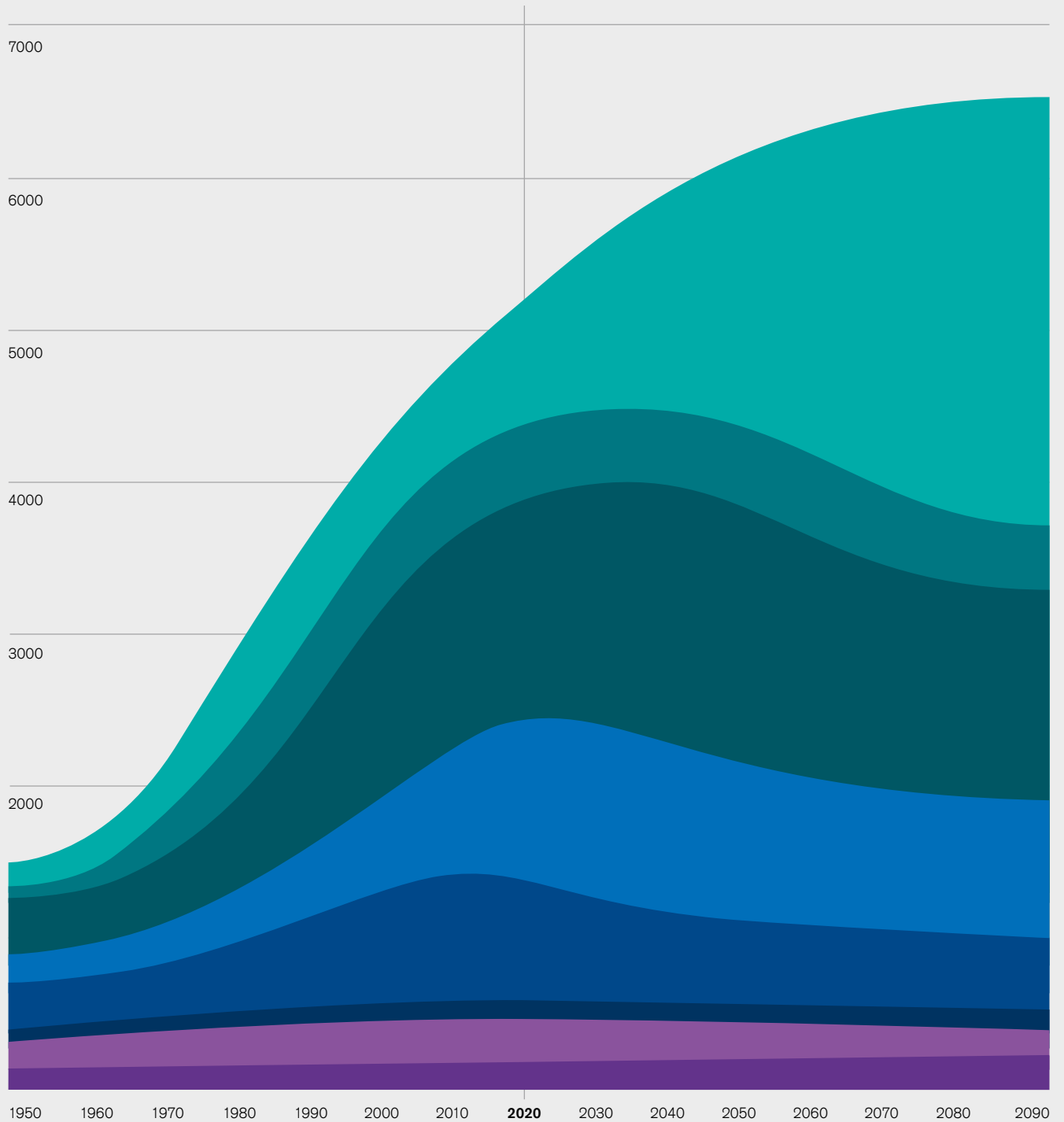
Si hay buenas noticias, es probable que se sitúen en el frente tecnológico. Las nuevas tecnologías, como la computación cuántica o las aplicaciones de blockchain, podrían ayudar a resolver algunos de estos problemas y, al mismo tiempo, ejercer presión sobre los modelos de negocio tradicionales. Así, por ejemplo, la tecnología blockchain podría revolucionar los sistemas de pago, así como la banca y la administración de patrimonios.

En general, creemos que el mundo «normalizado» después de la pandemia será uno en el que el crecimiento económico será más errático y volátil, pero no necesariamente más bajo o alto que antes. Esperamos que vuelvan los ciclos económicos de auge y caída del pasado. Es probable que veamos un retroceso de las políticas liberales, como el libre comercio y los bajos impuestos a las empresas. En su lugar, las nuevas regulaciones e impuestos y el aumento de la redistribución de los ingresos podrían conducir a un clima empresarial menos estable y aumentar la volatilidad económica. Como resultado, podríamos ver una inflación más alta que en los últimos 20 años, pero sin alcanzar niveles de hiperinflación. Las inversiones en medidas climáticas, automatización, infraestructuras y nuevas tecnologías podrían conducir a un aumento significativo de la productividad laboral, pero también a un incremento de la deuda pública. Los bancos podrían ayudar a financiar los déficits gubernamentales manteniendo más bonos del Estado. Al mismo tiempo, es probable que la tecnología blockchain y las monedas digitales de los bancos centrales transformen la industria financiera en su esencia. En lo que respecta a los desarrollos políticos, la rivalidad entre EE. UU. y China parece que se mantendrá firme, mientras que la división política en las economías occidentales podría profundizarse aún más. En resumen, la próxima década estará marcada por el fin de la «Gran Moderación» de las últimas décadas, siendo 2022 el año en que se harán visibles los primeros avances.

“ Esperamos que vuelvan los ciclos económicos de auge y caída del pasado.

# Demografía: no es fácil solucionar la escasez de mano de obra

Población en edad de trabajar, en millones, por región



América del Norte  
Europa

Otros MD  
China

India  
Resto de Asia

América Latina  
África



# Enfoque en las regiones

## EE. UU.

[Saber más](#)


### Cambiar a una velocidad inferior

Para 2022 prevemos un crecimiento del PIB real del 3,8%, pero el estancado repunte de los servicios y los continuos problemas de las cadenas de suministro complican las últimas etapas de la recuperación de la pandemia. Se espera que la inflación retroceda hasta el 4,5% tras un pico extremo a principios de 2021, pero los riesgos permanecen al alza. Las perturbaciones de las cadenas de suministro mundiales podrían elevar los precios

de los bienes en el corto plazo, y los indicadores adelantados de la inflación de la vivienda han repuntado de forma significativa. La Fed está empezando a retirar gradualmente las políticas acomodaticias: la reducción de las compras de activos comenzará a mediados de noviembre de 2021 y continuará hasta mediados del próximo año. Una inflación subyacente elevada (pero en descenso) y un fuerte avance hacia el pleno empleo en 2022, sumado a las expectativas del mercado de un

inminente endurecimiento, podrían llevar a la Fed a una subida de tasas a finales del próximo año. En cuanto a la política, el paquete de infraestructuras de la administración Biden apoyará el crecimiento en 2022. También podría producirse un nuevo bloqueo político si los demócratas pierden las elecciones de mitad de mandato en 2022.

## América Latina



### Perdiendo fuelle

Proyectamos que el PIB real de América Latina crecerá a una tasa media anual del 1,8% en 2022 tras un crecimiento del 6,4%. Aunque ello representa una desaceleración significativa, el crecimiento sigue siendo superior a los niveles prepandémicos del 0,7% en 2019. Prevemos una inflación

regional anual del 10,3% en 2022, con unos precios de las materias primas más elevados, cuellos de botella en la oferta y una repercusión de la tasa de cambio como principales factores. A finales de septiembre de 2021, aproximadamente el 60% de la población de los países que cubrimos había recibido al menos una dosis de la vacuna

COVID-19. En general, las tasas de crecimiento parecen divergir en toda la región: Colombia, Perú y México deberían mostrar las tasas de crecimiento más altas, mientras que Brasil parece que se quedará atrás en la región debido a la fuerte restricción monetaria y a las inciertas perspectivas políticas.

## Reino Unido



### El Banco de Inglaterra va camino de subir dos veces las tasas en 2022

El RU se recuperó a un ritmo impresionante en 2021 gracias al rápido despliegue de las vacunas que permitió relajar la mayoría de las restricciones por la pandemia. Sin embargo, hay indicios de que el crecimiento está perdiendo impulso. Para 2022 esperamos un crecimiento real del PIB del 5,0%, frente al 7,0% de 2021. Algo de esta desaceleración era esperable a medida que desaparezca el impulso inicial de la reapertura. Sin embargo, la escasez de mano de obra y los cuellos de botella en la oferta, junto con un aumento

récord de los costos de las empresas, también restan fuerza a la recuperación. Si bien deberían desaparecer algunos factores causantes de la escasez de mano de obra, como las normas de autoaislamiento por el COVID-19, el Brexit podría acarrear un descenso permanente de la oferta de mano de obra. Índice de gerentes de compras (PMI). Aunque la reapertura de la economía y la alta cuota de ahorro de los consumidores deberían seguir apoyando la demanda, creemos que el aumento de la inflación, el fin del plan de permisos en septiembre de 2021 y la retirada de otros apoyos fiscales podrían

afectar al gasto de los consumidores y las empresas. Se espera que la inflación se mantenga por encima de la meta debido al aumento de los precios de la energía, de los alimentos y de los bienes por los cuellos de botella en la oferta, a la subida de los precios de los servicios debido a la reapertura y la reversión de las reducciones del IVA. Ante la persistencia de la inflación por encima de la meta y la retórica restrictiva del Banco de Inglaterra en los últimos tiempos, esperamos que el Banco de Inglaterra comience a subir las tasas en diciembre de 2021 y luego dos veces en 2022.

## Suiza

[Saber más](#)


### Los problemas de suministro frenan la recuperación

Los indicadores adelantados siguen apuntando a un sólido crecimiento en los próximos meses, mientras que el descenso de la tasa de desempleo debería apoyar el gasto de los consumidores. Además, es probable que la elevada demanda interna de bienes continúe durante más tiempo del que habíamos previsto anteriormente como consecuencia de diversos

retrasos en la oferta. En consecuencia, no prevemos que la demanda de bienes se estabilice de forma significativa hasta mediados de 2022. Sin embargo, a partir de ese momento podría producirse una caída bastante pronunciada debido a la futura amenaza de saturación y a la posible reducción de existencias por parte de las empresas. Como ocurrió en la mayoría de las economías, la inflación de los precios al consumo se

aceleró durante el verano. Sin embargo, se mantuvo dentro de la definición de estabilidad de precios del Banco Nacional Suizo (BNS). En consecuencia, esperamos que el BNS mantenga su política monetaria expansiva. Prevemos un crecimiento del PIB real del 2,5% en 2022 frente al 3,5% en 2021, mientras que la inflación debería mantenerse sin cambios en 2022.



## Japón

### ¿Un nuevo comienzo?

Japón pasó por un cambio de liderazgo en 2021, y el nuevo gabinete ha comenzado a trabajar rápidamente en un nuevo paquete de estímulo para apoyar la recuperación económica. Este paquete de estímulo ya podría entrar en vigor en enero de 2022. Prevemos que el tamaño total del paquete ascenderá probablemente a 20–30 billones JPY, incluyendo las provisiones para su uso futuro. Los principales beneficiarios de las subvenciones y las medidas

de mejora del crédito serán las pequeñas empresas del sector de los servicios, los hogares con bajos ingresos, las industrias médicas y farmacéuticas, las industrias agrícolas y pesqueras, la industria del turismo y los gobiernos locales en situaciones financieras débiles. También se reservará dinero para las ayudas al sector de las energías renovables y la generación de energía nuclear. La mayoría de las medidas que se incluirán en el presupuesto suplementario serán extensiones y ampliaciones

de las ya existentes, que carecen de ideas nuevas para impulsar la demanda. Otra área de atención tras el cambio de liderazgo será la seguridad nacional y la defensa. El entorno geopolítico que rodea al país está cambiando rápidamente, y es posible que el nuevo gobierno decida aumentar sustancialmente el gasto fiscal en seguridad nacional. Prevemos un crecimiento real del PIB del 1,7% en 2022 frente al 2,0% en 2021, y una inflación del 0,5% en 2022 frente al -0,2% en 2021.



Saber más

## Eurozona

### Igual, pero diferente

La crisis sanitaria parece haberse contenido gracias a un exitoso programa de vacunación. La economía se ha reabierto y crece con rapidez, pero sigue a la zaga de la evolución en los EE. UU. Los problemas de las cadenas de suministro están frenando la producción industrial, que esperamos aumente cuando se

resuelvan esos problemas. Mientras tanto, están provocando un fuerte aumento de la inflación general y subyacente. El BCE podría reducir su programa de compra de activos en los próximos meses. La persistencia de una alta inflación y la relajación de las políticas fiscales podrían conducir a un rumbo más agresivo de las tasas más allá del próximo año.

En lo que respecta a las políticas, la formación de lo que se espera que sea un nuevo gobierno de centroizquierda en Alemania puede apoyar que el Fondo de Recuperación de la UE sea un mecanismo fiscal permanente. Así pues, el año que viene hay margen para dar un paso importante en la integración europea.



Saber más

## China

### Prosperidad común y emisiones cero netas

Durante la mayor parte de 2021, China ha registrado una fuerte recuperación del crecimiento antes de sufrir una nueva desaceleración debido a los problemas del sector inmobiliario y a los cambios normativos y las reformas políticas. Las autoridades quieren conseguir la supervisión y el control reglamentario de los activos más valiosos de los sectores clave del crecimiento, y el mercado inmobiliario es uno de los sectores objetivo. Aunque no anticipamos que uno de los mayores promotores inmobiliarios de China se enfrentara a un posible impago, no vemos una crisis en el mercado inmobiliario en los

próximos 6–12 meses. Las autoridades chinas ya han reaccionado ante los riesgos de solvencia del mercado inmobiliario para evitar un contagio más amplio. Sin embargo, a largo plazo, las tendencias demográficas ejercerán probablemente una presión a la baja sobre los precios de la vivienda, que podrían caer más rápido de lo previsto.

En cuanto al consumo, esperamos que la recuperación del consumo de los hogares se quede atrás, lastrada por la reciente normativa y por el hecho de que la ratio de servicio de la deuda de los hogares ya se encuentra en el extremo superior, en torno al 32%, según nuestras estimaciones. La presión inflacionaria

está aumentando en China en el frente del Índice de precios al productor (IPP), pero se ha limitado que se transmita al índice de precios al consumidor. Por último, China ha presentado un ambicioso objetivo de emisiones netas cero para 2060. Esperamos que tenga un impacto muy limitado (negativo) en el PIB de 2021, mientras que el impacto a medio plazo dependerá de las estrategias elegidas por las autoridades (es decir, si optan por reformar los precios de la electricidad o permitir el uso de energías sostenibles junto con las infraestructuras energéticas actuales), lo que podría impulsar o lastrar el crecimiento.

# La pandemia aviva el interés de los inversionistas por la sostenibilidad

El creciente interés por los temas de índole medioambiental, social y de gobernanza (ESG) en 2021 seguirá influyendo tanto en las empresas como en las perspectivas de inversión en 2022. Los accionistas, empleados, reguladores y activistas en materia de ESG exigen a las empresas que rindan cuentas, y esa exigencia no da señales de disminuir. A continuación, resumimos las principales tendencias ESG que los inversionistas deberían seguir en 2022.

## 1. Cambio climático y pérdida de la biodiversidad: el fin del «business as usual»

Muchos inversionistas habrán oído hablar de la Conferencia de las Partes (COP) 26, la cumbre del clima de las Naciones Unidas que se celebró en Glasgow en noviembre de 2021, pero menos inversionistas estarán familiarizados con la COP 15, la cumbre de las Naciones Unidas sobre la biodiversidad que se celebra en dos partes y que comenzó en octubre de 2021 y está previsto que termine (si el COVID-19 lo permite) en mayo de 2022. El resultado de estas dos COP marcará la agenda medioambiental de los próximos años. Mientras que las métricas como la huella de carbono para el cambio climático ya están muy extendidas, los inversionistas siguen sin encontrar métricas adecuadas con las que comparar a las empresas en el tema más complejo de la biodiversidad. Como consecuencia, son las empresas las que tienen que demostrar cómo adaptan sus negocios a esta nueva realidad. Las empresas agroalimentarias, que se encuentran en la intersección entre el cambio climático y la pérdida de la biodiversidad, serán las que probablemente experimenten un mayor escrutinio.

Sin embargo, incluso en ausencia de una acción gubernamental significativa en el frente climático hasta la fecha, los inversionistas deberían esperar el fin del «business as usual». Para 2022, se prevé que los niveles de emisiones de dióxido de carbono en la atmósfera alcancen un umbral peligroso: un aumento del 50% en comparación con los niveles preindustriales.<sup>1</sup> Al mismo tiempo, los ecosistemas están perdiendo especies a un ritmo nunca visto respecto a los anteriores eventos de extinción masiva, y se estima que actualmente este ritmo es entre 100 y 1000 veces mayor que los niveles prehumanos.<sup>2</sup> A escala global, estos cambios implican riesgos importantes para las empresas y los inversionistas en términos de interrupción de las cadenas de suministro, menor rendimiento de las cosechas y mayor volatilidad de los precios de los alimentos. Por ello, los inversionistas deben buscar empresas que sean capaces de manejar estos riesgos, ya que es probable que obtengan mejores resultados a largo plazo.

Las soluciones que abordan la doble crisis del cambio climático y la pérdida de la biodiversidad podrían representar una oportunidad de inversión sin precedentes. Desde la agricultura climáticamente inteligente y regenerativa hasta las proteínas alternativas y la reducción de los residuos alimentarios, la inversión en soluciones positivas para la naturaleza podría crear 10 billones USD en nuevas oportunidades de negocio, al tiempo que permitiría reducir hasta un 37% las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) para 2030, según un artículo publicado en 2020 en el sitio web del Foro Económico Mundial: *How investing in nature can help tackle the biodiversity and climate crises*.

<sup>1</sup> Met Office: El CO<sub>2</sub> atmosférico supera ya en un 50% los niveles preindustriales (Carbon Brief, 2021).

<sup>2</sup> Extinciones durante la era humana, mil veces más que antes (ScienceDaily, 2014).

<sup>3</sup> La ciberdelincuencia costará al mundo 10,5 billones USD en 2025 (Cybercrime Magazine, 2020).

<sup>4</sup> La ciberdelincuencia costará al mundo 10,5 billones USD en 2025 (Cybercrime Magazine, 2020).

<sup>5</sup> Gartner prevé que el gasto mundial en seguridad y gerencia de riesgos superará los 150 000 millones USD en 2021 (Gartner, 2021).

Saber más



## 2. Mercados laborales: proteger los derechos de los trabajadores «subcontratados»

La economía colaborativa, que abarca desde el trabajo rutinario poco cualificado hasta los trabajadores altamente cualificados, también incluye a los que trabajan en las industrias creativas y digitales, la educación (EdTech) y, más recientemente, los profesionales de la salud. En el extremo más cualificado del espectro, la competencia es feroz y los empleadores tienen que pagar precios competitivos para asegurarse las habilidades que necesitan para los proyectos importantes o para cubrir turnos de trabajo. Si se hace bien, la economía de los profesionales autónomos online ajusta el talento a las vacantes laborales, proporciona transparencia y aporta la certeza de que las habilidades se recompensan de forma justa para los trabajadores muy demandados. Las mujeres han recurrido cada vez más a la fuerza de trabajo subcontratada para obtener ingresos durante la pandemia. Ello se debe a que estaban sobrerrepresentadas en sectores muy afectados por la crisis, como la hostelería y los servicios, o a que se vieron obligadas a renunciar a empleos estables para cuidar de sus hijos u otras personas dependientes. Aunque los trabajos subcontratados ofrecen flexibilidad y oportunidades a los trabajadores marginados, los salarios en los trabajos menos cualificados

suelen ser bajos e inestables y hay una falta de protección laboral.

Las empresas de plataformas de subcontratación han entrado generalmente en mercados muy regulados. Al participar en el arbitraje regulatorio a través de la clasificación errónea de los trabajadores como contratistas independientes para eludir la legislación laboral, es posible que los trabajadores subcontratados poco cualificados reciban una paga inferior al salario mínimo, y que los costos, como los seguros y los gastos de capital, recaigan sobre el trabajador. Además, estos trabajadores subcontratados pueden carecer de las protecciones habituales, como la baja por enfermedad pagada, la paga de vacaciones y la pensión/jubilación. Muchas jurisdicciones están introduciendo regulaciones para proteger a estos trabajadores con el objetivo de construir una relación más equilibrada entre las plataformas de subcontratación y sus trabajadores. Es probable que las presiones legales y reglamentarias sobre el modelo de negocio de las plataformas continúen hasta 2022, y que algunas empresas respondan mejor que otras a la evolución del entorno de las subcontrataciones.

Los inversionistas pueden anticiparse adoptando una postura proactiva en materia de derechos humanos y mejorando la divulgación de las políticas y prácticas en el lugar de trabajo, pues creemos que ello contribuye a crear valor a largo plazo y a reducir los riesgos de responsabilidad, de reputación y operativos. Además de las áreas emergentes como la EdTech, las oportunidades de inversión abarcan las tecnologías que se benefician de un entorno de trabajo cada vez más flexible, con la nube, el SaaS (Software as a Service) empresarial y la ciberseguridad que ofrecen exposición a la economía de la subcontratación. El ecosistema de la economía de subcontratación también incluye nuevas oportunidades de mitigación para los inversionistas, como los productos de Insurtech que ofrecen soluciones innovadoras de seguros a corto plazo y de pago por uso para los trabajadores subcontratados. Las tecnologías adyacentes, incluidas las redes de pago innovadoras, pueden aumentar la accesibilidad financiera para los no bancarizados y pagar a los trabajadores de forma inmediata en lugar de obligarles a esperar semanas para recibir su cheque, lo que ayuda a mejorar el nivel de vida de los trabajadores subcontratados.

## 3. La paradoja digital: la crisis de COVID, un catalizador de oportunidades y retos

Aunque es probable que la velocidad de la reciente transformación digital para permitir la continuidad de las empresas, el trabajo a distancia y la automatización continúe en 2022, la seguridad digital será una gran prioridad, ya que muchos sectores, como la educación, la sanidad, el comercio, la fabricación y el entretenimiento, se transforman con un enfoque que da prioridad a lo digital.

Sin embargo, mientras el mundo está saliendo de la crisis del COVID-19, los expertos digitales se enfrentan a una pandemia de otro tipo. Se prevé que la ciberdelincuencia causará daños por valor de 6 billones USD en todo el mundo en 2021 debido a la pérdida de productividad, el daño y la destrucción de datos personales y financieros y el robo de propiedad intelectual.<sup>3</sup> Con el daño a la reputación y los ataques de ransomware cada vez más prolíficos y costosos, se prevé que los daños alcancen los 10,5 billones<sup>4</sup> en 2025. Las infracciones y los recientes ataques de ransomware en diversos sectores han evidenciado el riesgo de una infraestructura mal protegida. La concienciación es cada vez mayor y el gasto en ciberresistencia continuará a lo largo de 2021 y en 2022, dados los riesgos que las empresas deben gestionar en este ámbito.

Aunque la ciberseguridad se ha considerado típicamente como una cuestión tecnológica, ya que protege los sistemas, las redes, el software y los datos, las cibervulnerabilidades se consideran un riesgo empresarial existencial que los inversionistas no deben ignorar y que se gestiona dentro del ESG como parte de la dimensión «S».

La ciberseguridad se está convirtiendo en una prioridad legislativa cada vez mayor; en EE. UU. existe ahora un compromiso bipartidista para legislar la mejora de la notificación de incidentes cibernéticos y el financiamiento de proyectos de infraestructuras. En la Unión Europea, la nueva estrategia de ciberseguridad exige capacidades de ciberdefensa de última generación para combatir los ciberataques en toda la región.

Las empresas líderes en este ámbito saben que la ciberseguridad es una cuestión tanto empresarial como técnica y la incorporan a sus productos, servicios y procesos de negocio. Las empresas con mejores resultados ya han incrementado su atención a la gestión de los riesgos cibernéticos, las competencias y la infraestructura en toda la organización, incluidas las cadenas de suministro, y otras empresas les seguirán. Los inversionistas deberían tener en cuenta la preparación en materia de ciberseguridad de una empresa como parte de su decisión de inversión; las empresas que pueden

manejar estos riesgos tienen más probabilidades de obtener resultados superiores a largo plazo.

Estos avances deberían impulsar las oportunidades de inversión que surgen a través de negocios nuevos e incrementales para el ecosistema de la ciberseguridad. Entre ellos se encuentra la adopción de un enfoque de confianza cero, que exige que todos los usuarios, tanto dentro como fuera de la red de la organización, sean autenticados, autorizados y validados continuamente antes de que se les conceda (o se les mantenga el acceso) a las aplicaciones y los datos, así como la autenticación de hardware integrada y el análisis del comportamiento. Además, la creciente demanda de servicios basados en la nube en la mayoría de los sectores verticales de la industria es también un importante motor para el mercado de la seguridad en la nube, el segmento de más rápido crecimiento<sup>5</sup>. Otras oportunidades incluyen a los principales proveedores centrados en garantizar la higiene de la ciberseguridad a lo largo de su cadena de suministro de hardware y software y en sus propias operaciones, así como la nueva generación de profesionales con experiencia cibernética que están surgiendo a medida que los empresarios de sectores como los servicios financieros y los gobiernos impulsan nuevas empresas innovadoras.

Histórico

↗ Producción más sostenible  
↗ Consumo más sostenible

↗ Aumento de los esfuerzos de conservación

Fuente Adam Islaam | International Institute for Applied Systems Analysis (IIASA); Credit Suisse

1970

2010



# 1970–2100

## Conservación de la naturaleza



El «business as usual»

2050

2100







# Principales clases de activos

# Cuidado con el riesgo de duración en renta fija

Los rendimientos de los bonos del Gobierno subirán probablemente impulsados por el crecimiento económico y la normalización de las políticas en 2022. A medida que desciendan las tasas de inflación, ya no esperamos que los bonos indexados a la inflación (ILB, por sus siglas en inglés) de EE. UU. superen a los bonos nominales, aunque hay margen para que los ILB de la eurozona sí lo hagan. No prevemos un fuerte rendimiento de los bonos globales de grado de inversión ni de los de alto rendimiento, mientras que los fundamentos de los bonos en moneda fuerte de los mercados emergentes serán probablemente menos favorables. Una alternativa interesante al crédito de alto rendimiento en los mercados desarrollados son los préstamos senior globales, que ofrecen unas atractivas valoraciones relativas.

## El mercado alcista de los bonos durante décadas

Rendimiento del Tesoro de EE. UU. a 10 años, en %



### **Mercados desarrollados: los bonos del Gobierno siguen siendo poco atractivos**

En los mercados desarrollados, la atención se centrará el año que viene en los bancos centrales y en las perspectivas de la retirada de la flexibilización cuantitativa (QE) y la normalización de las políticas. Algunos bancos centrales, con Noruega y Nueva Zelanda a la cabeza, ya han empezado a subir las tasas de interés, y los mercados esperan que les sigan otros países. Esperamos que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) suba las tasas una vez en 2022, seguida de otras cuatro subidas en 2023. En general, se espera que los rendimientos de los bonos del Gobierno aumenten gracias al fuerte crecimiento económico y a la normalización de las políticas.

### **Los bonos indexados a la inflación (ILB) de la eurozona podrían superar el mercado**

Las expectativas de inflación en la eurozona siguen estando en niveles inferiores al objetivo del Banco Central Europeo (BCE), y es posible que se produzca un nuevo aumento a principios de 2022. Ello sugiere que los ILB de la eurozona pueden tener cierto potencial de rendimiento superior al de la deuda pública nominal. Dentro de la eurozona, el apoyo fiscal del BCE y de la Unión Europea sigue ayudando a los países periféricos, y los diferenciales de los bonos del Gobierno como el BTP (Italia) o el Bund (Alemania) pueden seguir reduciéndose si avanza la unión fiscal de la eurozona. En cambio, las actuales expectativas de inflación en EE. UU. reflejan la opinión de que las tasas de inflación se ralentizarán en 2022 hacia el objetivo del 2% de la Fed. En este escenario, el aumento de los rendimientos nominales estaría impulsado principalmente por el aumento de los rendimientos reales. Por lo tanto, los ILB de EE. UU. ya no tendrían un rendimiento superior al de los bonos nominales, como ocurrió en 2021.

### **Perspectivas poco halagüeñas para la rentabilidad de los bonos corporativos**

No prevemos un fuerte desempeño para el grado de inversión global (IG) ni para el alto rendimiento (HY). La contención de la pandemia y la recuperación en curso de la economía global podrían favorecer el apetito por riesgo al tiempo que la Fed avanza hacia la normalización. Sin embargo, esto último podría repercutir negativamente en el rendimiento del mercado de crédito debido a la subida de las tasas del Tesoro. En nuestra opinión, los bajos diferenciales actuales en IG y HY sugieren que el rendimiento del crédito se verá limitado por el aumento de los rendimientos de la deuda pública básica. Además, una curva de crédito relativamente plana apunta a una posible normalización de las primas de riesgo crediticio hasta su media a largo plazo (es decir, un aumento de los diferenciales en relación con los bonos del Tesoro). En general, favorecemos un posicionamiento de corta duración hasta 2022.

### **Los bonos soberanos de los mercados emergentes en moneda fuerte (EM HC) pierden atractivo**

Creemos que los fundamentos de los bonos HC de los mercados emergentes deberían ser menos favorables en 2022, dado que es poco probable que las balanzas exteriores sigan mejorando y muchos países de los mercados emergentes han aumentado de forma significativa su gasto fiscal tras la crisis del COVID-19, lo cual ha provocado un aumento de la deuda pública. Las mayores necesidades de refinanciamiento probablemente presionarán al alza las tasas, ya que el mercado exigirá una mayor prima para comprar deuda de los mercados emergentes. Además, con la reducción de los estímulos por parte de la Fed a corto plazo y el aumento de las tasas a largo plazo, las perspectivas de rentabilidad de los bonos soberanos EM HC se tornarán más complicadas. En general, los diferenciales actuales no parecen lo suficientemente atractivos como para compensar a los inversionistas por el aumento de la volatilidad de las tasas, por lo que la relación riesgo-recompensa de los bonos EM HC se ha deteriorado.

A nivel regional esperamos para 2022 rentabilidades de un dígito bajo en los bonos HC asiáticos. Los diferenciales podrían mantenerse estables, ya que los fundamentos de la deuda soberana asiática han resistido gracias al fuerte apoyo político durante la pandemia. De hecho, las reservas de divisas y las balanzas por cuenta corriente de Asia han mejorado, mientras que la deuda externa en relación con el PIB solo ha experimentado una subida moderada. En cuanto al resto de los mercados emergentes, el aumento de los rendimientos en EE. UU. y la reducción del carry limitan el potencial de rentabilidad total. Dentro de Asia, tenemos una preferencia por China. Es probable que su perfil de menor duración limite los riesgos a la baja derivados del aumento de los rendimientos del Tesoro de EE. UU., y las valoraciones relativas son baratas teniendo en cuenta sus fundamentos de deuda más saludables. China tiene uno de los ratios más bajos de deuda externa en relación con el PIB, y sus balanzas por cuenta corriente han seguido mejorando en los dos últimos años.

En los mercados emergentes, un crecimiento económico más moderado y unas condiciones de refinanciamiento más costosas podrían limitar la mejora de las tasas de impago de las empresas y su rendimiento en los mercados emergentes en 2022. Ante la posible tendencia al alza de los rendimientos de la deuda pública global, preferimos posicionarnos en el segmento de corta duración de los bonos corporativos de los mercados emergentes. Además, la combinación de unas tasas de interés más altas y unos mercados laborales todavía débiles en los mercados emergentes podría mantener contenidos los salarios en 2022 y conducir a una menor demanda y a unos menores ingresos implícitos para las empresas de estos mercados. Ello se traducirá probablemente en un deterioro de los fundamentales, como los ratios de apalancamiento y de cobertura de intereses en el tiempo. Somos relativamente cautelosos y preferimos posicionarnos de forma defensiva en el crédito de los ME de corta duración, favoreciendo los segmentos que ofrecen una relación riesgo-recompensa equilibrada entre valor y tasas de impago, como el crédito cruzado asiático con sólidos fundamentos crediticios. En resumen, aunque las perspectivas para los bonos soberanos y corporativos de los ME son mixtas, el mayor diferencial en comparación con los bonos del Gobierno de los mercados desarrollados podría ofrecer algunas oportunidades selectivas.

### **Preferir los préstamos senior**

Una alternativa interesante al crédito de alta rentabilidad en los mercados desarrollados son los préstamos senior globales (para más detalles, véase la página 35), ya que ofrecen valoraciones relativas atractivas y deberían beneficiarse de un entorno de mayor rendimiento de la deuda pública, de las bajas tasas de impago previstas y de las crecientes mejoras de calificación en 2022).

De hecho, las mejoras de la calificación de los préstamos senior en todo el mundo están superando a las rebajas a un ritmo más rápido desde el segundo trimestre de 2012, debido a varios factores: las condiciones de préstamo acomodaticias para los emisores de menor calificación y la reapertura de las economías, que allana el camino para medidas de calificación favorables. Prevemos que esta tendencia continuará, especialmente en sectores cíclicos como el electrónico y el químico.



# ¿Qué son los préstamos senior?

Los préstamos senior son deuda a tasa variable (la parte de la deuda en la que las tasas de interés se fijan a una referencia variable) de empresas con una calificación inferior a grado de inversión y/o tienen un alto nivel de deuda contratada o pendiente. Se emiten con el fin de apoyar a las empresas que se endeudan para realizar adquisiciones, hacer grandes ampliaciones de capital, refinanciar o aumentar la deuda existente o realizar pagos únicos de dividendos a los accionistas. El mercado percibe estos préstamos como más riesgosos dada la incertidumbre sobre la estabilidad de dichas empresas, por lo que exige una mayor rentabilidad en forma de comisiones y del diferencial del préstamo.

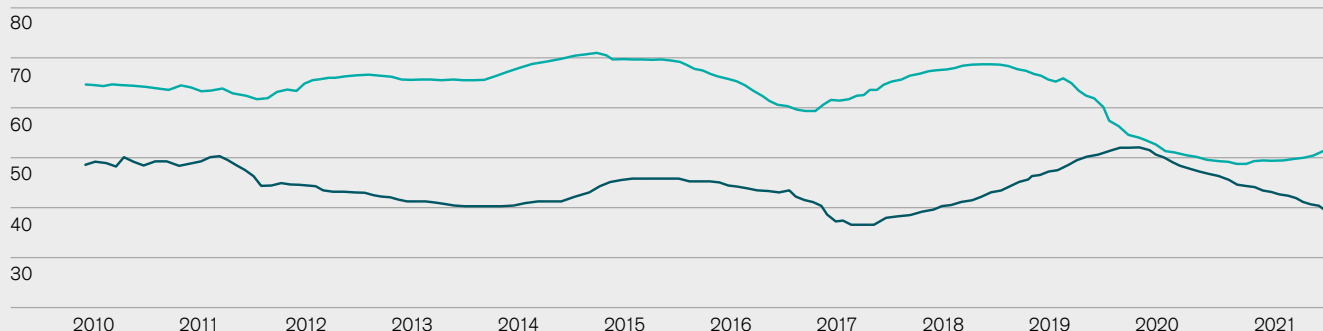
Los préstamos senior suelen representar un primer derecho de retención garantizado sobre los activos de una empresa en caso de quiebra. En consecuencia, si una empresa entra en dificultades y se declara en quiebra, los préstamos senior suelen ser los primeros en ser reembolsados, antes que los tenedores de bonos y accionistas. Aunque no hay garantía de que el importe del colateral sea suficiente para pagar el préstamo del prestatario en su totalidad, el hecho de que los préstamos senior estén garantizados por un colateral se ha traducido históricamente en recuperaciones significativamente mayores de los préstamos impagados en comparación con las recuperaciones de los bonos de alto rendimiento impagados (véase el gráfico siguiente).

Los préstamos senior se establecen mediante un contrato por escrito (el contrato de crédito) que regula la forma en que se conceden los fondos al prestatario y en el que se establece la tasa de interés que éste debe pagar. También impone importantes limitaciones a las operaciones comerciales del prestatario, medidas destinadas a mejorar la capacidad de reembolso de los prestamistas.

## Los préstamos senior tienen mayores tasas de recuperación frente a los bonos de alto rendimiento

En caso de impago de un emisor, ¿cuánto recuperaría un inversionista de su inversión en el caso de los préstamos senior frente a los bonos de alto rendimiento?

Por 100 USD de paridad



■ Bonos de alto rendimiento de EE. UU. (senior no garantizados)  
■ Préstamo senior de EE. UU., primer derecho de retención

Medido por precios de la deuda, tomados inmediatamente antes de los canjes «distressed» o 30 días después de los impagos de los canjes «non-distressed», promedio de 3 años.

Último dato 30.9.2021  
Fuente Refinitiv, Credit Suisse

# El rincón del análisis técnico: tendencias del rendimiento de los bonos en 2022

Nuestros analistas técnicos creen que los rendimientos de los bonos globales se moverán al alza durante 2022, basándose en dos factores técnicos clave: el potencial de grandes bases técnicas en todos los mercados de bonos globales, y nuestra evaluación de que el impulso detrás del movimiento al alza de los rendimientos se está recuperando tras el rally de los bonos del verano de 2021.

## Los rendimientos de los bonos de EE. UU. apuntan al alza

El rendimiento de los bonos de EE. UU. a 10 años comenzó a subir de nuevo hacia finales del tercer trimestre después de una subida anterior en 2021. Ello significa que podría formarse una base técnica a tres años, lo que en nuestra opinión tendría importantes efectos negativos para los bonos del Gobierno en 2022. El nivel de rendimiento clave que define esta base se sitúa en el 1,70%, y si se consigue un cierre semanal por encima de este nivel, que es nuestro escenario base, creemos que ello prepararía el terreno para una subida más significativa de los rendimientos durante 2022. Los siguientes niveles de rentabilidad clave para el rendimiento de los bonos de EE. UU. a un año durante 2022 se sitúan en el 1,965%/2,00%, y luego en el 2,145%/2,16%. El tamaño de la base sugiere que podríamos incluso superar estos niveles más adelante en 2022. El movimiento al alza de los rendimientos de los bonos se ve reforzado por la reaceleración de varios indicadores a medio plazo, incluido el indicador de impulso MACD (media móvil de convergencia/divergencia), que mide la fuerza de la tendencia. Nuestros propios indicadores de

impulso, que se basan en medias móviles ajustadas y en el impulso de la rentabilidad total, entre otros factores, también se han mantenido constantemente bajistas respecto a los bonos del Tesoro a lo largo de 2021 y siguen advirtiendo del deterioro del impulso a medida que nos acercamos a 2022. Creemos que en EE. UU. es poco probable que los umbrales de inflación de EE. UU. a 10 años (previsiones de inflación implícitas en el mercado) se muevan mucho más allá de los principales niveles largos de 273/278 puntos básicos, que son los máximos históricos de precios de 2005 y 2012. Por lo tanto, pensamos que el aumento de los rendimientos reales acabará impulsando la mayor parte del movimiento al alza de los rendimientos nominales en EE. UU. Esta opinión se basa en nuestro punto de vista de que el rendimiento real a 5 años de EE. UU. puede estar en proceso de construir una base potencial de «doble suelo». Este patrón técnico se produce después de que aparezcan dos mínimos sucesivos en el mismo nivel, y en este caso se confirmaría por encima del -1,445%. Creemos que si llega a establecerse esta base de «doble suelo», ello confirmaría una subida de precios más significativa de los rendimientos reales.

## “ Los indicadores de impulso y el análisis de patrones técnicos sugieren que veremos un aumento significativo de los rendimientos reales y de los bonos de EE. UU. durante 2022.

En resumen, los indicadores de impulso y el análisis de patrones técnicos sugieren que veremos un aumento significativo de los rendimientos reales y de los bonos de EE. UU. durante 2022, lo que debería conducir a una débil rentabilidad total de los bonos del Gobierno como clase de activos.

### **Los bonos del Reino Unido lideran el camino**

Dentro de los principales mercados desarrollados, los rendimientos de los bonos del Reino Unido han liderado la subida durante 2021, y el vencimiento a 10 años ya ha confirmado una base plurianual equivalente tras la ruptura de los niveles de resistencia de los rendimientos a largo plazo a principios de 2021. El impulso a medio plazo resulta aquí aún más fuerte, aunque lejos de los niveles de sobreventa. Desde una perspectiva técnica, vemos margen para que en el transcurso de 2022 los rendimientos de los bonos del Reino Unido a 10 años suban hacia su máximo de 2018, del 1,75%, con niveles intermedios observados del 1,375%/1,39%. El rendimiento de los bonos alemanes a 10 años también completaría una estructura similar, con un movimiento por encima del -0,075/- 0,05%, lo que sugiere que en 2022 se producirá una revalorización del rendimiento global.

Las expectativas de inflación en Europa han impulsado la subida de los rendimientos europeos durante 2021 después de haber subido a lo largo del año, con el punto de equilibrio alemán a 10 años rompiendo un rango de seis años a principios de año. Ello supuso un cambio de régimen desde el punto de vista técnico, aunque el mercado ya se encuentra en los siguientes niveles de resistencia importantes, en 192 pb/194,5 pb, con un margen de subida limitado hasta el nivel psicológicamente importante de 200 pb, donde esperaríamos que las expectativas de inflación europeas se mantengan mejor que las estadounidenses en un rango de nivel alto.

Los bonos europeos indexados a la inflación (ILB) y sus equivalentes en EE. UU. han comenzado a divergir con unas expectativas de inflación europeas que aumentan más rápidamente que las de EE. UU. En términos de análisis técnico, esta divergencia representa un gran tope y una reversión de las expectativas de inflación entre las dos regiones y esperamos que esta nueva tendencia persista en 2022.

En resumen, los inversionistas en renta fija también deberían esperar una débil rentabilidad total de la deuda pública europea y británica en 2022, con unas perspectivas técnicas que sugieren un amplio margen para subidas ulteriores de los rendimientos.

# Las ganancias impulsarán las acciones

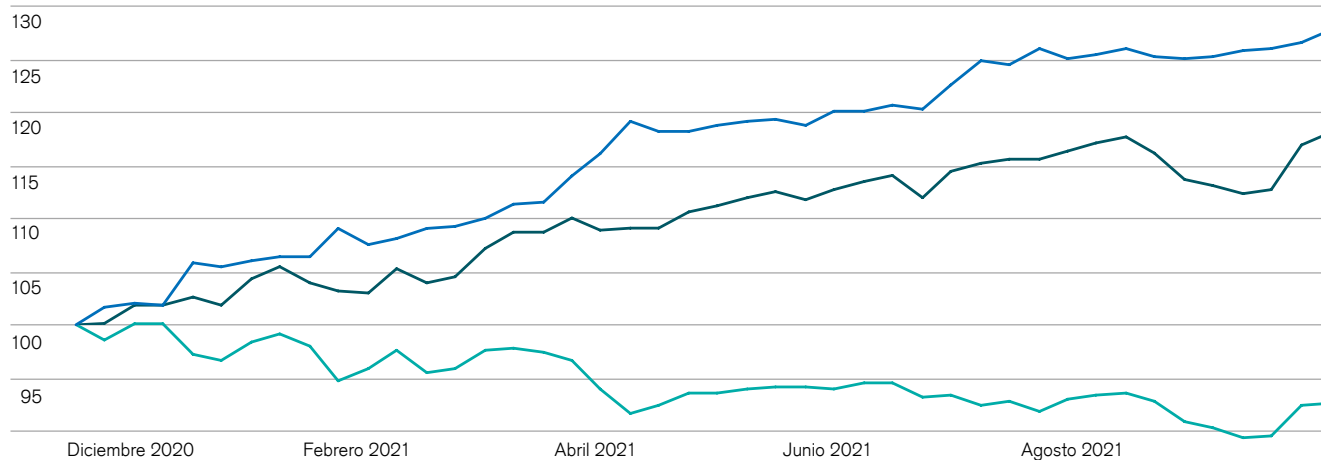
Esperamos que las ganancias sean el principal motor de los rendimientos de las acciones en 2022. De acuerdo con nuestras expectativas de ganancias, esperamos elevados rendimientos de las acciones de un dígito en 2022, frente a los de dos dígitos en 2021. Entre los demás vientos de cola que favorecen a esta clase de activos en el futuro están la recuperación económica en curso y el argumento de que «no hay alternativa» a las acciones.

## El «poder de fijación de precios», un tema clave

El pasado año fue muy gratificante para los inversionistas en acciones globales, pues la mayoría de los mercados y regiones de acciones generaron rendimientos impresionantes. Las ganancias registraron un crecimiento muy robusto, con el MSCI AC World superando en 2021 los máximos anteriores a la pandemia.

Todo ello llevó a un fuerte rendimiento de las acciones en 2021, si bien el ratio precio-ganancias (P/G) se redujo porque los niveles ya eran elevados y los inversionistas preveían que el extraordinario apoyo fiscal y monetario de la era COVID-19 empezaría a desaparecer (véase el gráfico de la página 38).

## La G (ganancias) supera a la P (precios)



■ MSCI World  
■ P/G a 12 meses  
■ Ganancias a 12 meses

Nota: Atribución de rendimientos indexados a 100 a 31.12.2020.

Último dato 28.10.2021  
 Fuente Refinitiv, Credit Suisse

De cara a 2022, esperamos un año de «normalización» en el que el crecimiento económico volverá a su senda normal y la recuperación continuará, aunque a una velocidad más lenta y concentrada en el primer semestre de 2022. Los balances de los hogares siguen en buena forma. También esperamos que en 2022 se normalicen las ganancias, después del fuerte impulso de los estímulos fiscales y monetarios sin precedentes y de un periodo muy volátil durante las fases iniciales de la pandemia de COVID-19.

Las previsiones de consenso apuntan a un crecimiento de los beneficios de un solo dígito para 2022, lo que se acerca a las medias a largo plazo. En nuestra opinión, el entorno macroeconómico favorable debería apoyar el crecimiento de las ganancias. Esperamos que los márgenes se mantengan en niveles sólidos. No obstante, consideramos que el aumento de los costos de los insumos debido a la mayor demanda y la creciente diferencia entre el índice de precios al productor y el índice de precios al consumidor, que reduce el margen de las empresas para repercutir el aumento de los costos al consumidor, son vientos en contra de los márgenes. El «poder de fijación de precios» se convertirá, por tanto, en un tema importante para los inversionistas en acciones en 2022, es decir, las empresas que puedan repercutir el aumento de los costos de los insumos a los consumidores tendrán mejores resultados que las que tengan un bajo poder de fijación de precios. Esperamos elevados rendimientos de un dígito de las acciones en 2022, frente a los rendimientos de dos dígitos en 2021.

#### **Poco margen para la revaloración**

Aunque las valoraciones tradicionales (es decir, los múltiplos P/G) disminuyeron en 2021, se mantienen en niveles elevados en comparación con las medias históricas a largo plazo. Vemos poco margen para una nueva valoración (es decir, mayores múltiplos P/G), ya que esperamos que las condiciones financieras, incluidas las tasas de interés, se vuelvan algo más ajustadas en 2022 debido al aumento de los rendimientos reales. Esperamos que la Fed comience a reducir las compras de activos a mediados de noviembre, y que complete este proceso a mediados de 2022.

#### **Principales riesgos para las acciones globales en 2022**

Hay una serie de riesgos para las acciones globales en 2022. Uno de los riesgos para las ganancias (es decir, los márgenes) es el aumento de los costos de los insumos, por ejemplo, de las materias primas o los salarios. Otro riesgo relacionado es que se produzcan más interrupciones en las cadenas de suministro, un factor que empezó a lastrar la rentabilidad de algunas empresas en la segunda mitad de 2021. La inflación también fue un riesgo para esta clase de activos en 2021, aunque la mayoría de los participantes en el mercado esperan que los elevados niveles de inflación actuales sean transitorios. Sin embargo, una inflación más elevada de lo previsto podría provocar un endurecimiento de las condiciones monetarias y aumentar el riesgo de un «error de políticas», lo que sería un viento en contra para las acciones globales. Además, creemos que hay menos margen para el estímulo fiscal en el futuro, que ha sido un elemento de apoyo para las acciones durante la crisis de COVID-19. Ello se debe a que los gobiernos probablemente reducirán su política fiscal sin precedentes, y que, además, podría haber un «bloqueo» político tras las elecciones de mitad de mandato en EE. UU. Una «reaparición» del COVID-19 debido a nuevas mutaciones que restan eficacia a las vacunas actuales es otro riesgo que cabe mencionar especialmente. China también sigue siendo un riesgo potencial para las acciones globales, por ejemplo, debido a la desaceleración de la economía y al riesgo de que se produzcan nuevos vientos en contra en materia de reglamentación, como vimos en varios sectores en 2021. Por último, hay varias elecciones a las que prestar atención en 2022, a saber, las de mitad de mandato en EE. UU. y las presidenciales en Francia y Brasil.

## Perspectivas por sectores

### Consumo discrecional: preferencia por los servicios de consumo

Un sector del que esperamos un buen desempeño en 2022 es el de los servicios de consumo, que ofrece exposición a restaurantes, hoteles y empresas de ocio y que ha ido a la zaga de otros por los cierres y restricciones que han retrasado la reapertura de restaurantes y locales de ocio. Creemos que se trata de una oportunidad atractiva, ya que esperamos que el gasto/consumo en servicios sea un punto brillante en 2022. Las tendencias de consumo siguen siendo favorables gracias a la demanda acumulada de servicios, la mejora del mercado laboral y la solidez de los balances de los hogares.

### Sector financiero: impulso gracias a la subida de las tasas de interés

El sector financiero, y los bancos en particular, se encuentran entre los principales beneficiarios cuando aumentan los rendimientos y las expectativas de tasas de interés. El aumento de las distribuciones a los accionistas a través de dividendos o recompras es otro viento de cola que, en nuestra opinión, favorece a las empresas financieras. La valoración del sector sigue siendo atractiva y el panorama de ganancias es constructivo.

### TI: el aumento de los rendimientos reales, un viento en contra

En el sector TI esperamos un buen desempeño del software y de los servicios gracias sus perspectivas de ganancias superiores y una sólida generación de flujo de caja. Nuestras expectativas de alza de los rendimientos reales son un viento en contra para el sector en conjunto. En general, el sector cuenta con atractivos segmentos de mercado con potencial de disrupción y con margen para ampliar la cuota de mercado y los márgenes de ganancias (véanse las Supertendencias y nuestras inversiones temáticas a largo plazo, pág. 57), incluidas las industrias relacionadas con la tecnología.

### Servicios de comunicación: crecimiento y retos de valoración por delante

Las perspectivas de ganancias de los servicios de comunicación están en línea con las acciones globales. El componente tecnológico/medios interactivos del sector ofrece un crecimiento atractivo, pero está sobrevalorado, mientras que las telecomunicaciones ofrecen un buen valor, pero con un componente de crecimiento rezagado. Las cuestiones regulatorias y la potencial subida de impuestos siguen siendo un riesgo clave y podrían tener un fuerte impacto, aunque es difícil evaluar la magnitud de estos cambios.

### Servicios públicos: bajo presión

Las empresas de servicios públicos quedaron rezagadas con respecto al índice de referencia de las acciones globales (MSCI World) en 2021, y no se encuentran entre nuestros sectores preferidos de cara a 2022. Aunque las expectativas de ganancias para 2022 han mejorado, el sector ha experimentado un descenso de las ganancias en 2021 y los vientos en contra macroeconómicos (por ejemplo, la subida de tasas/rendimientos) se intensificarán a medida que los bancos centrales se preparen para retirar algunas de sus medidas de estímulo monetario.

### Energía: recuperación total del impacto de la pandemia

El sector de la energía, en cambio, registró la mayor recuperación de las ganancias en 2021, con un crecimiento previsto de las ganancias de más del 100% desde el comienzo del año. De cara a 2022, las ganancias se recuperarán por completo del impacto de la pandemia y se prevé que sean un 5% superiores a los niveles de 2019 (antes de la pandemia), según las estimaciones de consenso. A pesar de los atractivos fundamentos y de la alta rentabilidad por dividendos a medida que se recuperen los precios del petróleo y se estabilicen los flujos de caja, sigue habiendo vientos en contra estructurales por la transición energética y las preocupaciones en materia de ESG.

# >100%

**Se espera un aumento del crecimiento de las ganancias en el sector energético en 2021**

## **Sanidad: condiciones difíciles a corto plazo**

El crecimiento de las ganancias y la evolución de los precios en el sector sanitario fueron inferiores a los de las acciones globales en 2021. Las expectativas de consenso con respecto a las ganancias siguen siendo inferiores a las de las acciones globales en general y el impulso relativo también es débil. Al mismo tiempo, los factores de crecimiento a largo plazo, como el mejor acceso a la sanidad en los mercados emergentes, el elevado apalancamiento operativo, los bajos costos de los insumos y el envejecimiento de la población, siguen intactos. No obstante, el aumento de los rendimientos debido a la actual recuperación de la economía mundial supone un riesgo para este sector defensivo.

## **Materiales: los motores de crecimiento se mantienen**

Esperamos que los materiales ofrezcan rendimientos atractivos en 2022 debido al crecimiento global superior a la tendencia y al papel de algunos metales en la transición hacia una producción y un consumo más sostenibles (p. ej., los vehículos eléctricos). Prevemos que el crecimiento de las ganancias se normalice en 2022 a medida que desaparezcan los efectos de base y el crecimiento global se modere desde los máximos de 2021, aunque los motores de crecimiento estructural a largo plazo del sector siguen en pie.

## **Industriales: mejores perspectivas mientras el mundo se normaliza**

El sector industrial es el económicamente más sensible a la fabricación mundial y a la producción industrial. De cara a 2022, esperamos que se moderen las presiones de la cadena de suministro mundial a medida que avancemos hacia un mundo «normalizado». El sector se beneficiará de la reactivación de la producción industrial mundial, ya que los niveles actuales de existencias son muy bajos.

## **Estilos de inversión en acciones: varios posibles destacados en 2022**

En cuanto a los estilos de inversión en acciones, 2021 no mostró ninguna tendencia clara. En el momento de redactar esta publicación, solo la «calidad» y el «valor» ganaron (ligeramente) en comparación con el índice MSCI World. Hasta cierto punto, ello es un testimonio de la incertidumbre, el impacto económico variado y los «datos borrosos» causados por la pandemia global mientras el mundo absorbía y se ajustaba al choque. De cara a 2022, esperamos que el estilo de «crecimiento» en EE. UU. vea renovado su apoyo, junto con las pequeñas capitalizaciones globales, aunque principalmente para las de Europa. Por otro lado, seguimos esperando que el estilo de «valor» se desempeñe bien en la eurozona. Nuestras opiniones se ven respaldadas por unas perspectivas económicas constructivas, ya que se espera que los índices de los gerentes de compras (PMI) sean expansivos a lo largo de nuestro horizonte de previsión. Además, la mayoría de un amplio conjunto de indicadores estadounidenses sigue apoyando un entorno macroeconómico constructivo.



# Perspectivas regionales

## EE. UU.



### La política y la Fed en el punto de mira

Las perspectivas de las acciones estadounidenses son fundamentales para nuestras perspectivas más amplias de las acciones, ya que los EE. UU. representan el 60% del MSCI AC World, el índice de referencia de las acciones globales. Esperamos que la política monetaria y las políticas sean importantes impulsores de las acciones estadounidenses en 2022. El mercado alcista de las acciones

podría experimentar un frenazo con el tapering, pero creemos que podría mantener su tendencia al alza.

Otro posible viento en contra para las acciones estadounidenses es el endurecimiento de la política monetaria y nuestras expectativas de aumento de los rendimientos reales. En cuanto a los acontecimientos políticos, las elecciones intermedias estadounidenses de noviembre de

2022 estarán en el punto de mira. Los demócratas se enfrentan a la posibilidad de perder su (ligera) mayoría en una o ambas cámaras, lo que podría dar lugar a un bloqueo político. Por lo tanto, esperamos un menor gasto fiscal después de las elecciones de mitad de mandato en los EE. UU. A pesar de estos vientos en contra, tenemos una perspectiva constructiva para las acciones estadounidenses.

## Eurozona



### Continuación de la recuperación

Las perspectivas económicas de la eurozona de cara a 2022 siguen siendo constructivas. Como hemos destacado anteriormente, prevemos que las ganancias sean el principal motor de las acciones globales, y ello también es cierto para la eurozona. La previsión de consenso con respecto a las ganancias para la eurozona es una de las más altas de los principales mercados desarrollados, lo que

respalda nuestra perspectiva constructiva sobre las acciones de la eurozona. Vemos el mayor potencial alcista en los mercados que han quedado rezagados durante la recuperación pospandémica. En cuanto a la política, la atención se centrará en las elecciones presidenciales en Francia. Una victoria de un presidente euroescéptico es un riesgo para la integración europea. También será interesante ver si la posible coalición que gobierne

Alemania impulsará un gasto fiscal adicional y una mayor integración europea, lo que sería un apoyo para los activos europeos.

Los desarrollos en China también son importantes para las acciones de la eurozona, en particular, para los mercados de acciones de Francia (p. ej., empresas de artículos de lujo) y de Alemania (p. ej., fabricantes de automóviles).

## Suiza



### La divisa en el punto de mira

Debido a su importante exposición al sector sanitario y de consumo básico, el mercado de acciones suizas se considera un mercado defensivo. Esta actitud defensiva puede ser un viento a favor o un viento en contra, dependiendo del entorno del mercado. En 2021, que estuvo marcado por la enorme recuperación de las ganancias y los mercados cíclicos, las

acciones suizas quedaron rezagadas con respecto al índice de referencia más amplio (MSCI World).

Como 2022 es el año de la «normalización», esperamos que las acciones suizas se comporten en línea con el índice de referencia de las acciones globales. Un factor importante para las acciones suizas es la divisa, ya que un

CHF más fuerte actúa como viento en contra para el mercado de acciones suizo orientado a la exportación. Creemos que el Banco Nacional Suizo mantendrá el CHF bajo control el próximo año (véase la página 46).

## Reino Unido



### Afrontar los retos pos-Brexit

El Reino Unido registró la mayor recuperación de ganancias de los mercados desarrollados en 2021. La estimación de las ganancias por acción (GPA) de las acciones británicas para 2022 debería mostrar una recuperación completa de la pandemia, y es un 4% superior a las GPA de 2019 (antes de la pandemia), según las estimaciones de consenso. Sin embargo, a pesar de esta tendencia positiva, las acciones británicas han tenido un

desempeño inferior al de las acciones globales desde 2019.

Esta evolución ha ampliado la ya significativa depreciación (es decir, la bajada de los múltiplos P/G) por el Brexit, y el mercado cotiza ahora a un múltiplo de valoración históricamente bajo. De cara al futuro, los principales sectores del RU desproporcionadamente afectados por las medidas de cierre deberían ser los principales beneficiarios de la «reaper-

tura» del comercio. Los índices de acciones del RU también tienen menor exposición al sector TI y una mayor ponderación en términos financieros frente al MSCI World, lo que debería ser un viento de cola en un entorno de alza de los rendimientos. Esperamos un buen desempeño de las acciones británicas en 2022, impulsadas por el alza de las ganancias y por unos múltiplos de valoración más altos. La elevada rentabilidad por dividendos, en torno al 4%, debería favorecer la rentabilidad total.



## Japón

### Perspectivas brillantes

Las acciones japonesas quedaron rezagadas en el primer semestre de 2021 debido al retraso en la aplicación de la vacuna COVID-19 y a las continuas restricciones por la pandemia. Sin embargo, en el segundo semestre de 2021, Japón se puso a la altura de sus homólogos de los mercados desarrollados, tanto en lo que respecta a la vacunación como

a la evolución del mercado de acciones, ya que los cambios políticos allanaron el camino para una nueva administración y un posible estímulo.

De cara al futuro, esperamos que las acciones japonesas ofrezcan una atractiva rentabilidad en 2022, a medida que la economía japonesa se reabra por completo e impulse el consumo interno, las exportaciones se recuperen con el

alivio de las presiones de la cadena de suministro y la fuerte demanda externa, mientras que las perspectivas son de un atractivo crecimiento de las ganancias, más recompras y una política de apoyo, tanto monetaria como fiscal.



## Mercados emergentes de Asia

### Crecimiento de dos dígitos de las ganancias

Las acciones asiáticas han estado sometidas a una fuerte presión en 2021 debido a la desaceleración del crecimiento de China, el aumento de la regulación de los valores tecnológicos y el destino de un gran promotor inmobiliario (con problemas) en China. Sin embargo, esperamos que el crecimiento chino se estabilice en 2022 y que la economía crezca un 6,1% a medida que las políticas

monetarias y fiscales se vuelven menos restrictivas para apoyar el impulso del crecimiento. Al mismo tiempo parece haber terminado el peor impacto de las medidas reguladoras sobre los valores tecnológicos, lo que reduce así un riesgo clave para el mercado. Las perspectivas de recuperación en China y el crecimiento todavía saludable de los mercados desarrollados son un buen augurio para las ganancias regionales, que deberían crecer a dos dígitos en 2022. Con la

contención del COVID-19, las economías del sudeste asiático también deberían experimentar una significativa recuperación económica y de ganancias. Por último, la escasez de semiconductores debería seguir apoyando el impulso del crecimiento del sector del hardware tecnológico. En conclusión, dadas las expectativas de mejora de los fundamentos subyacentes, creemos que las acciones asiáticas están preparadas para ofrecer una atractiva rentabilidad en 2022.



## América Latina

### Preparados para dar un viraje

Después de un débil desempeño en 2021, esperamos que las acciones latinoamericanas (Latam) ofrezcan una atractiva rentabilidad absoluta en 2022, acompañada de una volatilidad adicional en medio de un mayor ruido político. Se espera que las acciones latinoamericanas se beneficien del fuerte crecimiento económico mundial y de una composición favorable hacia sectores cíclicos

como el financiero y el de materiales, que en conjunto representan más del 45% de la ponderación en el MSCI EM Latin America. Dado que los bancos centrales de toda la región siguen endureciendo las tasas, los sectores financieros son los principales beneficiarios de los aumentos de las tasas y los rendimientos, mientras que la subida de los precios de las materias primas también es un buen augurio para las perspectivas de

crecimiento de la región. La elevada rentabilidad por dividendos, en torno al 5%, también favorece la rentabilidad total de las acciones latinoamericanas.

Sin embargo, con siete países de Latinoamérica con rumbo a las urnas, incluido Brasil, esperamos que la evolución política y regulatoria siga siendo un riesgo clave para la región.



## Europa del Este, Oriente Medio y África

### El sector financiero y la energía deberían impulsar la rentabilidad de las acciones

Tras un rendimiento estelar en 2021, impulsado por la sólida recuperación de las ganancias gracias a la reapertura de la economía mundial, seguimos esperando que las acciones de Europa del Este, Oriente Medio y África (EEMEA) ofrezcan atractivas rentabilidades en 2022, aunque a un ritmo moderado. Prevemos que el crecimiento de las ganancias de EEMEA se normalizará en 2022

a medida que desaparezcan los efectos de base favorables.

Sin embargo, seguimos esperando un crecimiento de las ganancias de un dígito, en línea con el índice de referencia de los mercados emergentes (MSCI Emerging Markets Index). Se espera que el sector financiero, el más importante (alrededor del 40% de la ponderación en el MSCI EEMEA), sea el principal beneficiario de la subida de tasas y rendi-

mientos. Los altos precios de la energía serían otro factor favorable para las economías regionales, especialmente Oriente Medio y Rusia, ya que mejora su panorama fiscal y sus finanzas.

Por ello, esperamos que las acciones de EEMEA sigan siendo atractivas en 2022 y ofrezcan una rentabilidad absoluta en línea con las acciones de los países emergentes.

# El tapering, ¿un bache o un freno para el mercado alcista de las acciones?

El tapering se refiere a la retirada gradual de las compras de activos por parte de un banco central. El tapering se produce cuando las políticas de estímulo económico de los bancos centrales comienzan a reducirse. No se trata de una reducción del balance, ya que los bancos centrales seguirán proporcionando estímulos a la economía, pero a un ritmo más lento. Como los mercados se acostumbran a este apoyo, los inminentes anuncios de tapering pueden provocar caídas en los mercados, lo que se conoce como «taper tantrum». La Fed ha anunciado en su reunión de noviembre de 2021 una reducción de la compra de activos. Las compras de activos de EE. UU. aumentaron el tamaño del balance hasta el 37,5% del PIB desde el 19,2% del PIB en febrero de 2020. En cambio, este mismo ratio aumentó al 69,2% desde el 39,2% en la eurozona y al 132,8% desde el 104,7% en Japón. Este exceso de liquidez, unido a las bajas tasas de interés, contribuyó en un primer momento a calmar los mercados de acciones tras las perturbaciones provocadas por el COVID, y posteriormente alimentó el fuerte repunte de las acciones.

## El taper tantrum de 2013

El 22 de mayo de 2013, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, anunció la reducción del programa de compra de activos, lo que provocó un repunte inmediato de los rendimientos de los bonos y una caída de las acciones.

Este cambio se limitó a la reducción del ritmo de compra de activos: la reducción del balance no comenzó hasta 2015. Un mes después del anuncio de mayo de 2013, las acciones de los mercados desarrollados y de los mercados emergentes cayeron un -7% y un -10%, respectivamente.

En los 12 meses siguientes, las acciones globales se recuperaron con una rentabilidad del 13%, siendo los EE. UU. y la eurozona los que impulsaron el rendimiento positivo. En otro caso de endurecimiento monetario, la Fed comenzó a reducir su balance en 2018, que en ese momento era de 4,5 billones USD. Durante los siguientes 20 meses consecutivos, la Fed redujo el tamaño de los activos de su balance en unos 700 000 millones USD, con una reducción media de unos 35 000 millones USD al mes. Las acciones globales bajaron un -4% en los 12 meses siguientes (desde finales de enero de 2018), siendo la eurozona, Japón y los mercados emergentes los principales rezagados.

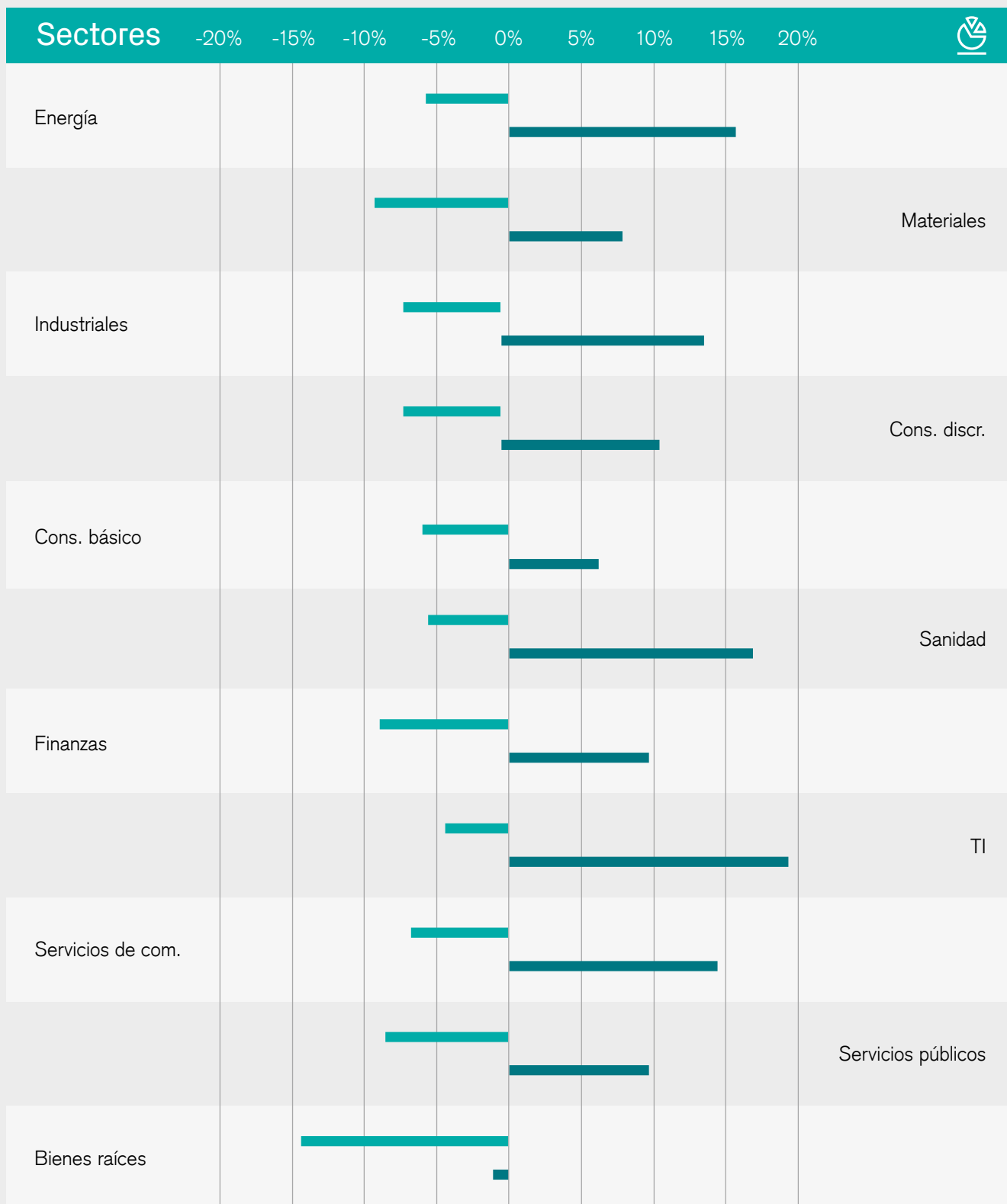
## ¿Qué podría ser diferente esta vez?

Creemos que los fundamentos son algo mejores esta vez para absorber cualquier choque del tapering. La rentabilidad real esta vez es incluso menor, del -0,86% frente al -0,25% de 2013. Los menores rendimientos han hecho subir los múltiplos de valoración: el ratio P/G a 12 meses es ahora mucho más alto que en 2013, mientras que la tasa de crecimiento de los beneficios a futuro es mayor. Las condiciones laborales también son mejores, ya que la tasa de desempleo actual de EE. UU. es del 4,6%, frente al 7,5% de 2013. Además, en los últimos cuatro ciclos de subida de tasas de la Fed, los mercados de acciones globales corrigieron pero luego se recuperaron con una rentabilidad ligeramente positiva en un periodo de un año.

“ En nuestra opinión, una corrección de las acciones debida al tapering podría ofrecer una oportunidad de compra para los inversionistas.

# Lo que el tapering podría deparar a los inversionistas en 2022

Evolución de los sectores tras el anuncio de tapering de 2013



1 mes  
12 meses

El tapering de 2013 es a partir del 22.05.2013, según la fecha de anuncio de la Fed.

Último dato 27.9.2021  
Fuente Bloomberg, Refinitiv, Credit Suisse

# USD apoyado por la ventaja de tasas

De cara a 2022, se espera que las divisas más favorecidas sean las que puedan beneficiarse de la normalización gradual de sus bancos centrales. Esta fase de transición también puede resultar beneficiosa para las divisas más cíclicas, como las de las materias primas.

## **El USD podría fortalecerse frente al CHF/JPY**

La suerte del USD vendrá determinada principalmente por la trayectoria de normalización de la política de la Reserva Federal de EE. UU. con respecto a otras economías y por la recuperación económica en curso a nivel mundial y regional. Para 2022, las divisas con bajos rendimientos y débiles tendencias inflacionarias podrían enfrentarse a vientos en contra. Desde esta perspectiva, tanto el JPY como el CHF podrían ser vulnerables a las caídas en 2022. En lo que respecta al CHF, es probable que el Banco Nacional Suizo (BNS) mantenga su política activa de divisas con la que interviene en el mercado de divisas para debilitar el CHF si es necesario. Ello debería mantener la moneda bajo control y evitar un fortalecimiento sostenido que añadiría presión desinflacionaria a un entorno inflacionario doméstico persistentemente bajo.

## **El EUR, inicialmente débil en 2022**

Con la Fed al frente del «tapering» (es decir, de la reducción) de las compras de activos, el EUR podría empezar en 2022 con bastante suavidad frente al USD. Sin embargo, aunque el Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado un tono cauteloso y paciente con respecto a la normalización de sus políticas, la inflación debería continuar acelerándose de cara al próximo año. Ello podría dejar a los mercados de divisas vulnerables a una revalorización anticipada de la normalización de las políticas. Los fundamentos económicos siguen siendo más sólidos en la eurozona que en los EE. UU., en particular en lo que se refiere a las balanzas externas y desde la perspectiva del déficit fiscal. Además, la perspectiva de la integración fiscal europea, apoyada por la nueva coalición de gobierno de Alemania, podría dar un impulso adicional al EUR a medio plazo. Más

adelante, en 2022, podría producirse una estabilización y recuperación del EUR, pero todo ello dependerá de cuánto dure el repunte de la inflación en la eurozona y de la capacidad del BCE para adelantar la normalización de las políticas en relación con las expectativas actuales del mercado.

## **Soporte para el CAD, NOK, NZD**

Con varios bancos centrales entrando en territorio de normalización de sus políticas en 2022, puede ser importante rotar las posiciones en divisas a lo largo del año. Por ejemplo, entrar en divisas largas (es decir, las que se espera que suban) cuando las perspectivas de los bancos centrales sean más favorables debido a la mejora de las perspectivas económicas. Las divisas de mayor beta (es decir, más cíclicas), en particular las relacionadas con las materias primas, deberían obtener buenos resultados si, como prevemos, los fundamentos siguen el ritmo y el apoyo de los bancos centrales locales se mantiene a principios de 2022. Hasta ahora, las divisas relacionadas con las materias primas han ido a la zaga de los precios de éstas y de la mejora de las condiciones comerciales correspondientes (relación entre los precios de exportación y de importación). Sin embargo, a medida que nos adentramos en 2022, es más probable que se combinen tanto la actividad cíclica como la normalización de las políticas, por lo que las divisas deberían volver a correlacionarse con una mejora de las condiciones comerciales, proporcionando apoyo, en particular, al CAD, la NOK y el NZD. En cambio, el AUD destaca como la divisa de mayor beta, ya que corre más riesgo debido a la desaceleración de China. En resumen, creemos que las valoraciones, el impacto de las divisas en la inflación y las condiciones financieras deberían limitar la extensión del repunte de las divisas en 2022.



### TRY y BRL, puntos débiles; RUB, con buenos resultados

Las perspectivas para las divisas de los mercados emergentes (ME) en 2022 son menos favorables que en 2021. La preocupación por la moderación del crecimiento de los ME relacionada con el COVID-19 ha desaparecido, ya que gracias a los programas de vacunación parece poco probable que se produzcan nuevos cierres. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de China siguen siendo un riesgo clave para el próximo año.

Los bancos centrales de los ME han actuado de forma proactiva a la hora de afrontar la subida de la inflación en 2021, y la política monetaria ha constituido un colchón favorable para las divisas de los ME en general. Sin embargo, esperamos que el ciclo de subidas se ralentice en 2022 y llegue a su fin en los países que han adelantado el endurecimiento monetario (p. ej., México). Aunque ha aumentado el carry de divisas de los ME, éste se ha mantenido en torno a la media histórica desde 2010. Además, es probable que las tasas reales de los ME tengan dificultades para alcanzar terreno positivo, ya que la inflación en los ME sigue aumentando. En Latinoamérica y Europa del Este, Oriente Medio y África (EEMEA) se mantienen las presiones inflacionarias. También es probable que el apoyo de una Reserva Federal «dovish» disminuya el próximo año a medida que nos acercamos a la normalización de la política de tasas en EE. UU. Por lo tanto, es poco probable que la ventaja relativa de los carries aumente mucho más. A la luz de los cambios en la postura de la Fed, la diferenciación entre las divisas seguirá siendo clave. Aunque los países emergentes se encuentran en general en una mejor posición

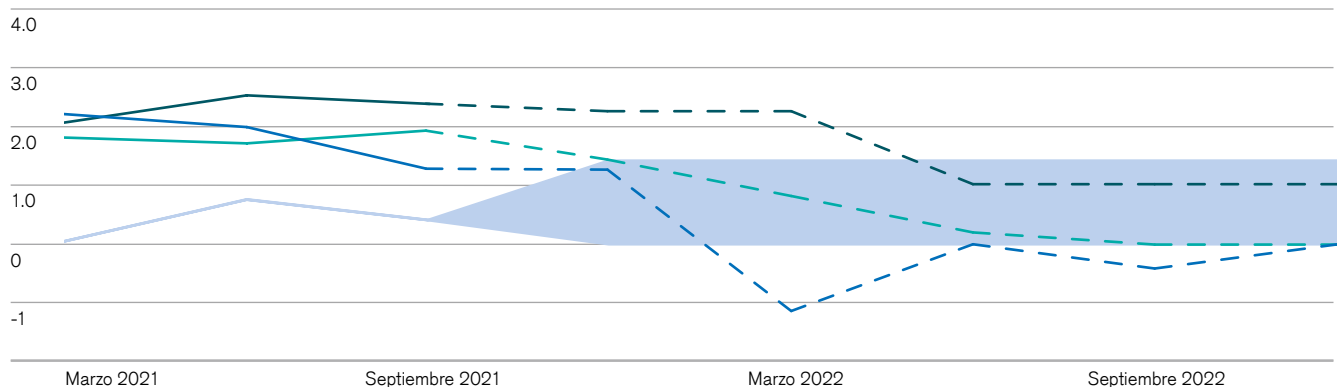
ahora que en 2013 durante el llamado «taper tantrum», siguen existiendo algunos puntos frágiles. La mayoría de los países emergentes han relajado su política fiscal para hacer frente a la crisis del COVID-19, provocando un aumento general de los déficits fiscales y de la deuda pública en todos los países emergentes. En este sentido, Brasil y Turquía destacan como los puntos más débiles. Por otro lado, las divisas con fundamentos sólidos y un carry elevado deberían seguir beneficiándose. En este sentido, consideramos que el RUB es una divisa con un buen rendimiento dentro de los ME.

### CNY estable o más suave

Para que las monedas asiáticas se mantengan en general estables o incluso se fortalezcan frente al USD se necesitaría una evolución bastante plana o más débil del USD. Aparte de ello, una cuestión regional importante será la perspectiva de crecimiento de China, siendo un determinante clave la capacidad del Gobierno para resolver las recientes tensiones en el sector inmobiliario, así como la duración de la incertidumbre del régimen regulador. Creemos que la situación regulatoria podría empezar a estabilizarse en 2022, lo que podría dar lugar a una mejora de los flujos de cartera en la segunda mitad del año. En general, las incertidumbres mencionadas anteriormente podrían lastrar el crecimiento económico de China, por lo que el Banco Popular de China (PBoC) podría permitir preventivamente un CNY más estable o incluso más suave hasta la primera mitad de 2022.

### La senda de normalización de los bancos centrales afectará a las divisas en 2022

Compras de activos financieros en % del PIB anualizado



■ BCE  
■ Bdl  
■ Fed  
■ BNS\*

\* Hipótesis del BNS: compras de divisas entre 0 y la media de las compras estimadas para el periodo comprendido entre febrero de 2015 y mayo de 2016.

Último dato 3T 2021  
 Fuente Credit Suisse, Refinitiv Datastream

# Aprovechar las tendencias estructurales del sector inmobiliario

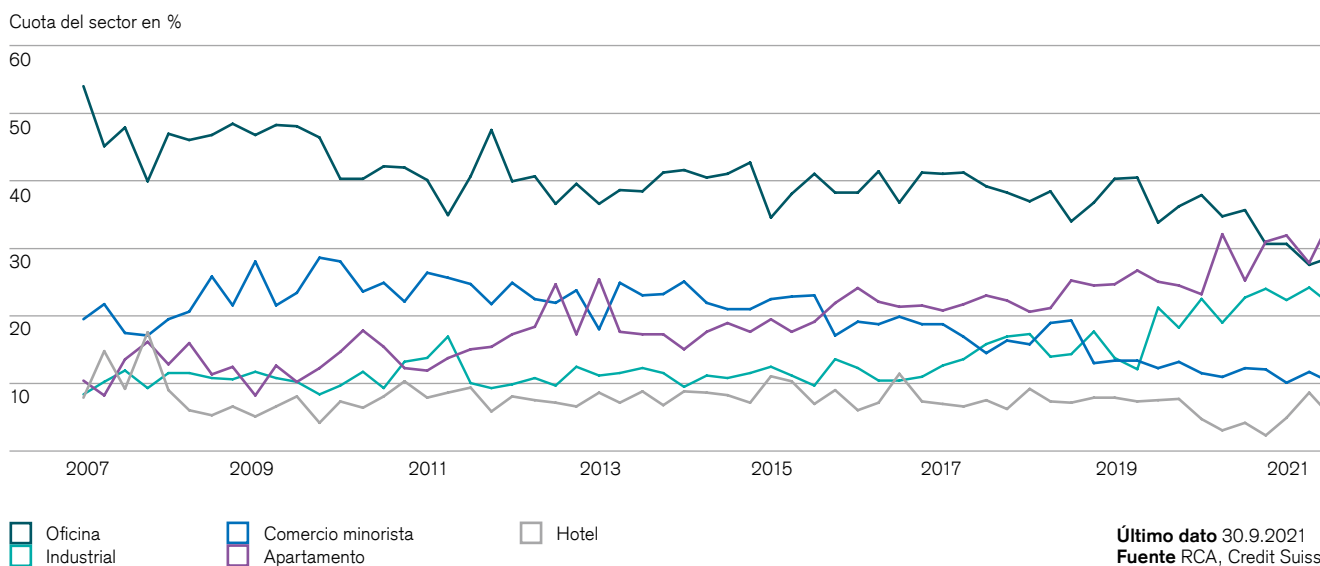
Las tasas de interés históricamente bajas y la recuperación económica en curso deberían favorecer en 2022 las inversiones inmobiliarias. Eso sí, los cambios estructurales generados por la pandemia persisten y continuamos favoreciendo los sectores sustentados por los factores de crecimiento secular, como el inmobiliario logístico.

La previsión de una modesta subida de las tasas de interés y la continuación de la recuperación económica global hacen que el entorno siga siendo favorable a las inversiones inmobiliarias. Sin embargo, la pandemia ha acelerado las tendencias estructurales preexistentes, y creemos que los mercados inmobiliarios requerirán más ajustes en 2022 para reflejar los cambios en el comportamiento de los consumidores y las necesidades de

los arrendatarios. El crecimiento acelerado del comercio electrónico, la digitalización y el trabajo desde casa deberían seguir beneficiando a sectores como la logística, los centros de datos y las torres de comunicación, mientras que las perspectivas de los espacios de oficinas y del comercio minorista seguirán siendo complicadas. Las empresas inmobiliarias listadas están bien posicionadas para los cambios que se avecinan en el mercado:

## Activos de apartamentos e industriales cada vez más codiciados

Transacciones inmobiliarias comerciales a nivel mundial, cuota del sector en % del volumen total



más de la mitad están expuestas a los factores mencionados y disfrutaron de un fuerte crecimiento subyacente (por ejemplo, la logística) o a sectores que cubren las necesidades humanas básicas y, por tanto, son menos dependientes del ciclo económico (por ejemplo, el residencial y el autoalmacenamiento). En general, esperamos que los mercados inmobiliarios listados arrojen una rentabilidad positiva de un dígito medio en 2022.

### Inmobiliarias listadas: perspectivas favorables en los EE. UU. y el Reino Unido

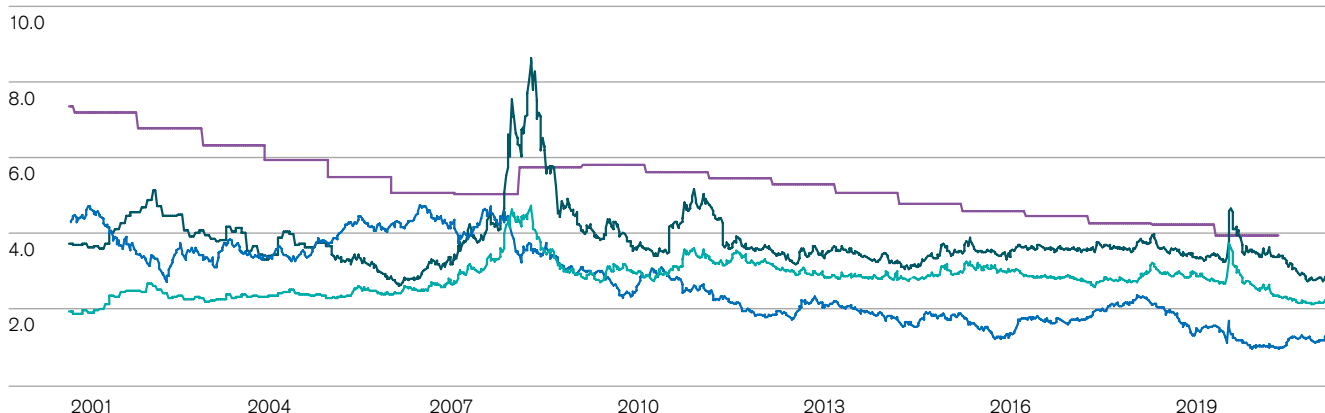
Dentro de las inmobiliarias listadas, los EE. UU. presentan unas perspectivas favorables debido a su mayor exposición a los sectores sustentados por un fuerte crecimiento estructural. Del mismo modo, las inmobiliarias listadas en el Reino Unido deberían beneficiarse de su exposición al segmento de la logística, que es el más alto dentro del índice de referencia inmobiliario. Además, las inmobiliarias británicas deberían verse favorecidas por una fuerte recuperación del mercado de oficinas de Londres, apoyada por una moderada oferta y una mejora del sentimiento de los inversionistas tras haberse disipado la incertidumbre en torno al Brexit. Si bien el mercado residencial alemán (aprox. el 70% de los inmuebles listados de la eurozona) sigue sufriendo una escasez de oferta estructural, la posible aplicación de una normativa más estricta representa un viento en contra. En Suiza, los fondos inmobiliarios cotizan a un precio elevado, pero se ven apoyados por el entorno de bajas tasas de interés y la mejora del mercado de arrendamiento de apartamentos en Suiza.

### Inversión inmobiliaria directa: la logística sigue siendo favorita

Los inversionistas han adaptado sus preferencias al mundo pospandémico anteponiendo los apartamentos a las oficinas, y los industriales han alcanzado nuevos máximos en términos de volúmenes de inversión. De cara al futuro prevemos una bajada continuada de los valores inmobiliarios en el sector minorista debido a la creciente popularidad del comercio electrónico. La recuperación económica pronosticada favorece, en general, al sector de oficinas, pero el continuo debate sobre el trabajo en casa se traducirá probablemente en una reducción de la demanda de espacio de oficinas. Sin embargo, consideramos que dicha reducción se concentrará sobre todo en los activos de menor calidad, por lo que preferimos las inversiones de buena calidad y con una ubicación céntrica. Además, hacemos hincapié en los criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG), cada vez más importantes para los arrendatarios y más fáciles de conseguir en las nuevas inversiones inmobiliarias. Las perspectivas siguen siendo favorables para los activos logísticos, ya que el comercio electrónico sigue impulsando la demanda de almacenes y centros de distribución, así como de activos residenciales, en especial en regiones con bajos niveles de oferta e inventario.

## El sector inmobiliario sigue ofreciendo una rentabilidad relativamente elevada

Rentabilidad en %



■ MSCI World Real Estate (rentabilidad por dividendos a un año)  
■ MSCI World (rentabilidad por dividendos a un año)  
■ Barclays Global Aggregate  
■ Inversión inmobiliaria directa

Último dato 3.11.2021

Fuente Bloomberg, Datastream, MSCI/IPD, Credit Suisse

# Alternativas de rendimientos/ingresos con hedge funds

Dado que disminuyen los vientos de cola para las estrategias cíclicas, preferimos las estrategias de beta baja de mercado de los hedge funds y las inversiones alternativas con alta rentabilidad. Para el próximo año esperamos unos rendimientos modestos cercanos al promedio a largo plazo. La diligencia debida y la selección de administradores son factores clave.

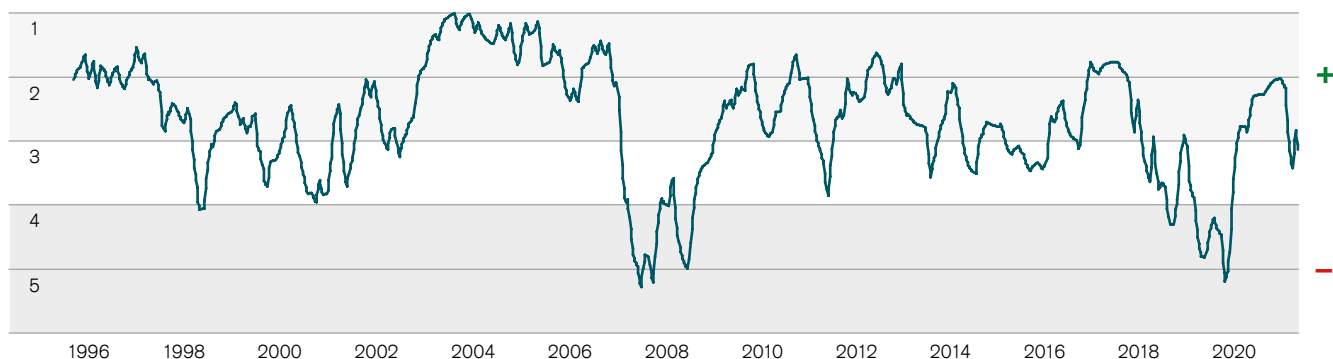
## Positivos en estrategias de beta baja de mercado

El contexto económico positivo, los niveles de liquidez sin precedentes y la dispersión regional de los precios han favorecido la rentabilidad de los hedge funds (últimos 12 meses hasta el tercer trimestre de 2021), siendo las estrategias cíclicas

las más beneficiadas. El rendimiento elevado de un dígito ha sido uno de los mejores desde la crisis financiera global. Aunque los riesgos sistémicos siguen siendo moderados, nuestro Barómetro de Condiciones de Negociación indica que los vientos de cola para las estrategias cíclicas han disminuido.

## Nuestro Barómetro de Condiciones Comerciales ha pasado a neutral

Puntuación basada en los PMI, condiciones de liquidez, volatilidad y riesgos sistémicos



□ Barómetro de condiciones comerciales de Credit Suisse\*

\* anteriormente, Barómetro de Hedge Funds de Credit Suisse

- + Los hedge fund normalmente superan a los activos refugio
- + Condiciones favorables para estrategias cíclicas
- Los hedge fund superan normalmente a los activos de riesgo
- Condiciones favorables para estrategias defensivas

Último dato 05.11.2021

Fuente Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC

Por lo tanto, esperamos que los rendimientos de los hedge funds se moderen a cerca de un dígito medio. También preferimos las estrategias menos sensibles a la beta de renta variable y del crédito, como «opportunistic long/short equity», «diversified macro» y «corporate arbitrage». Los administradores de estas estrategias deberían beneficiarse de una mayor volatilidad y de los movimientos de los mercados de activos cruzados derivados de un posible aumento de los rendimientos a largo plazo y de la esperada reducción de compra de activos de la Reserva Federal de EE. UU.

### Alternativas de rendimiento

De cara a 2022 vemos también un contexto de mercado favorable para las estrategias que buscan generar ingresos a partir de activos alternativos, como las infraestructuras privadas, los bienes raíces y los préstamos al consumo. En nuestra opinión, el aumento del gasto fiscal en la mayoría de los países desarrollados, con especial atención a la reducción de su huella de carbono, debería conducir a unas condiciones de mercado estables para los activos de infraestructuras relacionados. Además, la solidez de los balances de los hogares, respaldada por una tasa de ahorro superior a la media y la mejora de los niveles de empleo y de los salarios, debería dar lugar a un contexto estable para los sectores inmobiliario y de préstamos al consumo. Así pues, las estrategias de activos alternativos privados

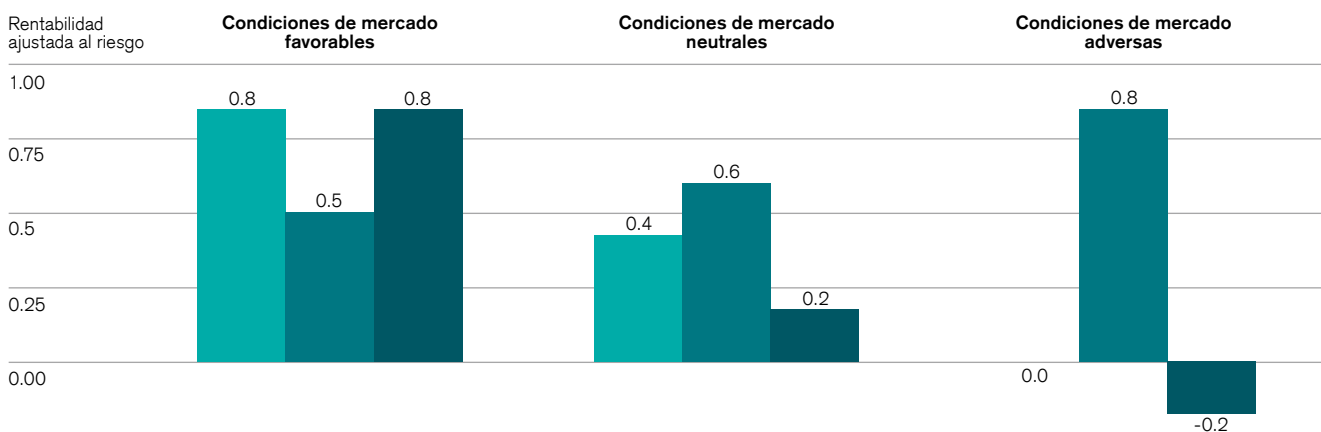
ofrecen oportunidades de generación de ingresos, en particular si se tienen en cuenta los niveles de rendimiento históricamente bajos que ofrecen los mercados públicos. Sin embargo, los inversionistas deben tener en cuenta los riesgos de concentración de emisores y de sectores en los mercados privados, que pueden mitigarse invirtiendo en soluciones de fondos bien diversificadas.

### La diligencia debida y la selección del administrador son clave

Históricamente, los HF han tendido a superar a la renta variable sobre una base ajustada al riesgo cuando nuestro Barómetro de Condiciones de Negociación indicaba un régimen neutral. Los administradores activos se han beneficiado normalmente del aprovechamiento de las oportunidades de precios erróneos debido a los episodios de volatilidad que suelen estar asociados al régimen neutral. Los HF también han conseguido limitar su volatilidad a un dígito medio, lo que ha contribuido a reducir la volatilidad global de la cartera en un contexto de multiactivos. De cara al futuro, el entorno de inversión parece más difícil que en 2021; esperamos un aumento del diferencial de rendimiento entre los administradores con mejores y peores resultados. Por lo tanto, seguimos destacando la importancia de invertir con administradores experimentados, con procesos exhaustivos de diligencia debida y selección de fondos.

## Rentabilidad ajustada al riesgo\* de los hedge funds frente a la renta variable y renta fija

Ratio (rendimientos/volatilidad)



Los hedge funds están representados por el índice Credit Suisse Hedge Fund; las acciones globales por el índice MSCI AC World, los bonos globales por el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate (sin cobertura).

■ Hedge funds  
■ Renta fija global  
■ Renta variable global

\* Mediana de los siguientes 6M de rendimientos entre 1997–2021 dividida por la volatilidad; regímenes de mercado definidos por el Barómetro de Condiciones Comerciales.

Último dato 31.10.2021  
 Fuente Credit Suisse, Bloomberg



# Oportunidades para el capital riesgo en finanzas, salud y educación

El contexto económico sigue favoreciendo los mercados privados, pero con condiciones de inversión más competitivas a medida que nos adentramos en el 2022. Si bien prevemos que la rentabilidad en los mercados privados se situará por debajo de los niveles promedio a largo plazo, aún existen oportunidades respaldadas por el crecimiento secular y las dislocaciones del mercado. El factor clave del éxito serán la diligencia debida y el enfoque de cartera.

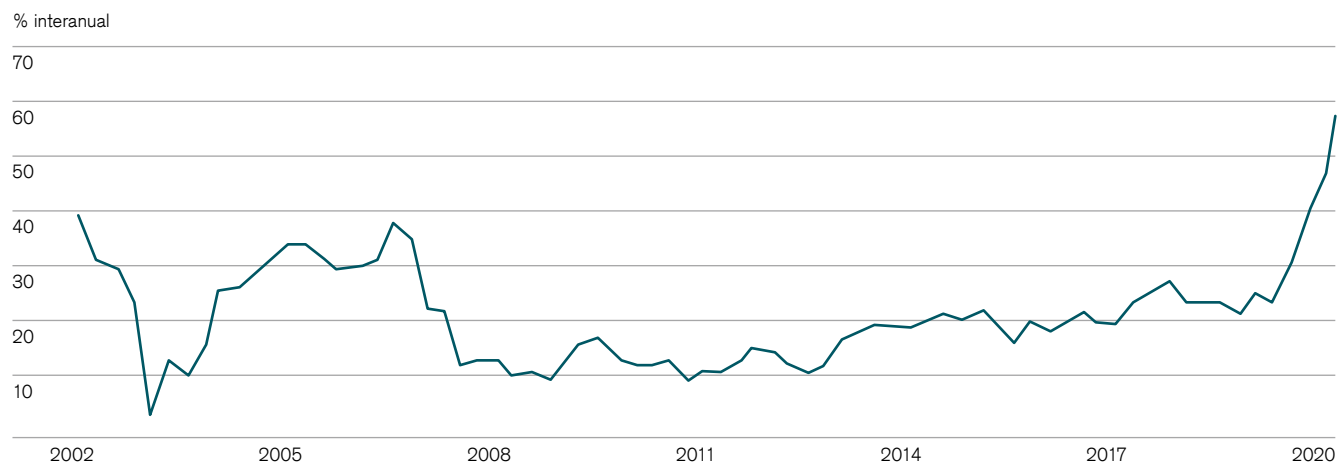
## Un telón de fondo más desafiante

El contexto económico positivo y las subidas relativamente modestas de las tasas de interés siguen favoreciendo a esta clase de activos. Pero las valoraciones más altas y los niveles récord de «pólvora seca» han creado condiciones de inversión más difíciles que probablemente persistirán en el futuro.

Además, la pandemia de COVID-19 ha agudizado la consolidación del sector, ya que los grandes fondos se han vuelto aún más grandes y han dificultado las condiciones de inversión de los administradores más pequeños y menos establecidos. Por ello, prevemos que persista una gran divergencia entre los fondos del cuartil superior e inferior.

## Aumento de la diferencia entre el rendimiento de los fondos del cuartil superior e inferior

Diferencia de rendimiento entre los fondos del cuartil superior e inferior



En este entorno, esperamos que los mercados privados ofrezcan una rentabilidad elevada, aunque inferior al promedio a largo plazo. Nuestras previsiones reflejan un rendimiento medio de los fondos, pero la brecha históricamente mayor, de alrededor del 20% anual, entre los fondos de mayor y menor rendimiento subraya la importancia de la selección de fondos y la diligencia debida.

### Oportunidades para estrategias con apalancamiento limitado

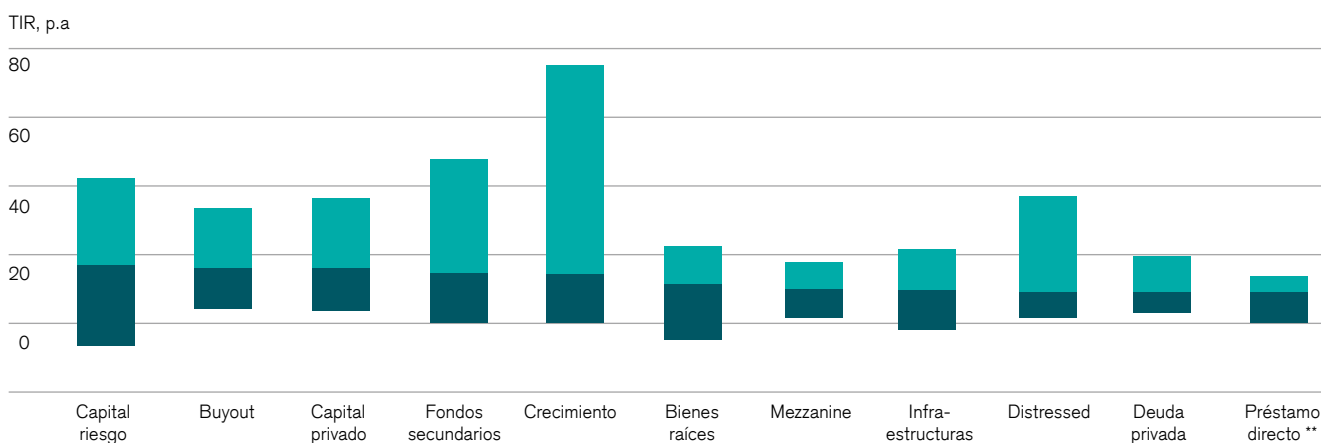
En un entorno en el que las presiones inflacionarias y el aumento de los rendimientos de los índices de referencia a largo plazo representan un riesgo, deseamos destacar las estrategias de alto crecimiento pero con un apalancamiento limitado, como el capital riesgo (VC) y el capital crecimiento. La pandemia del COVID-19 ha acelerado el cambio hacia el uso de tecnologías, creando así un conjunto de oportunidades sin precedentes en un espectro de sectores que incluye las finanzas, la sanidad y la educación.

El ritmo acelerado de las innovaciones, las rápidas tomas de decisión y el capital fácilmente disponible sitúan a los fondos de capital riesgo en una posición idónea para sacar partido de estas tendencias a largo plazo. Asimismo, deseamos destacar la creciente importancia del sector de las ciencias de la vida, apoyado por factores de crecimiento seculares como el envejecimiento de las sociedades y la mejora de la asequibilidad en los países en desarrollo a largo plazo. Por último, los administradores de fondos secundarios pueden ayudar a aprovechar los desajustes del mercado en caso de posibles episodios de volatilidad en 2022.

### El enfoque de la cartera, un elemento clave

Si bien los mercados privados no pueden programarse, la base para construir sistemáticamente una cartera resistente consiste en una asignación continua con administradores experimentados a lo largo de todo el ciclo. Los rendimientos de la cartera básica («buyouts», activos reales básicos, deuda sénior) pueden mejorarse añadiendo estrategias de mayor crecimiento (capital riesgo y capital de crecimiento) con el fin de captar un repunte económico, mientras que las estrategias centradas en las dislocaciones del mercado (secundarias y «distressed») deberían ayudar a limitar las pérdidas cuando las dificultades financieras hagan emerger toda una serie de oportunidades (generales o locales) para dichos fondos. En general, para estabilizar los flujos de caja se requiere una exposición bien diversificada al capital privado con el fin de lograr un exceso de rentabilidad constante con respecto al capital público. La importancia de la diversificación, la selección de los administradores y la diligencia debida deben estar en primera línea del proceso de inversión después de abordar los objetivos y requisitos individuales de los clientes.

**Dispersión de rendimientos en los mercados privados\*, según el rendimiento mediano**  
Ratio (rendimientos/volatilidad)



■ Rango del cuartil superior  
■ Rango del cuartil inferior

\* TIRs netas anuales basadas en los años «vintage» 2004–2018

\*\* Datos utilizados: 2008–2018

Último dato 31.12.2018  
Fuente Preqin, Credit Suisse

# Favorecer a los cíclicos entre las materias primas

De cara a 2022, la demanda de materias primas seguirá siendo favorable ante las expectativas de crecimiento de la producción industrial mundial superior al promedio y las necesidades de reposición de inventarios, pero es probable que se produzca cierta moderación.

Las materias primas tuvieron un excelente desempeño en 2021, pese a la continua presión sobre los mercados de materias primas físicas, ya que la reanudación de la demanda superó la oferta y redujo los inventarios. Para 2022, las expectativas de aumento de la producción industrial mundial y las necesidades de reposición de existencias hacen prever que el entorno de la demanda seguirá siendo favorable. No obstante, es probable que se produzca cierta moderación y que disminuya la intensidad del crecimiento cuando los servicios, en vez de los bienes, impulsen la actividad económica. En varios segmentos, la oferta se está recuperando y reduciendo la presión sobre los mercados físicos. En este entorno, las perspectivas de rentabilidad deberían seguir siendo positivas, si bien las contribuciones al contado podrían ser menores.

## **Favorecer a los cíclicos frente a los defensivos**

El sólido crecimiento y la perspectiva de una política gradualmente menos expansiva de los bancos centrales deberían favorecer a las materias primas cíclicas sobre las defensivas. El oro podría volverse más vulnerable si los rendimientos reales se mueven al alza, lo que refuerza nuestra recomendación de protegerse a la baja, en el caso ideal en eventuales rebotes de precios. Entre los cíclicos, los esfuerzos de descarbonización deberían reforzar las perspectivas de demanda a medio plazo de los metales básicos, aunque por el camino podríamos ver oscilaciones tácticas y periodos de dinámica excesiva. Prevemos precios del petróleo sostenidos, pues aún hay margen para que se recupere la demanda, pero la competencia en la oferta podría aumentar con el regreso de más volúmenes no originarios de la OPEP. Así, los precios al contado podrían moderarse algo en 2022, con rendimientos impulsados sobre todo por los «roll yield». El gas y la electricidad podrían ser una fuente de volatilidad, al menos hasta el final del invierno.

En los mercados del carbono vemos margen de consolidación de precios tras las enormes ganancias recientes, pero el rumbo a largo plazo debería seguir al alza si los políticos no solo intensifican sus ambiciones climáticas, sino también su aplicación.

## **Una buena cobertura contra la inflación**

La exposición a las materias primas en una cartera en la que los inversionistas mantienen asignaciones estratégicas ofrece diversificación y una cobertura eficaz contra las sorpresas inflacionarias. Sin embargo, deseáramos una gestión más activa de las curvas, ya que las curvas en backwardation podrían dejar de subir y normalizarse. En los sectores y mercados individuales, las consideraciones de valor relativo podrían recobrar importancia, y buscaríamos oportunidades de aumento de la rentabilidad y/o de venta de volatilidad.

## **Escenarios de riesgo**

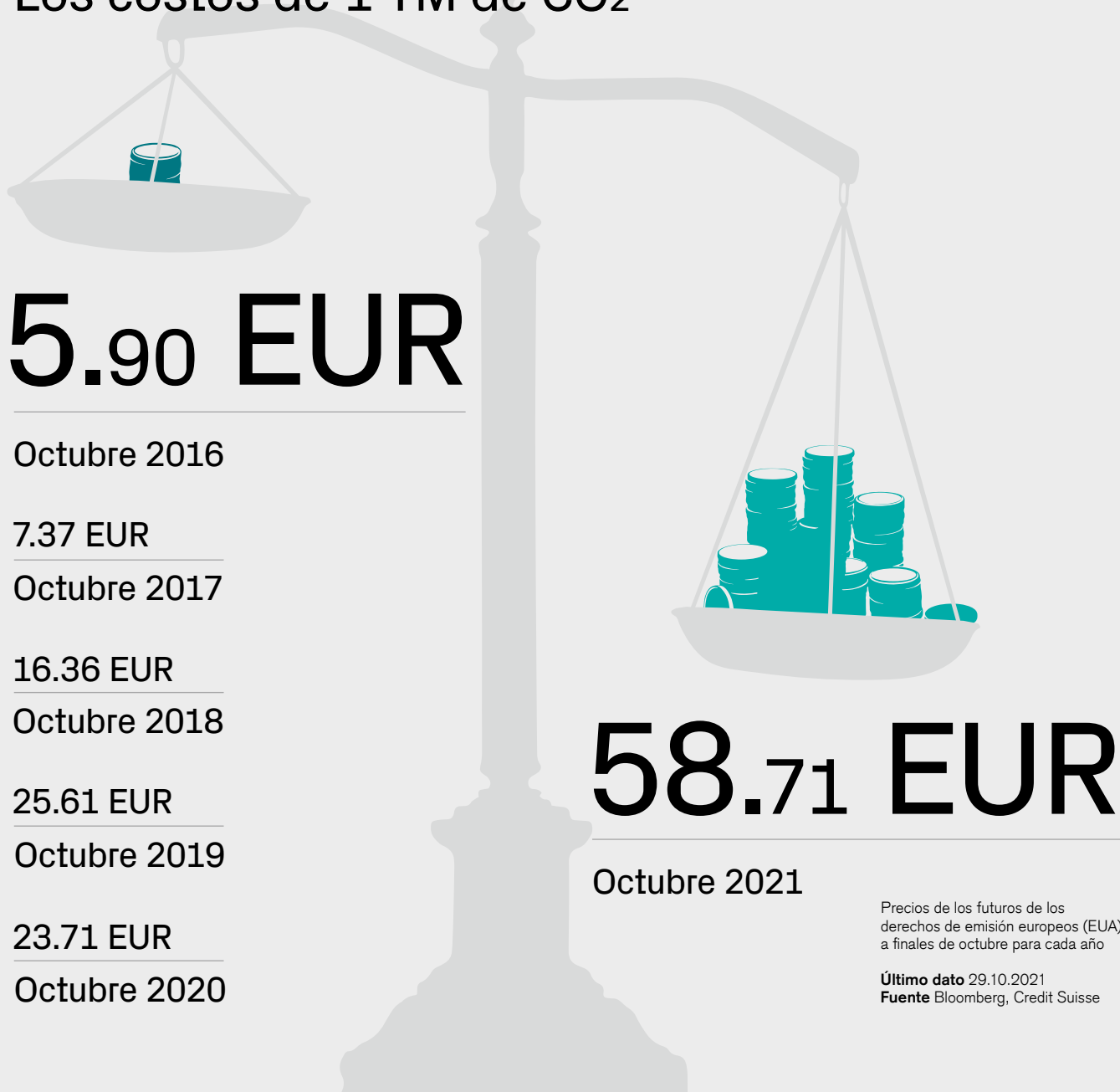
Siempre hay riesgos e incertidumbres, pero lo primero, ahora, es el aumento de los riesgos de cola en los mercados energéticos por la escasez de gas que se han extendido a otros segmentos. Todas las regiones sufren un nivel inusualmente bajo de reservas de suministro que hace temer un suministro insuficiente en invierno si se produce una ola de frío y que lleva a los mercados a fijar una elevada prima de riesgo. En este momento hay una enorme incertidumbre. Al final, la situación debería resolverse por sí sola, pero se teme que ello no ocurra antes de la primavera. En cualquier caso, la transición energética es un gran reto (y una oportunidad) que puede causar una mayor volatilidad, al menos en la primera fase. Una preocupación a más largo plazo es el enfriamiento del mercado inmobiliario chino, uno de los principales motores de la demanda de materias primas. No obstante, este riesgo podría compensarse con la inversión en infraestructuras y el crecimiento de la demanda ligado a los esfuerzos de descarbonización.

# Los precios del carbono y el clima

Los mercados de carbono fijan los precios de las emisiones de CO<sub>2</sub> y se consideran una herramienta clave en la lucha contra el cambio climático. Hay varias iniciativas regionales se están extendiendo por todo el mundo, mientras que el Sistema de Comercio de Emisiones (ETS) de la Unión Europea es el sistema de tope y comercio más grande y líquido del mundo. Los responsables políticos reparten y subastan los derechos de emisión a las empresas participantes, que son libremente negociables y se reducen con el tiempo. Los precios vienen determinados por la política (lado de la oferta) y la actividad industrial, así como por los precios relativos de la energía (lado de la demanda).

El equilibrio lo fija el coste marginal de reducción de una tonelada de carbono. La subida de los precios incentiva el aumento de la eficiencia tanto de los productores como de los consumidores. Los inversionistas también desempeñan un papel importante al proporcionar liquidez, mejorar la transferencia efectiva del riesgo entre los participantes del mercado y ayudar a financiar los esfuerzos de investigación. La exposición al carbono es también cada vez más relevante desde una perspectiva medioambiental, social y de gobernanza (ESG), ya que las compensaciones de carbono pueden utilizarse para abordar el aspecto «E» (medioambiental) de las inversiones.

## Los costos de 1 TM de CO<sub>2</sub>



# Supertendencias en la era pos-COVID

Los fondos temáticos son un nicho en rápida expansión que ha evolucionado en las últimas décadas a partir de inversiones sectoriales y subsectoriales específicas. El creciente interés por las inversiones temáticas radica tal vez en la propia naturaleza de los tiempos disruptivos en los que vivimos: los rápidos avances tecnológicos, la demografía y el reto del cambio climático están sacudiendo los viejos modelos de negocio y creando otros nuevos. La diversificación tradicional por regiones o sectores puede no captar plenamente esta transformación. La diversificación por temas permite a los inversionistas captar mejor las tendencias a largo plazo que impulsan el cambio.

Nuestros temas de inversión a largo plazo, las Supertendencias, abarcan seis tendencias sociales clave de las que estamos convencidos que generarán oportunidades de negocios e inversión. Cuatro años después de su lanzamiento inicial hemos alineado algunos de nuestros subtemas de las Supertendencias con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas. Creemos que la pandemia mundial de coronavirus ha elevado la importancia de los ODS en el sentido de que pueden actuar como principio rector de las actividades y desarrollos económicos futuros, así como de la colaboración gubernamental y las relaciones internacionales.

La reciente multiplicación de los esfuerzos globales en la lucha contra el cambio climático a través de inversiones en infraestructuras relacionadas con la sostenibilidad es un buen ejemplo de cómo pueden combinarse las oportunidades de inversión con los ODS. Es importante señalar que este enfoque debe considerarse una brújula más que una guía formal, ya que no existe una definición universalmente aceptada de una inversión alineada con los ODS.

### Mayor crecimiento gracias a la reducción de emisiones

Los líderes políticos de todo el mundo están redoblando su compromiso con la sostenibilidad y adoptando medidas para alcanzar ambiciosos objetivos de emisión de gases de efecto invernadero (GEI), siendo el «cero neto» el nuevo número mágico. En nuestra opinión, nuestras Supertendencias del «Cambio climático» e «Infraestructuras» están bien posicionadas para beneficiarse de este impulso político y de las inversiones previstas en las próximas décadas. La Supertendencia del «Cambio climático» se centra en la descarbonización de la actividad económica, un desarrollo que incide en la vida en tierra y bajo el agua y contribuye a la salud de las comunidades. Además de la generación de electricidad, el transporte y la transición energética, creemos que la revolución alimentaria no sólo contribuirá a mejorar nuestra salud, sino que reducirá sustancialmente las emisiones de CO<sub>2</sub> en todo el mundo. En lo que respecta a la Supertendencia de «Infraestructuras», sus temas principales son la energía y el agua (infraestructuras), pero también incluyen las infraestructuras necesarias para facilitar el movimiento de personas y mercancías por medio de un transporte seguro y eficiente. Los subtemas de ambas tendencias están reflejados en algunos de los ODS de la ONU, como la industria, la innovación y la infraestructura, el trabajo decente y el crecimiento económico y el consumo y la producción responsables.

### Hallar un (mejor) equilibrio social

La Supertendencia de las «Sociedades preocupadas» aborda la mejora de la igualdad de oportunidades, centrándose en la asequibilidad de las necesidades humanas esenciales, como la vivienda, la educación, la atención sanitaria y la seguridad personal y la cuestión del empleo digno en un mercado laboral cambiante. Durante la pandemia de COVID-19, la frustración popular siguió girando en torno a los «puntos de dolor» nacionales. La seguridad en el empleo debido a los retos y cambios económicos, el aumento del costo de la educación, el incremento de los gastos sanitarios, así como la seguridad personal y pública figuran entre las principales preocupaciones, y prioridades, de muchas personas en todo el mundo. Vemos interesantes oportunidades de inversión en empresas que abordan estos retos y que aportan soluciones para reducir los costos de los servicios básicos, o dicho en otras palabras, también nos

centramos en los empleadores con una sólida puntuación en el aspecto «social» de los criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno (ESG). Estos temas están relacionados con varios ODS de la ONU, como el trabajo decente y el crecimiento económico, la reducción de las desigualdades y las ciudades y comunidades sostenibles.

### Una vida más sana y longeva

Creemos que tanto las generaciones mayores como las más jóvenes, que se incluyen en nuestras Supertendencias de la «Economía plateada» y de los «Millennials», respectivamente, seguirán impulsando los cambios en el futuro. El envejecimiento de la población mundial aumenta inevitablemente la necesidad de soluciones médicas para las afecciones de la vejez y los costos y la cobertura de atención sanitaria, en especial porque esta tendencia afecta cada vez más a los mercados emergentes. La generación más joven, los Millennials, es pionera en un tipo de consumo más saludable. Después de haber cambiado los hábitos de compra y de publicidad, creemos que serán los siguientes en disrumpir el sector financiero, un aspecto al que nos dedicamos este año en nuestro subtema de los «Nativos digitales». La sostenibilidad y el consumo responsable continuarán avanzando gracias a la influencia de las nuevas generaciones. Estos subtemas pueden vincularse a varios de los ODS de la ONU, como la buena salud y el bienestar, la igualdad de género y el trabajo decente y el crecimiento económico.

### No puedo tocar esto

La tecnología se sitúa en el centro de muchos avances para lograr los ODS de la ONU. De hecho, muchos de los ODS quedan reflejados en los subtemas de nuestra Supertendencia «Tecnológica», desde la paz, justicia e instituciones sólidas hasta las ciudades y comunidades sostenibles. Creemos que la próxima frontera será la «economía sin contacto», ya que la eliminación de la interacción física en la comunicación, la vida y el trabajo humanos ha experimentado una gran aceleración durante la pandemia de COVID-19. Prevemos que las interfaces de usuario sin contacto y los multidispositivos y aplicaciones interconectados permitirán cada vez más la interacción a través de asistentes de voz, mientras que la funcionalidad de la autenticación biométrica basada en el reconocimiento de voz o imagen podría proporcionar servicios personalizados a los usuarios en el trabajo o en casa.

Saber más



**Supertrends**  
credit-suisse.com/supertrends











# Estrategia de inversión 2022

Saber más



# Estrategias de inversión para 2022

A medida que el COVID-19 pasa de virus pandémico a endémico, la amenaza de la inflación ha sustituido los temores de deflación que se cernían sobre los primeros días de la crisis. La interrupción de las cadenas de suministro es uno de los factores que contribuyen a ello, y es posible que sigan siendo un reto en los próximos trimestres y mantengan la presión al alza sobre los precios de consumo. No obstante, es probable que los bancos centrales sigan una normalización lenta y gradual de las políticas monetarias, ya que consideran que el actual repunte de la inflación debería ser transitorio.

Esperamos que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) comience a subir las tasas a finales de 2022, seguidas de cuatro subidas adicionales en 2023. La introducción por parte de la Fed de un enfoque de objetivos de inflación más simétrico y la aceptación de un exceso temporal aportan más apoyo a una senda comedida de normalización que podría ayudar a reducir la presión de la creciente carga de la deuda pública y, en última instancia, contribuir a la recuperación económica.



# “ Los bancos centrales y su valoración de las condiciones económicas volverán a ocupar probablemente el centro de atención a la hora de definir las estrategias de inversión en 2022.

## El factor de la inflación

Preveemos una inflación global del 3,7% en 2022, con una gran disparidad entre países. Este escenario implica que debe evitarse una asignación de efectivo superior a la normal en las carteras, ya que el poder adquisitivo podría desvanecerse rápidamente. Lo mismo aplica en general a los activos nominales como los bonos, en los que se paga un interés fijo y el importe invertido se devuelve a su valor nominal al vencimiento sin ajustarse a la inflación. Las perspectivas son más halagüeñas para los activos financieros que se comportan de forma positiva con el aumento de la inflación (p. ej., los activos reales), por ejemplo, la renta variable, cuyo precio refleja las expectativas de los beneficios futuros. El aumento de la inflación se debe a que las empresas pueden subir los precios de sus productos/servicios, lo que aumenta su rentabilidad. Nuestra previsión de crecimiento del producto interior bruto (PIB) nominal global (una estimación del PIB real más la inflación) del 8% en 2022 permite un gran potencial de crecimiento de los ingresos y los beneficios, lo que ayuda a compensar cualquier presión inflacionaria. No obstante, es probable que el aumento de los rendimientos de la deuda pública se convierta en un obstáculo a la hora de valorar la renta variable, en especial si los rendimientos reales aumentan y vuelven a ser positivos, aunque no creemos que ello ocurra en 2022. Los sectores y segmentos de renta variable alineados con poderosos motores de crecimiento estructural, incluidos los identificados en nuestro marco temático de las Supertendencias, pueden ayudar a compensar el impacto de la inflación.

## Rendimiento limitado de los bonos básicos

Esta normalización de las políticas monetarias se iniciará con una reducción gradual de las compras de activos de renta fija por parte de los bancos centrales, lo que, además de la ampliación de la recuperación económica, debería allanar el camino para la subida de las tasas de interés.

El aumento de los rendimientos afectaría negativamente a los precios de los bonos, y los bajos ingresos actuales de los bonos, combinados con los estrechos márgenes de crédito, ofrecerían poca compensación. Por lo tanto, nuestras expectativas de rentabilidad para los bonos del Estado y de las empresas son limitadas. No obstante, creemos que debería haber una asignación a los bonos básicos dentro de las carteras multiactivos con el fin de mitigar el riesgo (es decir, las cualidades de absorción de impactos de los bonos), aunque su contribución real a la rentabilidad puede ser mínima.

## Manténgase diversificado

Al abordar la gestión del riesgo de cartera, el elemento clave es buscar activos con perfiles de rentabilidad que dependan de distintos factores. Estos efectos de diversificación pueden mejorarse aún más con estrategias de inversión que sigan pautas no tradicionales. Por ejemplo, hay estrategias de hedge funds que pueden ir tanto en largo como en corto en renta variable para ampliar su terreno de oportunidades. Encontrar estrategias de inversión que compensen los bajos ingresos de renta fija es una tarea difícil. Las estrategias de renta variable centradas en los dividendos, con énfasis en las empresas con balances sólidos y una fuerte producción de flujo de caja, o las estrategias de opciones de renta variable que aumentan la rentabilidad pueden ser alternativas interesantes, al igual que los bonos no básicos si el aumento de los diferenciales ofrece una oportunidad. El sector inmobiliario es otro enfoque, ya que la recuperación económica en curso proporciona un apoyo. El capital privado también ofrece una oportunidad para impulsar el perfil de rentabilidad de una cartera en medio de las actuales perturbaciones del mercado y la continua recuperación económica. Sin embargo, el capital privado sólo es adecuado para aquellos inversionistas que puedan soportar una mayor iliquidez que con las inversiones tradicionales.



# Previsiones

Esperamos que la economía mundial crezca un 4,3% en términos reales en 2022. Esta cifra es inferior al 5,8% que esperamos para 2021, pero superior a la tasa de crecimiento antes de la pandemia. Con respecto a las acciones, esperamos rendimientos de un dígito alto en 2022, frente a los rendimientos de dos dígitos de 2021. Los rendimientos de los bonos del Gobierno podrían aumentar impulsados por el crecimiento económico y la normalización de las políticas en 2022.

## Previsiones de crecimiento e inflación

### PIB real (% interanual)

	2020	2021E*	2022E*
<b>Global</b>	<b>-3.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>
EE. UU.	-3.4	5.5	3.8
Canadá	-5.3	4.7	4.8
<b>Zona euro</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.2</b>
Alemania	-4.9	2.7	3.7
Italia	-8.9	6.5	4.5
Francia	-8.0	6.5	4.6
España	-10.8	6.9	5.8
Reino Unido	-9.7	7.0	5.0
Suiza	-2.4	3.5	2.5
<b>Japón</b>	<b>-4.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>
Australia	-2.4	3.4	4.1
<b>China</b>	<b>2.3</b>	<b>8.1</b>	<b>6.1</b>
India (ejercicio fiscal)	-7.0	8.7	7.7
Brasil	-4.1	4.8	-0.5
Rusia	-3.0	4.5	2.4

### Inflación (promedio anual interanual en %)

	2020	2021E*	2022E*
<b>Global</b>	<b>1.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>
EE. UU.	1.2	4.7	4.5
Canadá	0.7	3.2	3.4
<b>Zona euro</b>	<b>0.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>
Alemania	0.4	3.2	2.9
Italia	-0.1	2.1	2.7
Francia	0.5	2.2	2.7
España	-0.3	2.1	2.7
Reino Unido	0.9	2.3	3.7
Suiza	-0.7	0.5	0.5
<b>Japón</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>
Australia	0.9	2.6	2.6
<b>China</b>	<b>2.5</b>	<b>0.9</b>	<b>2.2</b>
India (ejercicio fiscal)	6.6	5.3	5.2
Brasil	3.2	8.2	8.1
Rusia	3.4	6.6	5.6

\* E: estimado

Último dato 15.11.2021

Fuente Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

**Nota:** Los datos de rendimientos históricos y/o proyectados y los escenarios de los mercados financieros no son indicadores fiables de rendimientos actuales o futuros.

## Rendimiento/previsiones de los mercados financieros

<b>Acciones*</b>	<b>Rendimiento YTD 2020 a 15 de noviembre de 2021</b>	<b>Rentabilidad total esperada en 2022</b>	<b>Crédito</b>	<b>Rendimiento YTD 2020 a 15 de noviembre de 2021</b>	<b>Rentabilidad total esperada en 2022</b>
Acciones EE. UU.	25.5%	6.7%	Bonos mundiales con grado de inversión**	-1.11%	0.70%
Acciones UEM	24.9%	7.2%	Bonos mundiales de alto rendimiento**	3.44%	1.10%
Acciones suizas	21.1%	6.3%	Bonos de mercados emergentes en monedas fuertes***	-1.40%	1.20%
Acciones británicas	18.5%	7.7%			
Acciones japonesas	16.5%	6.9%			
Acciones de mercados	3.7%	7.3%			

<b>Rentabilidad de los bonos</b>	<b>Cierre al 15 de noviembre de 2021</b>	<b>Previsión para finales de 2022</b>	<b>Divisas y materias primas</b>	<b>Cierre al 15 de noviembre de 2021</b>	<b>Previsión para finales de 2022</b>
Rentabilidad del Tesoro de EE.UU. a 10 años	1.60%	2.00%	EUR/USD	1.13	1.17
Rentabilidad del Bund alemán a 10 años	-0.25%	0.10%	USD/CHF	0.93	0.94
Rentabilidad del Eidgenossen suizo a 10 años	-0.14%	0.10%	EUR/CHF	1.05	1.10
			USD/JPY	114.5	116
			GBP/USD	1.34	1.40
			USD/CNY	6.39	6.38
			Gold (USD/oz)	1862	1600
			WTI (USD/bbl)	80	70

\* Las rentabilidades y rendimientos esperados corresponden a las rentabilidades totales, incluidos los dividendos. Los mercados se refieren a los índices del MSCI por países y regiones en moneda local. La rentabilidad de los períodos 12.11.2016–12.11.2021 para esos índices en orden cronológico es la siguiente: MSCI USA: 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%, 34.7%. MSCI EMU: 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4.0%, 30.1%. MSCI Switzerland: 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4.0%, 23.5%. MSCI UK: 14.5%, -1.0%, 8.6%, -12.5%, 20.7%. MSCI Japan: 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%, 22.2%. MSCI EM: 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16.0%, 11.8%

\*\* Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index

\*\*\* JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Último dato 15.11.2021

Fuente Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

**Nota:** Los datos de rendimientos históricos y/o proyectados y los escenarios de los mercados financieros no son indicadores fiables de rendimientos actuales o futuros.



# Disclaimer Información importante

Este informe representa la opinión del departamento de Investment Strategy de CS y no ha sido preparado de acuerdo con los requisitos legales previstos para fomentar la independencia de las investigaciones sobre inversión. No es un producto del departamento Research de Credit Suisse aunque haga referencia a recomendaciones de investigaciones publicadas. CS cuenta con políticas para gestionar los conflictos de intereses, incluyendo las políticas relativas a la negociación antes de la divulgación de investigaciones sobre inversión. Estas políticas no se aplican a los puntos de vista de Investment Strategists que aparecen en este informe.

### Advertencia sobre riesgos

**Toda inversión implica un riesgo, especialmente respecto de las fluctuaciones de los valores y los beneficios. En caso de que una inversión se haya denominado en una moneda distinta a la moneda de denominación original, los cambios en el tipo de cambio podrán tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos. En el siguiente enlace de Internet se describen detalladamente los riesgos de invertir en los valores citados en este informe: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>**

Este informe puede incluir información sobre inversiones que implican riesgos especiales. Le aconsejamos que se ponga en contacto con su asesor financiero antes de tomar decisiones de inversión basadas en este informe o si necesita que le explique algunos de sus contenidos. Encontrará más información en el folleto de información «Riesgos que implica el comercio de instrumentos financieros» de la Asociación de Banqueros Suizos. El rendimiento en el pasado no es un indicador de rendimiento en el futuro. El rendimiento puede verse afectado por comisiones, tasas u otras cargas, así como por las fluctuaciones en el tipo de cambio.

### Riesgos de los mercados financieros

Los beneficios y la situación de los mercados financieros en el pasado no son indicadores fiables del rendimiento futuro. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualquier ingreso susceptible de ser acumulado pueden caer, subir o fluctuar. El rendimiento en el pasado no muestra cómo será el rendimiento en el futuro. En caso de que una inversión se haya denominado en una moneda distinta a la moneda de denominación original. Los cambios en el tipo de cambio podrán tener un efecto adverso sobre el valor, el precio o los ingresos. Debería consultar este aspecto con tantos consejeros como estime necesarios para que le ayuden en esta toma de decisiones. Puede que las inversiones no tengan lugar en un mercado público o que se den solo en un mercado secundario restringido. Si existe un mercado secundario, no es posible predecir el precio al que se negociarían las inversiones en el mercado o si dicho mercado será líquido o ilíquido.

### Mercados emergentes

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

### Inversiones alternativas

Los hedge funds no están sujetos a las numerosas regulaciones de protección del inversor que se aplican a las inversiones colectivas autorizadas reguladas y los gestores de los fondos de alto riesgo no están regulados en su gran mayoría. Los hedge funds no están limitados a una disciplina de inversión particular ni a una estrategia comercial y buscan el beneficio en todo tipo de mercados mediante estrategias de inversión especulativa de apalancamiento con derivados que pueden aumentar el riesgo de pérdida de inversión. Las transacciones de materias primas conllevan un alto riesgo, incluida la pérdida total de la inversión, y pueden no ser adecuadas para muchos de los inversores privados. El rendimiento de estas inversiones depende de factores impredecibles, como catástrofes naturales, influencias climáticas, capacidades de carga, inestabilidad política, fluctuaciones estacionales y fuertes influencias de aplazamientos, especialmente en futuros e índices. Los inversores en inmuebles están expuestos a la liquidez, la divisa y otros riesgos, incluidos el riesgo cíclico, el riesgo del mercado de alquiler y local, así como al riesgo medioambiental y a los cambios en la situación legal.

### Capital privado

El Capital Privado (en adelante, «CP») significa una inversión de capital propio privado en empresas que no cotizan en bolsa (es decir, que no están incluidas en ninguna bolsa de valores); son complejas, normalmente ilíquidas y duraderas. Generalmente, las inversiones en un fondo de CP suponen un grado significativo de riesgo financiero y/o comercial. En las inversiones en fondos de capital privado, el principal no está protegido ni garantizado. Se requerirá que los inversores cumplan con las exigencias de capital de las inversiones durante un periodo de tiempo prolongado. El incumplimiento de dicha obligación puede acarrear la pérdida de una parte de la cuenta de capital, la renuncia a cualquier ingreso futuro o ganancias en inversiones realizadas con anterioridad a dicho incumplimiento y, entre otras cosas, la pérdida de cualquier derecho a participar en inversiones futuras o la obligación de vender las inversiones a muy bajo precio, muy por debajo de las valoraciones del mercado secundario. Las empresas o los fondos pueden estar altamente apalancados y, por lo tanto, pueden ser más sensibles a actividades empresariales y/o desarrollos financieros o factores económicos adversos. Las inversiones pueden enfrentarse a una fuerte competencia, una actividad empresarial cambiante o condiciones económicas o acontecimientos financieros que puedan afectar de forma adversa a su rendimiento.

### Tipo de interés y riesgos crediticios

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

### Departamento de Investment Strategy

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

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

### Exoneración general de responsabilidad/Información importante

La información que figura en el presente documento constituye material de marketing; no se trata de informes de inversión.

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

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

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

### Entidades distribuidoras

Salvo que se indique otra cosa, el presente informe se distribuye por Credit Suisse AG, un banco suizo autorizado y regulado por la «Swiss Financial Market Supervisory Authority». **Alemania:** este informe ha sido distribuido por Credit Suisse (Deutschland) AG, entidad autorizada y regulada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Arabia Saudí:** este documento lo distribuye Credit Suisse Saudi Arabia (n.º de registro comercial: 1010228645), que posee licencia para operar y está regulada por la Autoridad de mercados de capitales de Arabia Saudí con el número de licencia 08104-37 fechada 23/03/1429H correspondiente a 21/03/2008AD. El principal centro de actividad comercial de Credit Suisse Saudi Arabia se halla en King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudí. Sitio web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. De conformidad con el Reglamento sobre la oferta de valores y obligaciones permanentes, este documento no puede distribuirse en el Reino, salvo a las personas autorizadas en virtud del Reglamento sobre la oferta de valores y obligaciones permanentes emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no realiza ninguna declaración sobre la exactitud o integridad de este documento, y rechaza expresamente cualquier responsabilidad por la pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o afecte a su dependencia. Los posibles compradores de los valores ofrecidos por el presente documento deben ejercer su propia diligencia debida con respecto a la exactitud de la información relativa a los valores.

Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado. Según el Reglamento de Fondos de Inversión, este documento no puede distribuirse en el Reino, excepto a aquellas personas autorizadas en el Reglamento de Fondos de Inversión emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no hace ninguna declaración en cuanto a la exactitud o integridad de este documento, y rechaza expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o afecte a su dependencia. Los posibles suscriptores de los valores ofrecidos deben ejercer su propia diligencia debida con respecto a la exactitud de la información relativa a los valores. Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado. **Austria:** este informe lo distribuye CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «sucursal de Austria») o Credit Suisse (Deutschland) AG. La sucursal de Austria es una sucursal de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Austria está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), así como a la autoridad supervisora austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena. Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft está supervisada por la autoridad supervisora alemana Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») en colaboración con la autoridad supervisora austriaca, la Financial Market Authority (FMA), con domicilio en Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena (Austria). **Baréin:** este informe lo distribuye Credit Suisse AG, Bahrain Branch, una sucursal de Credit Suisse AG, Zürich/Suiza, entidad debidamente autorizada y regulada por el Central Bank of Bahrain (CBB) como Empresa comercial de inversión de categoría 2. Los servicios o productos financieros relacionados solo se ponen a disposición de Inversores acreditados, según la definición del CBB, y no están diseñados para que los utilice ninguna otra persona. El Central Bank of Bahrain no ha revisado ni aprobado este documento ni el marketing de ningún vehículo de inversión aquí mencionado en el Reino de Baréin, y no se hace responsable del rendimiento de ninguno de dichos vehículos de inversión. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, sucursal de Credit Suisse AG, Zürich/Suiza, tiene su domicilio en Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino de Baréin. **Catar:** esta información la distribuye Credit Suisse (Qatar) L.L.C., entidad autorizada y regulada por la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bajo el n.º de licencia 00005 de la QFC. Todos los productos o servicios financieros vinculados están únicamente a disposición de Contrapartes aptas o Clientes comerciales (según lo define la QFCRA), incluidas las personas naturales que hayan optado por ser calificadas como clientes comerciales con activos netos superiores a 4 millones de QAR y con suficiente experiencia económica y la capacidad para participar en estos productos y/o servicios. Por lo tanto, esta información no debe facilitarse a ningún otro tipo de persona, ni ninguna otra persona debe utilizarla. **Chile:** este informe lo distribuye Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, una sucursal de Credit Suisse AG (constituida en el Cantón de Zürich), regulada por la Comisión para el Mercado Financiero de Chile. Ni el emisor ni los valores se han registrado ante la Comisión para el Mercado Financiero de Chile de conformidad con la Ley n.º 18.045, la Ley de Mercado de Valores, y los reglamentos de esta, por lo que no pueden ofrecerse ni venderse públicamente en Chile. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación para suscribir o comprar los valores en la República de Chile, salvo a inversores identificados individualmente en el marco de una oferta privada en el sentido del artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores (una oferta que no está «dirigida al público en general ni a un determinado sector o grupo específico del público»). **DIFC:** la presente información es distribuida por Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) es titular de una licencia expedida por Dubai Financial Services Authority («DFSA») y está regulada por la misma. Los productos y servicios financieros aquí contemplados únicamente se facilitan a Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado, según define estos conceptos la DFSA, y no están destinados a ninguna otra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) tiene su domicilio en Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubái, Emiratos Árabes Unidos. **España:** este documento es un material de marketing y está distribuido por Credit Suisse AG, sucursal en España, entidad jurídica inscrita ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fines informativos. Se dirige exclusivamente al destinatario para su uso personal y, de acuerdo con la normativa vigente, en ningún caso puede considerarse como una oferta de valores, asesoramiento personal de inversión o recomendación general o específica de productos o estrategias de inversión con el fin de que realice alguna operación. El cliente se considerará responsable, en todos los casos, de tomar cualquier decisión de inversión o desinversión, por lo que el cliente asume toda la responsabilidad de los beneficios o las pérdidas resultantes de las operaciones que decida realizar en base a las informaciones y opiniones incluidas en este documento. Este documento no es el resultado de un análisis o una investigación financiera y, por lo tanto, ni está sujeto a la normativa vigente que se aplica a la producción y distribución de investigaciones financieras, ni su contenido cumple con los requisitos legales de independencia de la investigación financiera. **Francia:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «sucursal de Francia»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Francia está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de las autoridades supervisoras francesas, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), y de la Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Guernsey:** este informe es distribuido por Credit Suisse AG Guernsey Branch, una filial de Credit Suisse AG (constituida en el Cantón de Zürich), con domicilio social en Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St. Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG Guernsey Branch es propiedad absoluta de Credit Suisse AG y está regulada por la Comisión de Servicios Financieros Guernsey. Las copias de los últimos estados financieros auditados de Credit Suisse AG están disponibles a petición. **India:** este informe ha sido distribuido por Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n.º CIN U67120MH1996PTC104392), regulada por el Securities and Exchange Board of India como Analista (n.º de registro INH 000001030), como Gestor de carteras (n.º de registro INP000002478) y como Intermediario bursátil (n.º de registro INZ0000248233), y domicilio social en el piso 9 de la Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Bombay - 400 018, India, T- +91-22 6777 3777. **Israel:** en el caso de que la distribución la realice Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israel, este documento lo distribuye Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, incluidos los servicios prestados en Israel y no está supervisado por el supervisor de bancos del Banco de Israel, sino por la autoridad supervisora de bancos competente en Suiza. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. un comercializador de inversiones autorizado en Israel y, por lo tanto, sus actividades de comercialización de inversiones están supervisadas por la Autoridad de Valores de Israel. **Italia:** este informe se distribuye en Italia por Credit Suisse (Italy) S.p.A., un banco bajo derecho italiano, inscrito en el registro bancario y bajo supervisión y control de la Banca d'Italia así como del CONSOB. **Libano:** este informe se distribuye por Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), entidad financiera constituida en Líbano y regulada por el Banco Central de Líbano («CBL»), con número de licencia de entidad financiera 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL se encuentra supeditada a las leyes y circulares del CBL, así como a las leyes y normativas de la Autoridad para los Mercados de Capitales de Líbano («CMA»). CSLF es una sociedad dependiente de Credit Suisse AG y forma parte del Grupo Credit Suisse (CS). La CMA declara cualquier responsabilidad en relación con el contenido de la información consignada en este informe, incluida la exactitud e integridad de tal información. La responsabilidad por el contenido de este informe recae en el emisor del mismo, sus administradores y demás personas, como expertos por ejemplo, cuyas opiniones puedan verse en el informe con su consentimiento. Así mismo, la CMA no ha evaluado la idoneidad de las inversiones aquí descritas para ningún inversor o tipo de inversor en concreto. Por la presente se entiende y reconoce expresamente que las inversiones en mercados financieros pueden entrañar un elevado nivel de complejidad y riesgo de pérdida de valor, y pueden no resultar apropiadas para todos los inversores. El estudio de idoneidad a

cargo de CSLF en relación con esta inversión se basará en la información que el inversor pueda proporcionar a CSLF en la fecha de dicha evaluación y se ajustará a los procesos y políticas internas de Credit Suisse. Se entiende que todas las comunicaciones y documentación que faciliten CS o CSLF se desarrollarán en lengua inglesa. Mediante la aceptación de la inversión en el producto correspondiente, el inversor manifiesta de manera expresa e irrevocable su conformidad con el empleo del idioma inglés, así como la comprensión de este. **Luxemburgo:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **México:** este documento representa la perspectiva de la persona que presta sus servicios a C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») o Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS»), de manera que tanto C. Suisse Asesoría como Banco CS se reservan el derecho a cambiar de opinión en cualquier momento sin asumir ningún tipo de responsabilidad al respecto. Este documento se ha elaborado únicamente con fines informativos y no constituye una recomendación, asesoramiento o invitación para realizar una operación y no sustituye la comunicación directa con su gerente de C. Suisse Asesoría o Banco CS antes de tomar una decisión de inversión. Ni C. Suisse Asesoría ni Banco CS asumen ningún tipo de responsabilidad por las decisiones de inversión basadas en la información que figura en el document enviado, ya que es posible que estas no tengan en cuenta el contexto de la estrategia o los objetivos de inversión de clientes particulares. Los folletos, los panfletos, los regímenes de fondos de inversión, los informes anuales o la información financiera periódica contienen toda la información útil adicional para los inversores. Dichos documentos pueden obtenerse sin costo alguno directamente del emisor de los valores y de los gestores de fondos de inversión o en la página web del mercado de valores, así como de su gerente de C. Suisse Asesoría o Banco CS. La rentabilidad pasada y los diferentes escenarios de los mercados existentes no garantizan el rendimiento presente ni futuro. En caso de que la información que figura en este documento sea incompleta, incorrecta o confusa, póngase en contacto con el gerente de C. Suisse Asesoría o Banco CS lo antes posible. Este documento puede sufrir modificaciones sin ninguna responsabilidad por parte de C. Suisse Asesoría o Banco CS. Este documento se distribuye únicamente con fines informativos y no sustituye a los informes de operaciones o estados de cuentas que usted recibe de C. Suisse Asesoría o Banco CS en cuanto a las Disposiciones de Carácter general Aplicables a las Entidades Financieras y demás personas que proporcionen Servicios de Inversión mitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores («CNBV»). Dada la naturaleza de este documento, C. Suisse Asesoría y Banco CS no asumen ninguna responsabilidad derivada de la información contenida en el mismo. Sin perjuicio de que la información se haya obtenido a partir de fuentes que C. Suisse Asesoría y Banco CS consideren fiables o se base en ellas, no se garantiza que la información sea exacta ni completa. El Banco CS y C. Suisse Asesoría no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada del uso de la información contenida en el documento que le ha sido enviado. Se recomienda al inversor que se asegure de que la información facilitada sea conforme con sus circunstancias personales y su perfil de inversión, en relación con cualquier situación legal, normativa o fiscal concreta, o que obtenga asesoramiento profesional independiente. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. es una asesoria de inversión creada de conformidad con la Ley del Mercado de Valores («LMV»), registrada en la CNBV con el número de folio 30070. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. no forma parte de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V., ni de ningún otro grupo financiero de México. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. no es un asesor de inversiones independiente según lo dispuesto por la LMV y otras normas aplicables debido a su relación directa con Credit Suisse AG, una institución financiera extranjera, y a su relación indirecta con las entidades que componen el Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. **Países Bajos:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «sucursal de los Países Bajos»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de los Países Bajos está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de la autoridad supervisora neerlandesa, De Nederlandsche Bank (DNB), y del supervisor del mercado neerlandés, la Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** este informe lo distribuye Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «sucursal de Portugal»), que es una sucursal de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una entidad de crédito debidamente autorizada en el Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio en 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburgo. La sucursal de Portugal está sujeta a la supervisión prudencial de la autoridad supervisora de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), y de las autoridades supervisoras portuguesas, el Banco de Portugal (BdP) y la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Reino Unido:** este documento lo distribuye Credit Suisse (UK) Limited. distribuye Credit Suisse (UK) Limited es una entidad autorizada por la Prudential Regulation Authority y regulada por la Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority. En la medida en que se comunique en el Reino Unido («RU») o que pueda tener un efecto en dicho país, este documento constituye una promoción financiera que ha sido aprobada por Credit Suisse (UK) Limited, que está autorizada por la Prudential Regulation Authority y está regulada por la Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority para el desarrollo de negocios de inversión en el RU. La sede social de Credit Suisse (UK) Limited es Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Tenga presente que las normas recogidas en la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 del RU relativas a la protección de clientes minoristas no rigen para usted y que cualquier compensación potencial que se pusiera a disposición de los «reclamantes aptos» bajo el Programa de Compensación de Servicios Financieros del RU tampoco estará disponible para usted. El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales de cada cliente y puede estar sujeto a cambios en el futuro. **Sudáfrica:** esta información la distribuye Credit Suisse AG, entidad registrada como proveedor de servicios financieros con la Financial Sector Conduct Authority en Sudáfrica con el número FSP 9788 y/o por Credit Suisse (UK) Limited, entidad registrada como proveedor de servicios financieros con la Financial Sector Conduct Authority en Sudáfrica con el número FSP 48779. **Turquía:** la información de inversión, los comentarios y las recomendaciones incluidas en el presente no están comprendidos en la actividad de asesoramiento de inversión. Los servicios de asesoramiento de inversión son proporcionados a las personas por instituciones autorizadas de modo personalizado, atendiendo a sus preferencias en materia de riesgo y rentabilidad. Por ende, los comentarios y los consejos incluidos en el presente revisten carácter general. Las recomendaciones, por tanto, pueden no ser adecuadas para su situación financiera o preferencias de riesgo y rendimiento. Es por ello que una decisión de inversión basada en la información aquí consignada puede no producir resultados que se adecuen a sus expectativas. Este informe lo distribuye Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, entidad regulada por la Capital Markets Board de Turquía, con domicilio social en at Levazim Mahallesi, Kuru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/Estambul-Turquía.

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

Queda prohibida la reproducción, parcial o total, del presente documento sin la previa autorización por escrito de Credit Suisse. Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG y/o sus filiales. Todos los derechos reservados.

# Impresión

## Editor jefe

Philipp Lisibach  
Head of Global Investment Strategy

## Fecha de cierre de redacción

15 de noviembre de 2021

## Editora gerente

Nannette Hechler-Fayd'herbe  
Global Head of Economics & Research and CIO IWM

## Diseño

LINE Communications AG

## Apoyo editorial

Catherine McLean Trachsler  
Christa Jenni  
Christine Mumenthaler  
Flurina Krähenbühl

## Traducción

Credit Suisse Language & Translation Services

## Más información

[credit-suisse.com/investmentoutlook](https://credit-suisse.com/investmentoutlook)

## Gestión de proyecto

Camilla Damm Leuzinger  
Claudia Biri  
Serhat Günes

## Fuentes de fotografía

nadla/GettyImages (portada, págs. 1, 2, 16–17, 68);  
Credit Suisse (págs. 7, 9);  
Roberto Moiola/Sysaworld/GettyImages (págs. 14–15);  
Mlenny/GettyImages (págs. 30–31);  
Paul Souders/GettyImages (págs. 58–59);  
the\_burtons/GettyImages (pág. 60)

# Autores/Colaboradores

**James Sweeney**

Global Economics & RCIO Americas

**Neville Hill**

Head of European Economics

**Daniel Rupli**

Head of Single Security Research, Equity Credit

**David Sneddon**

Head of Global Technical Analysis

**Tobias Merath**

Head of Wealth Content Strategy

**Luca Bindelli**

Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

**Marc Häfliger**

Head of Global Equity Strategy

**David Wang**

Head of China Economics

**Jelena Kucenko**

Head of Global Alternative Investments Strategy

**Jessie Gisiger**

Head of Global Credit Strategy and Investment Themes

**Stefan Graber**

Head of Global Commodity Strategy

**Karsten Linowsky**

Head of Global Currency Strategy

**Claude Maurer**

Chief Economist Switzerland

**Anand Datar**

Alternative Investments Strategist

**Sarah Leissner**

Alternative Investments Strategist

**Rasmus Rousing**

Equity Strategist

**Laura Smith**

Equity Strategist

**Sunny Chabriya**

Equity Strategist

**Satish Aluri**

Equity Strategist

**Florence Hartmann**

Emerging Market Bonds & FX Strategist

**Angela Saxby Robbins**

Senior Sustainable Investing Specialist

**Nicole Neghaiwi**

Sustainable Investing Specialist



[credit-suisse.com](https://credit-suisse.com)

© 2021, CREDIT SUISSE

2592375 LJCC 11.2021

