



CONFERENCIA



COL·LEGI
D'ACTUARIS
DE CATALUNYA

Año 2022: el inicio de la normalización monetaria (?)

Sr. David Cano Martínez, Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi) y Director General de Afi Inversiones Globales, SGIIC.

Barcelona, 12 de enero de 2022



Afi Inversiones Globales
SGIC SA

Año 2022: ¿el inicio de la normalización monetaria?

12 de enero de 2022

David Cano Martínez

cano@afi.es

david_cano_m@

1. Los cuellos de botella y el encarecimiento de las materias primas reducen el crecimiento del PIB mundial en la parte final de 2021, pero no impiden un avance superior al potencial. En 2022 asistiremos a una desaceleración, pero con un crecimiento en línea con el potencial

Gracias a la primera mitad del año, 2021 se salda con un crecimiento mayor de lo esperado hace 12 m...

Previsiones DIC.2020

% anual	AFI			
	2019	2020	2021	2022
Mundo	3,0	-4,2	5,3	-
Desarrolladas	1,6	-5,6	4,0	-
EEUU	2,2	-3,7	4,2	2,9
Área euro	1,3	-7,4	4,7	3,6
Alemania	0,6	-5,7	3,9	2,9
Francia	1,5	-9,2	5,6	3,4
Italia	0,3	-8,9	5,6	3,4
España	2,0	-11,7	6,4	5,8
Japón	0,7	-5,5	2,6	1,7
Reino Unido	1,3	-10,9	6,4	3,4
Emergentes	3,8	-3,3	6,2	-
Brasil	1,1	-4,7	4,3	2,6
México	-0,3	-9,1	3,5	2,0
Rusia	1,3	-3,7	3,1	3,0
India	4,9	-9,2	7,5	6,1
China	6,1	2,0	9,0	6,0

Previsiones DIC.2021

% anual	AFI			
	2020	2021	2022	2023
Mundo	-3,2	5,8	4,5	3,6
Desarrolladas	-4,7	5,2	3,9	2,4
EEUU	-3,4	5,7	4,0	2,6
Área euro	-6,5	5,1	4,6	2,7
Alemania	-4,9	2,7	3,5	2,6
Francia	-8,0	6,9	5,0	2,3
Italia	-9,0	6,4	4,6	2,1
España	-10,8	4,5	6,0	3,4
Japón	-4,8	3,7	2,0	1,1
Reino Unido	-9,7	7,0	4,6	2,8
Emergentes	-2,2	6,2	4,9	4,6
Brasil	-4,4	5,2	1,5	2,2
México	-8,4	5,9	2,7	2,0
Rusia	-2,9	4,3	2,4	2,1
India	-7,1	8,9	8,7	6,0
China	2,0	8,0	5,5	5,0

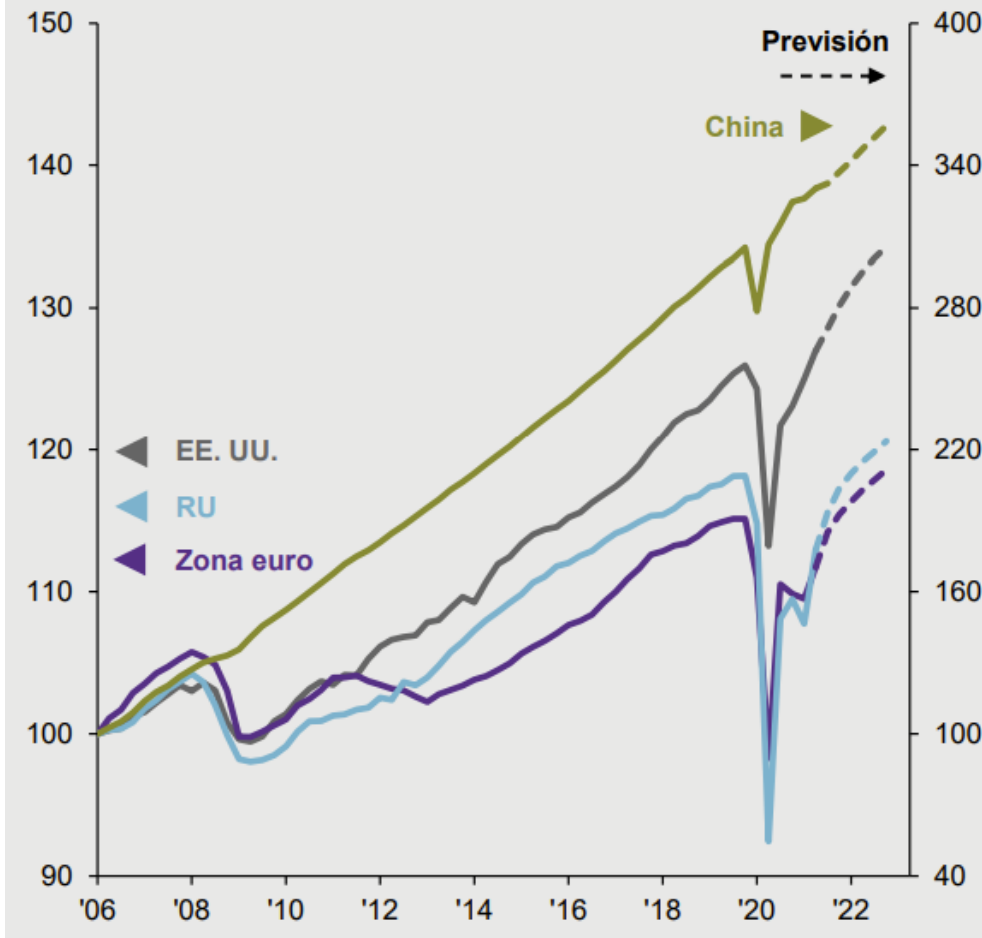
... salvo unas pocas excepciones como Alemania, España y China.

- La economía mundial va a crecer un **5,8%**, frente al 5,3% esperado hace un año.
- El principal motor de este mayor crecimiento va a ser **EEUU, con un +5,7%** vs +4,2% anticipado.
- La **UME también sorprende al alza, con un +5.1%** vs +4,7%. La sorpresa positiva de Francia e Italia (crecimiento del 6,9% y del 6,4% vs 5,6% esperado hace 12 meses) más que compensa el menor crecimiento de Alemania (2,7% vs 3,9%) y de España (4,5% vs 6,4%).
- También **Reino Unido (7,0%** vs 6,4%) y **Japón** sorprenden al alza, si bien el avance de Japón es débil (**3,7%**).
- Los emergentes muestran un mayor dinamismo que desarrollados (6,2% vs 5,2%) y en línea con lo esperado.
- La “**decepción**” de **China** (crece un 8,0% vs 9,0% esperado) se compensa por el mayor avance del resto de BRIC y México.

Desigual recuperación del PIB...

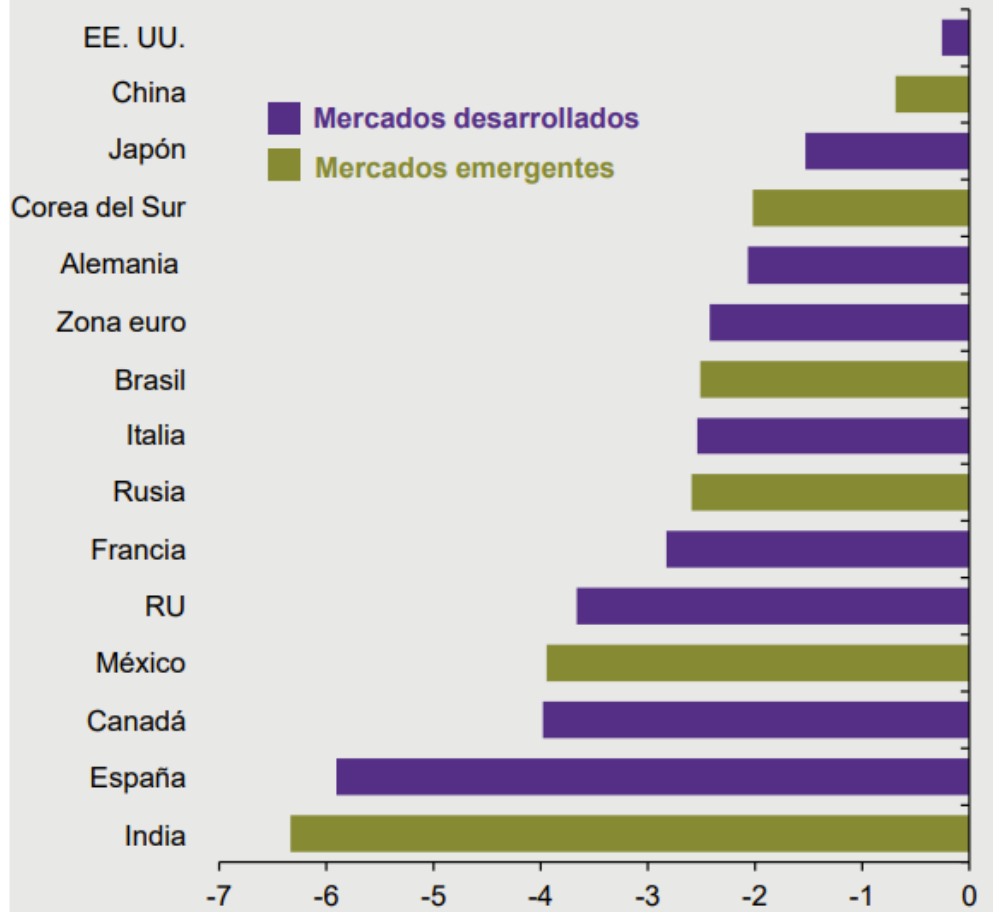
Crecimiento del PIB real

Nivel del índice, reajustado a 100 en 1T06

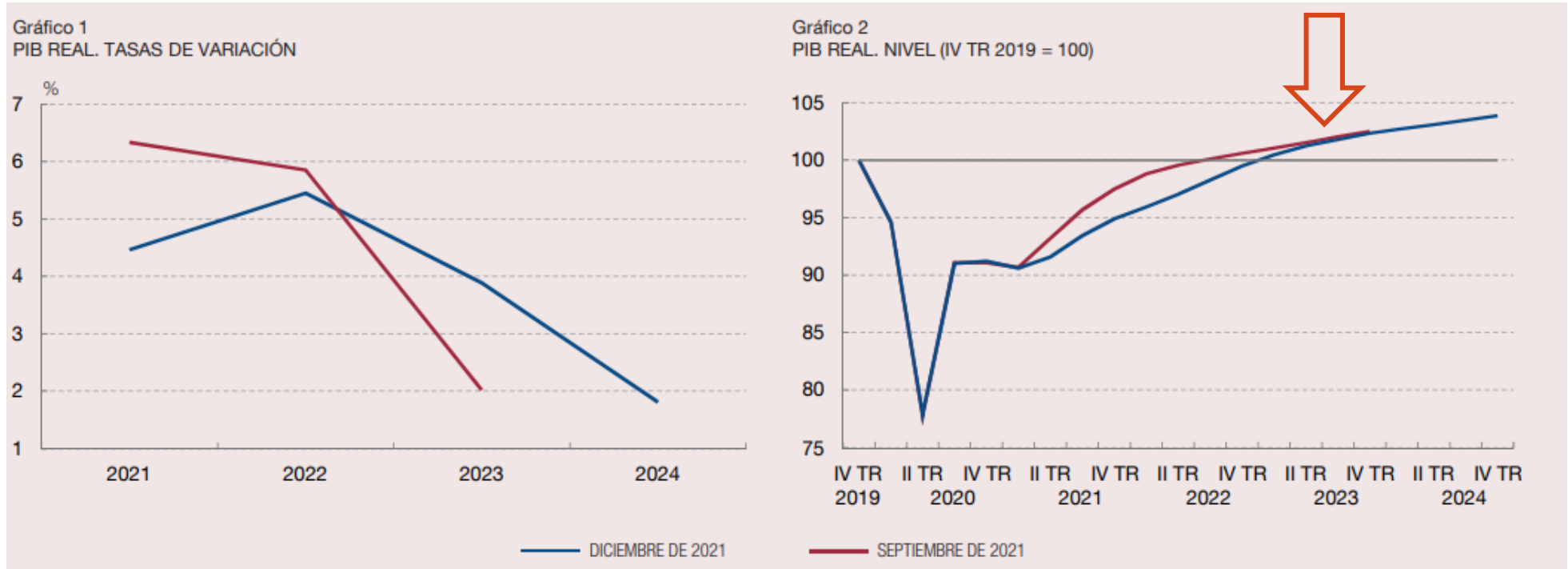


Previsiones del PIB real del 4T21, relativas a la tendencia existente antes de la pandemia*

% de diferencia



... con España como una de las economías más retrasadas en la recuperación.



Tasas de variación anual

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Diciembre de 2021	4,5	5,4	3,9	1,8	3,0	3,7	1,2	1,5	0,5	1,8	1,4	1,6	15,0	14,2	12,9	12,4
Septiembre de 2021	6,3	5,9	2,0	—	2,1	1,7	1,3	—	0,3	1,0	1,4	—	15,1	14,3	13,3	—

En el caso del turismo, habría que esperar, incluso, hasta 2025

Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

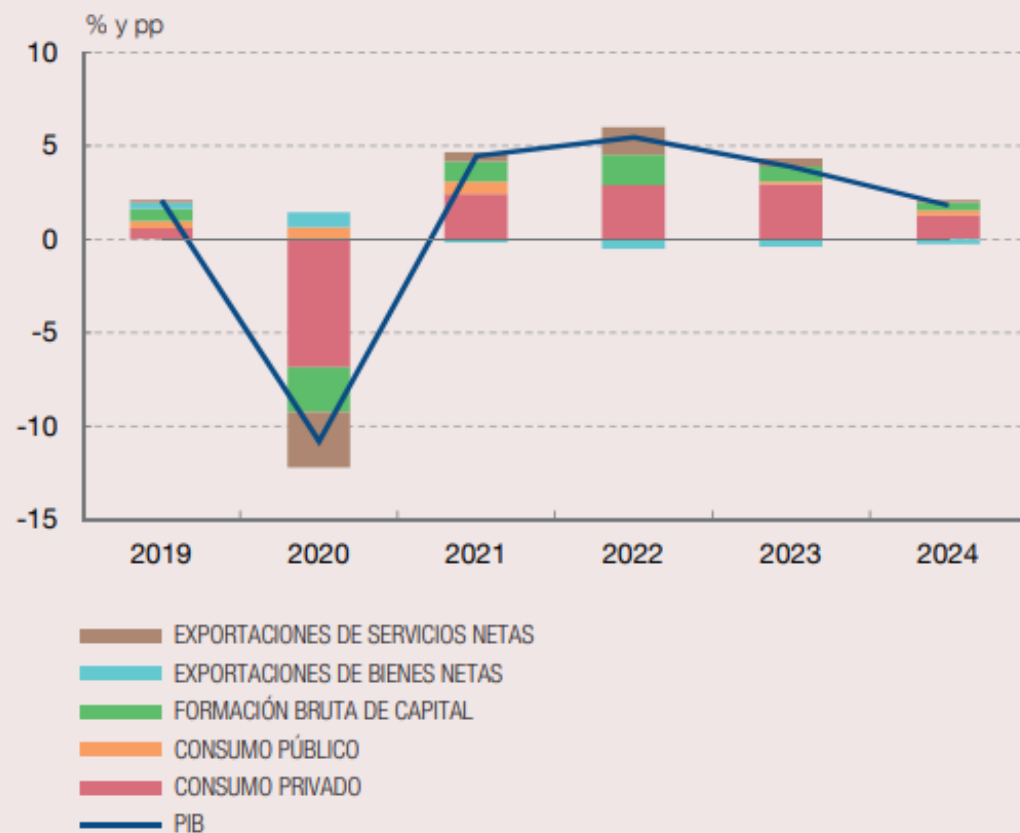
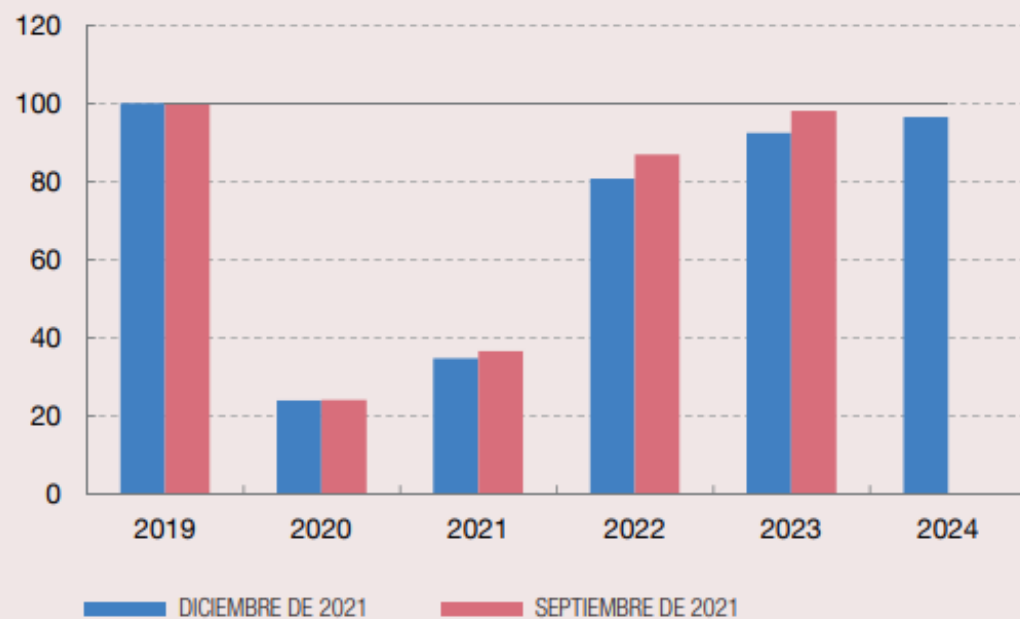


Gráfico 4
EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)



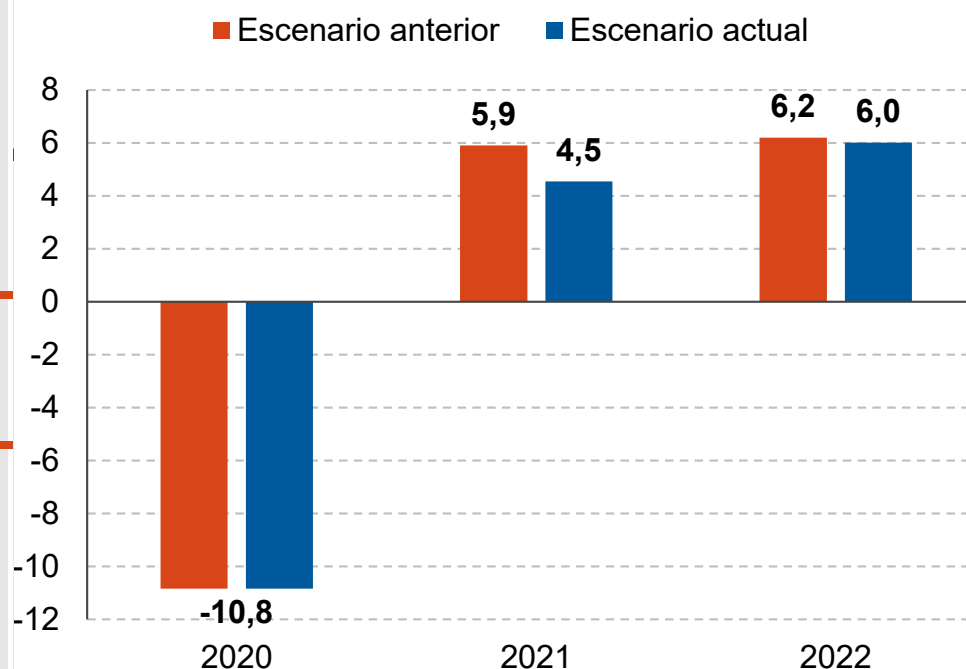
Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2021 y mantenemos la de 2022

Cuadro macroeconómico de España

% anual	2020	2021	2022	2023
PIB real	-10,8	4,5	6,0	3,4
Consumo Final	-8,2	5,2	4,3	2,6
Hogares	-12,2	6,2	4,9	2,9
AA.PP.	3,3	2,8	2,9	2,0
FBCF	-9,6	3,6	8,2	3,5
Bienes de equipo	-12,9	6,2	8,5	3,8
Construcción	-9,6	2,0	8,6	3,6
Demanda nacional (*)	-8,7	4,8	5,1	2,8
Exportaciones	-20,1	11,0	10,0	4,4
Importaciones	-15,2	12,5	7,3	2,6
Demanda externa (*)	-2,2	-0,3	1,0	0,6
IPC (media anual)	-0,3	2,8	2,1	1,7
Deflactor PIB	1,1	1,1	1,8	1,8
PIB nominal	-9,8	5,6	7,8	5,2
Empleo	-2,9	2,8	2,4	1,8
Tasa de paro	15,5	15,2	14,4	13,9
Saldo público PDE (% PIB)	-11,0	-7,9	-4,9	-4,5
Deuda pública PDE (% PIB)	120,0	121,5	117,6	116,3
Balanza por cc (% PIB)	0,8	0,8	1,1	1,3

(*) Aportación al crecimiento del PIB

Previsión PIB Real (% anual)



El BdE prevé un crecimiento del PIB del 1,6%T en 4T21, lo que permitiría un avance anual del 4,5%...

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024) (a)

Tasas de variación anual (%) salvo indicación de lo contrario

	2020	Proyecciones de diciembre de 2021			
		2021	2022	2023	2024
PIB	-10,8	4,5	5,4	3,9	1,8
IAPC (b)	-0,3	3,0	3,7	1,2	1,5
Empleo (horas trabajadas)	-10,6	7,4	3,8	2,8	1,3
Tasa de paro (% población activa) (c)	15,5	15,0	14,2	12,9	12,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2021.

a. Fecha de cierre de las proyecciones: 28 de noviembre de 2021

b. Índice armonizado de precios de consumo.

c. Media anual.

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/21/T4/Fich/be2104-it-Rec1.pdf>

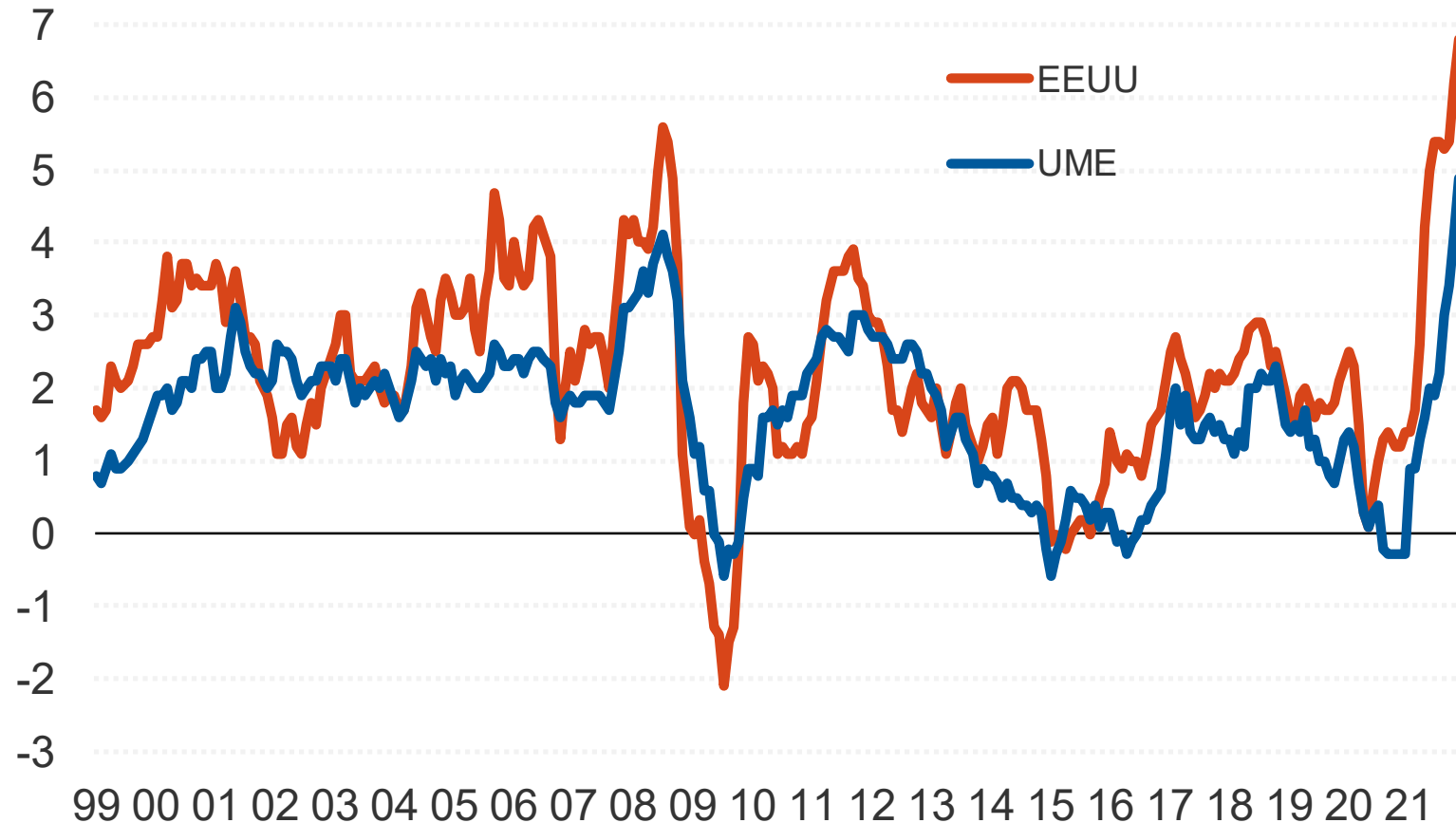
... pero recorta la previsión de 2022 hasta el 5,4%, al tiempo que eleva la de 2023 (del 2,0% al 3,9%).

	2020	Proyecciones de diciembre de 2021				Proyecciones de septiembre de 2021		
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
PIB	-10,8	4,5	5,4	3,9	1,8	6,3	5,9	2,0
Consumo privado	-12,0	4,3	5,1	5,2	2,2	9,6	4,3	1,3
Consumo público	3,3	3,0	-0,2	0,7	1,5	2,2	0,2	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,5	3,9	7,8	3,7	2,1	5,8	10,5	3,0
Exportación de bienes y de servicios	-20,1	11,9	9,1	4,6	3,1	8,7	11,1	4,5
Importación de bienes y de servicios	-15,2	11,3	6,5	4,8	3,7	11,5	7,5	3,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-8,6	4,2	4,4	3,9	1,9	7,0	4,7	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-2,2	0,3	1,0	0,0	-0,1	-0,7	1,2	0,4
PIB nominal	-9,8	6,1	8,1	5,6	3,6	7,6	7,7	3,6
Deflactor del PIB	1,1	1,6	2,5	1,7	1,7	1,2	1,8	1,6
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	3,7	1,2	1,5	2,1	1,7	1,3
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	0,5	1,8	1,4	1,6	0,3	1,0	1,4
Empleo (horas)	-10,6	7,4	3,8	2,8	1,3	8,1	5,6	1,7
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	15,0	14,2	12,9	12,4	15,1	14,3	13,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,2	1,2	2,9	2,7	2,1	0,1	3,1	3,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-11,0	-7,5	-4,8	-4,0	-3,4	-7,6	-4,3	-3,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	120,4	115,7	113,7	113,5	117,9	114,3	114,3

2. En los máximos de las tasas de inflación. A partir de ahora deberían moderarse.
Factores de oferta vs factores de demanda

Nuevo repunte de la inflación en noviembre, que alcanza el 6,8% en EEUU y el 4,9% en la UME

Evolución de la inflación



Los componentes subyacentes también repuntan (aunque a tasas menores)

Evolución de la inflación subyacente

Annual Core Inflation Deviation from 2% Central Bank Target

— Euro Area HICP — US PCE — UK CPI



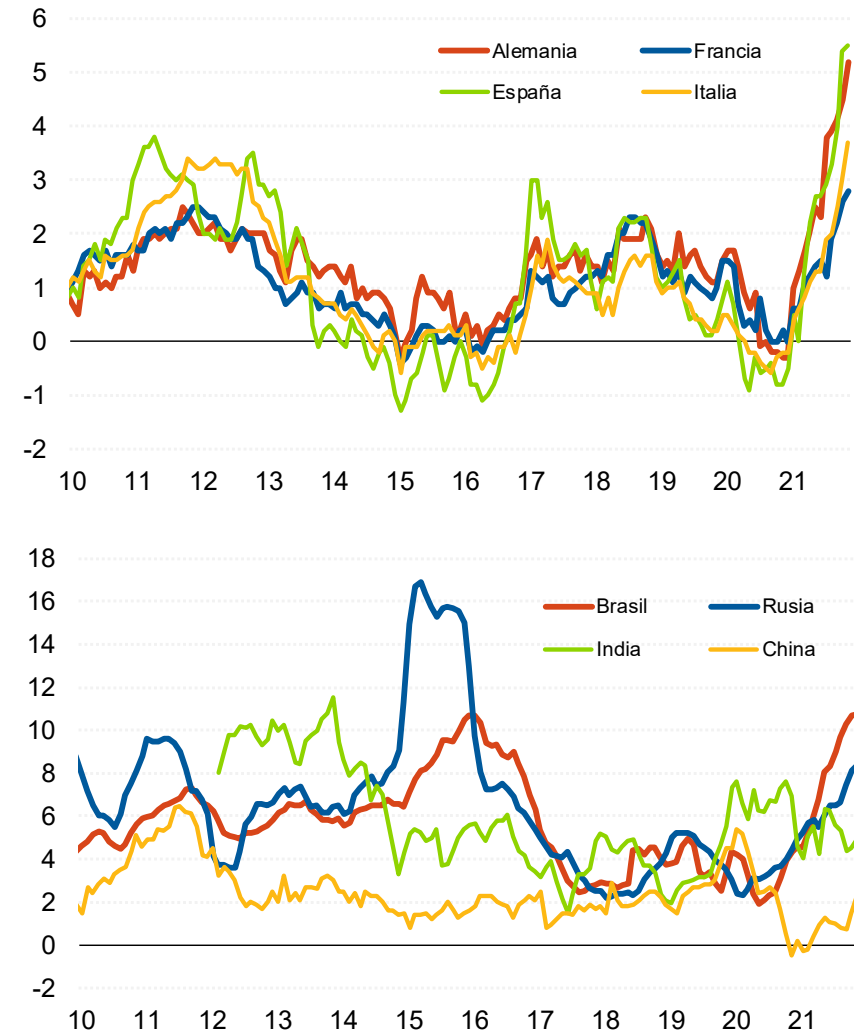
Source: Macrobond, Goldman Sachs Asset Management. As of October 2021.

La inflación preliminar en diciembre sube en la ME hasta el 5,0%, el 5,3% en Alemania (desde el 5,2%), hasta el 3,9% en Italia (desde el 3,7%) y el 6,7% en España (frente al 5,5%).

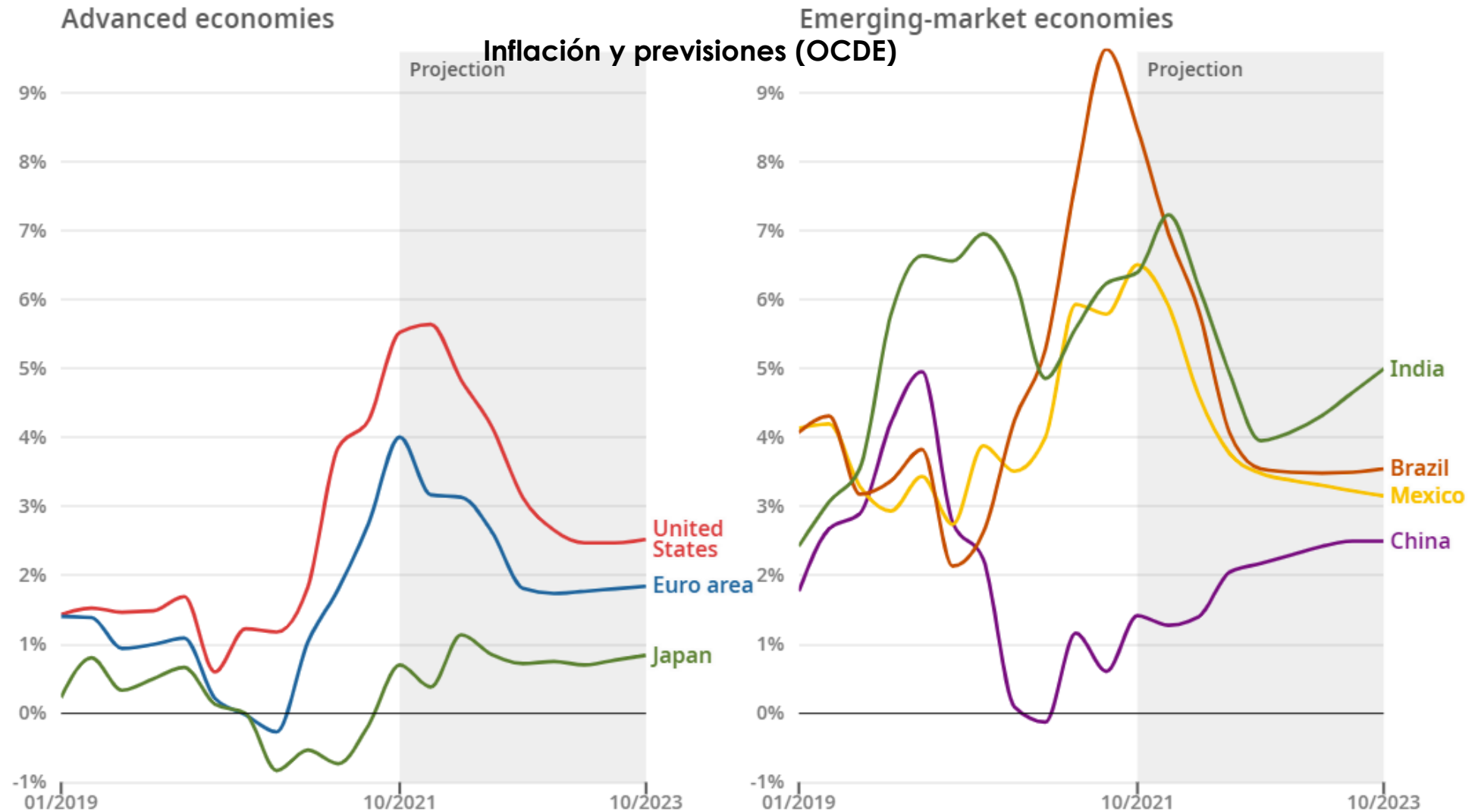
Inflación

	Último	oct.-21	dic.-20	oct.-19	Media 10a	Objetivo
EEUU	6,8	6,2	1,4	1,8	1,9	2,0
Japón	0,6	0,1	-1,2	0,2	0,5	2,0
UK	5,1	4,2	0,6	1,5	1,8	2,0
UME	4,9	4,1	-0,3	0,7	1,2	< 2,0
Alemania	5,3	4,5	-0,3	1,1	1,4	
Francia	2,8	2,6	0,0	0,8	1,0	
Italia	3,9	3,0	-0,2	0,2	0,9	
España	6,7	5,4	-0,5	0,1	1,0	
P. Bajos	5,2	3,4	1,0	2,7	1,7	
Suecia	3,3	2,8	0,5	1,6	1,0	2,0
Australia	3,0	3,0	0,9	1,7	1,9	2,0 - 3,0
Canadá	4,7	4,7	0,7	1,9	1,7	2,0 (+/- 1)
China	2,3	1,5	0,2	3,8	2,1	3,0
Brasil	10,7	10,7	4,5	2,5	5,8	4,25 (+/- 1,5)
Rusia	8,4	8,1	4,9	3,7	6,3	4,0
India	4,9	4,5	4,6	4,6	5,3	4,0 (+/- 2,0)

Evolución de la inflación

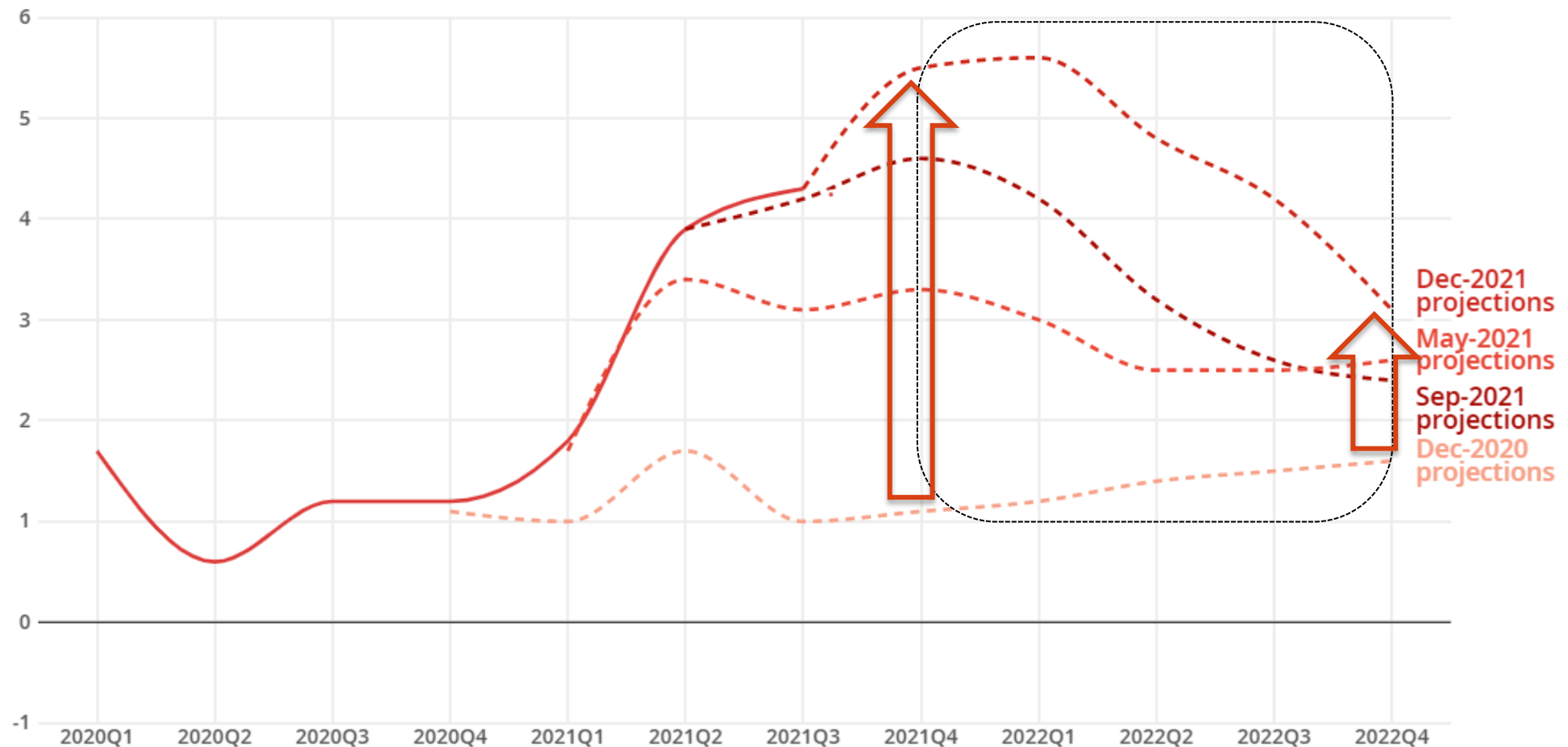


Seguimos pensando que estas cotas deberían suponer los máximos del actual ciclo aunque la moderación se producirá a un menor ritmo de lo esperado.



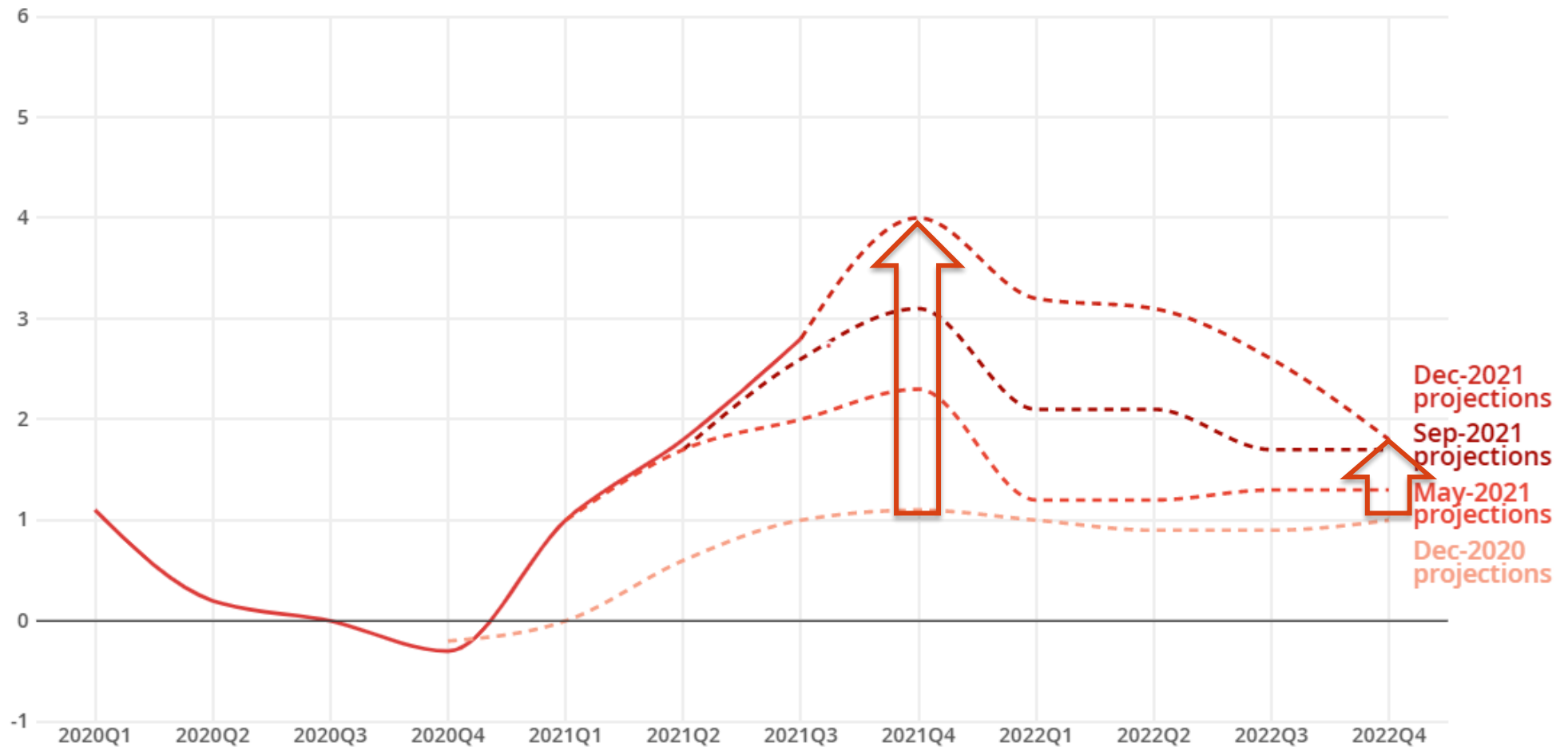
2022 va a empezar con una tasa de inflación bastante más alta de lo esperado hace un año: 5,5% vs 1% en EEUU y 3% vs 1% en la UME...

Inflación y previsiones (OCDE). EEUU



... pero la brecha se reduciría parcialmente a lo largo de 2022: cerraría en el 3% en EEUU (vs 1,75% anticipado en DIC20) y en el 2% en la UME vs 1,0% previsto hace un año.

Inflación y previsiones (OCDE). UME



Mayor repunte y durante un plazo superior al esperado de la inflación

Efecto base



Factores demanda



Factores oferta



Escenario central

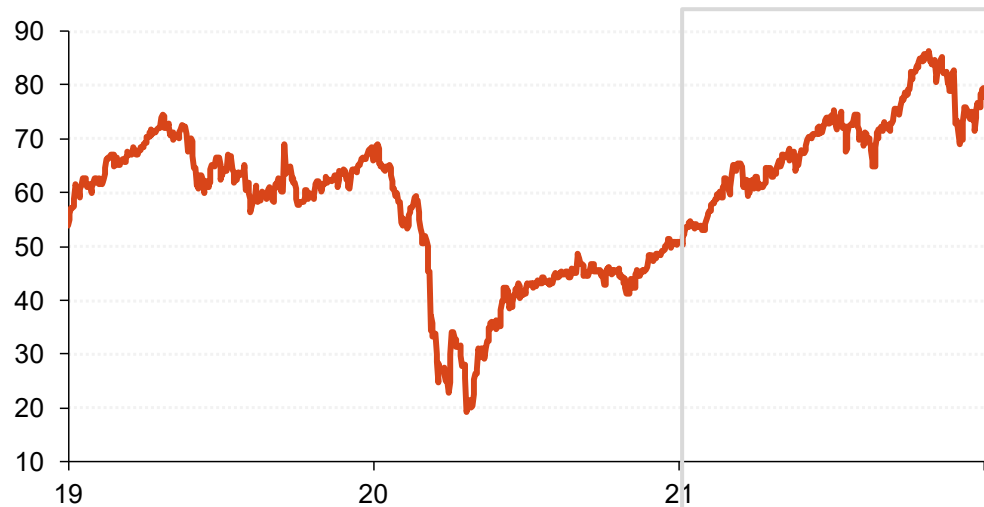
- Estamos en los máximos de variación interanual.
- A partir de ahora, lenta moderación hasta marzo/abril 2022.
- Inflación en 2022 y 2023 en el rango 1,75% - 2,25% (2,5% - 3,0% en EEUU).
- Los riesgos son al alza (efectos de segunda ronda).

Efecto base

Cotización de las materias primas y variación en diferentes fechas

	06/01/2022	31/12/2021	06/01/2021	18/03/2020	19/02/2020		Último	31/12/2021	06/01/2021	18/03/2020	19/02/2020
RICI	3.258,3	1,9%	39,4%	100,4%	39,9%	Oro	1.790,4	-2,1%	-7,0%	20,5%	11,1%
CRB	251,6	1,9%	37,6%	97,0%	35,2%	Plata	22,1	-5,3%	-19,2%	84,6%	20,0%
LME	4.539,2	0,8%	28,2%	96,6%	69,9%	Platino	958,6	-0,8%	-14,3%	53,1%	-4,9%
Baltic dry	2.289,0	3,2%	60,6%	263,9%	392,3%	Paladio	1.870,0	-2,2%	-23,3%	16,7%	-31,2%
Brent	82,4	6,0%	57,7%	231,3%	39,4%	Café	230,5	1,9%	79,7%	109,6%	99,0%
West Texas	79,9	6,2%	61,8%	292,1%	49,9%	Azúcar	18,3	-3,3%	24,4%	69,1%	23,2%
Cobre	433,8	-2,8%	18,7%	96,0%	62,3%	Madera	1.209,0	5,8%	119,8%	298,5%	162,7%

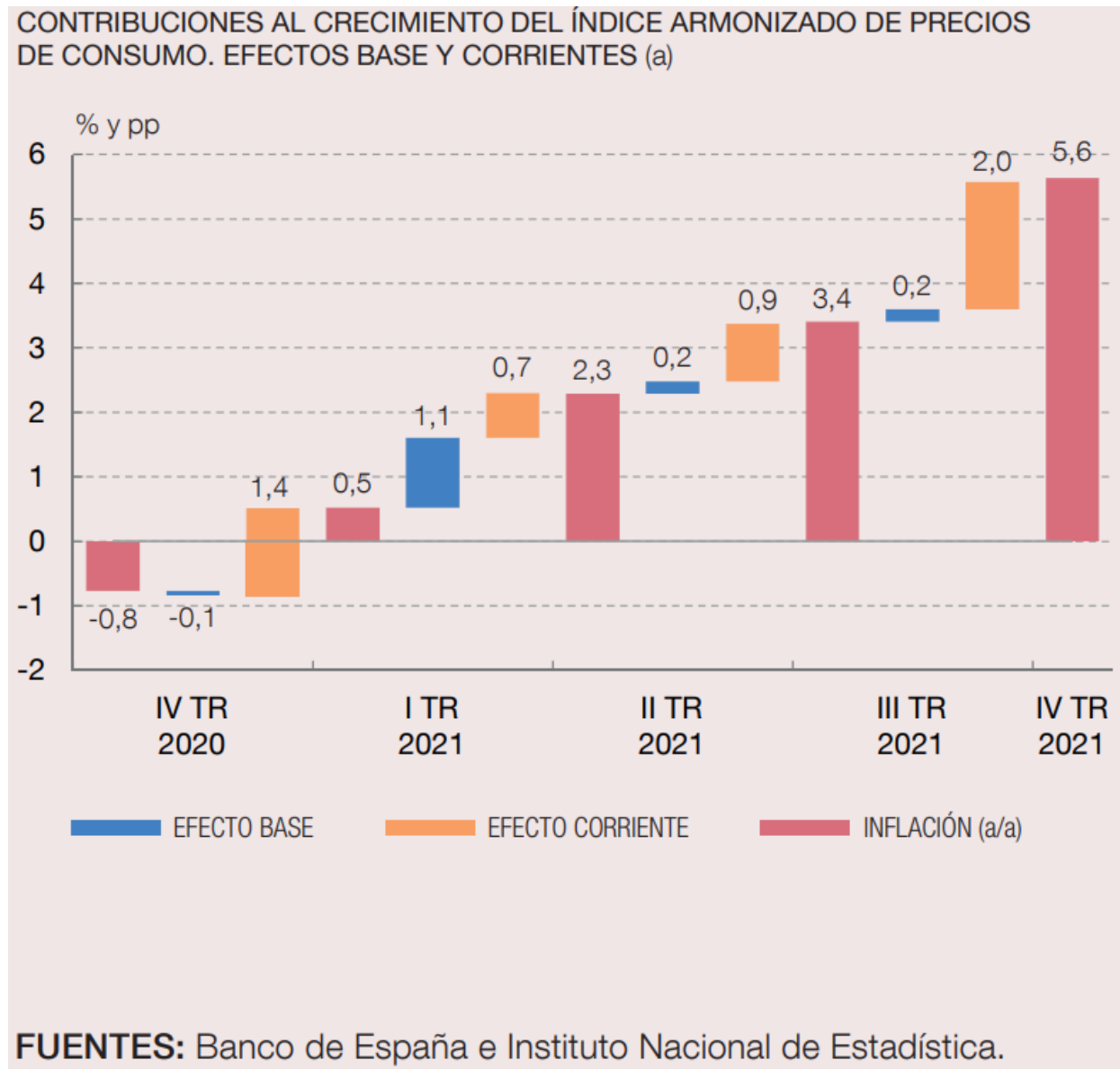
Evolución del precio del petróleo (Brent, USD)



Evolución de Bloomberg Commodities Index (USD)

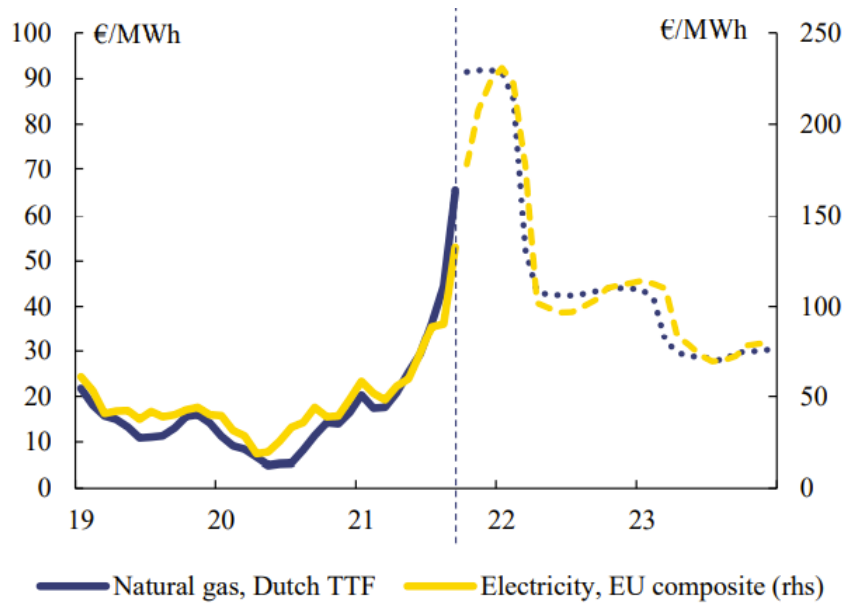


Efecto base



Efecto base

Gas natural y electricidad. Contado y futuros



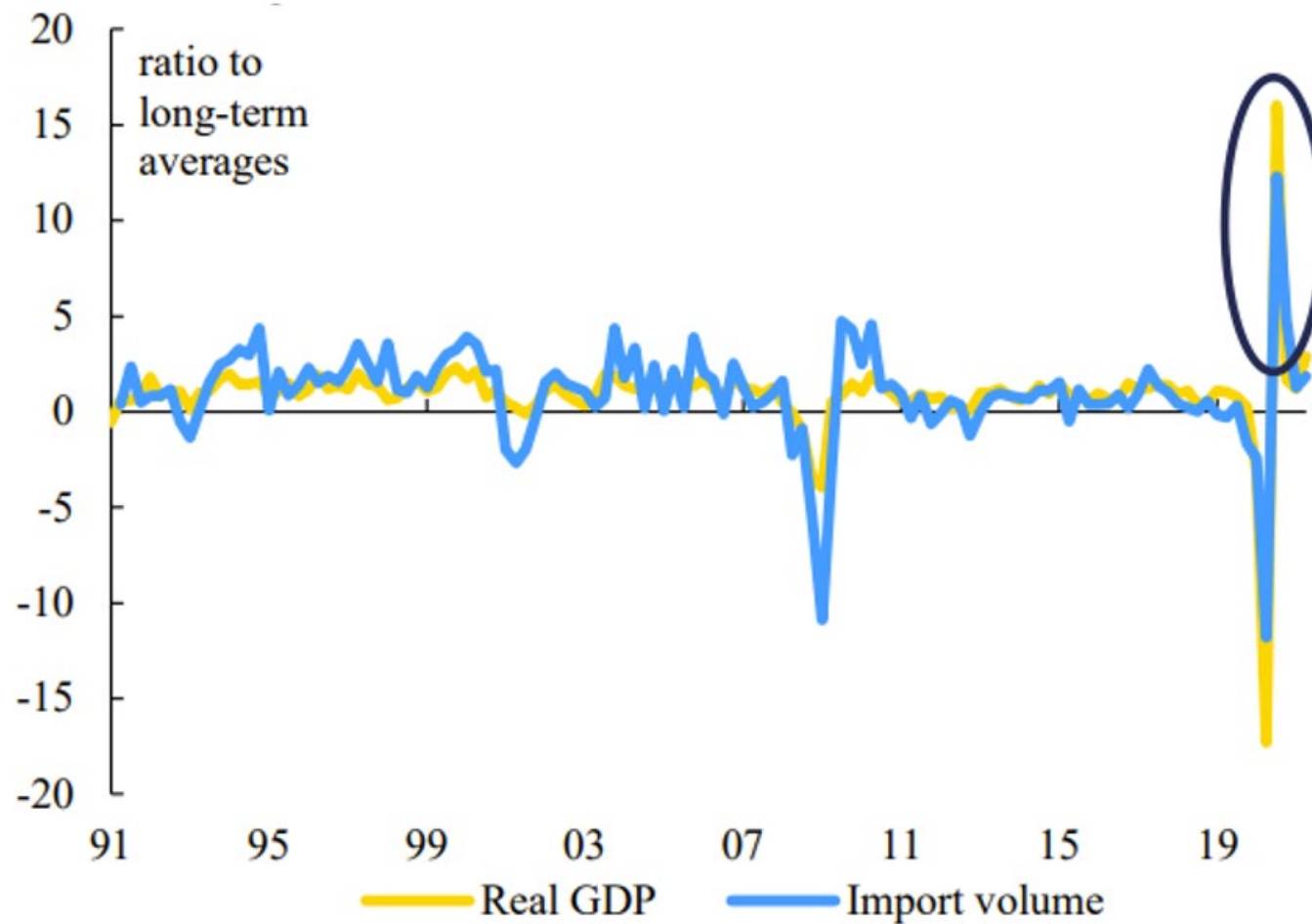
Fuente: Bloomberg, Afi

Derechos de emisión de CO2



Factores de demanda

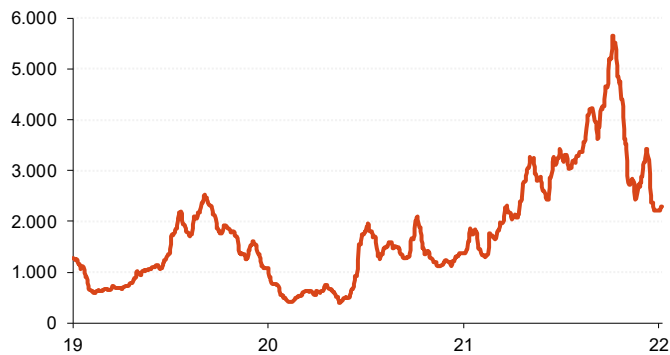
Crecimiento del PIB y de las importaciones
frente a las tasas de crecimiento medio



Factores de oferta

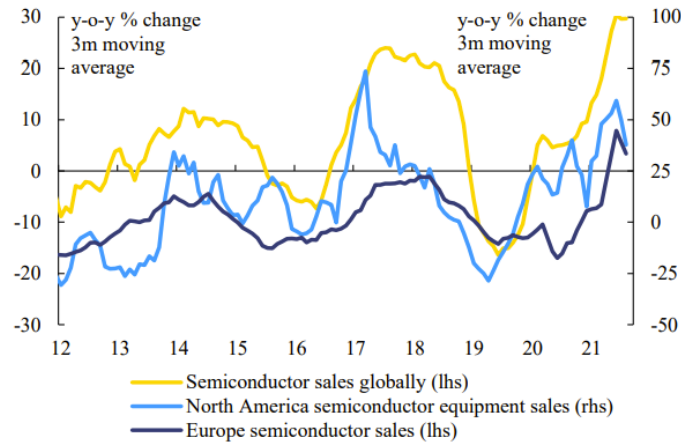
Transporte

Baltic Dry Index

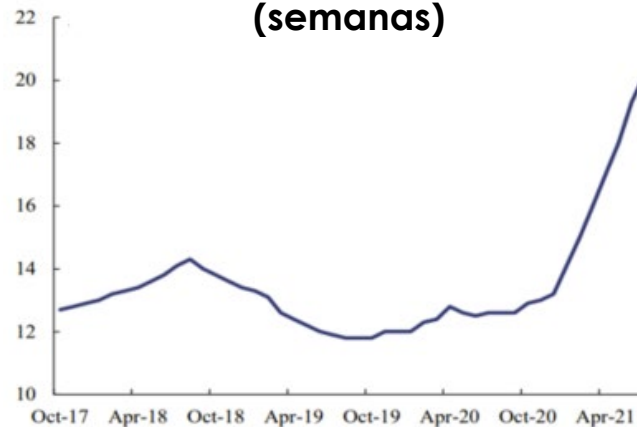


Semiconductores

Ventas de semiconductores

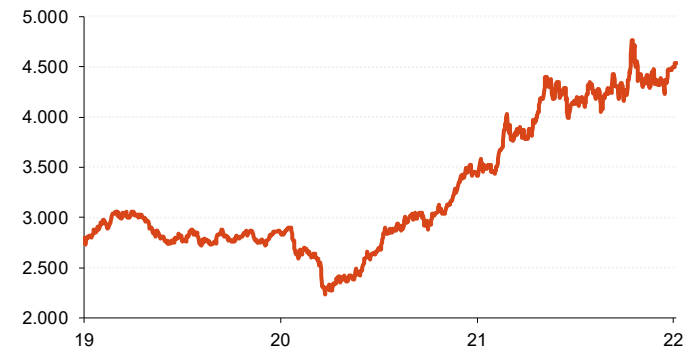


**Plazo de entrega de semicon
(semanas)**



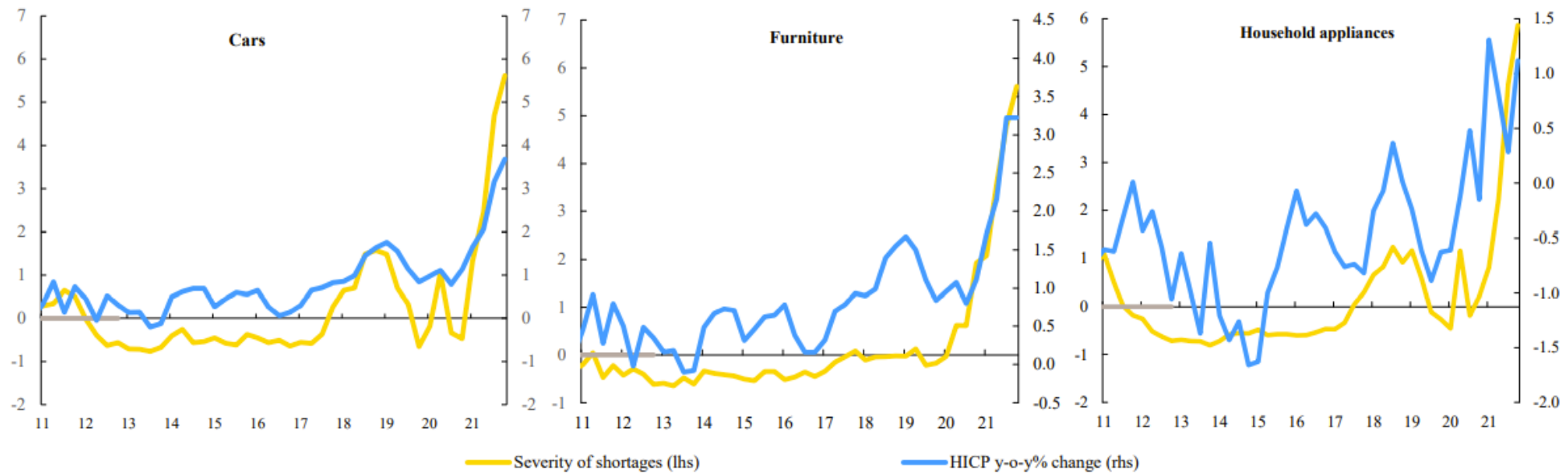
Metales

LME



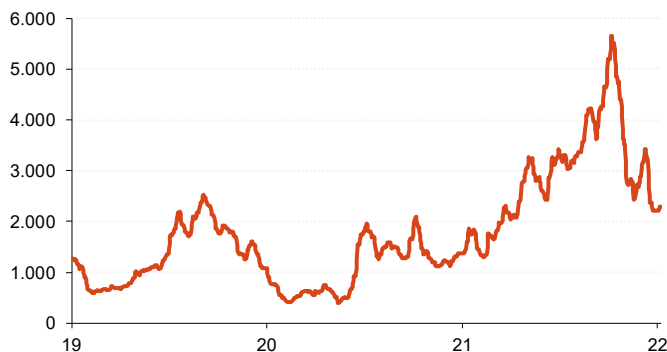
Factores de oferta

Severidad de la escasez e inflación



Cuadro de mando de seguimiento del riesgo de inflación

Baltic Dry Index



Petróleo (Brent, USD)



Gas natural



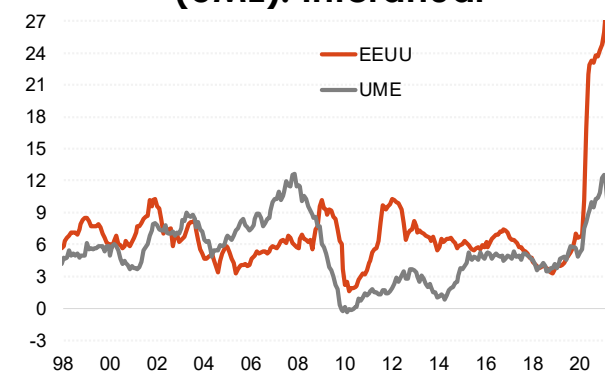
Derechos de emisión de CO2



LME



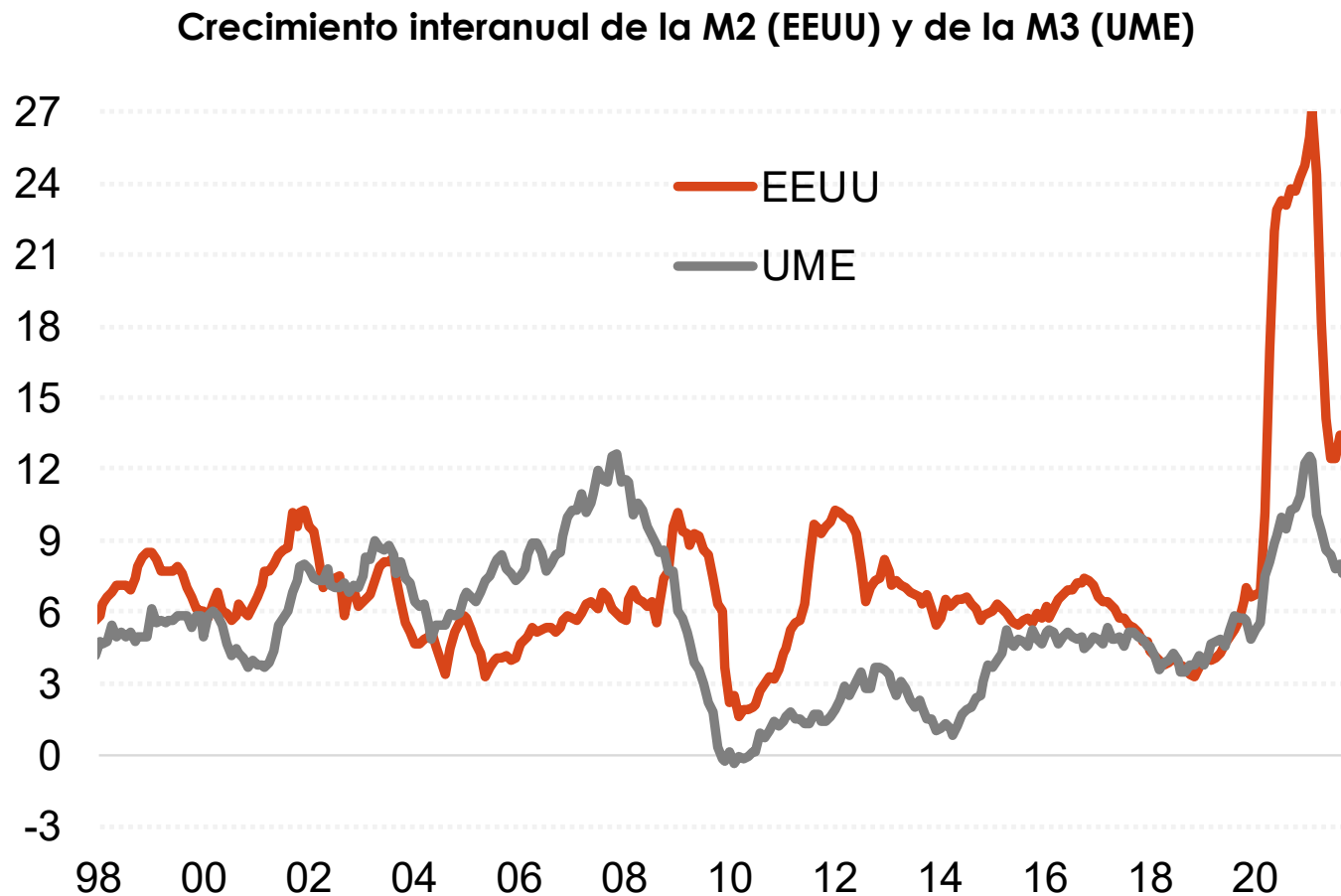
M2 (EEUU) y de la M3 (UME). Interanual

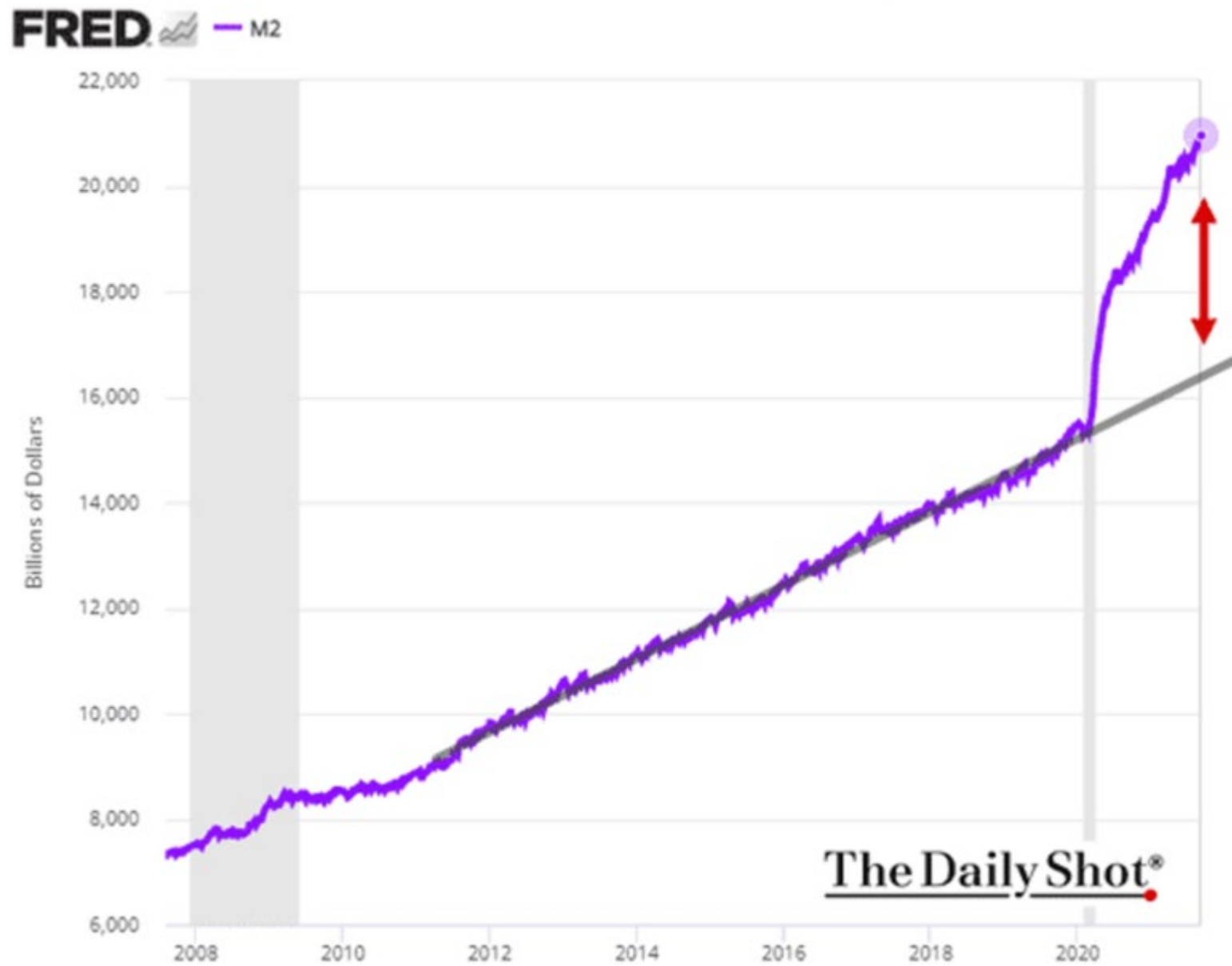


	31/12/2021	30/11/2021	31/12/2020	18/03/2020	19/02/2020
RICI	3.196,0	5,3%	41,1%	96,6%	37,2%
CRB	247,0	3,0%	38,5%	93,4%	32,7%
Baltic dry	2.217,0	-23,0%	62,3%	252,5%	376,8%
LME	4.502,0	3,1%	31,8%	95,0%	68,5%

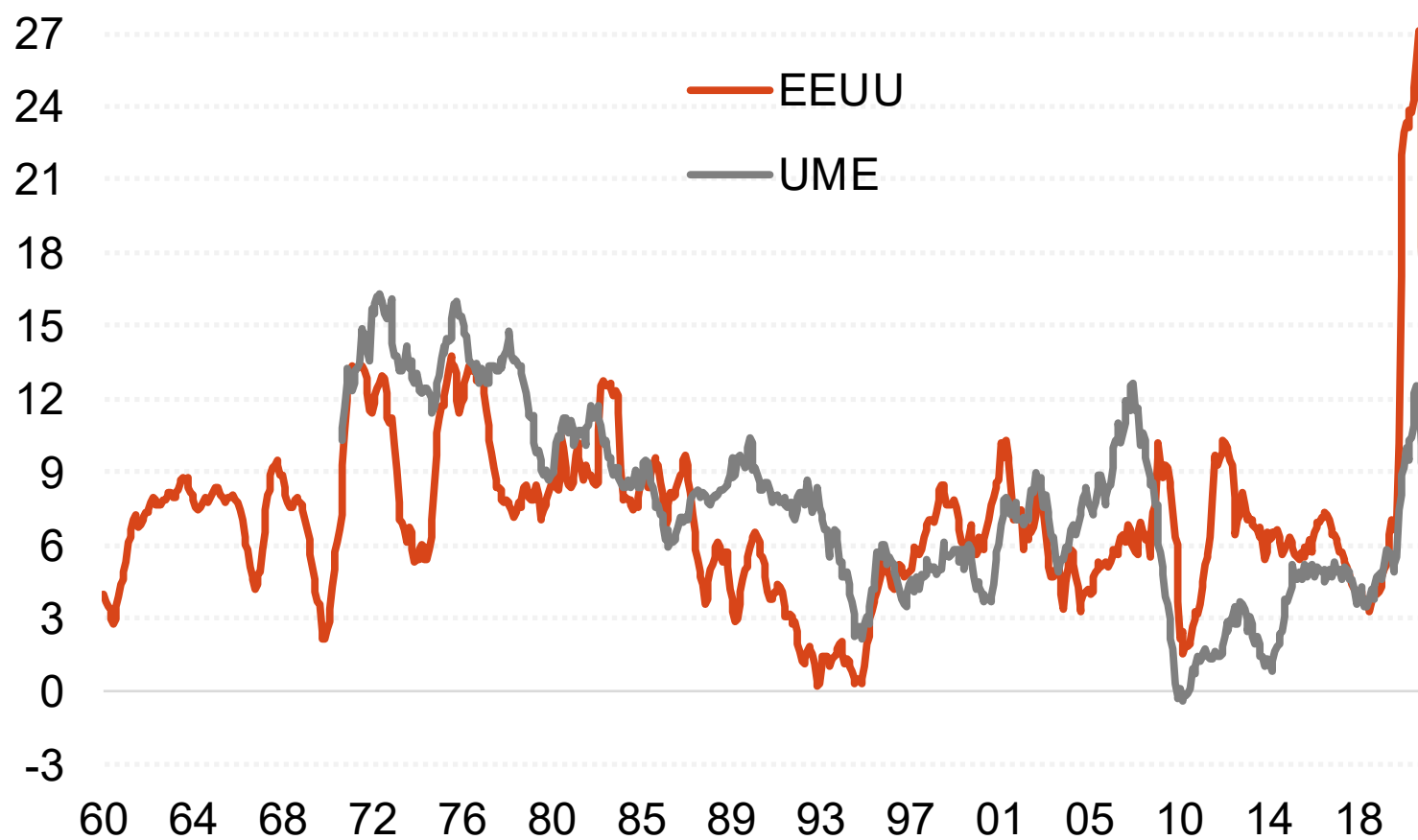
	Último	30/11/2021	31/12/2020	18/03/2020	19/02/2020
Gas Natural	3,7	-17,3%	36,1%	132,5%	90,8%
CO2	80,2	6,8%	146,1%	426,4%	212,6%
Brent	77,8	9,4%	52,8%	212,6%	31,6%
Oro	1.828,6	1,9%	-4,3%	23,1%	13,5%

Siguen aumentando los agregados monetarios, aunque la tasa de avance cede de forma importante.





Crecimiento interanual de la M2 (EEUU) y de la M3 (UME)



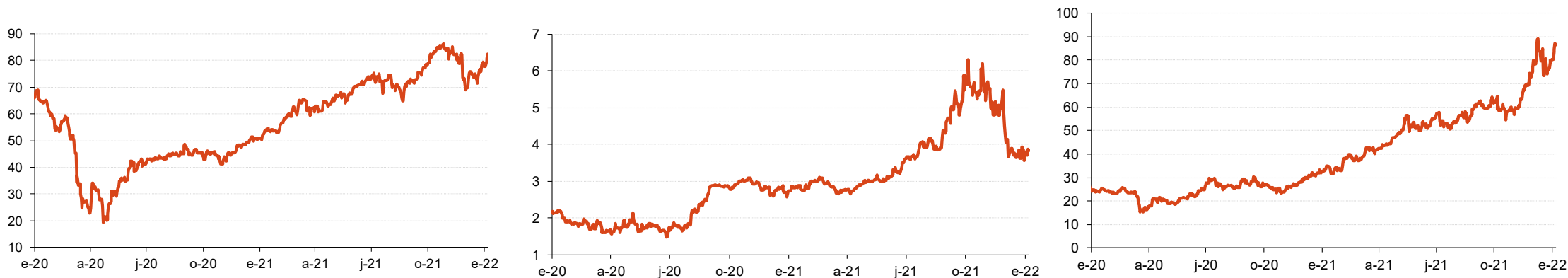
2022 arranca con un nuevo encarecimiento de las materias primas (+1,8%), tras un año muy alcista (+40% en media)

Cotización de las materias primas. Último y variación en % desde diferentes fechas

	06/01/2022	31/12/2021	06/01/2021	18/03/2020	19/02/2020		Último	31/12/2021	06/01/2021	18/03/2020	19/02/2020
RICI	3.258,3	1,9%	39,4%	100,4%	39,9%	Oro	1.790,4	-2,1%	-7,0%	20,5%	11,1%
CRB	251,6	1,9%	37,6%	97,0%	35,2%	Plata	22,1	-5,3%	-19,2%	84,6%	20,0%
Bloomberg	100,9	1,8%	25,7%	69,7%	31,8%	Platino	958,6	-0,8%	-14,3%	53,1%	-4,9%
LME	4.539,2	0,8%	28,2%	96,6%	69,9%	Paladio	1.870,0	-2,2%	-23,3%	16,7%	-31,2%
S&P GSCI TR	2.843,8	2,5%	39,3%	93,7%	19,3%	Trigo	738,3	-4,2%	14,0%	40,6%	28,1%
Brent	82,4	6,0%	57,7%	231,3%	39,4%	Queso	1,95	10,8%	7,3%	15,9%	6,7%
West Texas	79,9	6,2%	61,8%	292,1%	49,9%	Aceite palma	4.985,0	6,1%	64,9%	128,9%	102,7%
Gas Natural	3,8	2,8%	34,0%	139,1%	96,2%	Leche	22,0	6,1%	25,0%	40,1%	24,0%
Gasoline	231,84	4,2%	61,3%	210,2%	37,9%	Algodón	115,0	2,1%	50,9%	98,0%	63,7%
Etanol	2,2	-5,2%	43,2%	108,1%	56,6%	Maiz	600,3	1,2%	36,0%	67,8%	53,6%
Heating Oil	248,1	6,7%	59,2%	134,4%	44,3%	Soja	1.382,5	3,2%	19,9%	64,2%	49,8%
Naphtha	726,8	1,3%	64,6%	242,1%	59,2%	Ganado vivo	136,7	-2,2%	13,4%	52,8%	19,5%
Propano	1,10	-2,8%	83,3%	273,6%	130,9%	Ganado (alim.)	165,8	-2,4%	12,0%	41,0%	7,7%
Carbón	120,50	19,9%	74,9%	126,4%	119,2%	Avena	668,5	-2,1%	117,4%	162,7%	149,0%
Zinc	3.623,0	1,2%	25,8%	95,0%	69,5%	Arroz	14,74	-0,8%	21,6%	22,9%	23,7%
Estaño	39.806	1,1%	89,9%	193,5%	141,0%	Aceite de soja	59,09	4,5%	47,7%	124,8%	85,5%
Cobre	433,8	-2,8%	18,7%	96,0%	62,3%	Café	230,45	1,9%	79,7%	109,6%	99,0%
Cobalto	70.176	0,0%	97,7%	130,5%	104,3%	Azúcar	18,26	-3,3%	24,4%	69,1%	23,2%
Plomo	2.308,0	-0,8%	11,0%	36,9%	22,1%	Cacao	2.416	-4,1%	-1,0%	9,0%	-12,1%
Niquel	20.750	-0,6%	16,2%	81,1%	60,4%	Zumo naranja	140,2	0,2%	9,3%	44,2%	39,6%
Aluminio	2.913,5	3,8%	43,1%	81,1%	71,7%	Tablas madera	1.209,0	5,8%	119,8%	298,5%	162,7%
Uranio	433,8	-2,8%	18,7%	96,0%	62,3%	Baltic dry	2.289,0	3,2%	60,6%	263,9%	392,3%
Litio	36.500,0	14,1%	16,6%	21,7%	17,7%	CO2	86,4	7,7%	157,7%	466,9%	236,7%

Solo el gas natural está alejado de los máximos de otoño. Las materias primas preciosas siguen cayendo

Evolución del petróleo, gas natural y derechos de emisión CO2



Evolución de oro, plata y platino

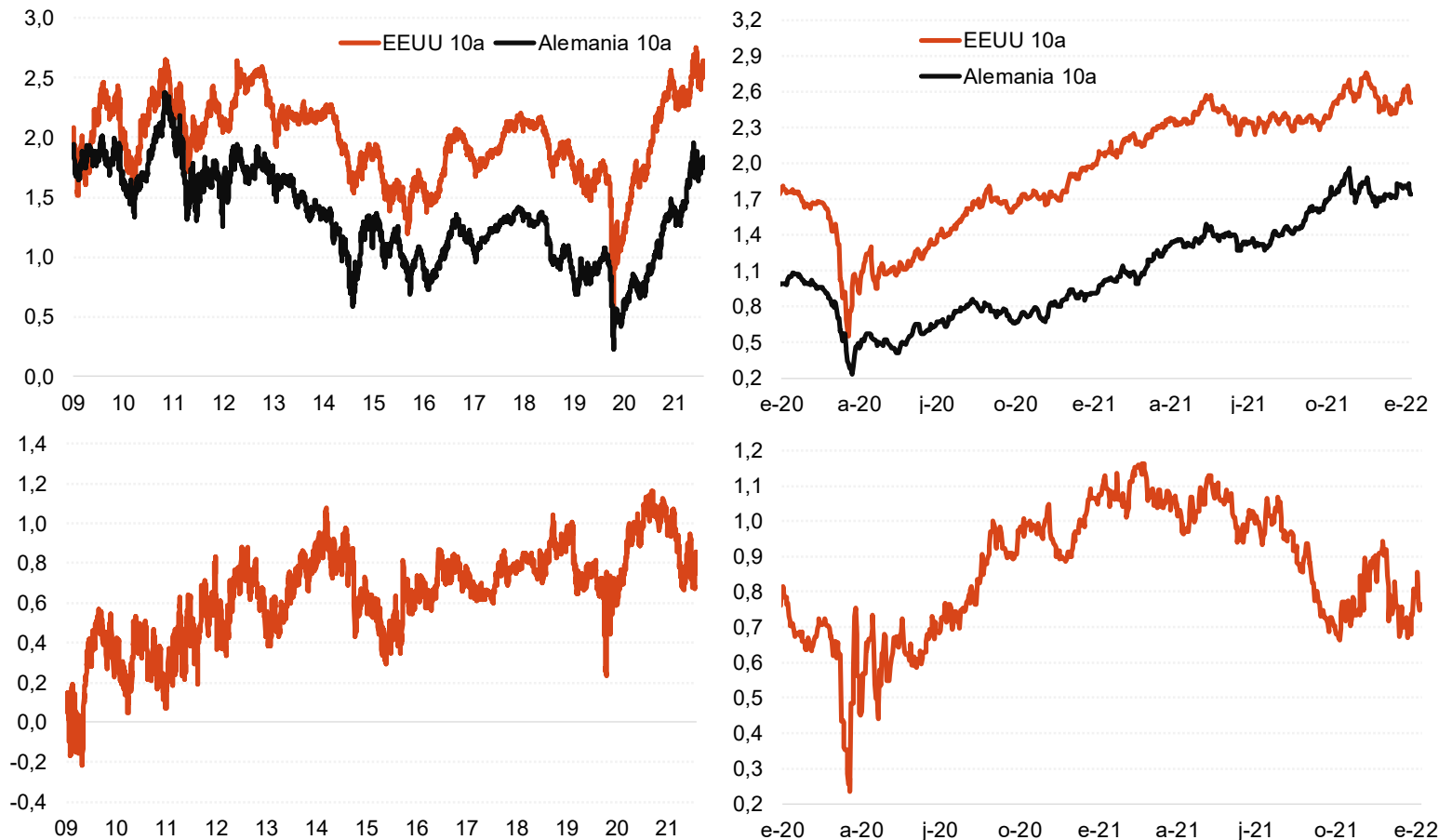


Las expectativas de inflación ceden ligeramente (-5pb/-10 pb) en el arranque de 2022: hasta el 2,51% y el 1,74% en EEUU y Alemania, respectivamente, alejándose de la zona de máximos anuales (2,65% y 1,85 de mediados de noviembre)

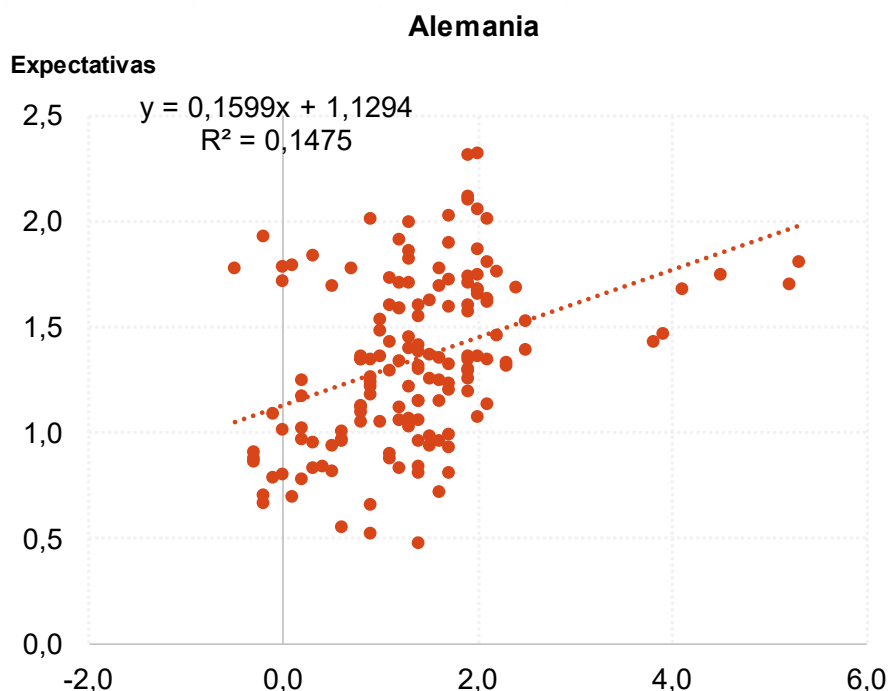
Evolución de las expectativas de inflación a 10 años y diferencial EEUU - UME

EEUU	Último	31/12/2021	Variación
3 años	2,95	2,99	-4
5 años	2,83	2,91	-8
10 años	2,51	2,59	-9

Alemania	Último	31/12/2021	Variación
2 años	1,88	1,91	-3
5 años	1,68	1,77	-8
10 años	1,74	1,81	-6

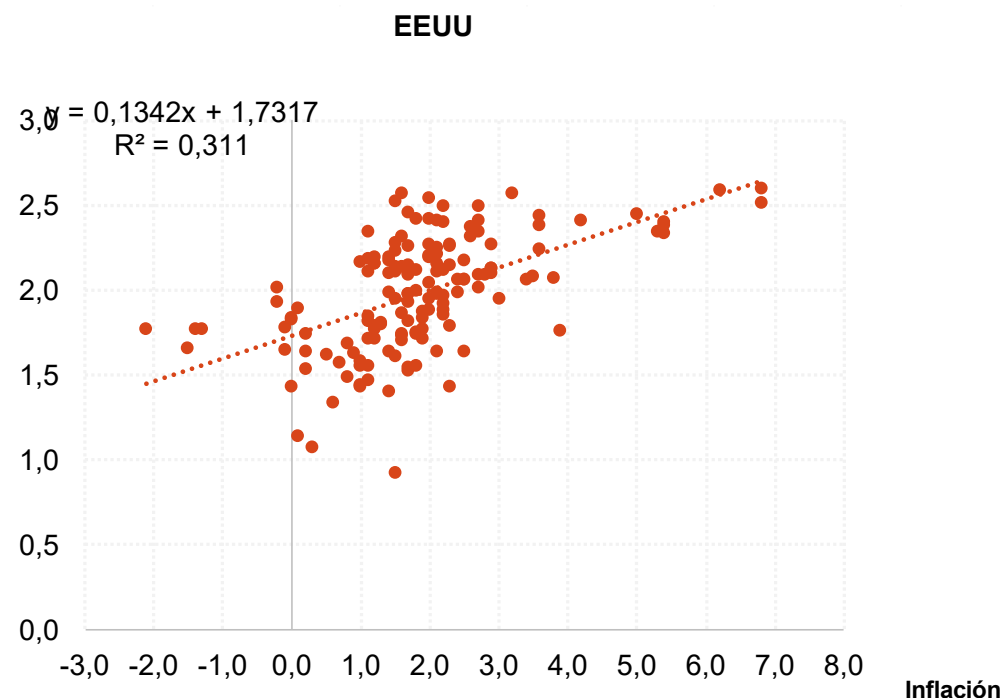


Se amplía la diferencia entre expectativas de inflación e inflación actual.



Datos mensuales; desde junio de 2009

	Media	Desv. típica
Inflación	1,35	0,95
Expecativas	1,35	0,39



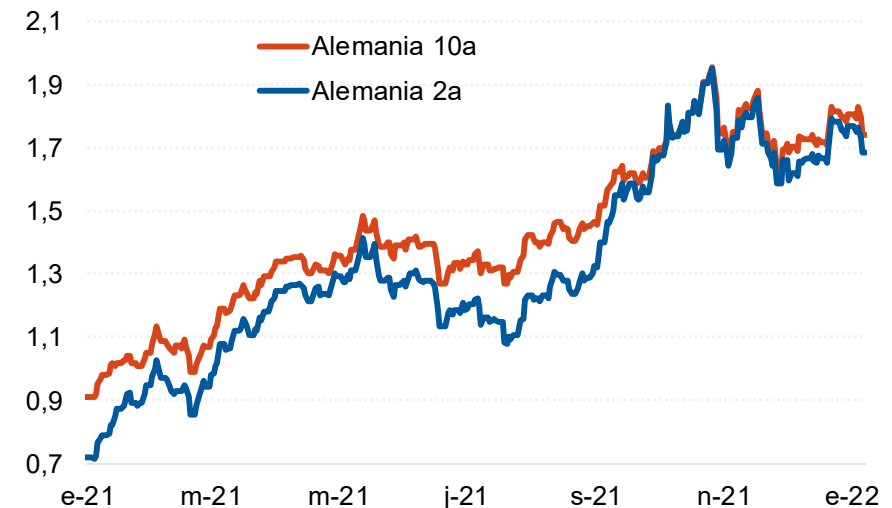
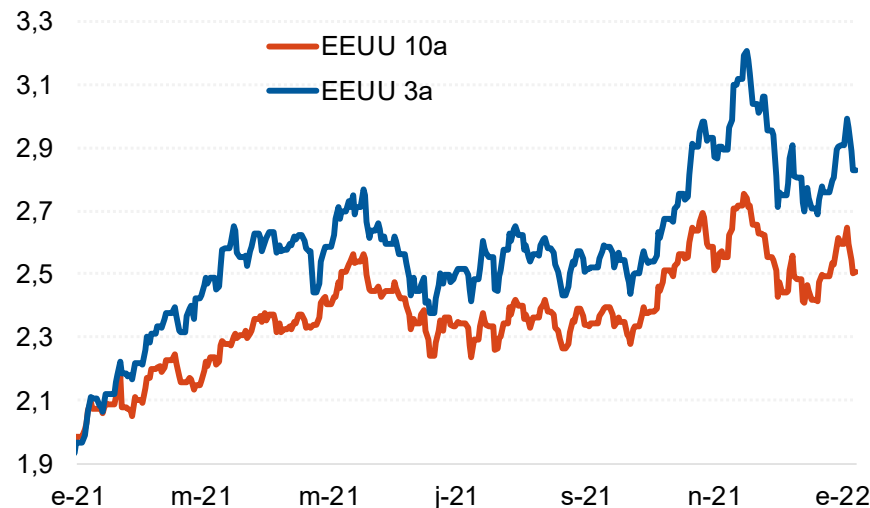
	Media	Desv. típica
Inflación	1,87	1,38
Expecativas	1,98	0,33

Las expectativas de inflación no están muy correlacionadas con las tasas de inflación contemporáneas, presentan una media más alta, pero una menor desviación típica.

El mercado también anticipa que el repunte de la inflación es transitorio. Regresaría a cotas inferiores al 2,0% en Alemania en 2 años. En EEUU el proceso de cesión sería algo más lento.

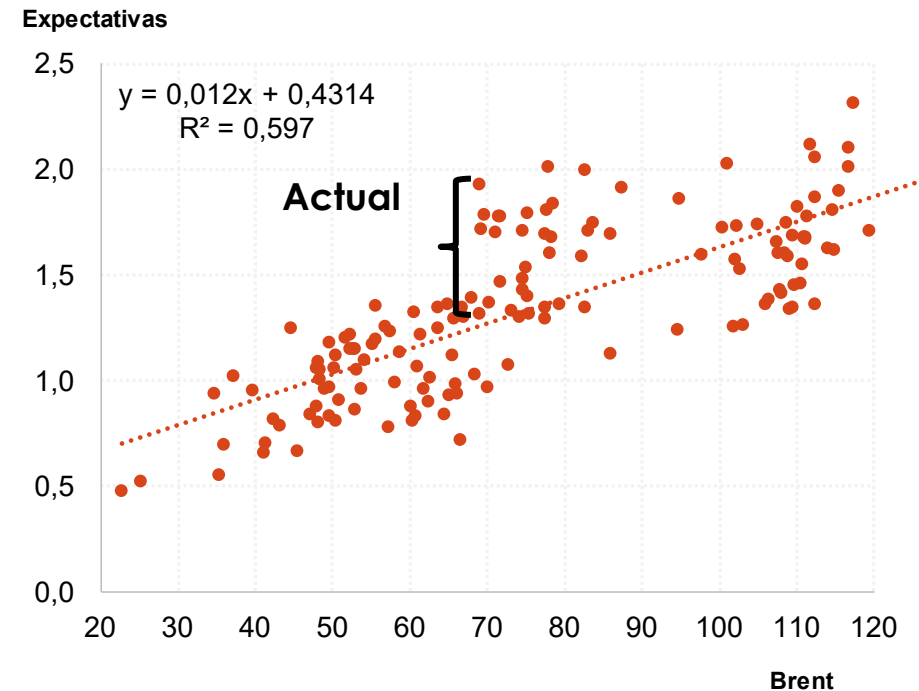
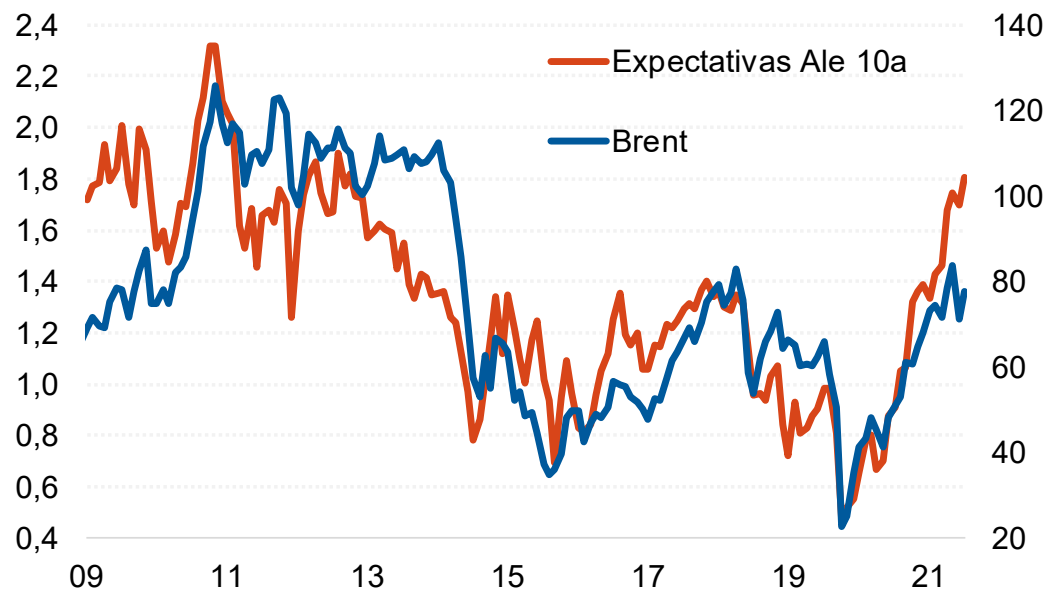
Inflación actual y expectativas de inflación en distintos plazos (EEUU y Alemania)

EEUU		Alemania	
Actual	6,8	Actual	5,3
3 años	3,0	2 años	1,9
5 años	2,8	5 años	1,7
10 años	2,5	10 años	1,7



Existe un alta correlación entre el precio del petróleo y las expectativas de inflación a largo plazo

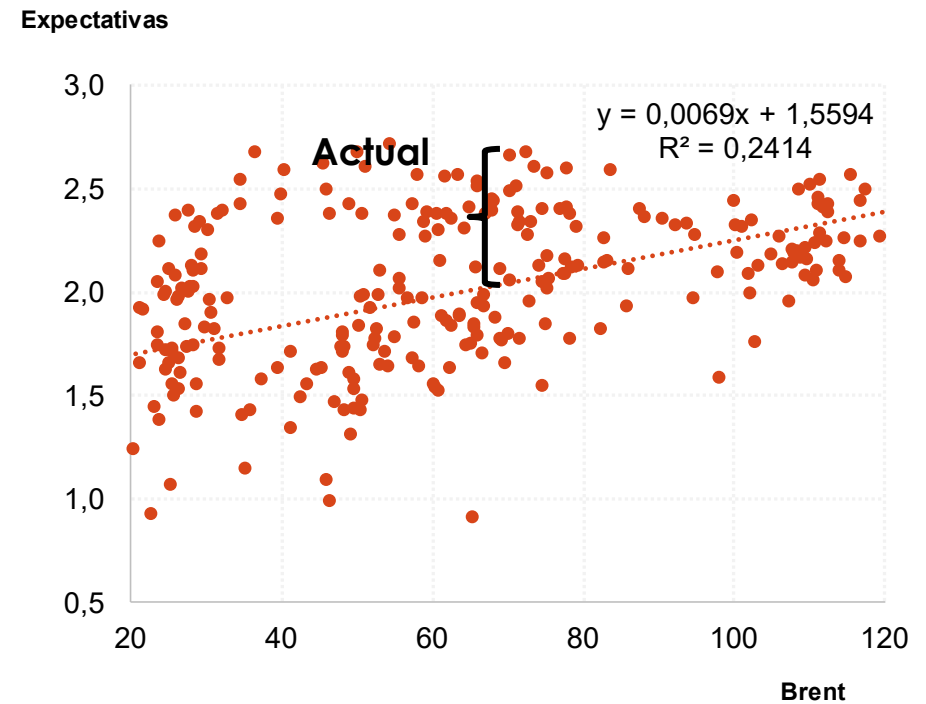
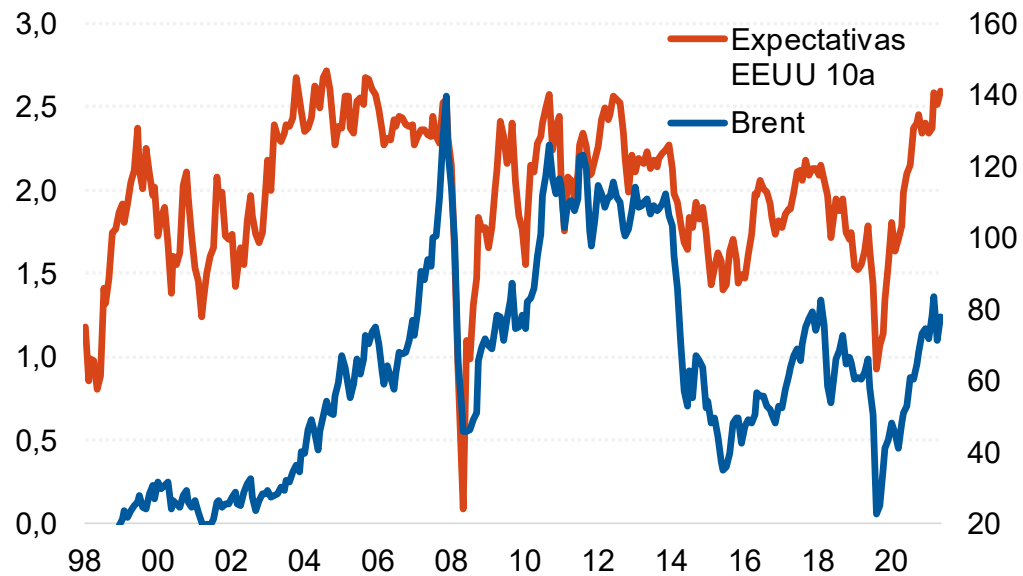
Expectativas de inflación a 10 años en Alemania y Brent
(Datos mensuales: inicio: junio de 2009)



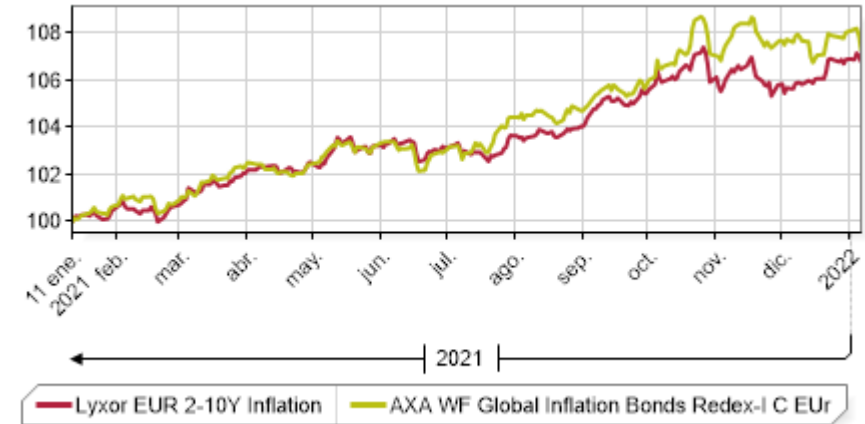
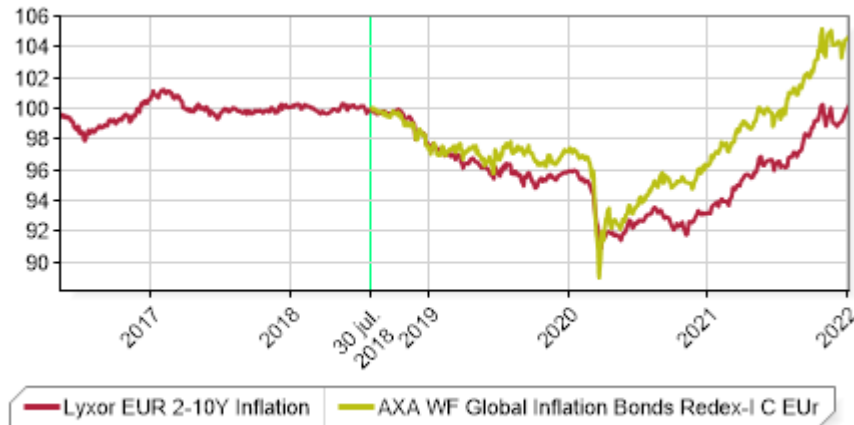
Se ha producido un alejamiento entre las expectativas de inflación y la cotización del petróleo ante la evidencia de que “otros factores”, como el fuerte crecimiento del PIB o los cuellos de botella, están presionando al alza (y pueden seguir haciéndolo) los precios de los bienes y servicios

Existe una alta correlación entre el precio del petróleo y las expectativas de inflación a largo plazo

Expectativas de inflación a 10 años en EEUU y Brent
(Datos mensuales: inicio: agosto de 2008)



Alternativas para invertir en expectativas de inflación.



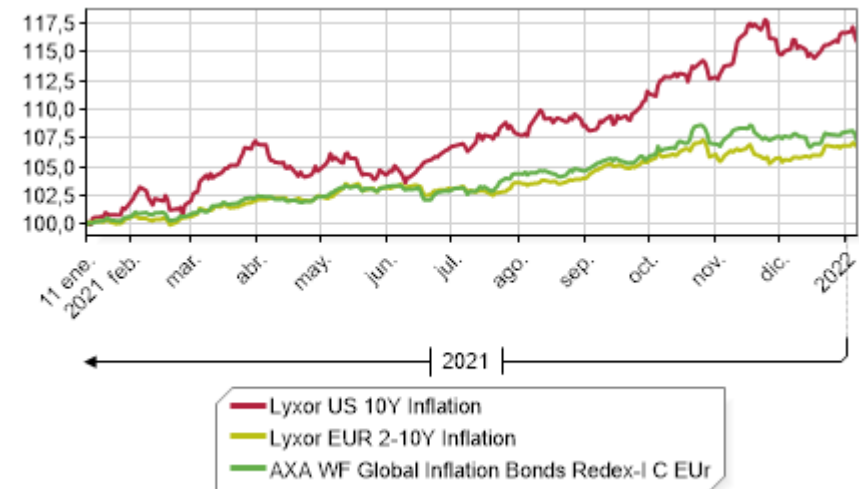
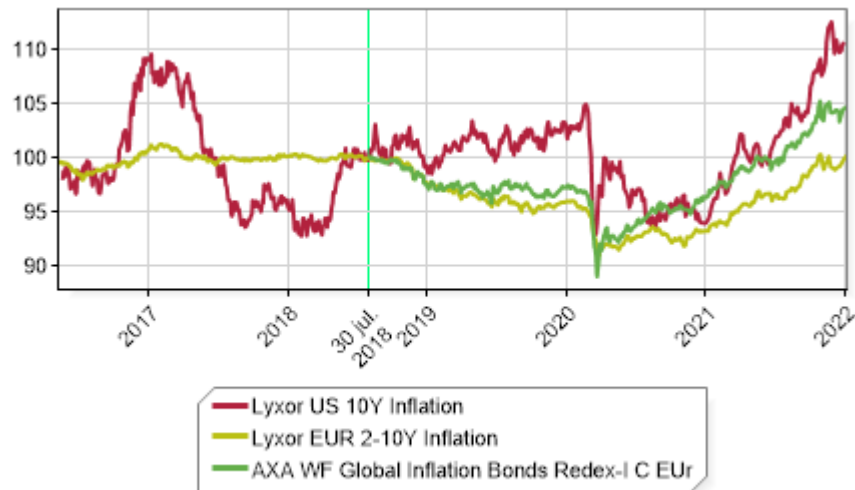
Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2022% ▼	Fecha
Lyxor EUR 2-10Y Inflation	RAC	1,1	0,7	6,9	2,6	-1,1	-0,1	06/01
AXA WF Global Inflation Bonds Redex-I C EUR	GALT	-0,4	0,7	7,3	6,5	-	-0,7	06/01

Cálculo de revalorización/pérdida = Variación de la expectativa de inflación x 7

Cálculo de revalorización 2021 = 1,00% x 7 = 7,0%

Cálculo de revalorización próximos 3m = 0,20% x 7 = 1,4%

Y, en el caso de las de EEUU, con riesgo USD/EUR



Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2022% ▼	Fecha
Lyxor EUR 2-10Y Inflation	RAC	1,1	0,7	6,9	2,6	-1,1	-0,1	06/01
Lyxor US 10Y Inflation	GALT	0,5	3,0	17,6	11,9	2,7	-0,7	06/01
AXA WF Global Inflation Bonds Redex-I C EUR	GALT	-0,4	0,7	7,3	6,5	-	-0,7	06/01

Fondo	Categoría	Evolución del ranking	Rating	Volatilidad ▼
Lyxor US 10Y Inflation	GALT	2 3 4 2 3 4 4 4 4 4 4 4 4 4 3 3 3 3 3 2 2 2 2 1	★★	7,0
AXA WF Global Inflation Bonds Redex-I C EUR	GALT	4 4 4 3 3 4 3 3 3 3 3 3 3 2 2 3 2 2 2 2 3 2 2 2	★★★★	3,3
Lyxor EUR 2-10Y Inflation	RAC	4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 3 3 3 2 2 2 2 1 1 1 1	★★	3,2

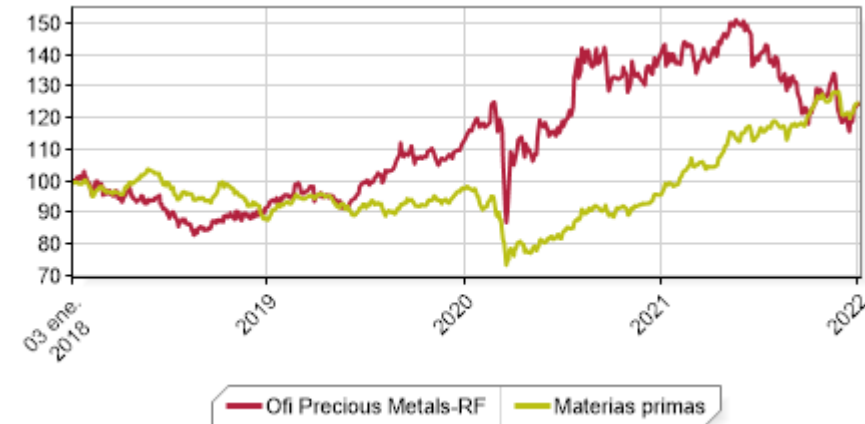
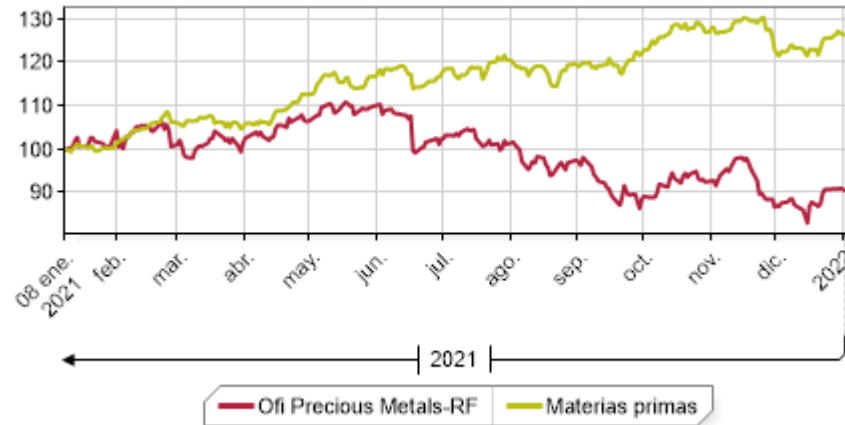
Continúan las cesiones de los metales preciosos (-2,0%) tras las caídas en 2021 del oro (-4,3%), plata (-12,4%) platino (-11,0) y paladio (-21,7%).

Evolución desde 2017 de la cotización del oro, plata, platino y paladio (en USD)



Alternativa en metales preciosos

- 35% oro
- 20% plata
- 20% paladio
- 20% platino



Rentabilidades acumuladas (%)

	3M	12M	36M	2022
Fondo	1,16	-13,93	31,53	-1,06
Categoría	2,62	27,30	41,18	1,33

Rentabilidades anuales (%)

	2017	2018	2019	2020	2021
Fondo	-	-7,94	22,80	25,35	-11,97
Categoría	-3,38	-10,86	9,56	-2,16	29,88
+/- Categoría	-	2,92	13,24	27,51	-41,85

noviembre 2021	Volatilidad	Rentabilidad
Fondo	24,34	-13,93
Categoría	16,40	27,30

Volatilidad calculada con datos de los últimos 36 meses
La rentabilidad se calcula diariamente

	Último	31/12/2021	06/01/2021	18/03/2020	19/02/2020
Oro	1.790,4	-2,1%	-7,0%	20,5%	11,1%
Plata	22,1	-5,3%	-19,2%	84,6%	20,0%
Platino	958,6	-0,8%	-14,3%	53,1%	-4,9%
Paladio	1.870,0	-2,2%	-23,3%	16,7%	-31,2%

Escenarios

1. Japonización

- Baja inflación (0,5%)
- Débil crecimiento económico
- Probabilidad de ocurrencia: **25%**

2. Escenario central

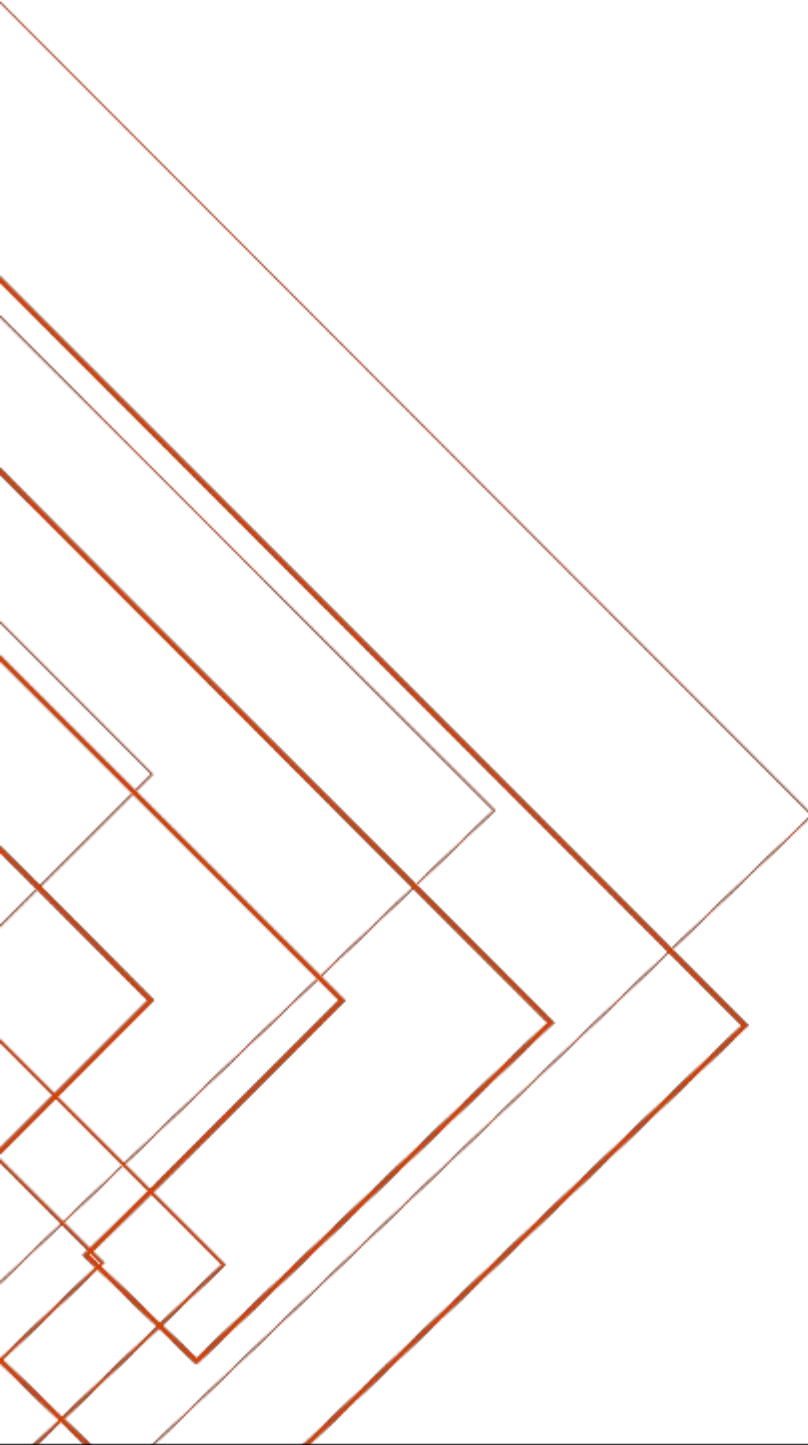
- Inflación controlada (1,5% - 2,5%)
- Crecimiento económico en línea con el potencial
- Probabilidad de ocurrencia: **60%**

3. Estancflación

- Repunte inflación (> 5%)
- Crisis económica (caída del PIB)
- Probabilidad de ocurrencia: **5%**

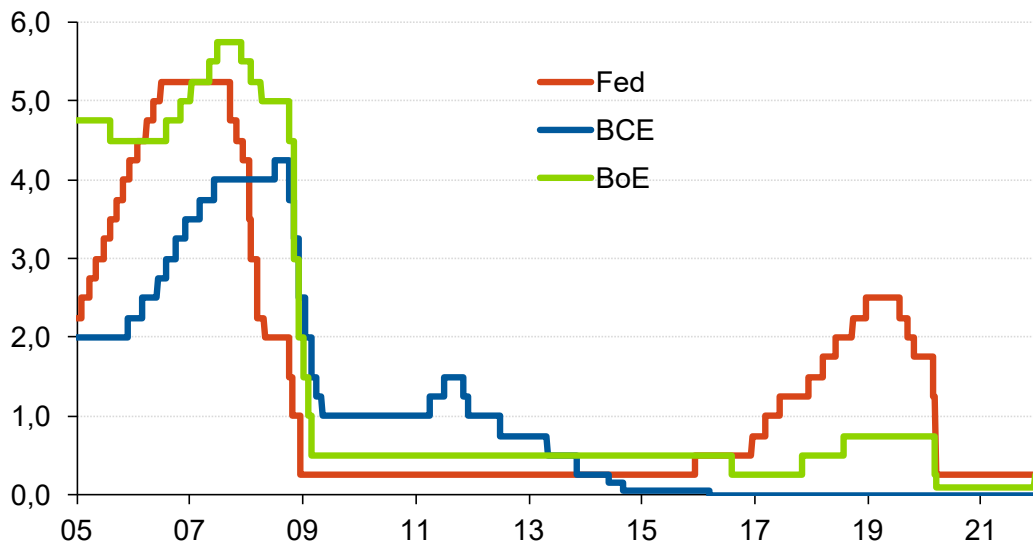
4. Aceleración

- Repunte de la inflación (3,0% - 3,5%)
- Crecimiento económico por encima del potencial
- Probabilidad de ocurrencia: **10%**

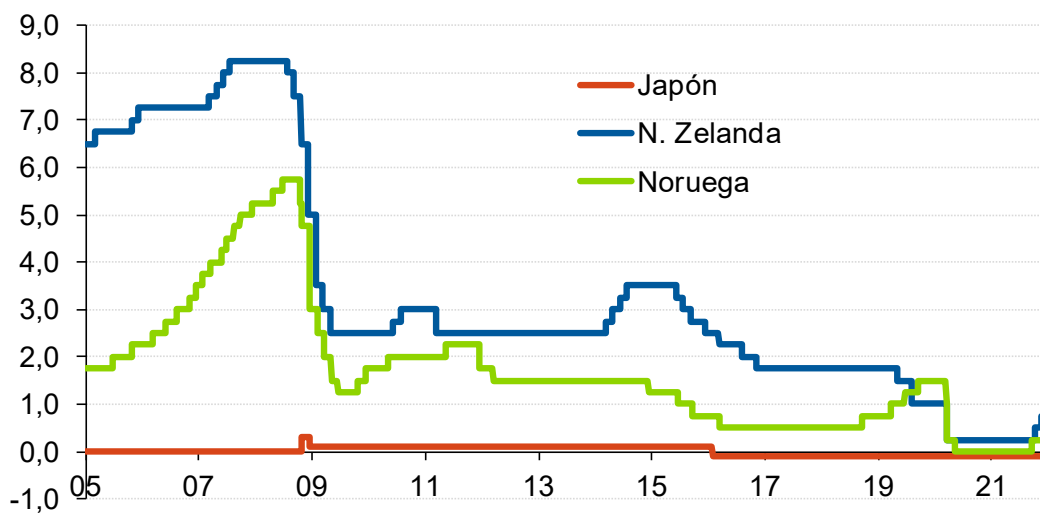
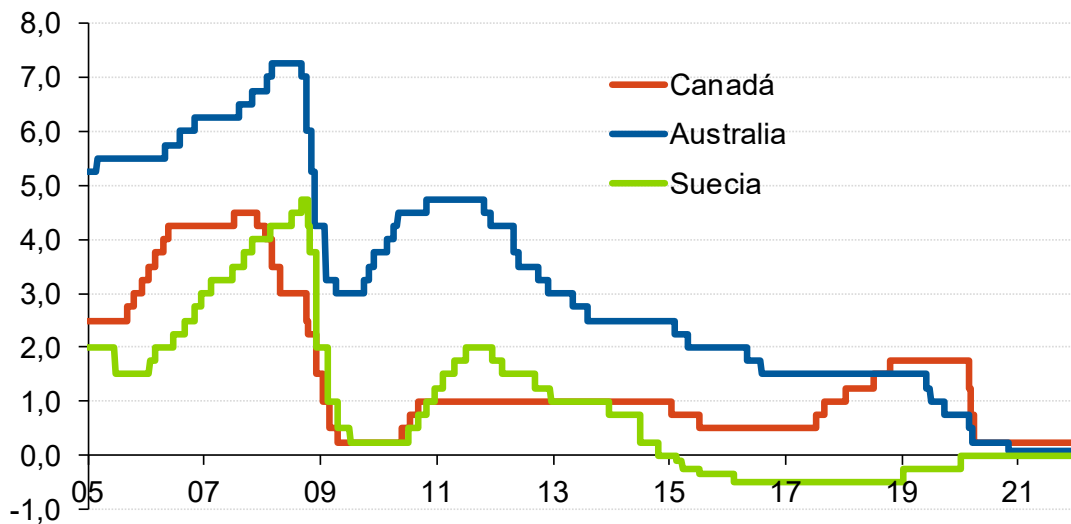


3. En 2022 deberían seguir las subidas de tipos de interés y ampliarse la lista de bancos centrales que elevan, con la Fed como el caso más relevante.

Evolución de los tipos de interés de referencia

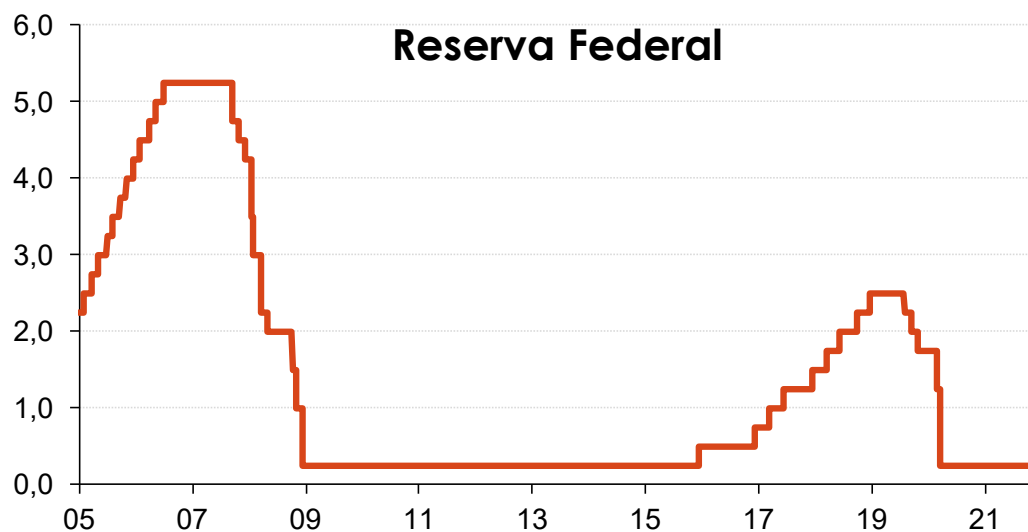
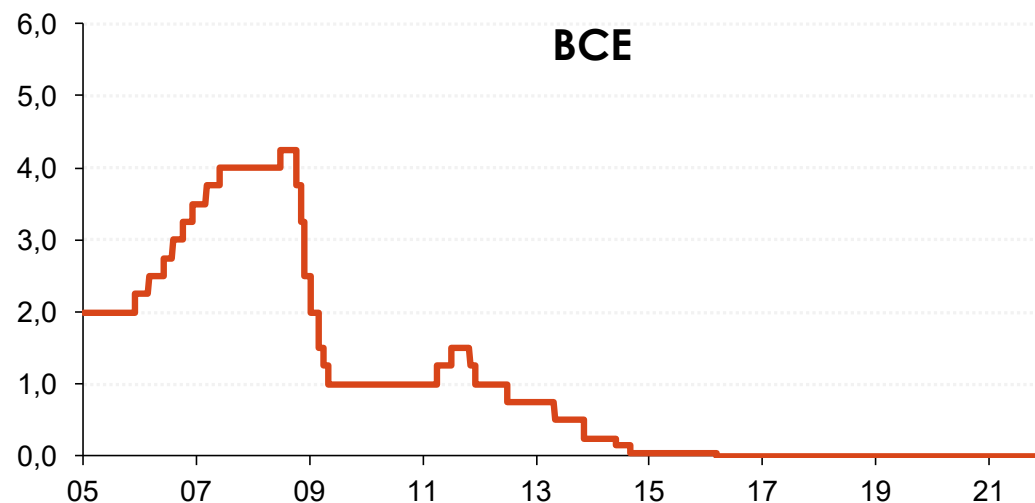


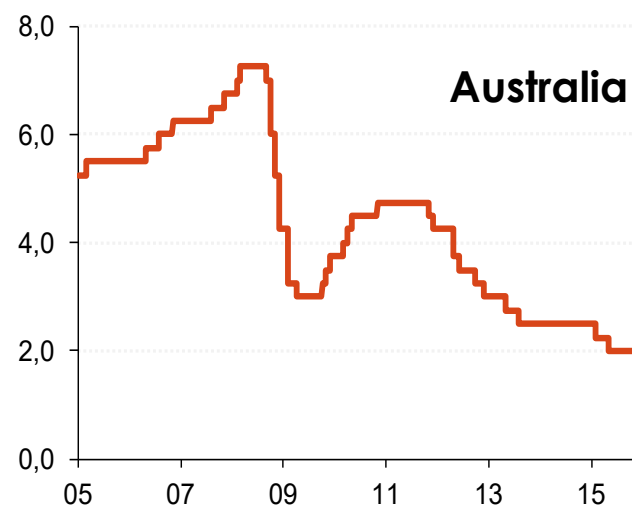
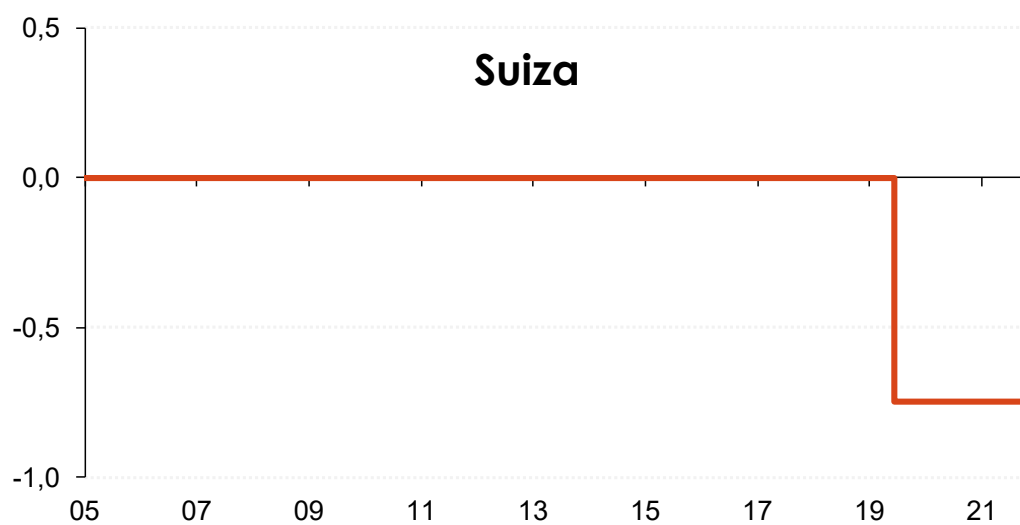
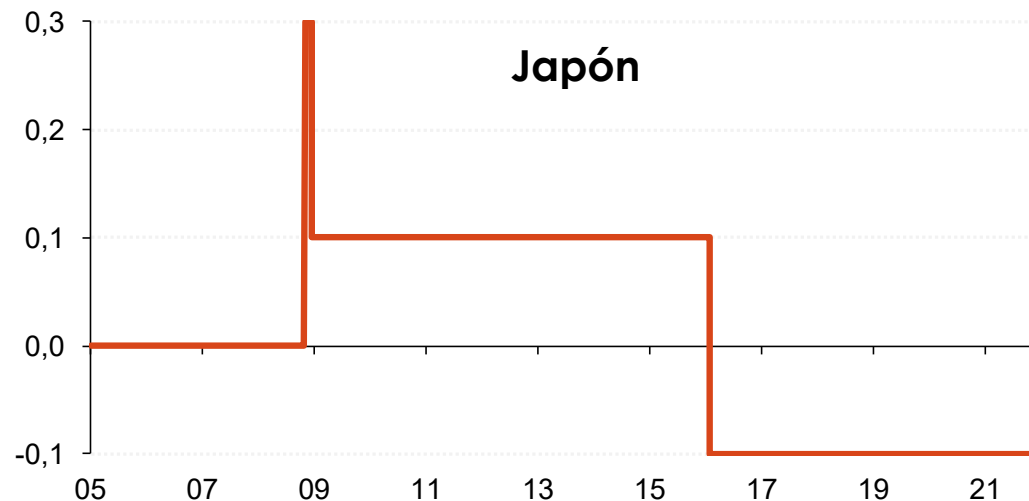
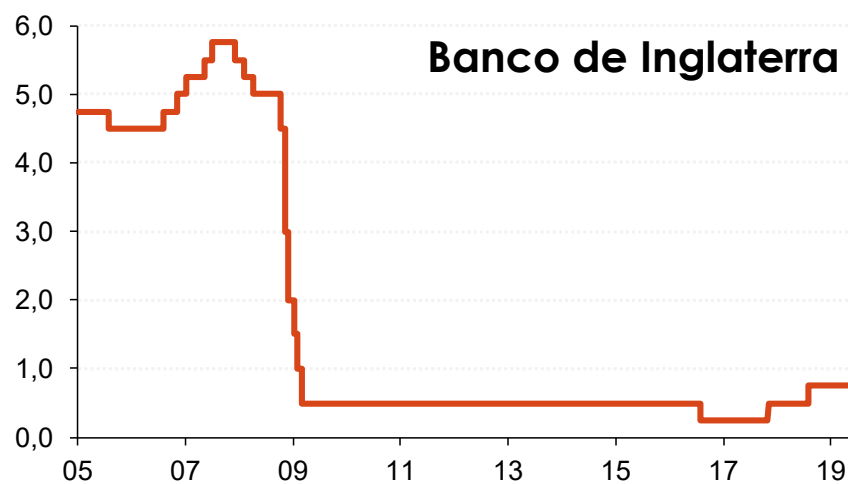
	Último	Alzas
BoE	0,25	15
Noruega	0,50	50
N.Zelanda	0,75	50
Brasil	9,25	725
Rusia	8,50	425
México	5,50	125
Sudáfrica	3,75	25
Chile	4,00	350
Colombia	3,00	125
Polonia	1,75	165
Corea del Sur	1,00	50

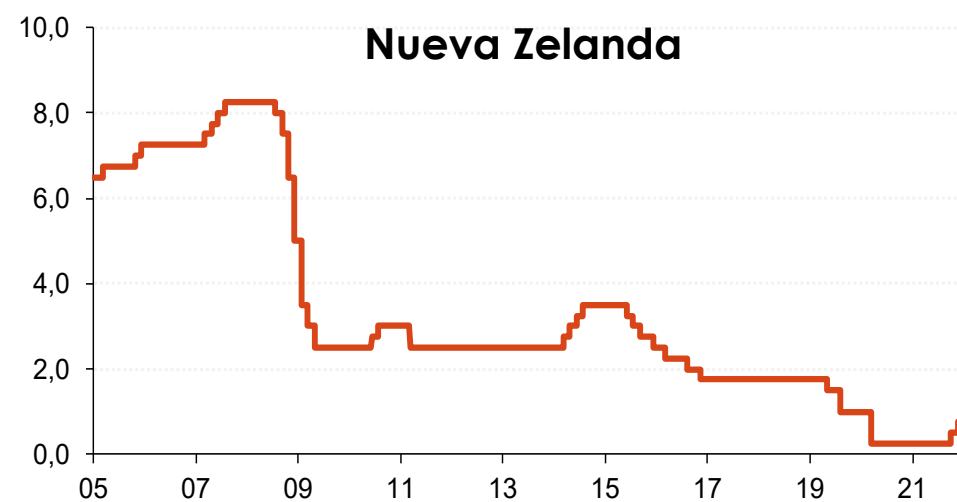
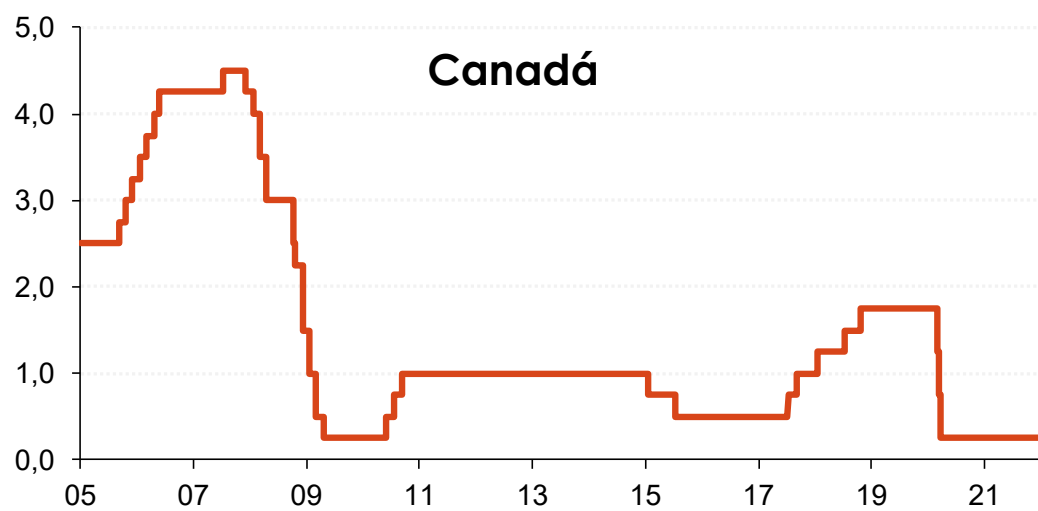
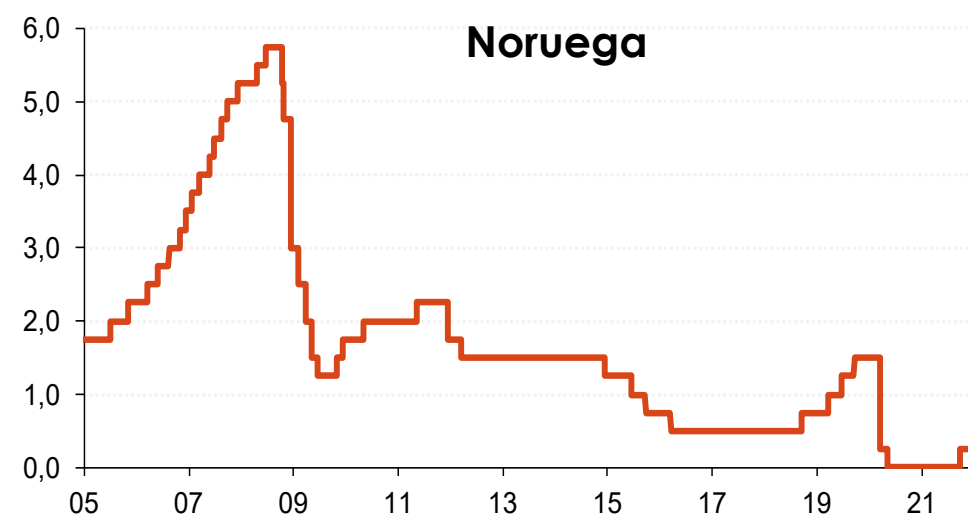
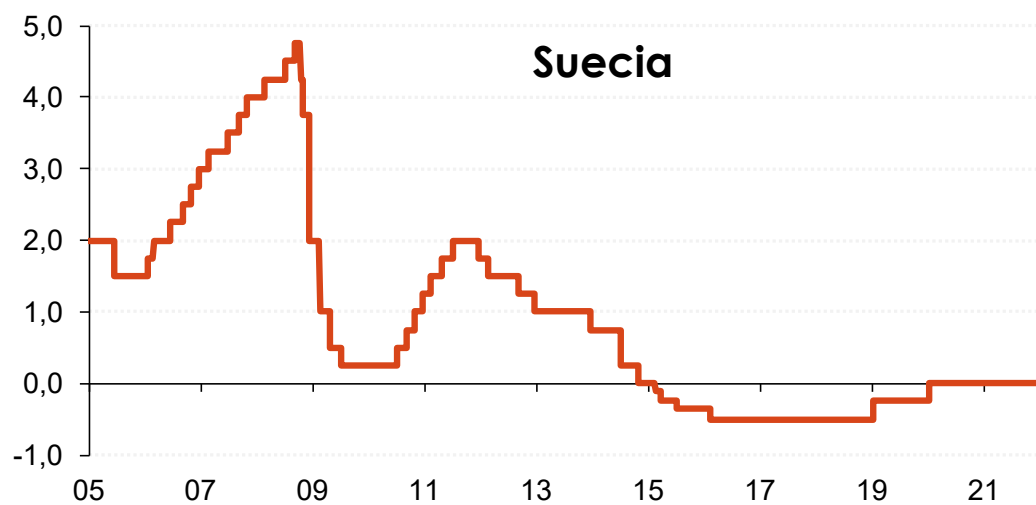


Tipo de interés de referencia y variación acumulada desde la fecha

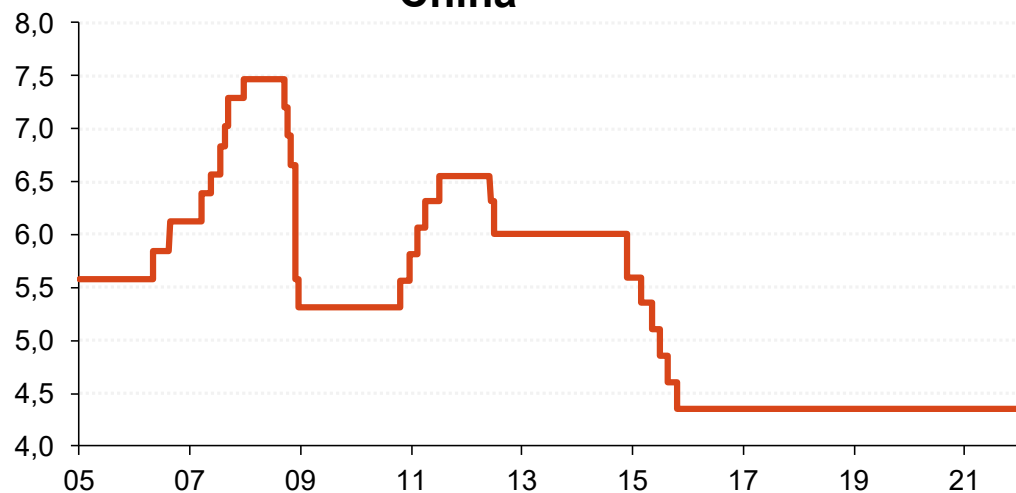
	Último	09/12/2021	07/10/2021	05/09/2020	31/12/2020
Fed	0,25	0	0	0	0
BCE	0,00	0	0	0	0
BoE	0,25	15	15	15	15
Japón	-0,10	0	0	0	0
Suiza	-0,75	0	0	0	0
Noruega	0,50	25	25	50	50
Suecia	0,00	0	0	0	0
Canadá	0,25	0	0	0	0
Australia	0,10	0	0	-15	0
N.Zelanda	0,75	0	25	50	50
China	4,35	0	0	0	0
India	4,00	0	0	0	0
Brasil	9,25	0	300	725	725
Rusia	8,50	100	175	425	425
México	5,50	50	75	100	125
Sudáfrica	3,75	0	25	25	25
Chile	4,00	125	250	350	350
Indonesia	3,50	0	0	-50	-25
Turquía	14,00	-100	-400	575	-300
Colombia	3,00	50	100	100	125
Polonia	2,25	50	175	215	215
Corea del Sur	1,00	0	25	50	50
Israel	0,10	0	0	0	0







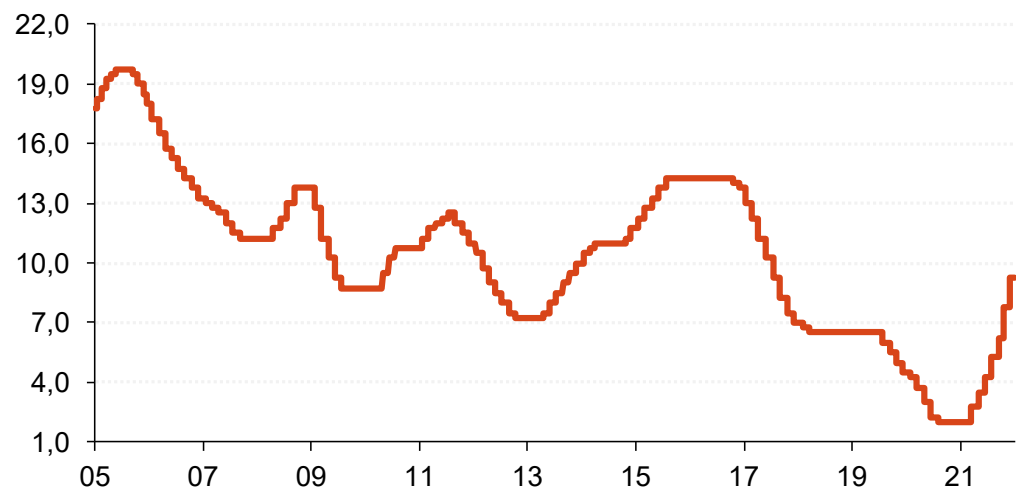
China



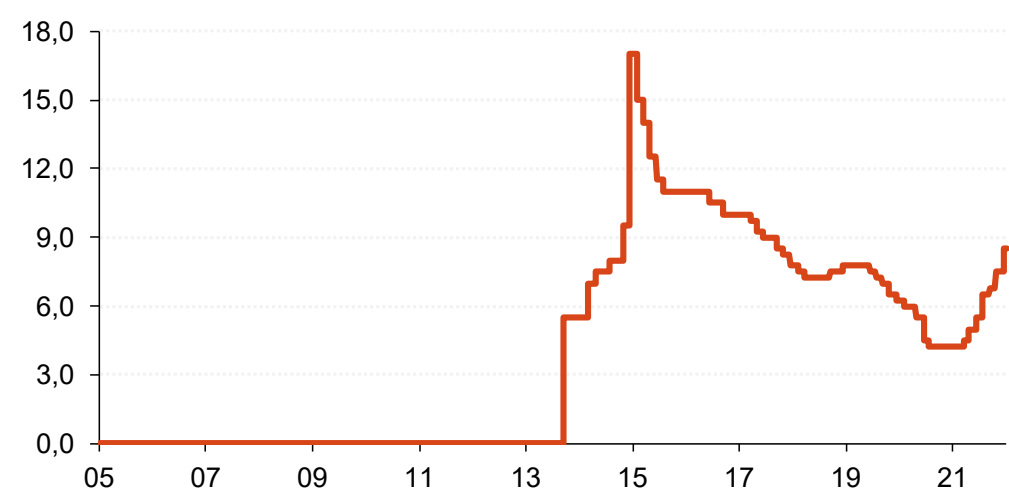
India



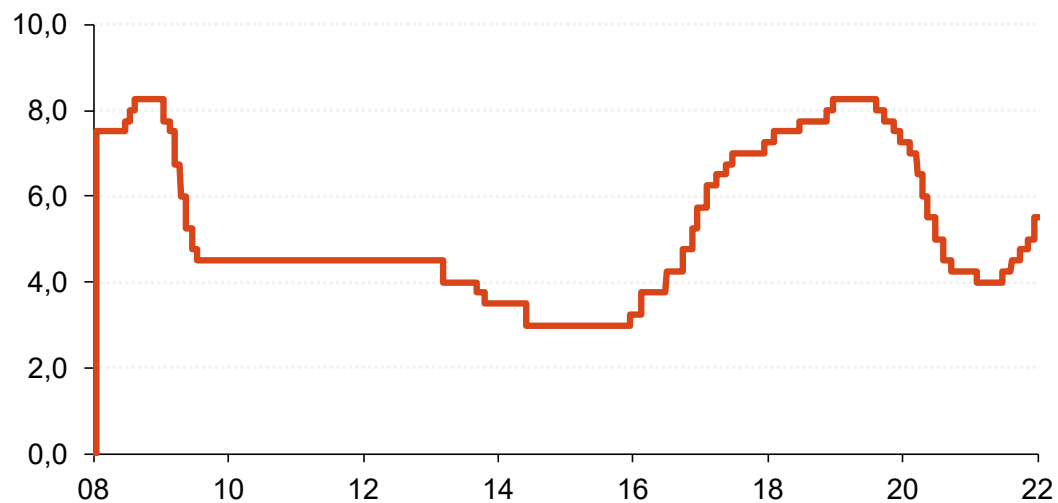
Brasil



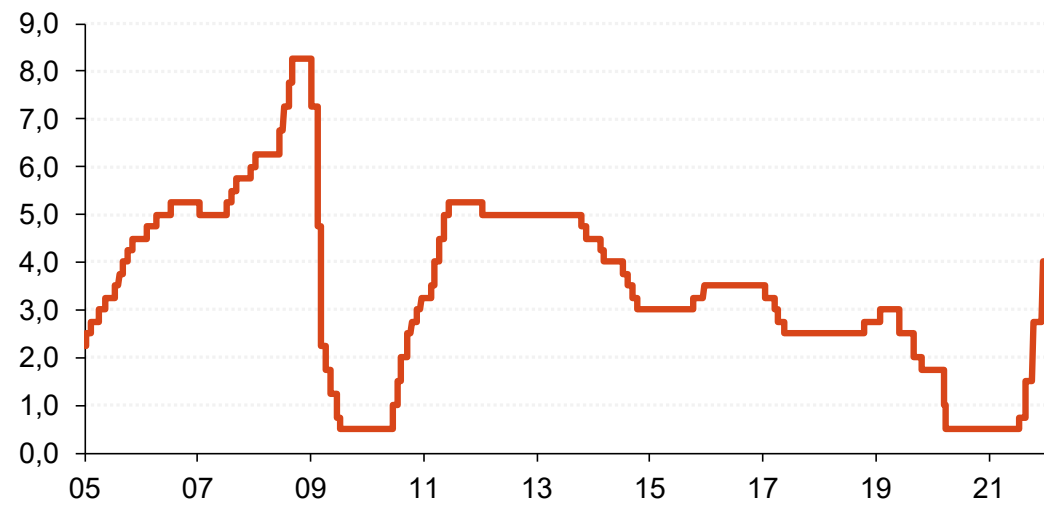
Rusia



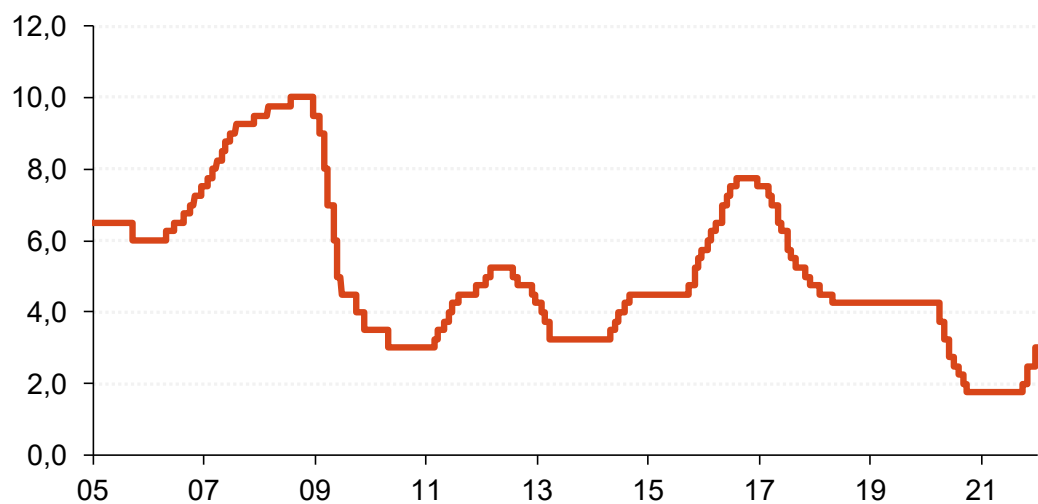
México



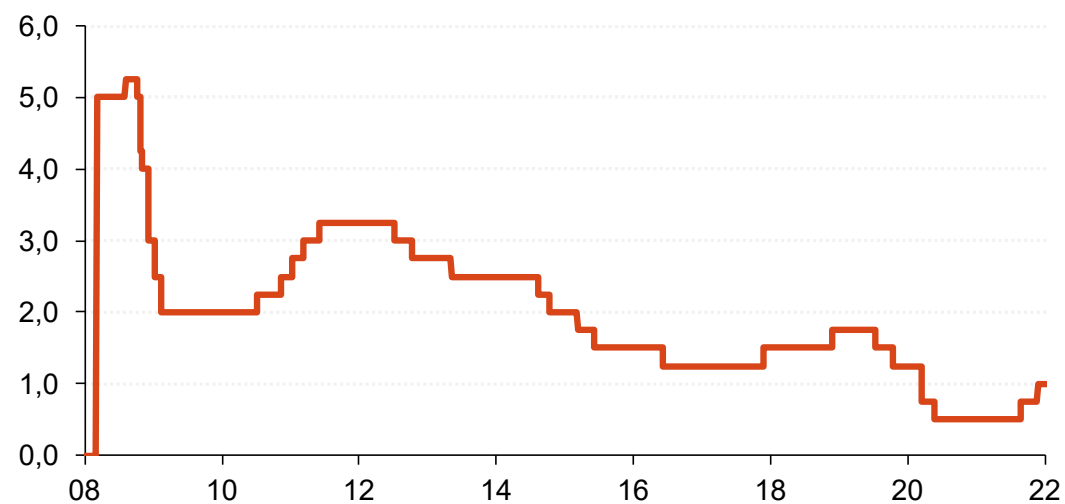
Chile



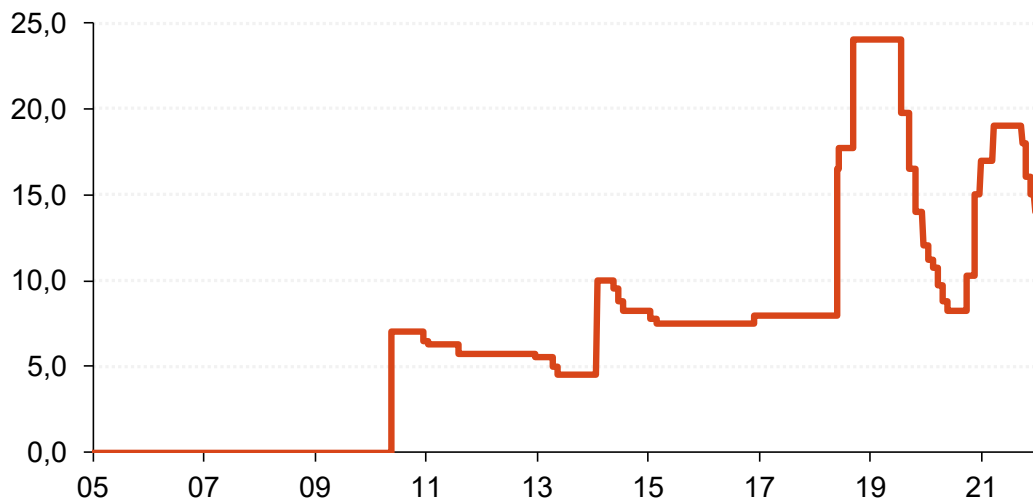
Colombia



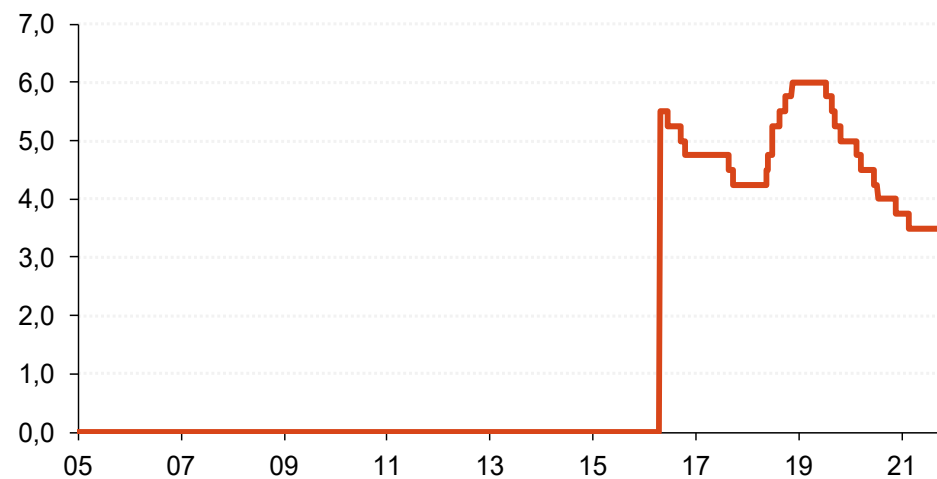
Corea del Sur



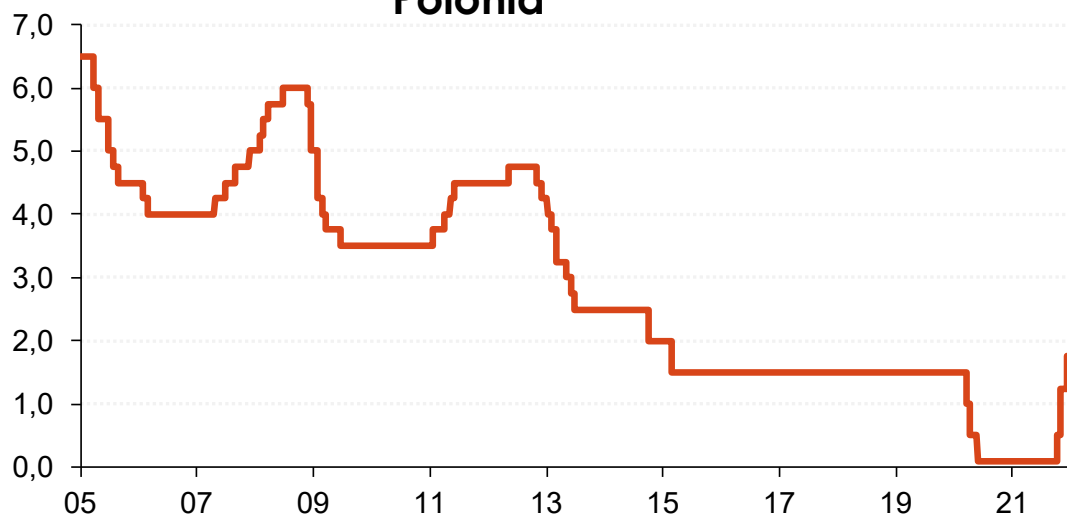
Turquía



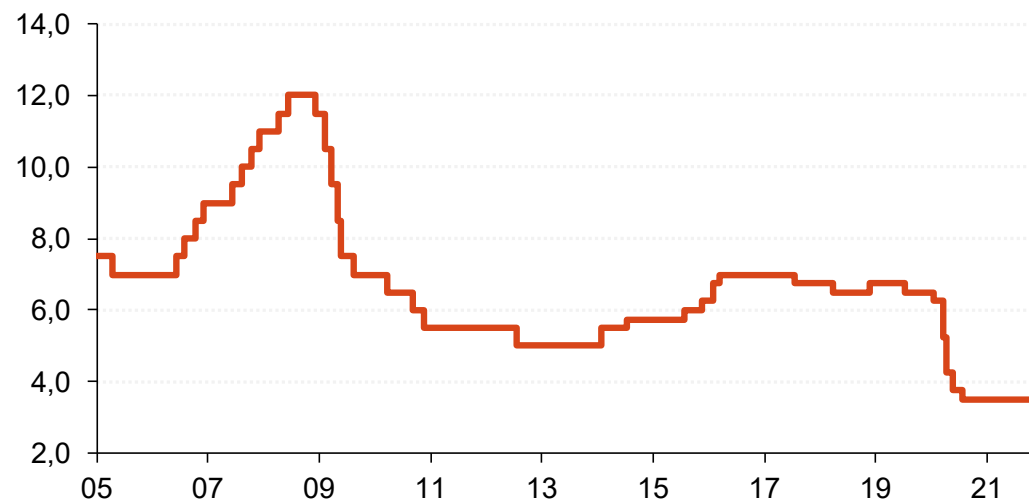
Indonesia

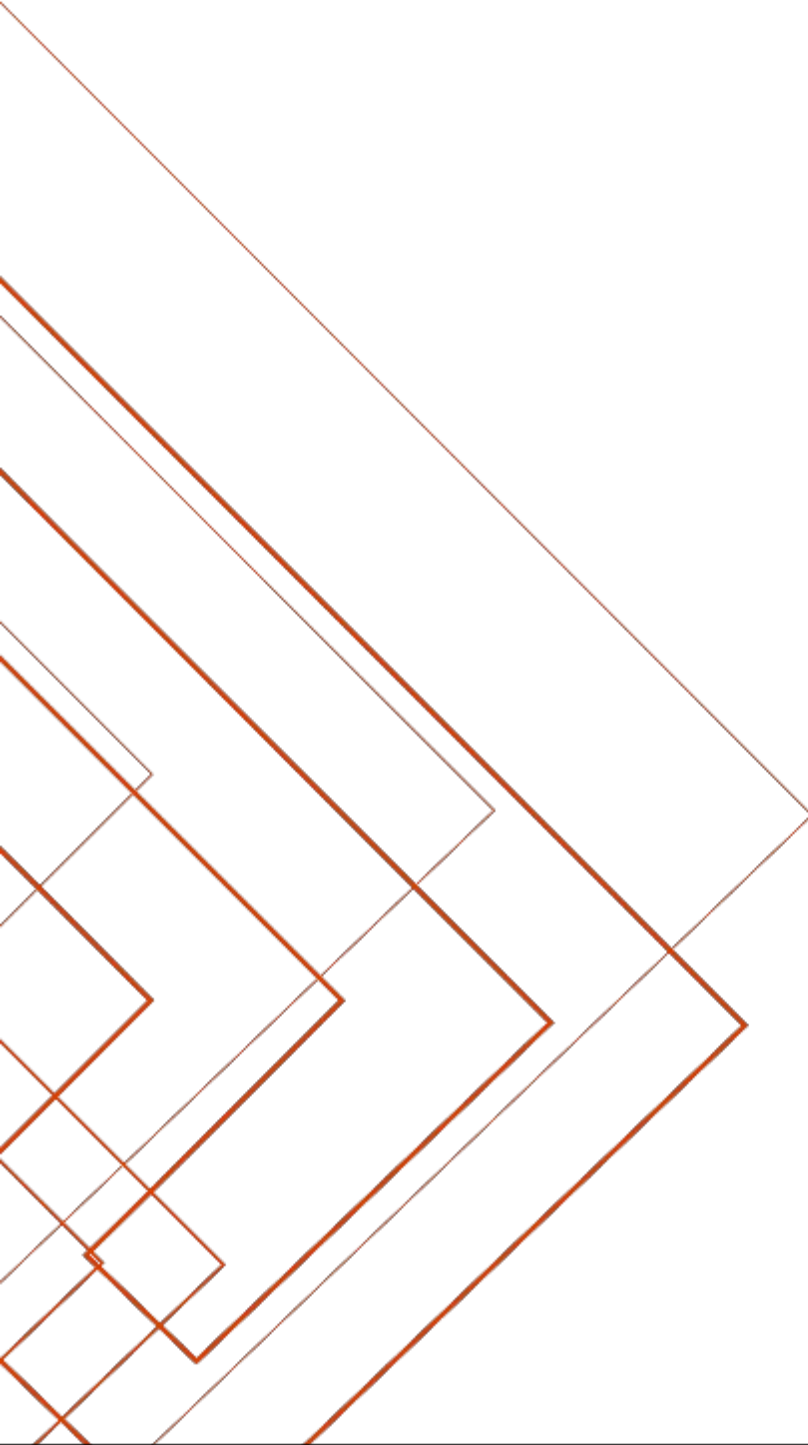


Polonia



Sudáfrica





3.1. La Fed inicia el *tapering*. Tras su finalización en 3T22 iniciará las subidas de tipos en (+100 pb en 24 meses).

El FOMC del 3 de noviembre anuncia el inicio de la reducción de compras de bonos: -15.000 millones de USD. Si hasta octubre la adquisición mensual había sido de 120.000 millones de USD, en noviembre pasó a ser de 105.000 millones de USD.

inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time. In light of the substantial further progress the economy has made toward the Committee's goals since last December, the Committee decided to begin reducing the monthly pace of its net asset purchases by \$10 billion for Treasury securities and \$5 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$70 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$35 billion per month. Beginning in December, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$60 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$30 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.

El FOMC del 15 de diciembre comunica una aceleración en el ritmo de reducción de compras mensuales a partir de enero: de -15.000 millones a -30.0000 millones de USD.

light of inflation developments and the further improvement in the labor market, the Committee decided to reduce the monthly pace of its net asset purchases by \$20 billion for Treasury securities and \$10 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning in January, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$40 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$20 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.

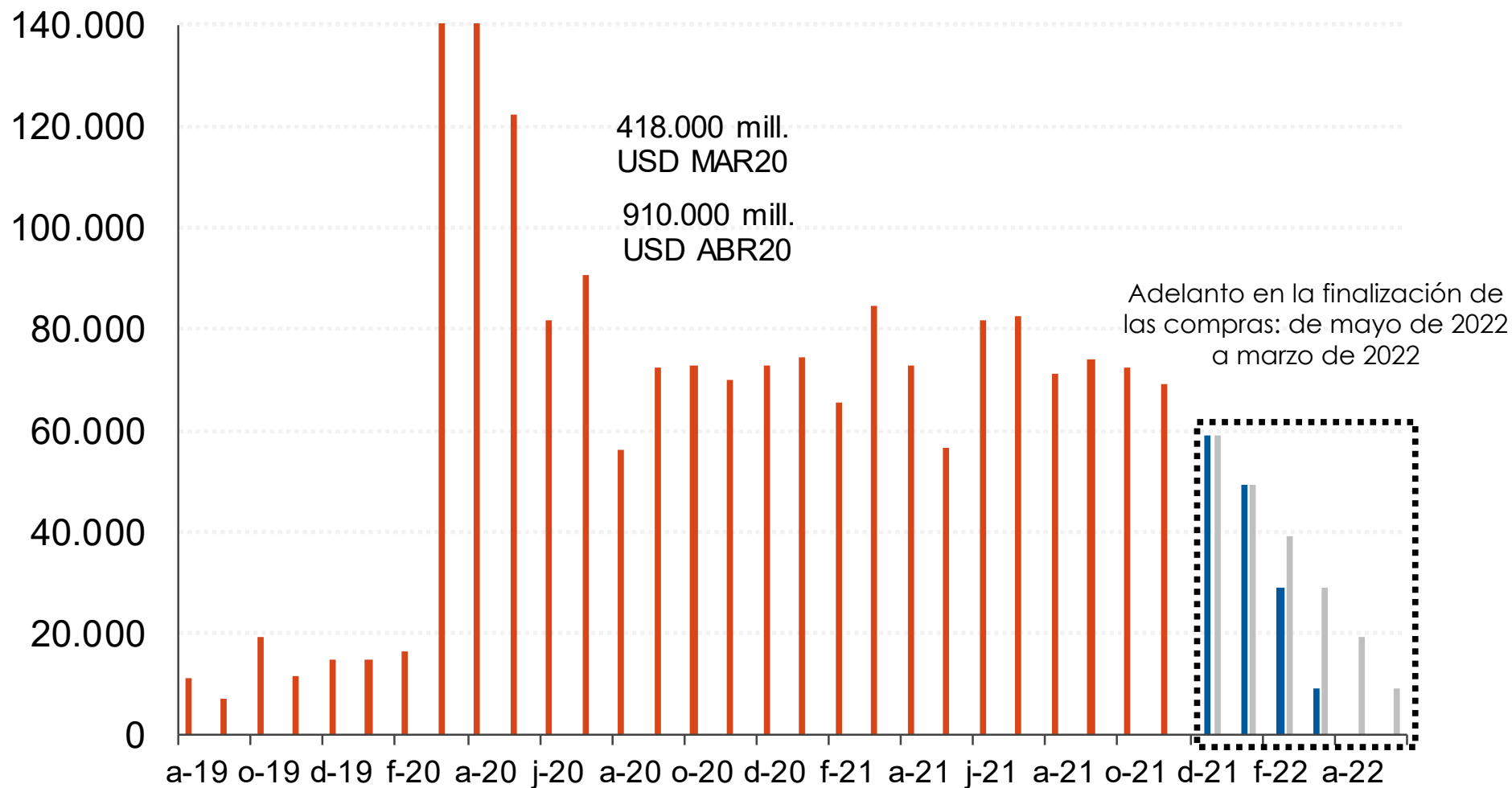
Se produce un adelanto en la fecha prevista para la finalización de las compras: de mayo de 2022 a marzo de 2022.

Tapering de la Fed. Anuncio de noviembre vs anuncio de diciembre

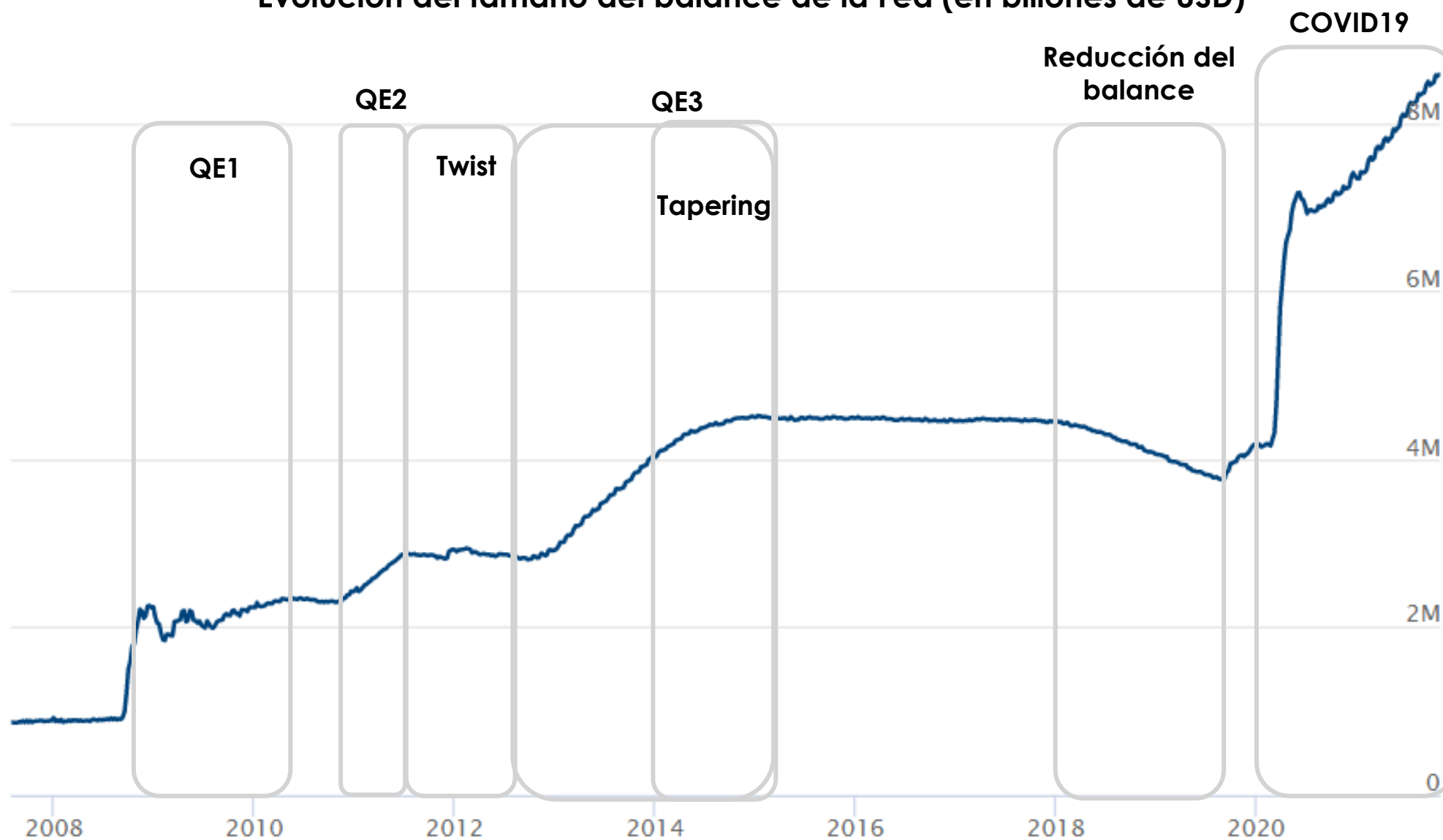
Fecha	Compra de Treasury	Variación	Compra MBS	Variación	Compra total	Variación total	Fecha	Compra de Treasury	Variación	Compra MBS	Variación	Compra total	Variación total
Hasta oct.-21	80.000	-10.000	40.000	-5.000	120.000	-15.000	Hasta oct.-21	80.000	-10.000	40.000	-5.000	120.000	-15.000
nov.-21	70.000	-10.000	35.000	-5.000	105.000	-15.000	nov.-21	70.000	-10.000	35.000	-5.000	105.000	-15.000
dic.-21	60.000	-10.000	30.000	-5.000	90.000	-15.000	dic.-21	60.000	-10.000	30.000	-5.000	90.000	-15.000
ene.-22	50.000	-10.000	25.000	-5.000	75.000	-15.000	ene.-22	50.000	-20.000	25.000	-10.000	75.000	-30.000
feb.-22	40.000	-10.000	20.000	-5.000	60.000	-15.000	feb.-22	30.000	-20.000	15.000	-10.000	45.000	-30.000
mar.-22	30.000	-10.000	15.000	-5.000	45.000	-15.000	mar.-22	10.000	-20.000	5.000	-10.000	15.000	-30.000
abr.-22	20.000	-10.000	10.000	-5.000	30.000	-15.000	abr.-22	-	-	-	-	-	-
may.-22	10.000	-10.000	5.000	-5.000	15.000	-15.000	may.-22	-	-	-	-	-	-
jun.-22	-	-	-	-	-	-	jun.-22	-	-	-	-	-	-

- Una de la claves de 2021 ha sido el inicio de la reducción de compras mensuales de bonos (Tesoro y MBS) por parte de la Fed (el denominado tapering). En noviembre anunció un recorte inmediato de 15.000 millones de USD en las adquisiciones mensuales, que se prolongaría hasta mayo de 2022. Si hasta octubre las compras habían sido de 120.000 millones, en noviembre pasaron a ser de 105.000 millones de USD. En el FOMC del 15 de diciembre dio un paso más al anunciar una nuevo reducción, ahora a partir de enero. Así, en febrero de 2022 adquirirá 30.000 millones de USD menos, por lo que las compras acabarán en marzo de 2022.

Compras mensuales netas de deuda pública de EEUU por parte de la Fed



Evolución del tamaño del balance de la Fed (en billones de USD)



El anterior *tapering* duró entre diciembre de 2013 y octubre de 2014

QE y tapering

Fecha	Compra mensual	Variación
<i>Hasta DIC.13</i>	<i>85,000</i>	
<i>18.DIC.13</i>	<i>75,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>29.ENE.14</i>	<i>65,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>19.MAR.14</i>	<i>55,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>30.ABR.14</i>	<i>45,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>18.JUN.14</i>	<i>35,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>30.JUL.14</i>	<i>25,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>17.SEP.14</i>	<i>15,000</i>	<i>- 10,000</i>
<i>29.OCT.14</i>	<i>-</i>	<i>- 15,000</i>

- El programa de compras de bonos por parte de la Reserva Federal de EEUU tuvo una finalización paulatina (*tapering*).
- Así, si hasta diciembre de 2013 las adquisiciones mensuales eran de 85.000 millones de USD, desde entonces se fue aplicando una recorte gradual, que culminó en octubre de 2014.

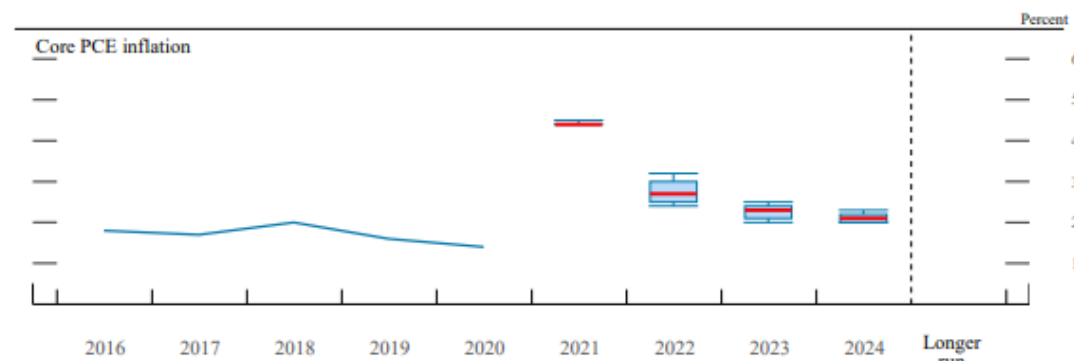
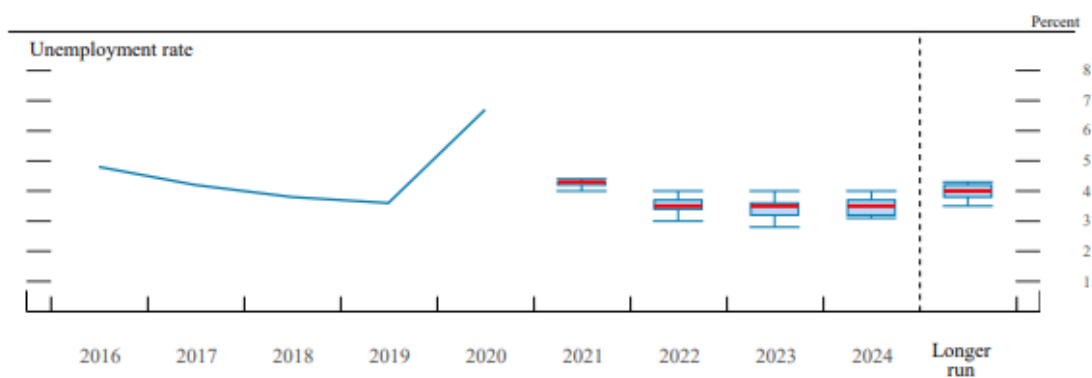
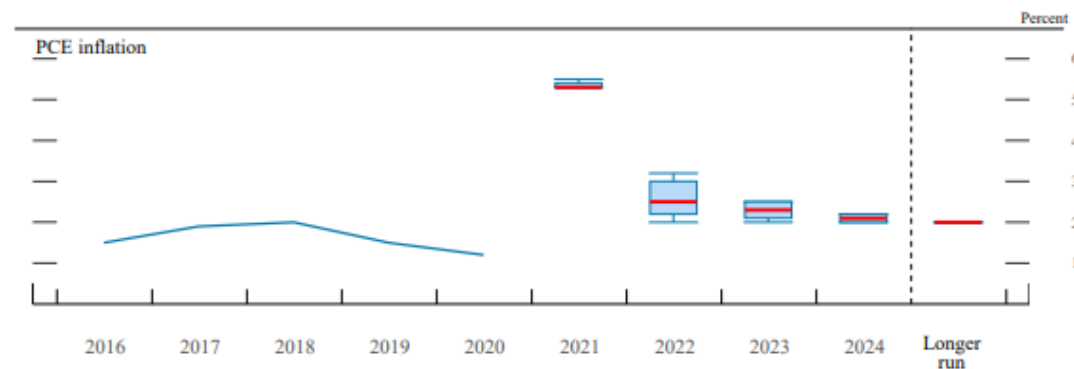
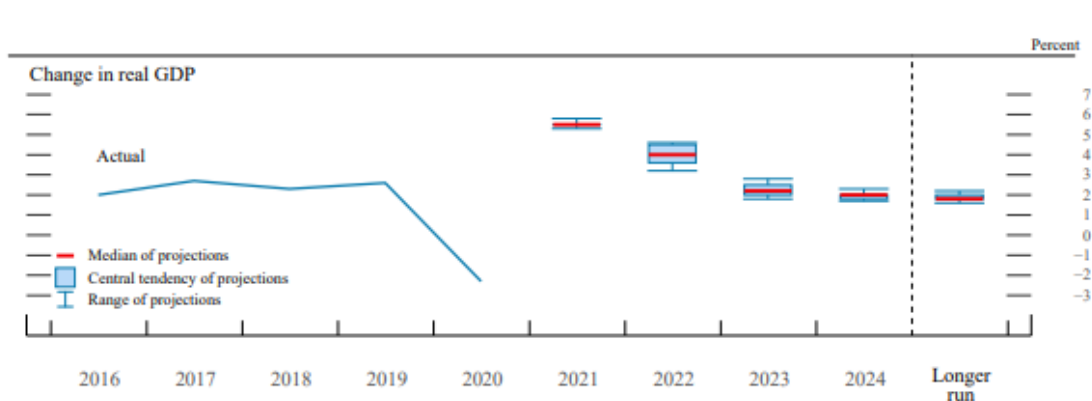
El FOMC recorta su previsión de crecimiento del PIB en 2021

- Los miembros del FOMC han incrementado sus expectativas de subidas de tipos para los próximos años, con 3 subidas en 2022 (para el rango 0.75%-1%), otras 3 en 2023 (1,5%-1,75%) y 2 más en 2024 (2%-2,25%), mientras en el largo plazo las expectativas de tipos de interés se mantienen inalteradas (en 2,5%).

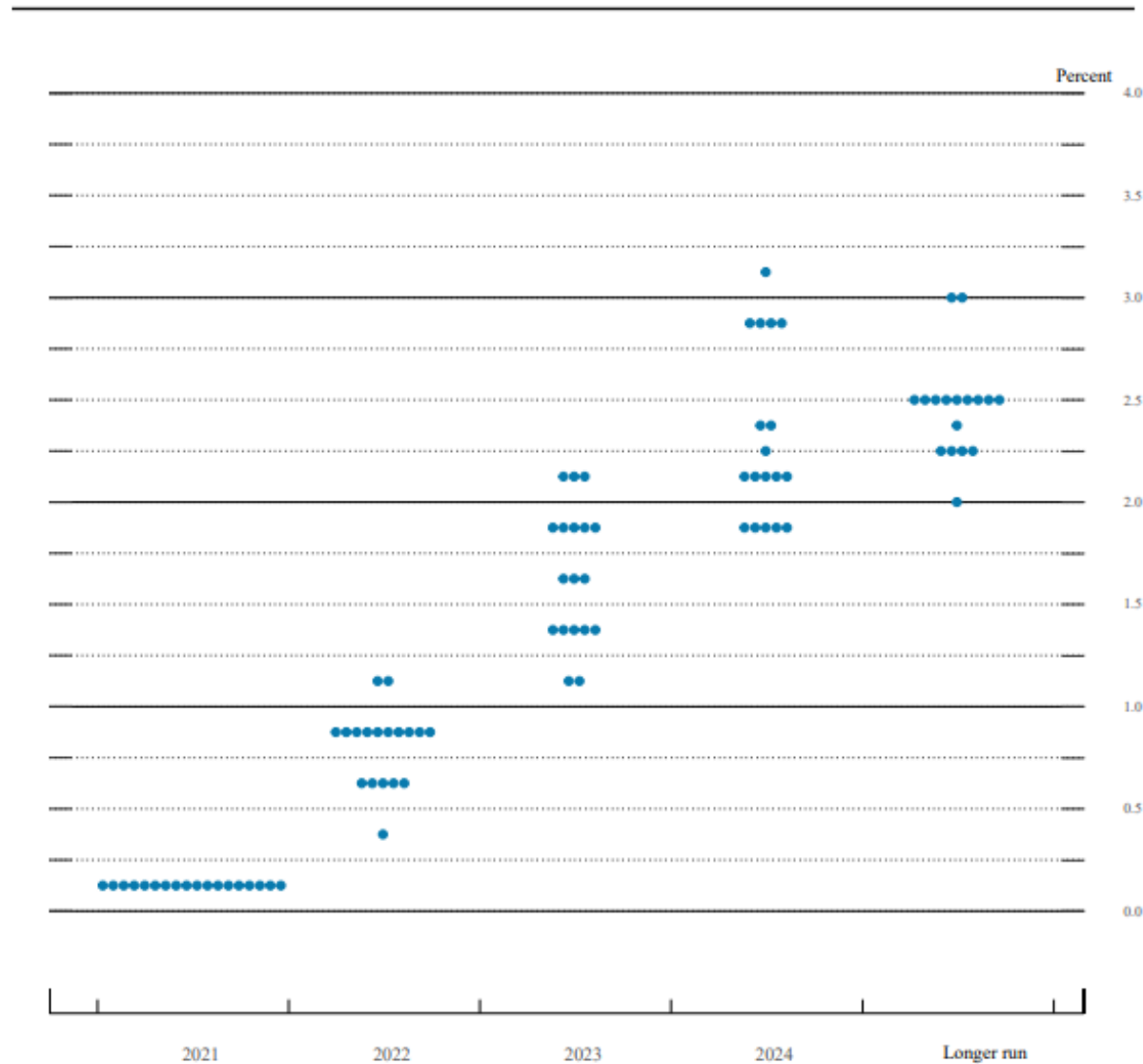
Variable	Median ¹					Central Tendency ²			
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2-4.3	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3-5.4	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2
Memo: Projected appropriate policy path									
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5	0.1	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2

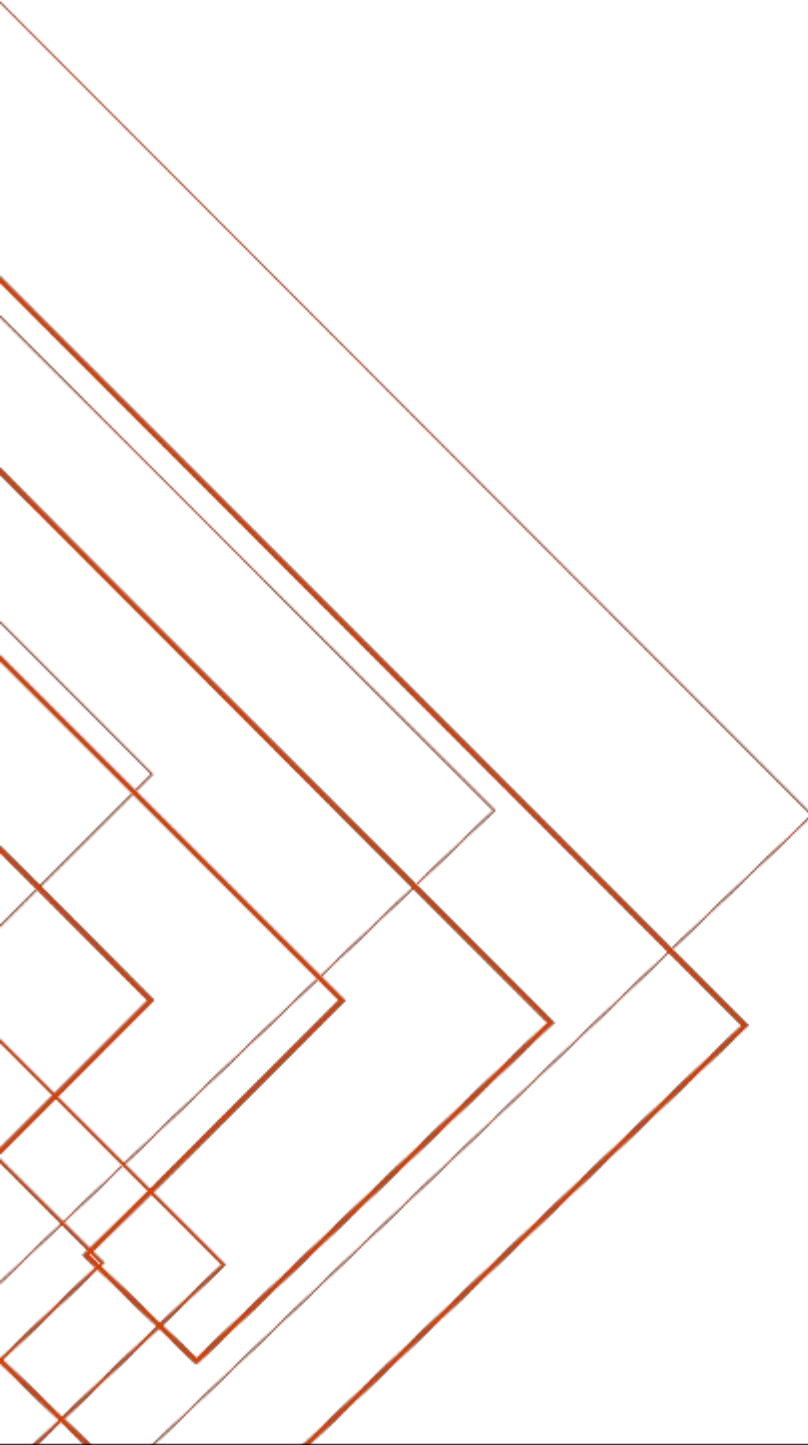
Midpoint of target range or target level (Percent)	2021	2022	2023	2024	Longer run
3.250					
3.125				1	
3.000					2
2.875				4	
2.750					
2.625					
2.500					9
2.375				2	1
2.250				1	4
2.125			3	5	
2.000					1
1.875			5	5	
1.750					
1.625			3		
1.500					
1.375			5		
1.250					
1.125		2	2		
1.000					
0.875		10			
0.750					
0.625		5			
0.500					
0.375		1			
0.250					
0.125	18				
0.000					

Pero eleva la de 2022. Para 2023 y 2024 anticipan un avance en la zona del 2,0%. La inflación se moderaría en 2022 y, sobre todo, 2023.



3 subidas en 2022 (rango 0.75%-1%), otras 3 en 2023 (1,5%-1,75%) y 2 más en 2024 (2%-2,25%).





3.2. El BCE sustituirá parcialmente el PEPP por el APP. Primera subida de tipos en 4T23. Tipo terminal: 1% a 2024-25.



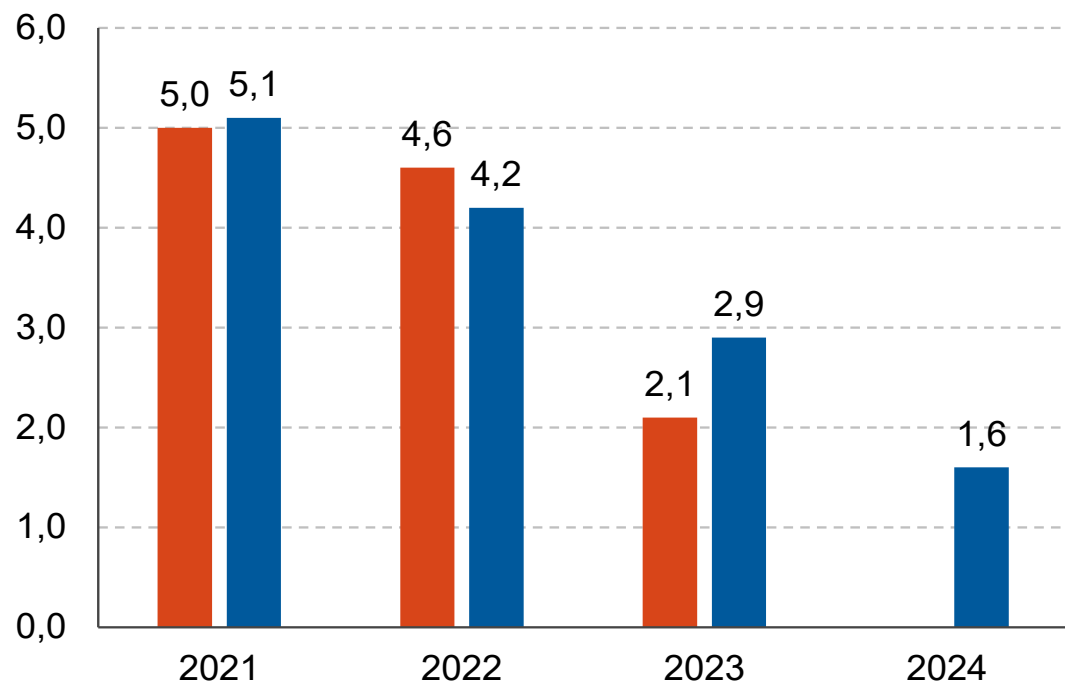
El BCE revisa al alza las previsiones de inflación, reduce las compras mensuales de bonos y no hará nuevas TLTRO, pero mantiene la ausencia de subidas de tipos.

- El Consejo de Gobierno del BCE se salda con el pistoletazo a un plan de salida gradual del “modo crisis”, que pasa por una **reducción notable de la adquisición de deuda a partir del próximo marzo** -con la opción de aceleración en caso de ser necesario- y la **ausencia, por ahora, de nuevas operaciones de inyección de liquidez condicionada a largo plazo, o TLTRO**.
- Las compras a través del PEPP se reducirán de nuevo en 1T22 y se discontinuarán a partir del 31 de marzo, quedando este programa en suspenso, pero listo para ser puesto en marcha de nuevo si fuera necesario, siempre por motivos relacionados con la pandemia. **El PEPP no se termina, se suspende.**
- En su lugar **se eleva el volumen de compras a realizar por el APP**: de los 20 mil millones de euros mensuales se pasará a 40, 30 y 20 mil millones, de forma respectiva, durante el 2T22, 3T22 y 4T22. Así pues, con el APP comprará 330.millones de EUR en 2022.
- El BCE ha cedido alargar hasta final de 2024 el período de tiempo durante el cual el PEPP reinvertirá los vencimientos de deuda.
- En el frente de los **tipos**, no hay cambios: su elevación se producirá al poco tiempo de finalizar la compra neta de deuda, suceso para el que aún no hay fecha definida y que consideramos no se producirá bien entrado 2023. Mantenemos nuestra previsión de una primera subida en los tipos de intervención no antes de final de 2023

Crecimiento del PIB al 4,2% en 2022 y al 2,9% en 2023.

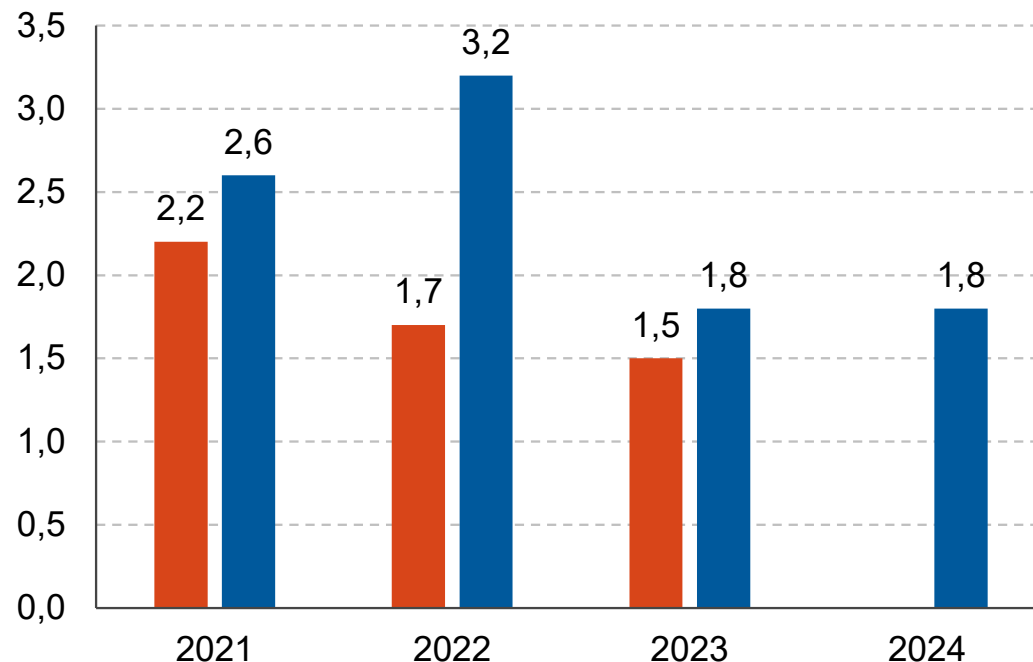
Previsiones de crecimiento

■ sep-21 ■ dic-21



Previsiones de inflación

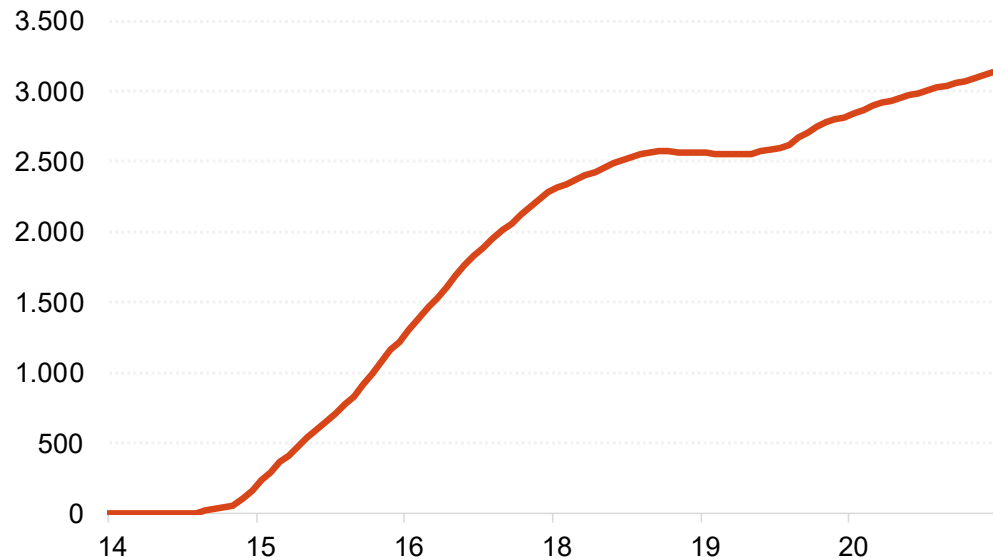
■ sep-21 ■ dic-21



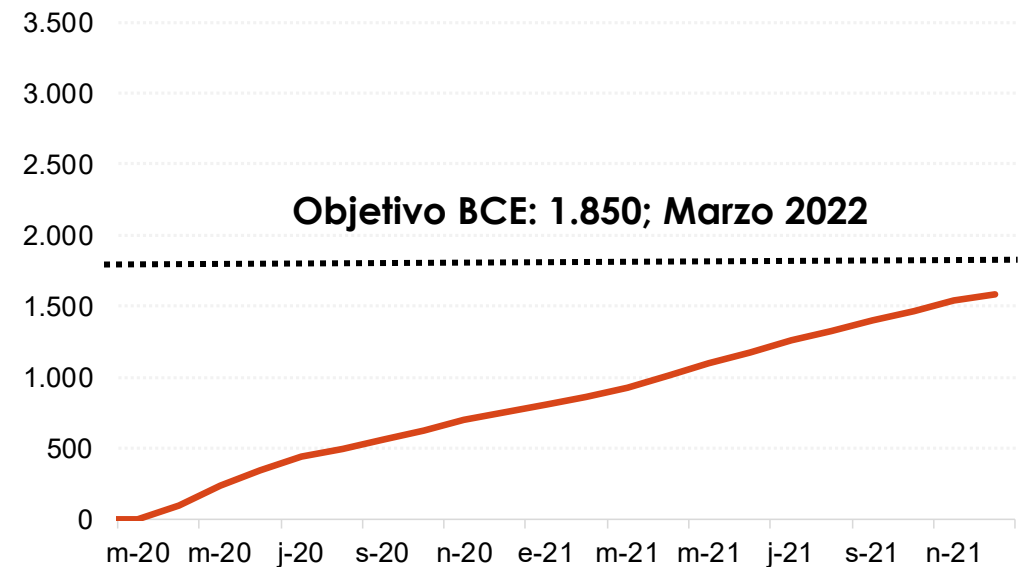
- El BCE actualiza sus previsiones reduciendo las de crecimiento para 2022, aunque elevando las de 2023, al tiempo que incrementa las de inflación, sobre todo las de 2022 y aunque también las del próximo año, sigue manejando una tasa por debajo del 2,0% (también para 2024).

En 2022 se pueden esperar compras de cerca de 600.000 millones de EUR frente al billón de 2021.

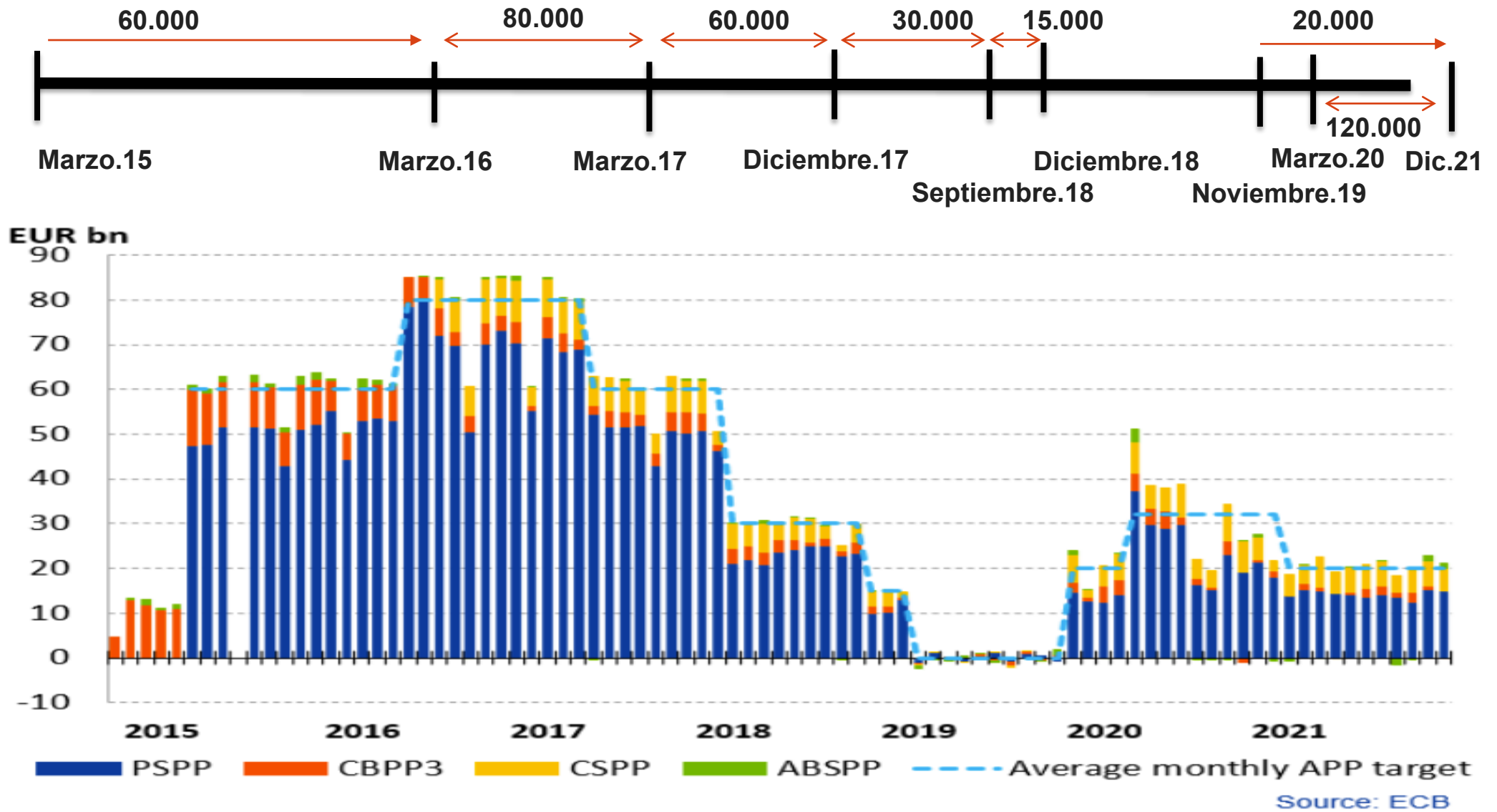
APP (miles de millones de EUR)



PEPP (miles de millones de EUR)



- El BCE aumenta el volumen mensual de compras a través del APP:
 - 1T22: mantiene 20.000 millones de EUR mensuales
 - 2T22: aumenta a 40.000 millones de EUR mensuales
 - 3T22: aumenta a 30.000 millones de EUR mensuales
 - 4T22: aumenta a 20.000 millones de EUR mensuales
- Con el APP el BCE comprará 330.000 millones de EUR en 2022.
- A esta cifra hay que sumar unos 250.000 millones del PEPP. En total, cerca de 600.000 millones de EUR.



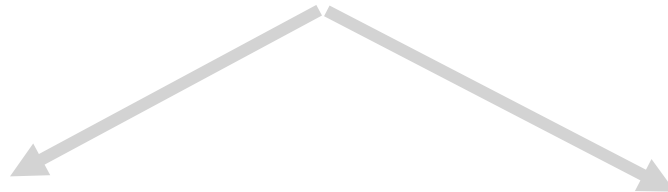
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

El BCE ha aumentado el tamaño de su balance en 3,7 billones de EUR en 18 meses

Evolución del tamaño del balance del BCE (en miles de millones de EUR)



Política monetaria no
convencional (creación de
base monetaria)
3,7 billones de EUR



Inyección de liquidez a las
entidades crediticias
1,6 billones de EUR

LTRO Puente (vencidas)

TLTRO III (hasta MAR.22; a 3 años)

PELTRO (hasta DIC.20; a 1 año)

Compra a vencimiento de
activos de renta fija (QE)
2,1 billones de EUR

CBPP (26.400 millones de EUR en covered
bonds)

PSPP (334.000 millones de EUR en deuda
pública)

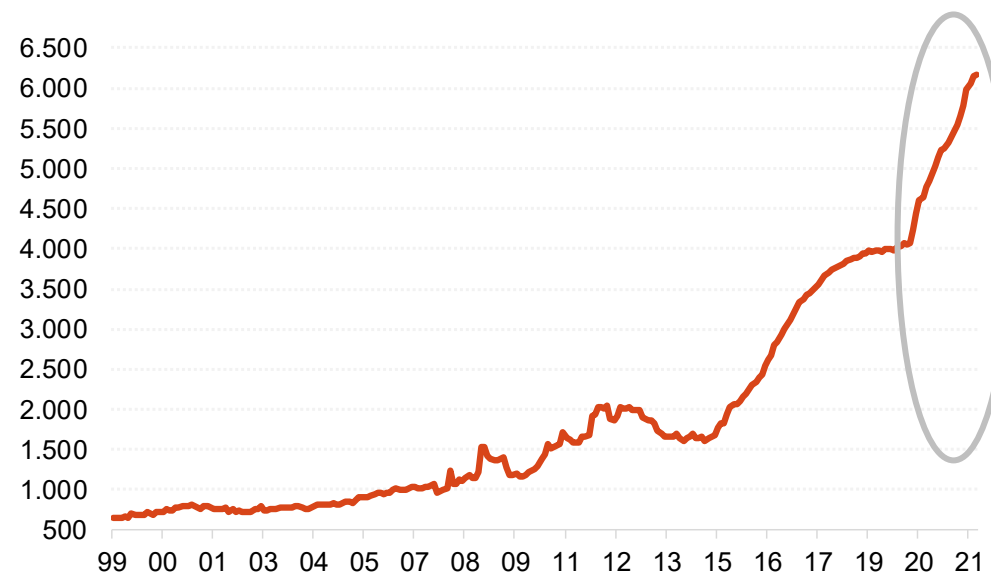
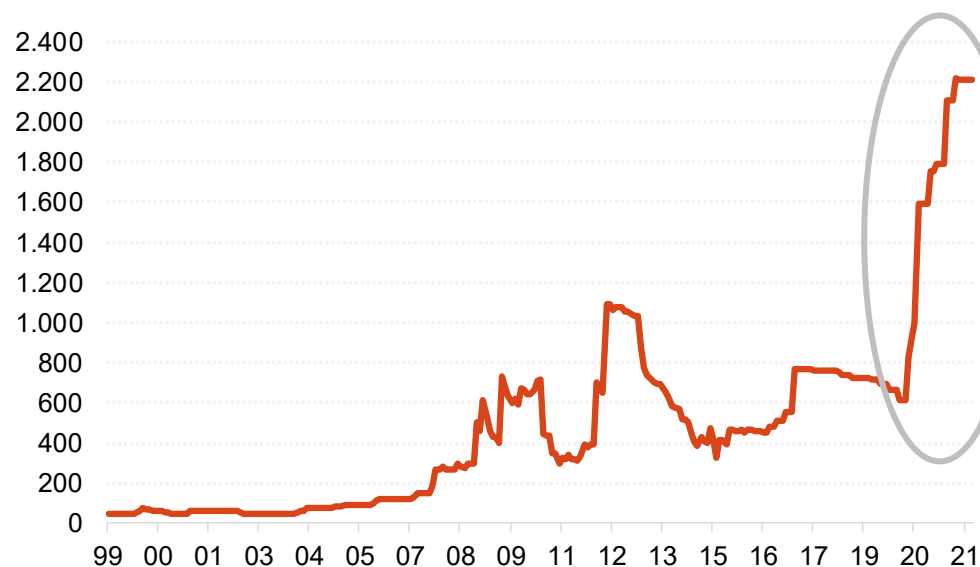
CSPP (110.000 millones de EUR en renta fija
privada)

PEPP (1.483.000 millones de EUR en RF,
especialmente DP)

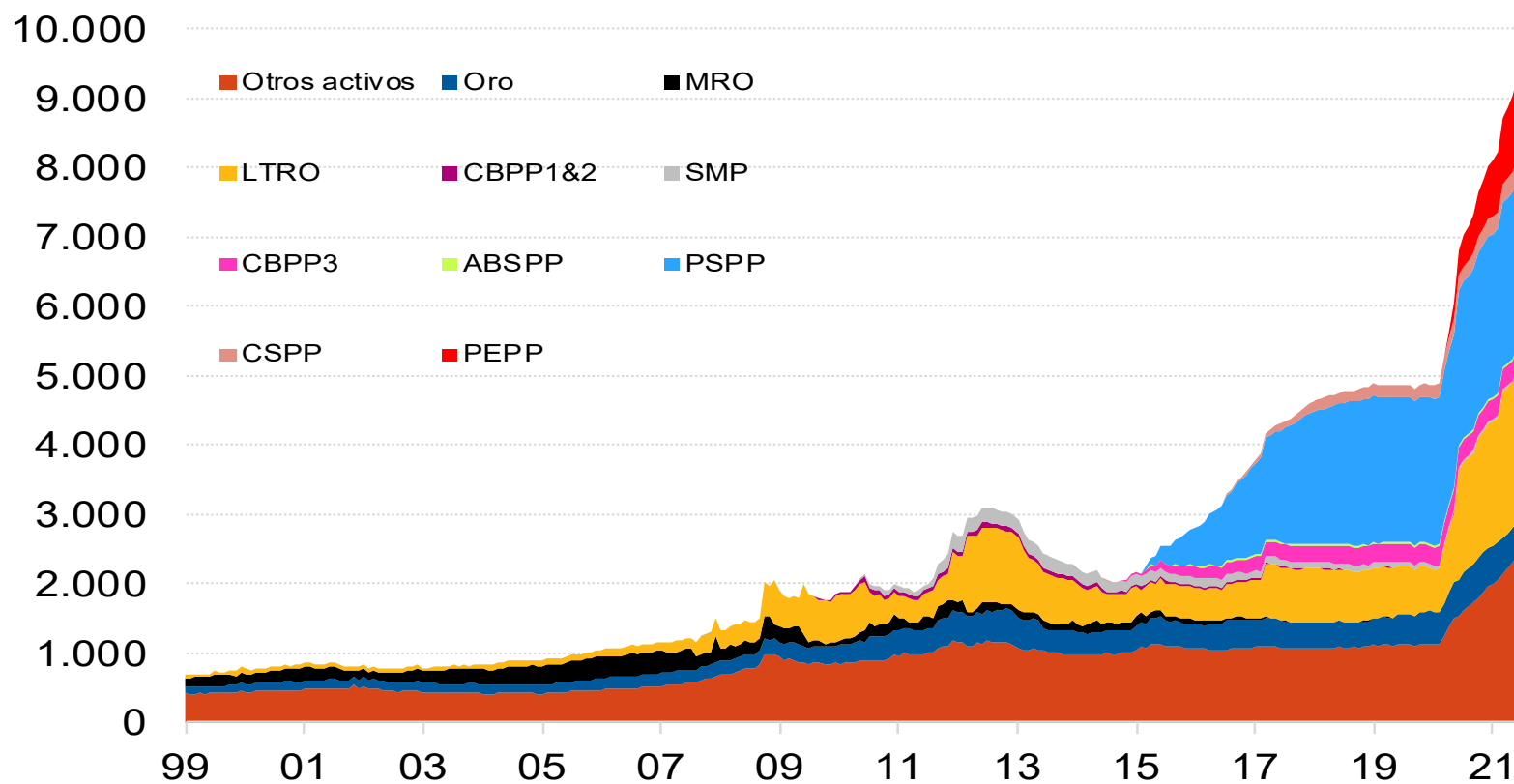
3,7 billones de EUR

Inyección de liquidez a las
entidades crediticias
1,6 billón de EUR

Compra a vencimiento de
activos de renta fija (QE)
2,1 billón de EUR

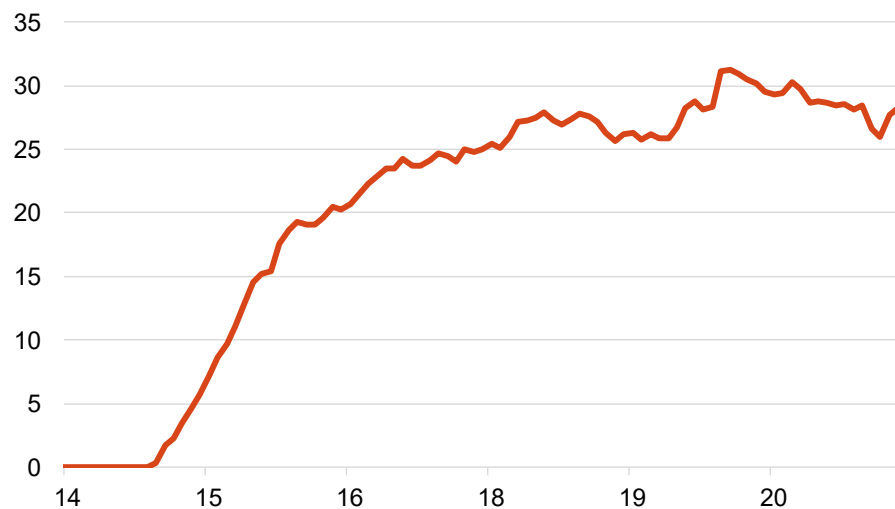


Evolución del tamaño del balance del BCE **(en miles de millones de EUR)**

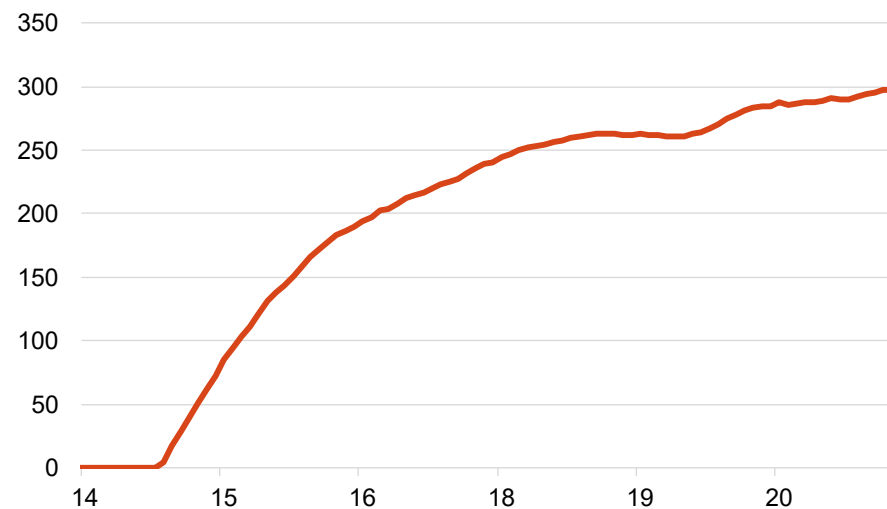


$$APP = ABSPP + CBPP3 + PSPP + CSPP$$

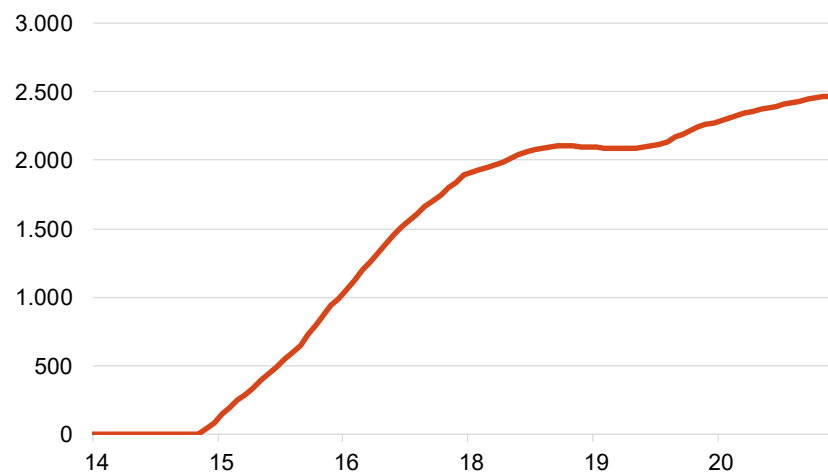
ABSPP



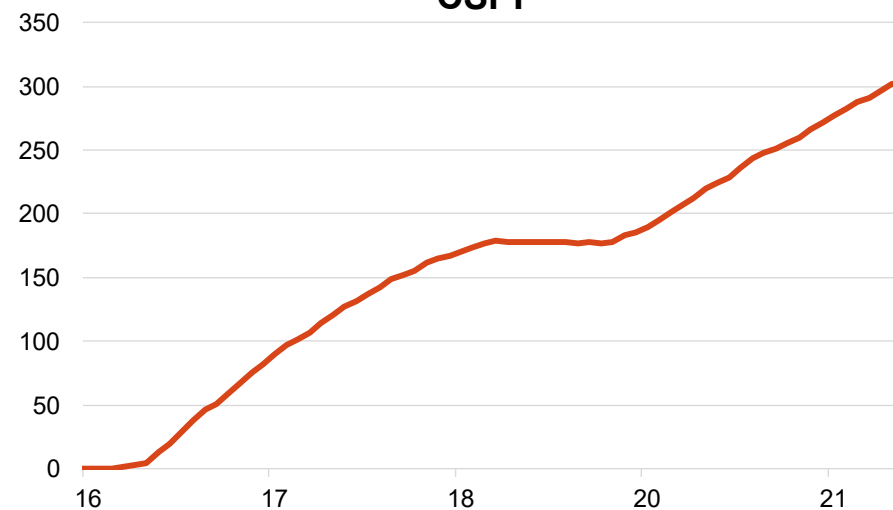
CBPP3



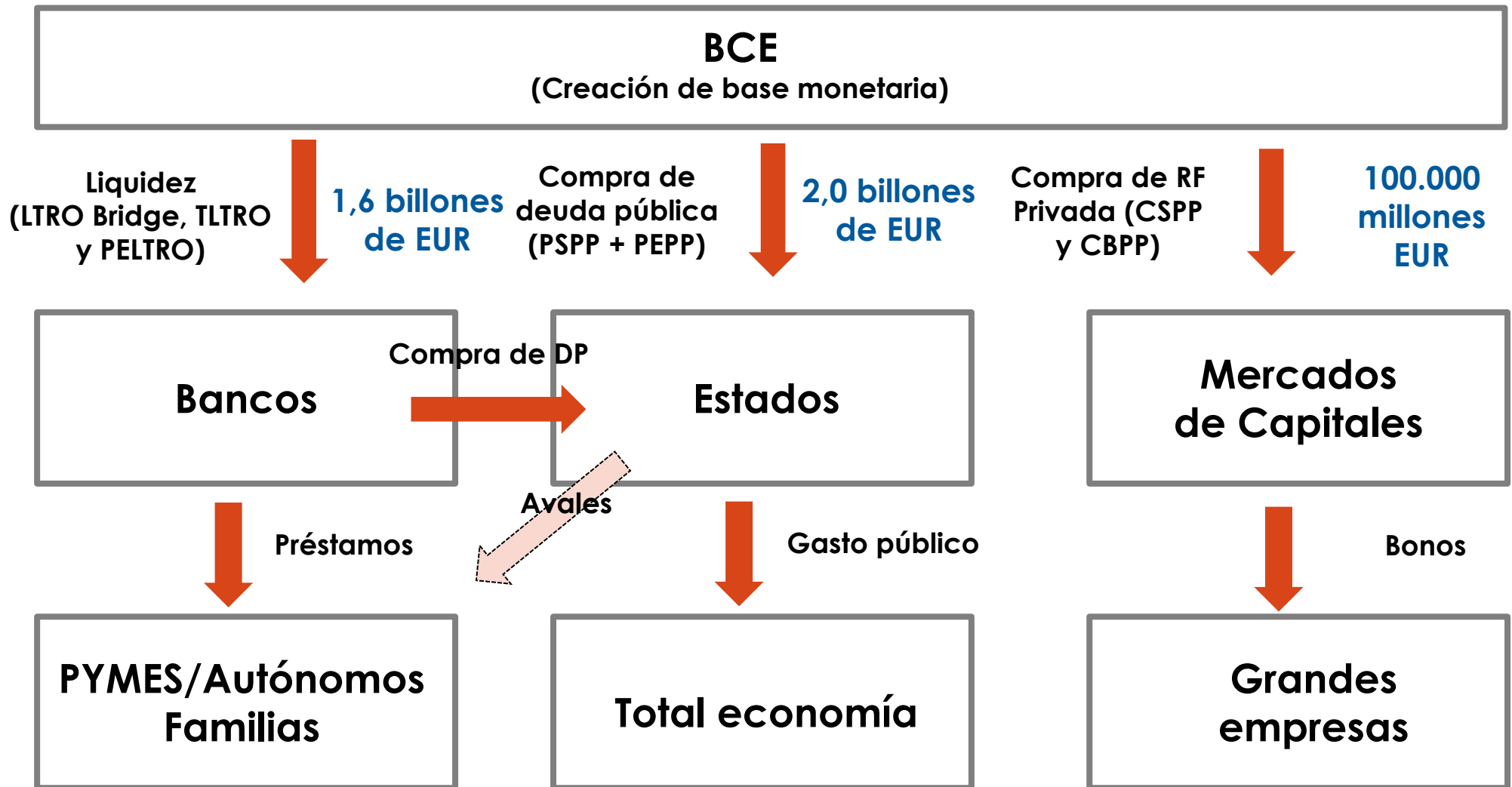
PSPP



CSPP

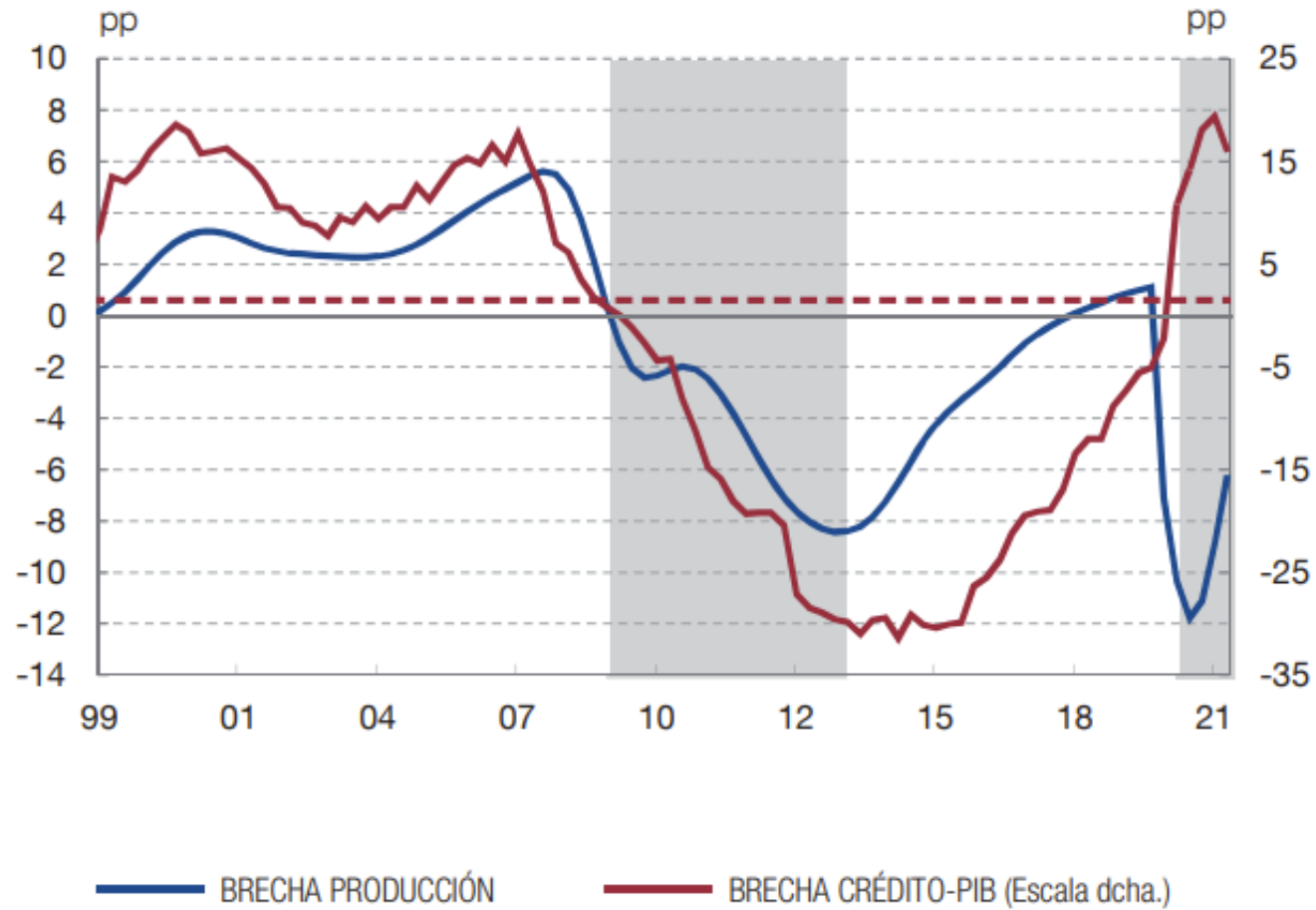


Esquema de transmisión de la política monetaria no convencional del BCE

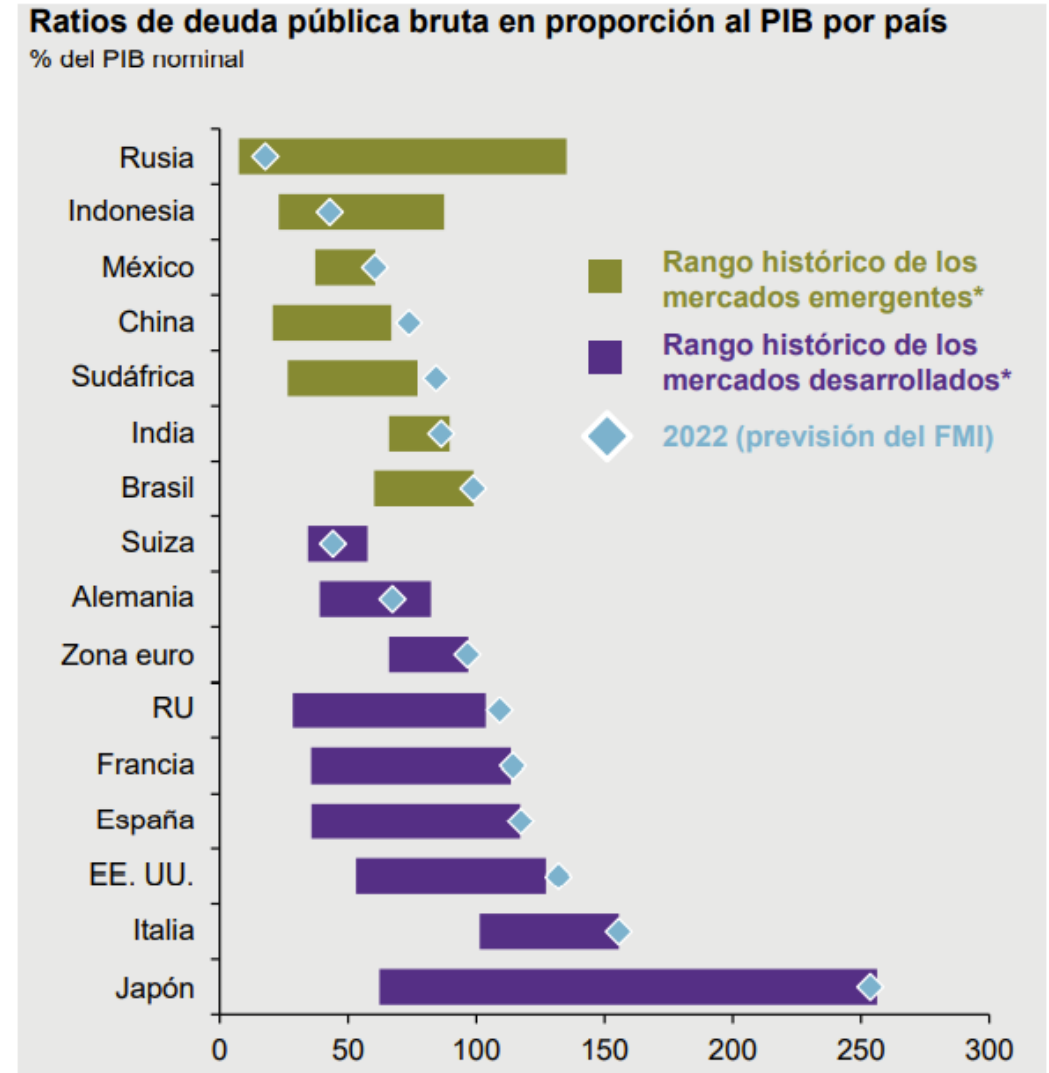
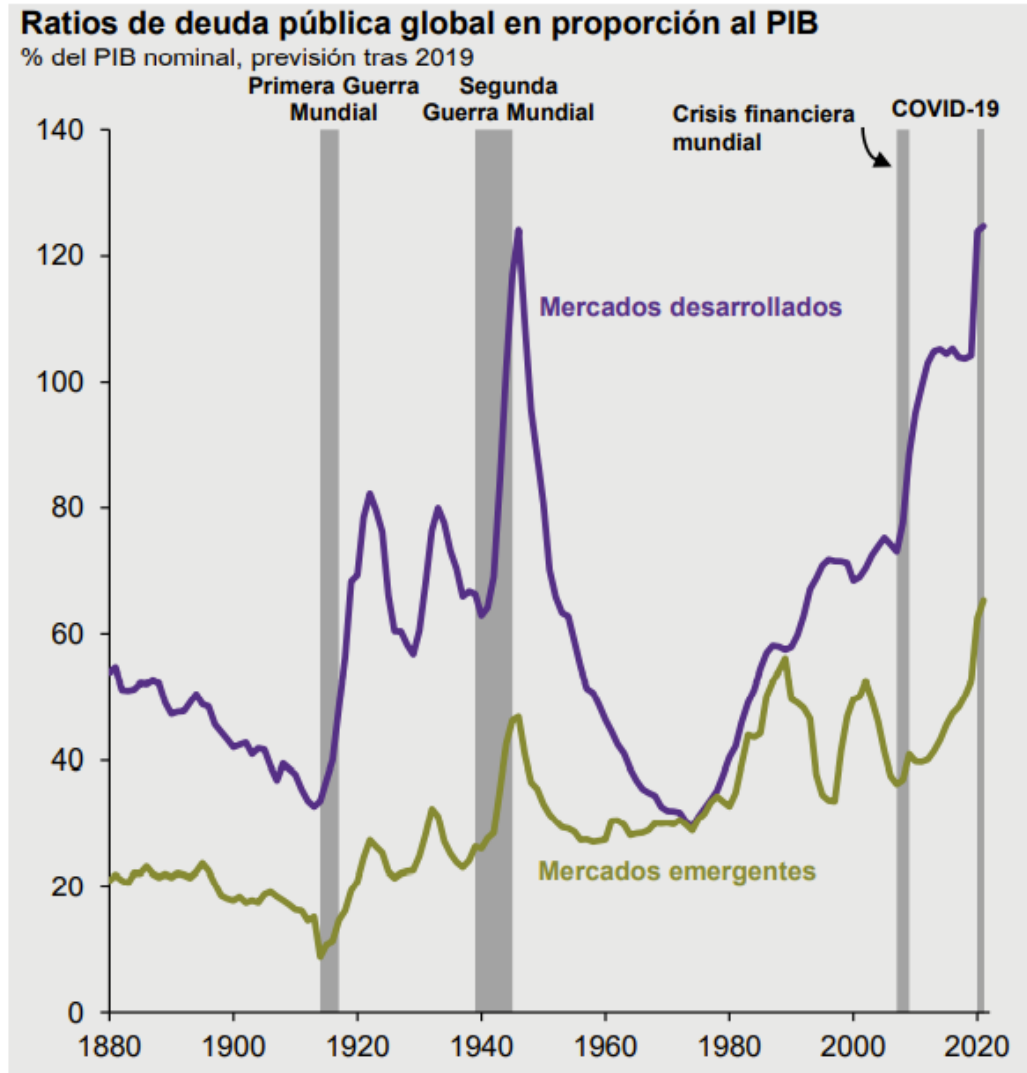


Esta vez ha sido diferente

9 BRECHA CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (a) (b)

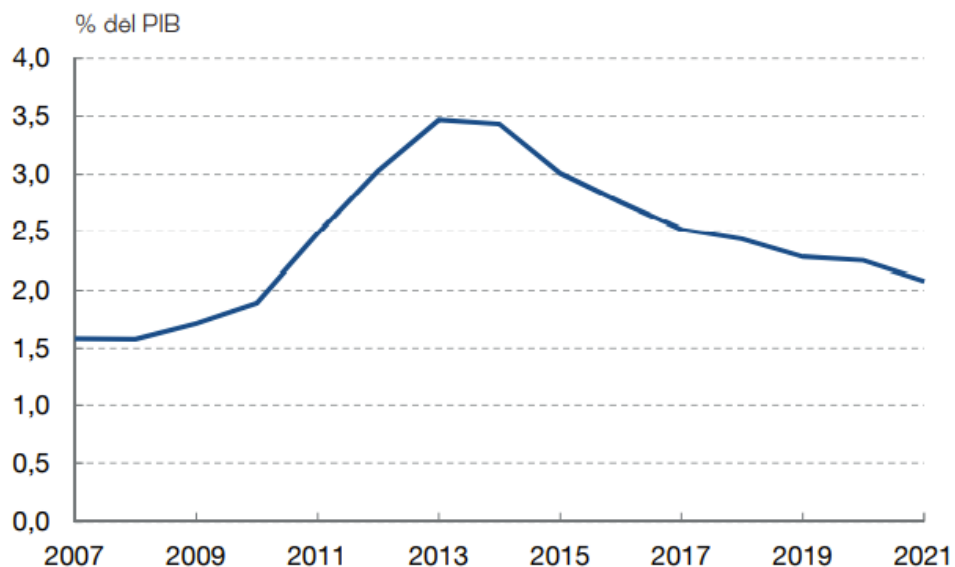


Fuerte aumento de la deuda pública...

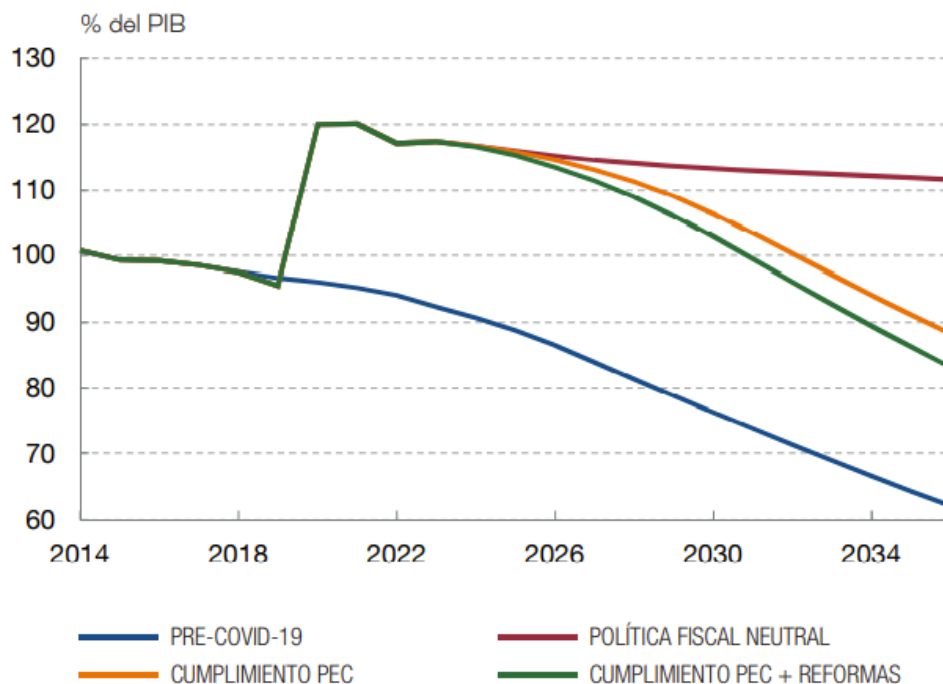


... aunque la carga por intereses no se ha elevado

3 GASTO EN INTERESES

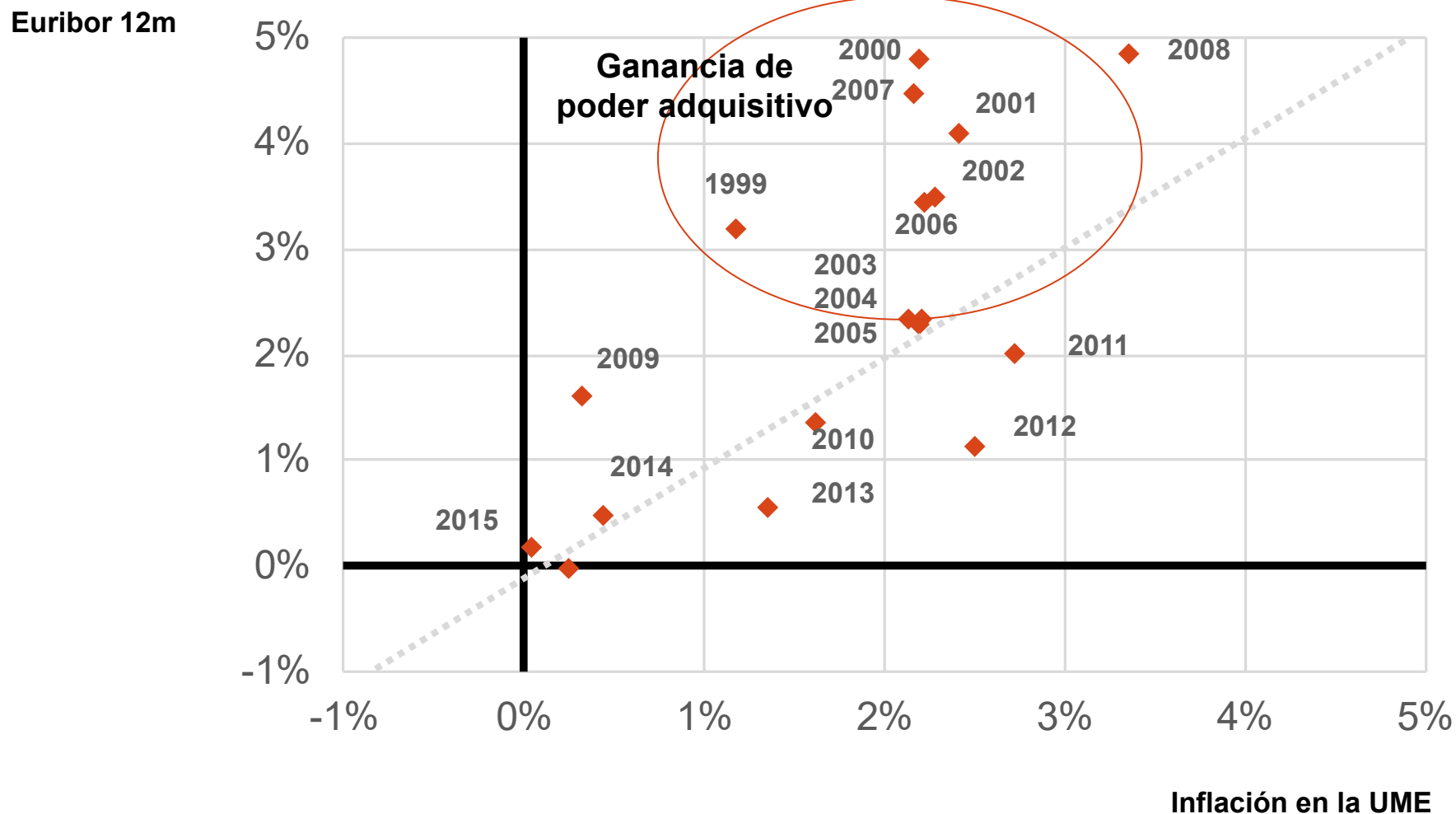


4 SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA (c)

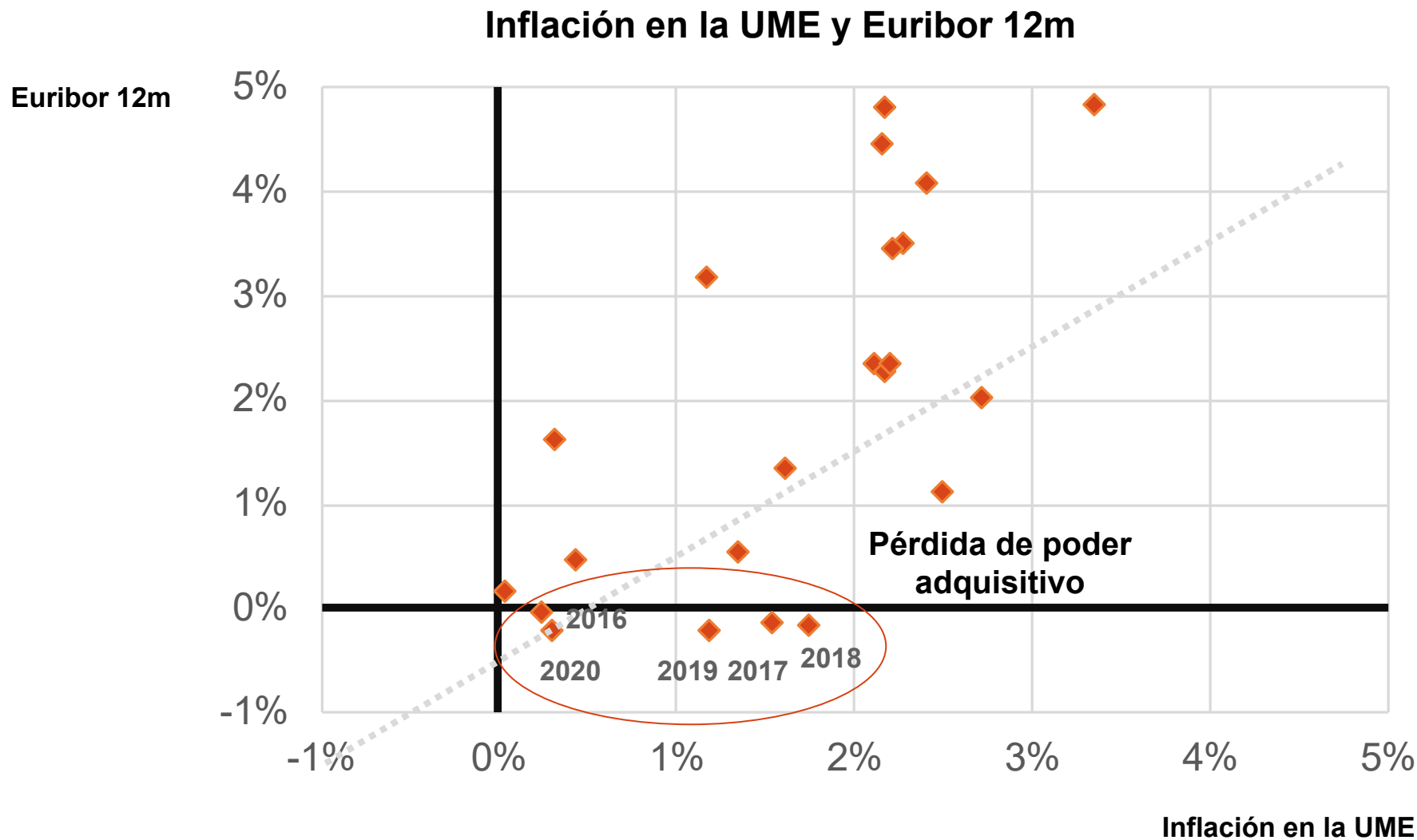


La política monetaria ha sido, tradicionalmente, aliada del ahorrador.

Inflación en la UME y Euribor 12m



Pero la situación ha cambiado desde 2016

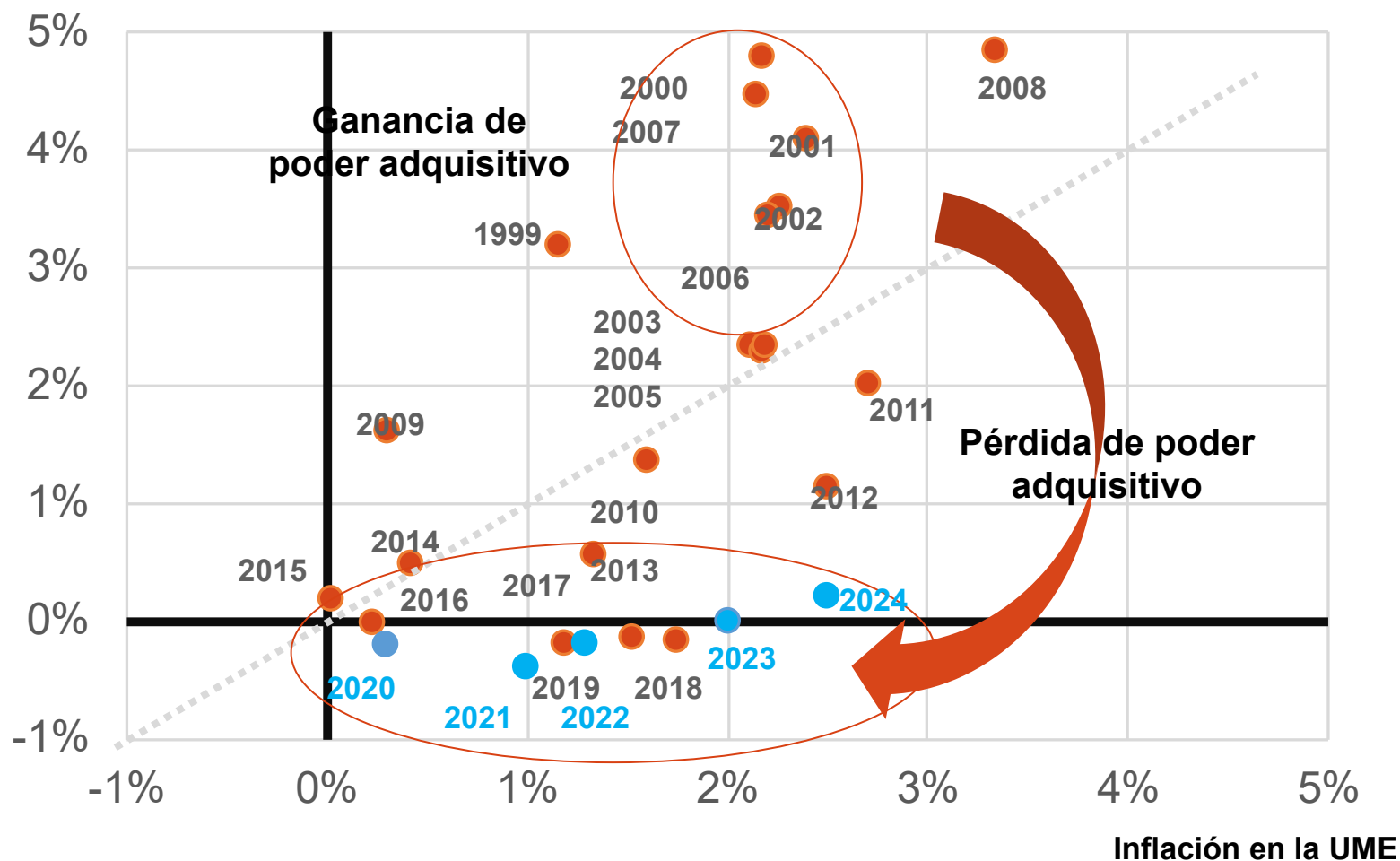


La inflación, en el rango 1,0% - 2,0%.
El tipo de interés libre de riesgo, en
el 0% (o negativo).

Pérdida de poder
adquisitivo.

Inflación en la UME y Euribor 12m

Euribor 12m



El BCE y la Fed modifican su objetivo de política monetaria

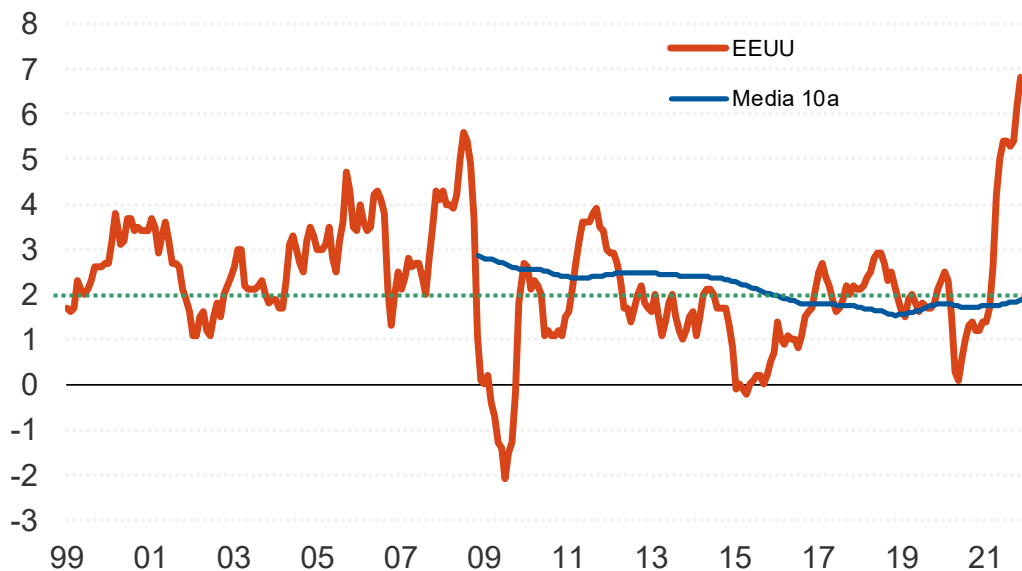
Reserva Federal
Agosto de 2020

BCE
Julio de 2021

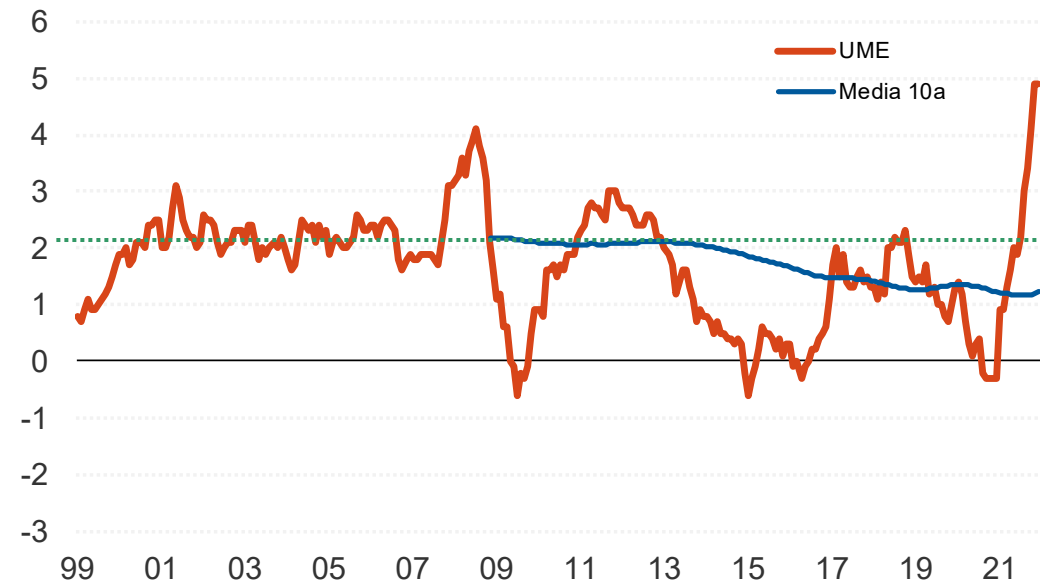
“averages 2% over time”

“2% over the medium term; this target is symmetric”
[Antes: “below but close to 2%”]

Inflación y media móvil 10 años



<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>



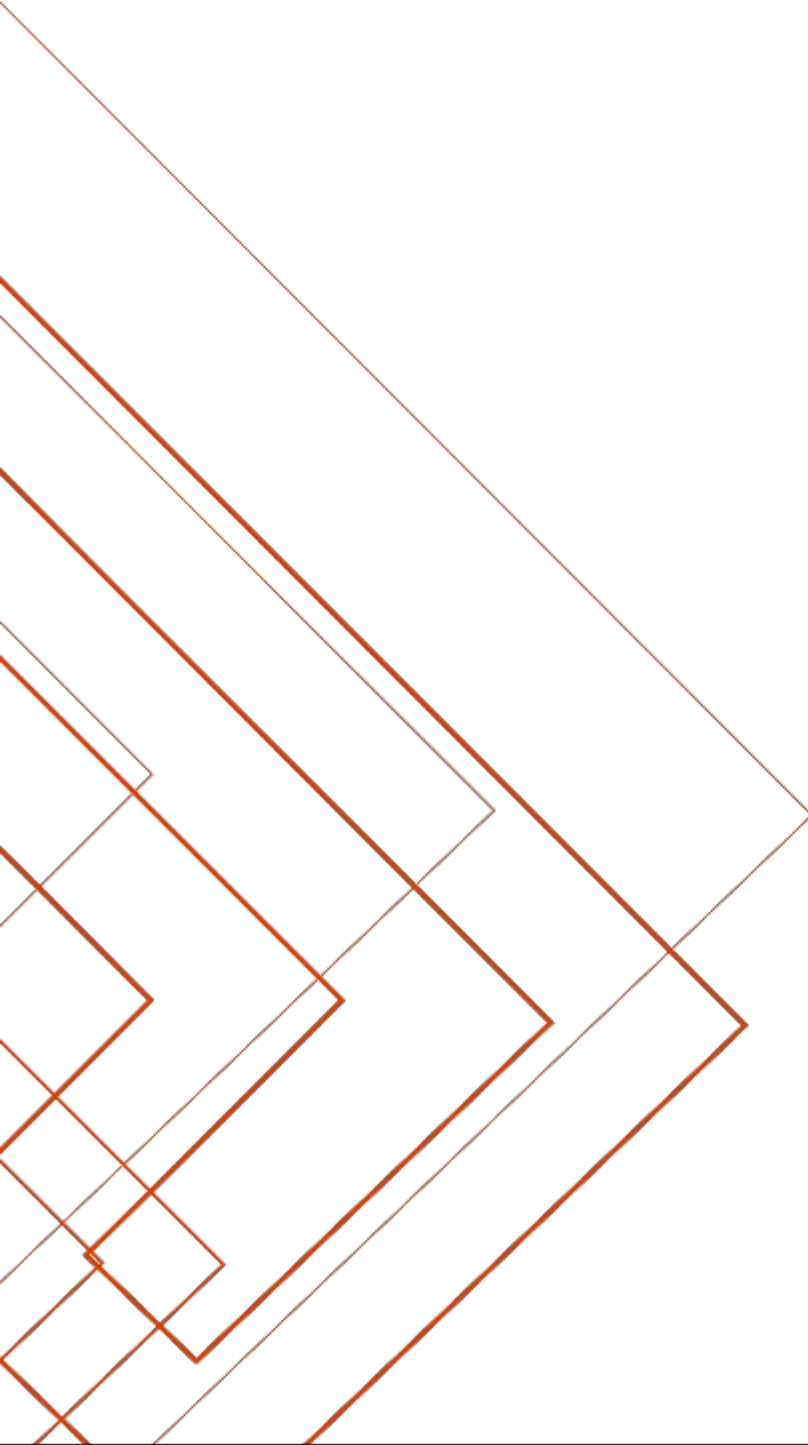
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.en.html

Previsiones de tipos USD 2021-22

Deuda					
	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
ene.-22	0,125	0,86	1,46	1,74	2,12
mar-22	0,125	0,85	1,45	1,75	2,15
jun-22	0,375	0,90	1,50	1,85	2,20
sep-22	0,625	1,00	1,60	1,95	2,30
dic-22	0,875	1,10	1,70	2,05	2,40
mar-23	1,125	1,20	1,80	2,15	2,45
jun-23	1,375	1,30	1,80	2,15	2,50
sep-23	1,375	1,35	1,85	2,20	2,50
dic-23	1,375	1,45	1,90	2,25	2,55

Previsiones de tipos Área euro 2021-22

%	Repo y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)			Italia vs ESP			España vs ALE		
	BCE	FMD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
07-ene-22	0,00	-0,50	-0,50	-0,61	-0,41	-0,06	-0,59	0,01	0,62	-0,10	0,47	1,27	49	46	65	2	42	68
mar-22	0,00	-0,50	-0,45	-0,55	-0,35	0,00	-0,46	0,05	0,70	-0,01	0,50	1,35	45	45	65	9	40	70
jun-22	0,00	-0,50	-0,45	-0,49	-0,26	0,12	-0,33	0,16	0,84	0,07	0,61	1,51	40	45	67	16	42	72
sep-22	0,00	-0,50	-0,40	-0,44	-0,17	0,23	-0,27	0,27	0,98	0,03	0,72	1,65	30	45	67	17	44	75
dic-22	0,00	-0,50	-0,35	-0,38	-0,08	0,35	-0,21	0,36	1,10	0,09	0,81	1,80	30	45	70	17	44	75
mar-23	0,00	-0,50	-0,28	-0,26	0,03	0,42	-0,09	0,47	1,17	0,21	0,92	1,87	30	45	70	17	44	75
jun-23	0,00	-0,50	-0,23	-0,14	0,13	0,50	0,03	0,57	1,25	0,33	1,02	1,95	30	45	70	17	44	75
sep-23	0,00	-0,50	-0,18	-0,02	0,24	0,57	0,15	0,68	1,32	0,45	1,18	2,02	30	50	70	17	44	75
dic-23	0,25	-0,25	-0,10	0,10	0,35	0,65	0,27	0,79	1,40	0,57	1,29	2,10	30	50	70	17	44	75



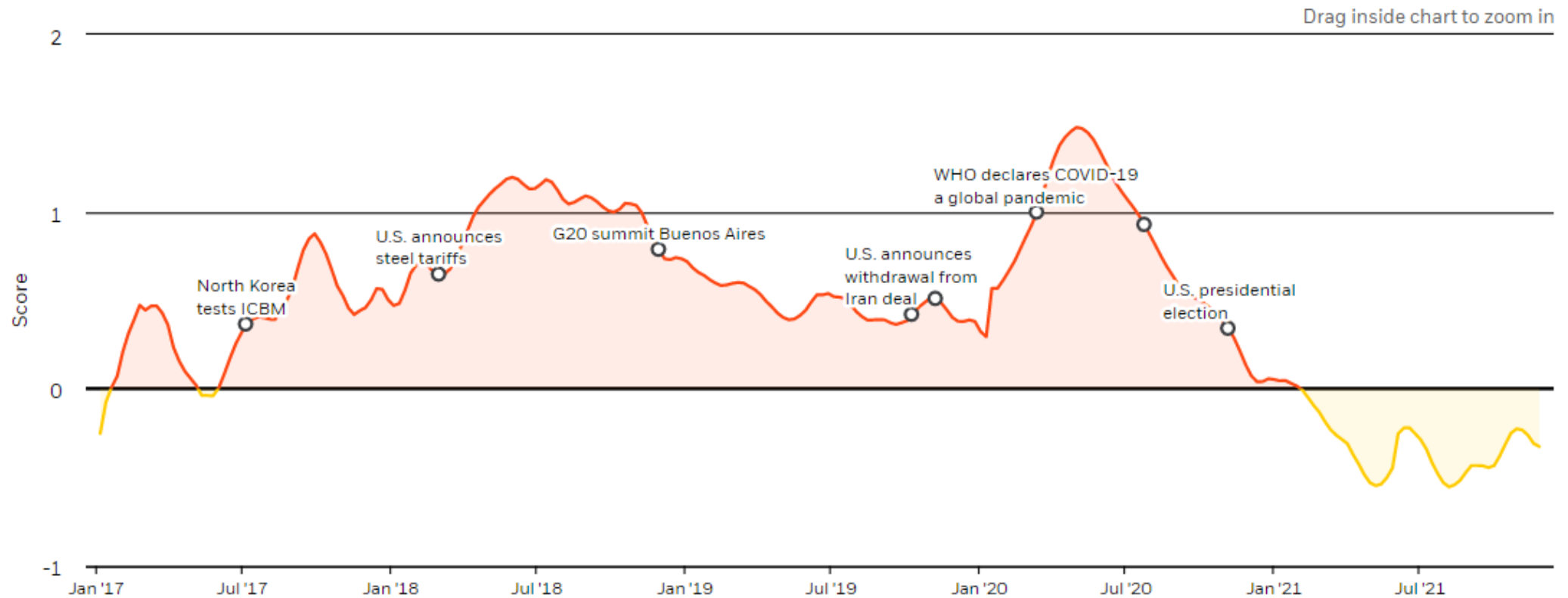
4. Regresa la atención al riesgo geoestratégico

Índice de riesgo geoestratégico (BlackRock)

- Aunque los factores de riesgo geoestratégico no tienen la intensidad del período 2016 – 2019 (mandato de Trump y BREXIT como máximos exponentes, pero también fue relevante la tensión entre Italia y la Comisión Europea), es obvio que deben seguirse de cerca, sobre todo porque en las últimas semanas se ha producido un incremento.
- Atención al riesgo de invasión de Ucrania por parte de Rusia (dependencia del gas en la UE)
- Tensión entre Argelia y Marruecos
- Inestabilidad en Turquía
- Desde el frente tecnológico se debe estar pendiente de la tensión entre EEUU y China, así como al riesgo de ciberataques.
- ¿Se inicia la precampaña electoral en EEUU? ¿vuelve Trump?
- Esta vez sí, tanto la UE (Next Generation EU) como la UME (política monetaria no convencional del BCE) han demostrado su unión. Atención, no obstante a:
 - elecciones presidenciales francesas en abril 2022
 - tensión entre Francia y el Reino Unido
 - relevo de Merkel por parte de Scholz.
 - Hungría y Polonia y su encaje en la UE
- Atención a los riesgos vinculados al cambio climático.

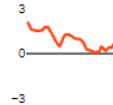
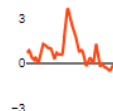
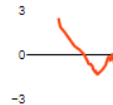
Índice de riesgo geoestratégico (BlackRock)

Global indicator

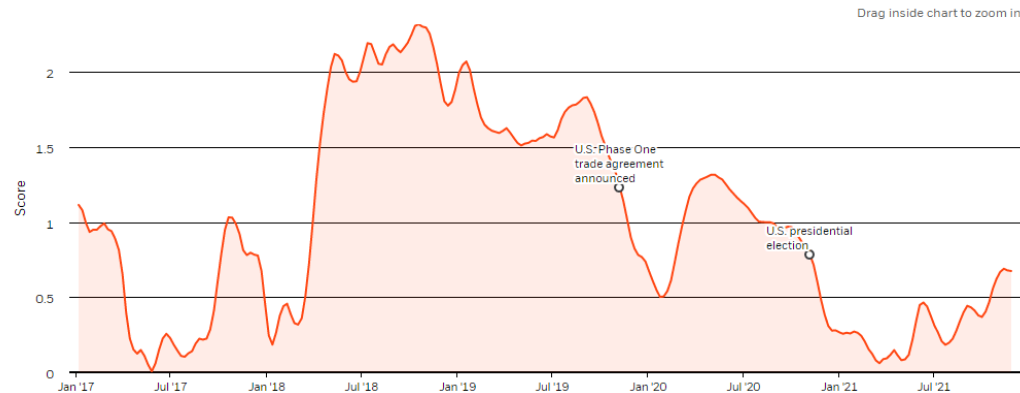


Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

3 principales factores de riesgo

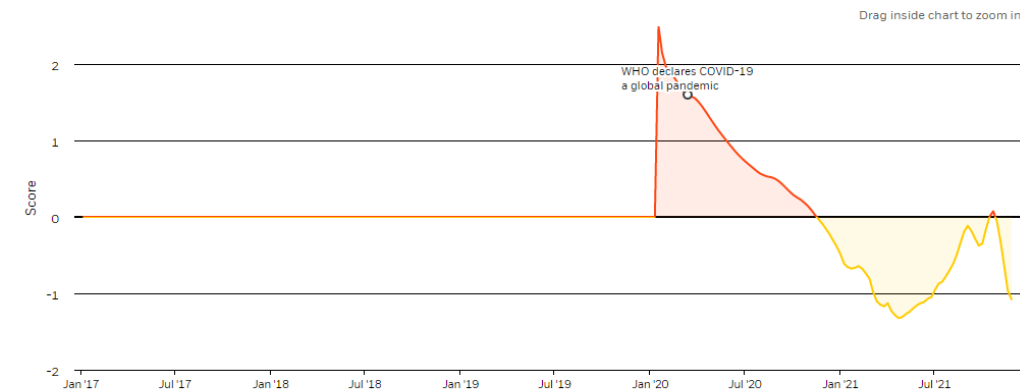
Risk	Description	Market attention since 2019 	Likelihood 	Our view
Global technology decoupling	Technology decoupling between the U.S. and China significantly accelerates in scale and scope.		↑ High	The COVID-19 pandemic has exposed supply chain vulnerabilities and heightened reliance on technology. Strategic competition between the U.S. and China is driving global fragmentation as both countries are focused on reducing vulnerabilities and a managed decoupling of their tech sectors. The U.S. Senate passed industrial policy legislation aimed at boosting U.S. competitiveness in critical technologies, the administration is pursuing "Buy American" initiatives, and the SEC is increasing disclosure requirements for Chinese companies listing in the U.S. China, for its part, has cracked down on selected tech industries as part of a broad new development agenda. The U.S. and EU are coordinating more closely on technology issues
Major cyberattack(s)	Cyberattacks cause sustained disruption in the operation of critical physical or digital infrastructure.		↑ High	It has become clear that critical government and private sector networks around the globe are vulnerable to hacking and spying, though financial market reactions have been muted. Critical infrastructure remains vulnerable, and attacks are increasing in scope, scale and sophistication. The U.S. is facing an "epidemic" of ransomware. Repeated attacks present the possibility of significant damage and sustained disruption. This could spill over to financial markets and the economy.
COVID-19 resurgence	The fight against COVID falters in the developed world.		↑ High	COVID cases are likely to surge across regions in the first quarter, with countries with high vaccination rates likely facing lighter government measures to tamp out the virus. Beijing's zero-Covid policy is likely to persist through the Winter Olympics in February and potentially beyond. Vaccine hesitancy in some developed markets and an uneven global vaccine rollout risk the emergence of new variants such as Omicron. The U.S. and some European countries are pursuing vaccine mandates, which have proven divisive.

Global technology decoupling



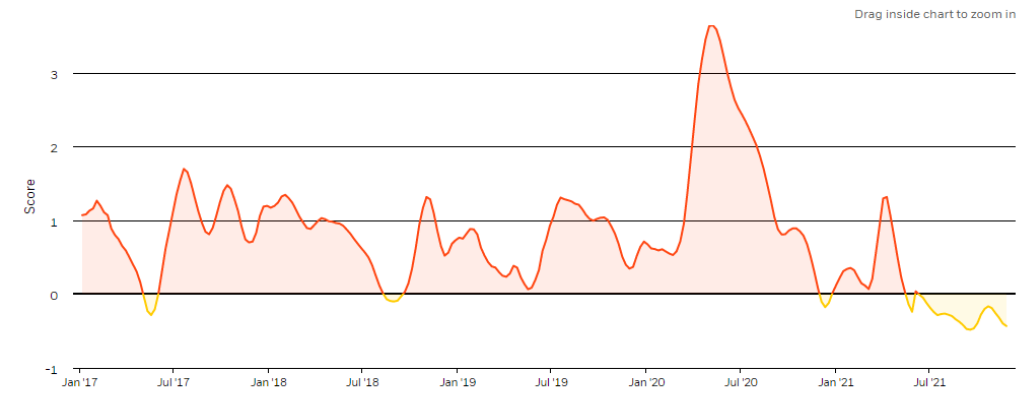
Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

COVID-19 resurgence



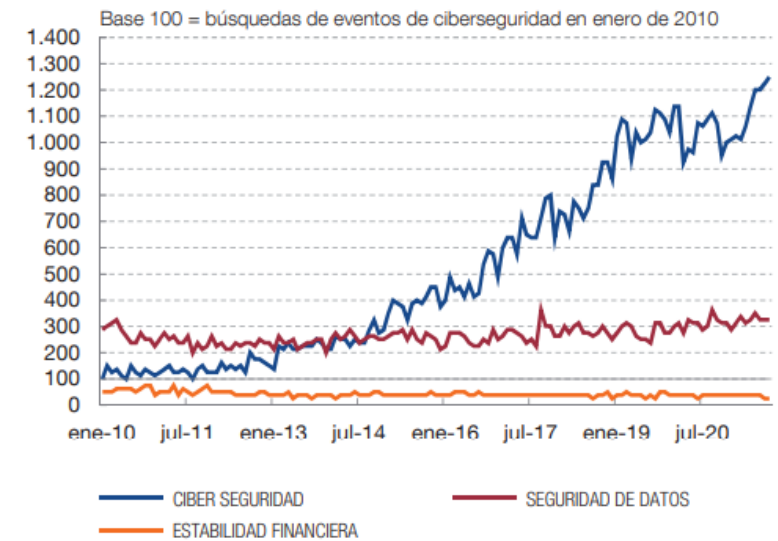
Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

Major cyberattack(s)



Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

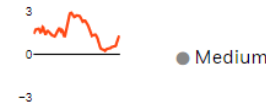
2 TENDENCIAS DE BUSQUEDAS EN GOOGLE SOBRE CIBER RIESGOS (2010-2021) (a)



Nivel de riesgo medio

U.S.-China strategic competition

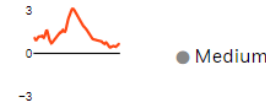
China takes military action to accelerate reunification with Taiwan or more forcefully assert claims in the South China Sea.



The stability we have seen in relations between the U.S., China and Taiwan over the past four decades is weakening as positions shift on all sides. Taiwan has become a flashpoint in the relationship. China has taken steps, including sending record numbers of aircraft near the island and reiterating Beijing's commitment, to achieving "complete unification" with Taiwan. The U.S. has called for Taiwan's increased participation in UN activities, and media reports indicate the U.S. is training local forces in Taiwan. We do not see a military confrontation as an imminent threat, but believe the risk will increase as the decade wears on.

Emerging markets political crisis

Failure to arrest the COVID-19 pandemic severely stresses EM political systems and institutions.



COVID-19 has driven significant divergence between developed economies and emerging markets. This divergence will be amplified by the uneven rollout of vaccines and stressed fiscal conditions. We see a risk of social unrest across fragile emerging market countries facing the explosive convergence of the ongoing pandemic, fast-rising inflation, increasing poverty and weak government performance.

Major terror attack(s)

A terror attack leads to significant loss of life and commercial disruption.



The Taliban takeover and the accompanying release of prisoners in Afghanistan may increase the risk of international terrorism, even as U.S. counter-terrorism capabilities have improved. The insurrection at the U.S. Capitol underscores the significant and growing risk of domestic terrorism, which the Biden administration has called the most serious and persistent terrorist threat to the U.S.

North Korea conflict

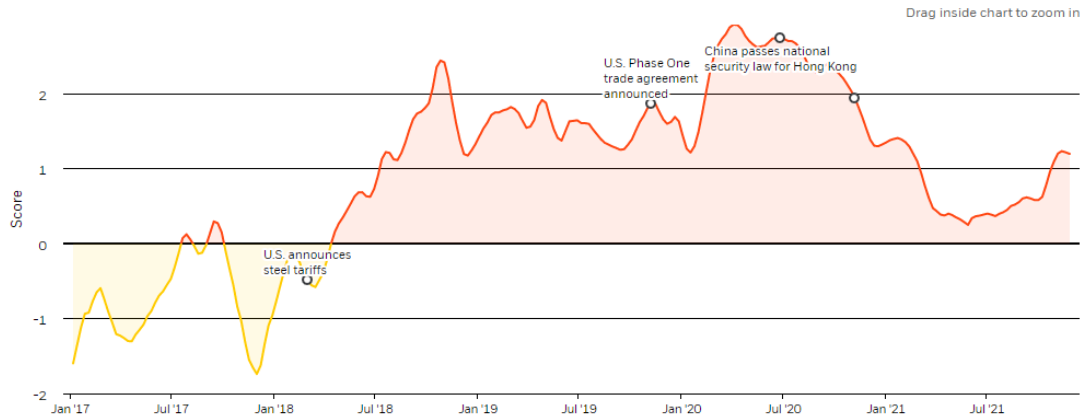
North Korea continues its nuclear buildup and takes provocative actions, such as ballistic missile launches.



After conducting a review of its policy toward North Korea, the Biden administration is seeking direct diplomacy with Pyongyang, working alongside U.S. allies. North Korea has rebuffed talks and escalated provocations. Recent studies have noted North Korea's nuclear production capacity is much larger than previously reported, marking an increasingly serious situation. We do not see an imminent threat of regional armed conflict. Yet tensions will increase in 2022, in our view. We could see additional long-range missile tests and possibly a nuclear test. We see this risk as underappreciated by markets.

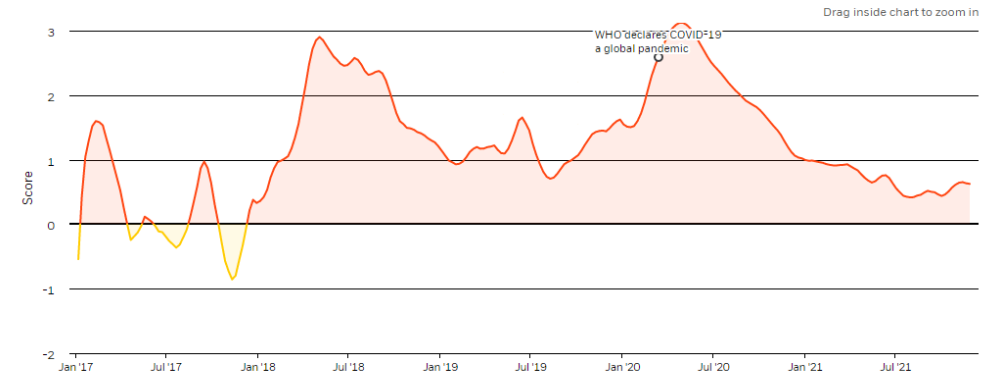
Nivel de riesgo medio

U.S.-China strategic competition



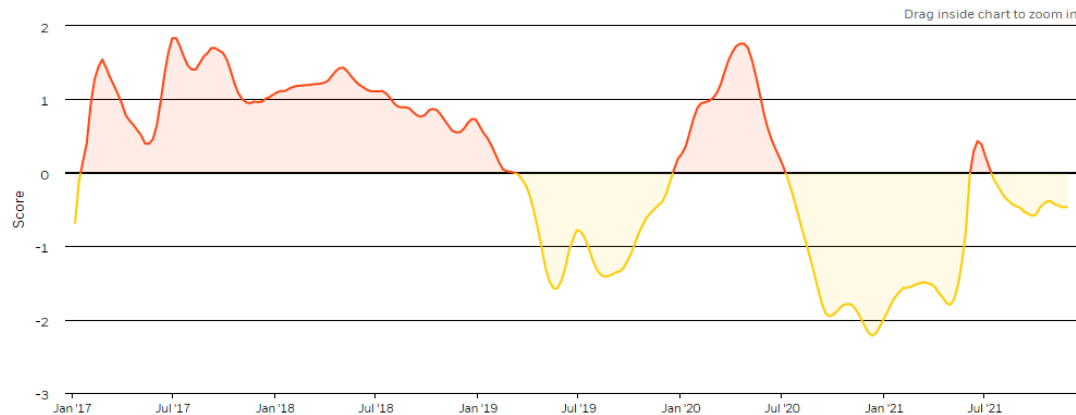
Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

Emerging markets political crisis



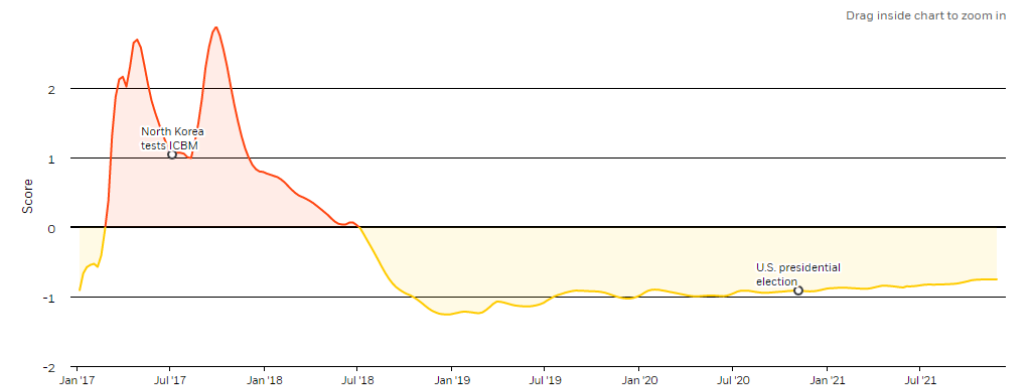
Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

Major terror attack(s)



Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

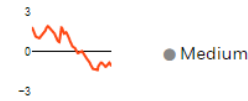
North Korea conflict



Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute. November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

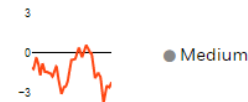
Nivel de riesgo medio

Gulf tensions U.S. negotiations to rejoin the Iran nuclear deal falter.



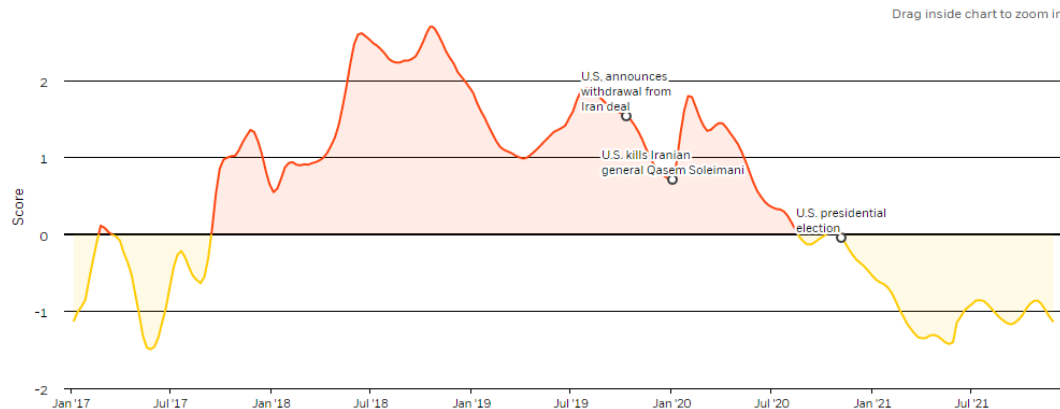
We see a full revival of the 2015 Iran nuclear deal as increasingly unlikely, given the pace of Iran's nuclear advancements. Negotiations will likely extend deep into 2022, and we see the risk of military action in the region increasing over that time. Outside of Iran, there has been a general de-escalation of tensions among the Gulf's oil producers, who are benefiting from higher oil prices.

Climate policy gridlock Developed economies fail to increase public investment and regulatory action in pursuit of their stated ambitions for net zero emissions.



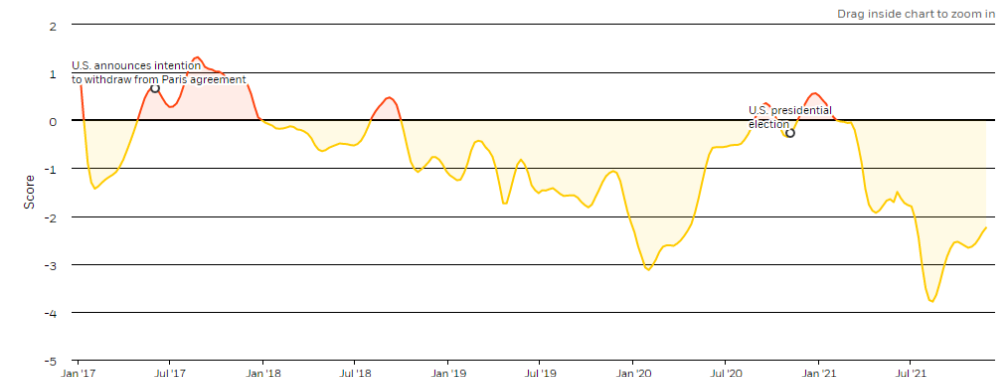
Climate risk has moved to the center of policymaking around the world, and negotiations are now shifting to implementation. The COP26 summit in Glasgow saw fresh commitments on coal phase-out and forest protection as well as on sectoral roadmaps to net zero for key global industries like steel and aviation. The U.S.-China joint declaration on climate is significant - not only as a political signal but also as a commitment to rebuild the technical cooperation on climate policy last seen during the Obama administration. Glasgow pledges, if implemented, would put the world on track for 1.8C of warming, close to the 1.5C goal. The gap between promises and implementation, however, looms large as firm policies would only deliver a 2.7C outcome.

Gulf tensions



Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute, November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

Climate policy gridlock

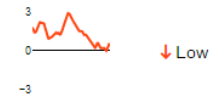


Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute, November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

Nivel de riesgo bajo

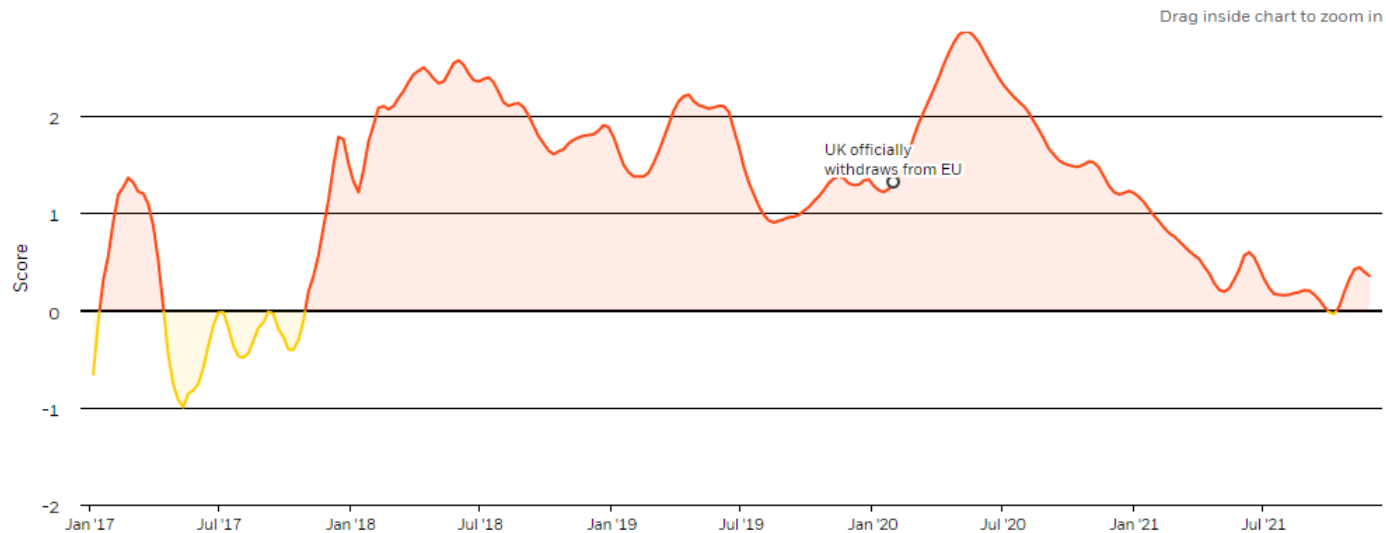
European fragmentation

Troubled vaccine rollouts, renewed lockdowns, and policy fatigue lead to a populist resurgence.

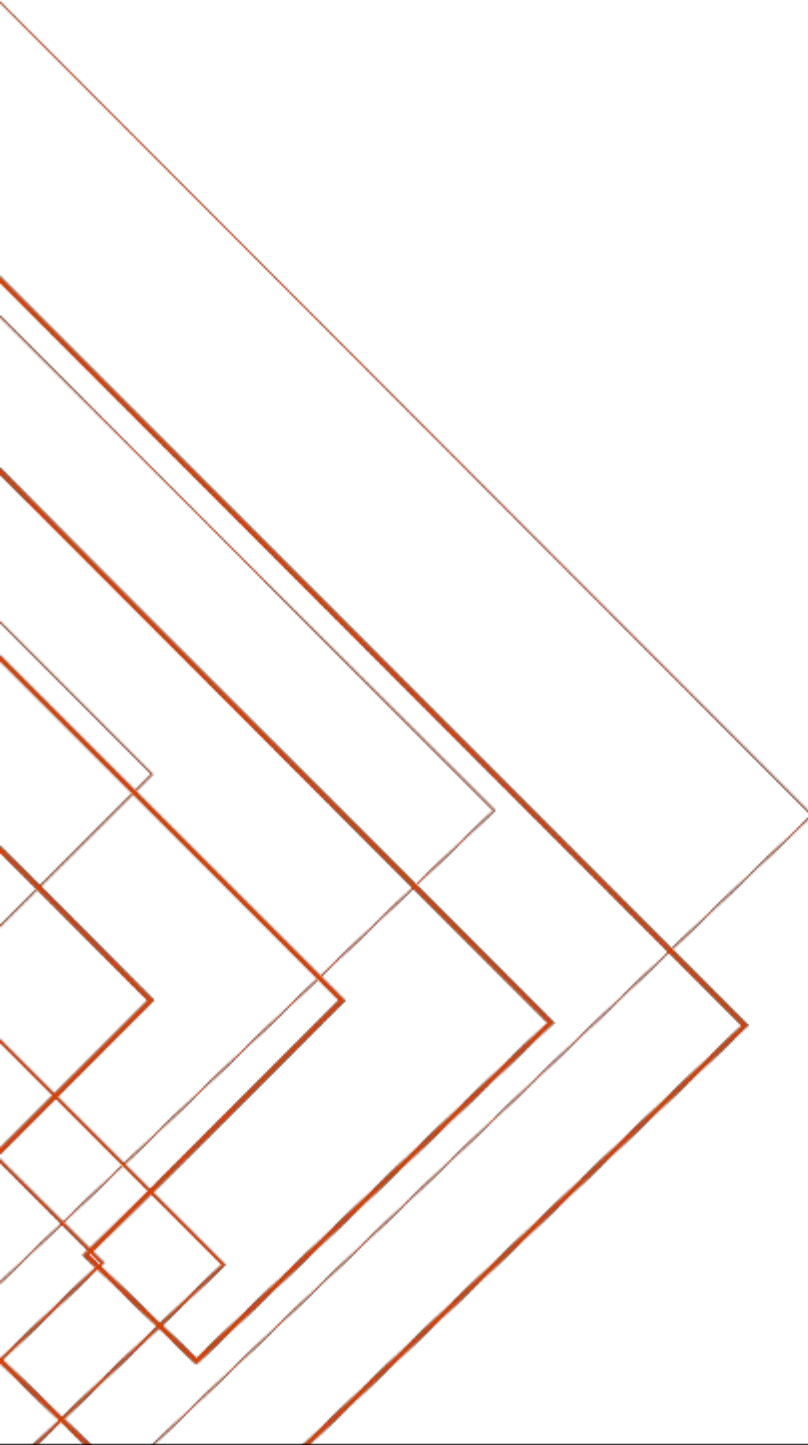


Strong monetary and fiscal policy support have bolstered European political unity. The greatest near-term risk is an escalation of tensions between the UK and the EU over Brexit, which could see sanctions or tariffs against the UK. In addition, a debate over the supremacy of EU laws vis-à-vis Polish ones could see Poland deprived of EU funds. In Germany, Social Democrats, Greens and Free Democrats have formed a coalition government. We see future German fiscal policy likely reflecting a flexible implementation of existing rules.

European fragmentation



Forward-looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute, November 2021. The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a 5-year history. We use a shorter historical window for our COVID risk due to its limited age. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure the market's attention to any particular risk, not the public's.

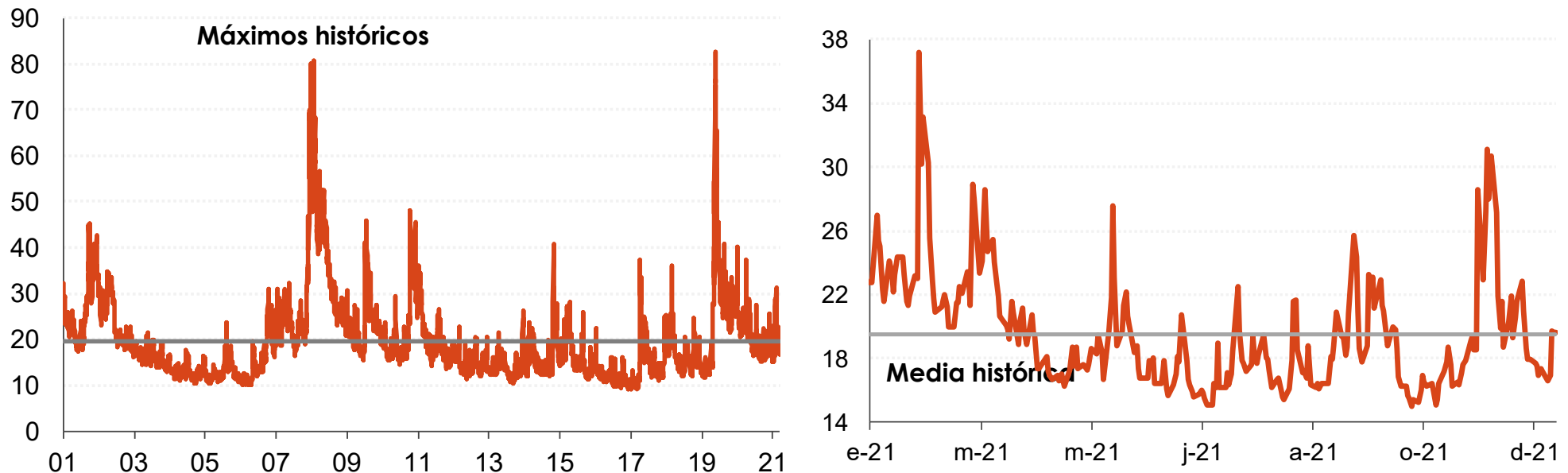


5. Mercados financieros

El VIX se ha situado en 2021 en línea con la media histórica.

- En 2021 la volatilidad implícita se ha situado en línea con la media histórica. Si bien hemos asistido a momentos puntuales de aumento, no han sido ni frecuentes ni por una elevada cuantía. Es posible detectar 5 episodios de repunte del VIX, aunque en ninguno de los cuales se ha superado el 40% y en apenas unas sesiones se ha corregido.
- La venta sistemática de opciones put ha generado en 2021 una TAE del 8,3%** (venta de PUT). Consideramos que el escenario central para la volatilidad en los próximos 6 meses es un nivel ligeramente por encima de la media. Además, asistiremos a repuntes de cierta intensidad con más frecuencia.

Evolución del VIX



	Último	31/12/2021	Var.	31/12/2020	Var.	17/02/2020	Var.	18/03/2020	Var.	11/02/2016	Var.	Media hca.	Var.
VIX	19,7%	17,2%	2,5%	22,8%	-3,1%	13,7%	6,0%	76,5%	-56,8%	28,1%	-8,5%	19,5%	0,2%

Revalorizaciones en diciembre...

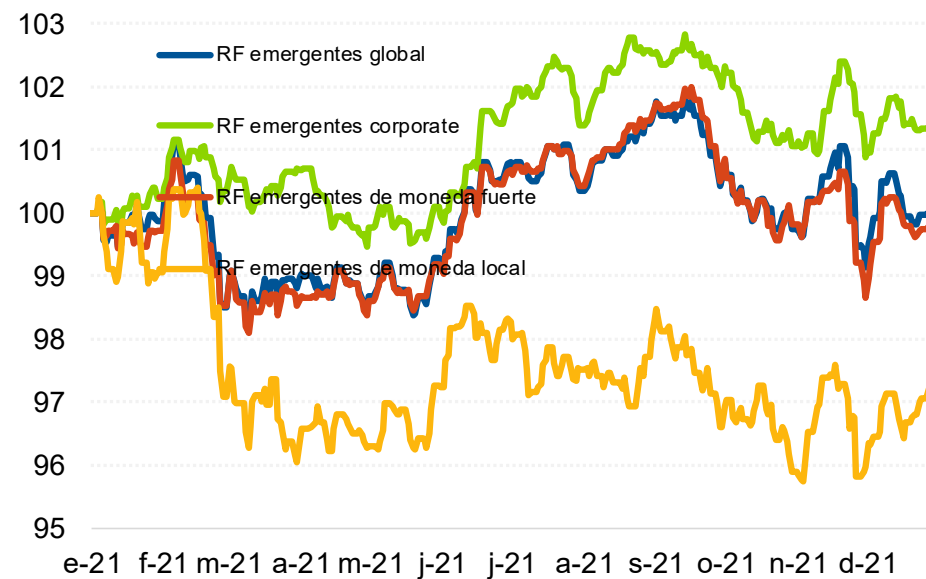
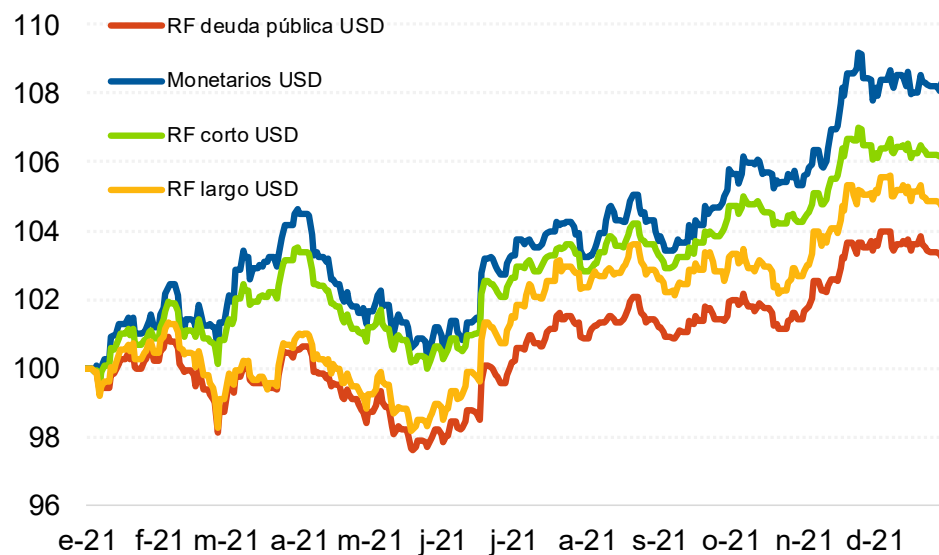
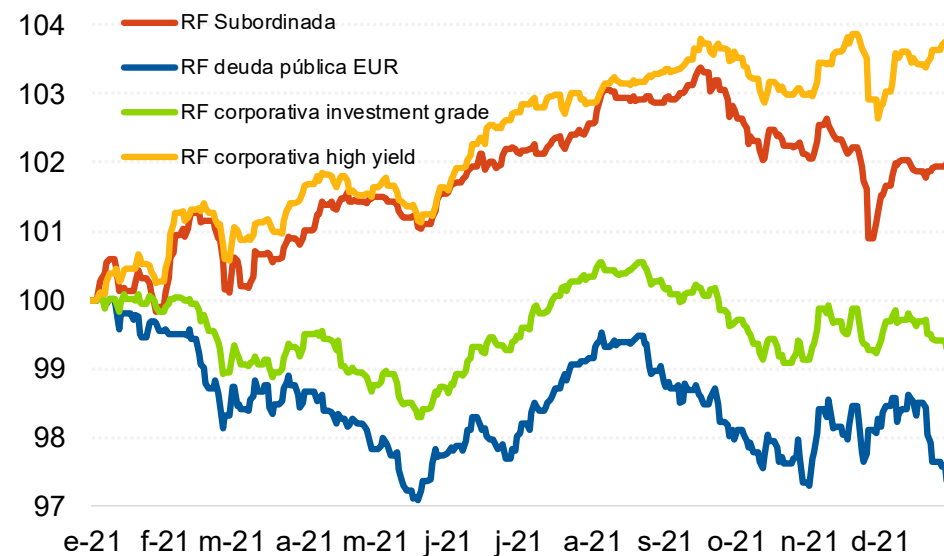
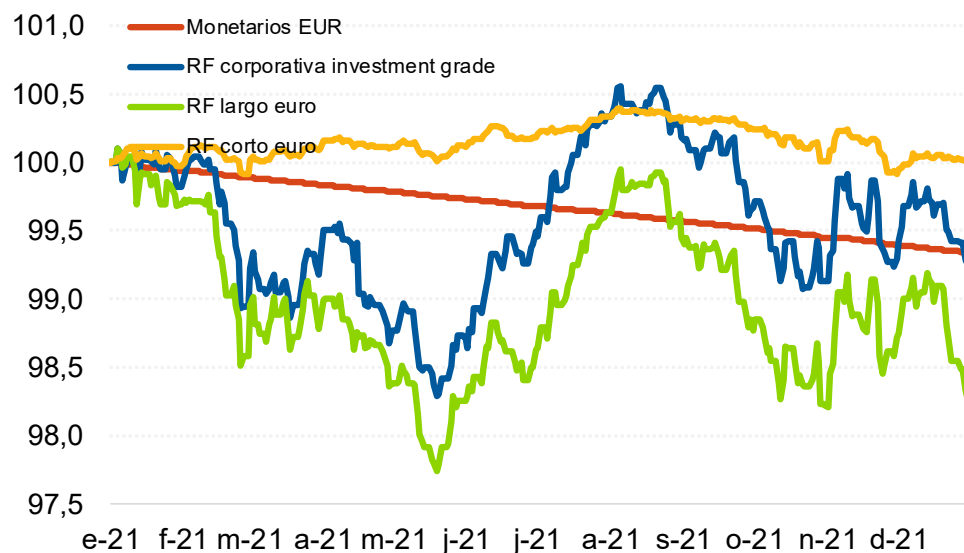
Evolución en diciembre de 2021 de índices AFI de fondos de inversión

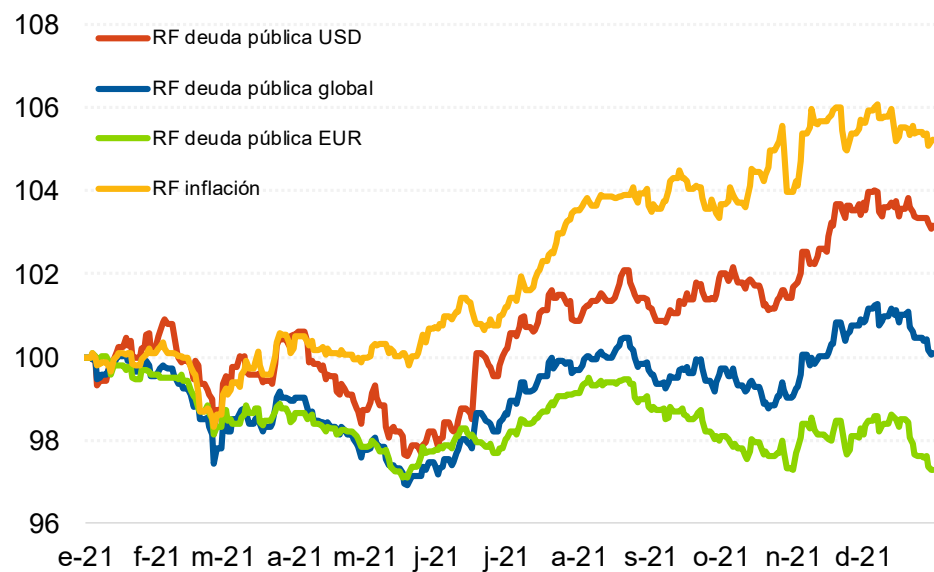
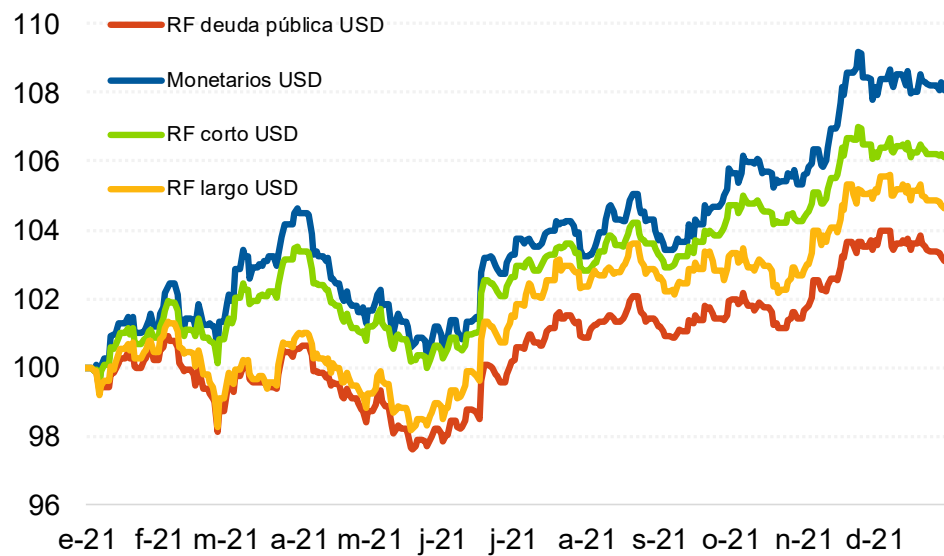
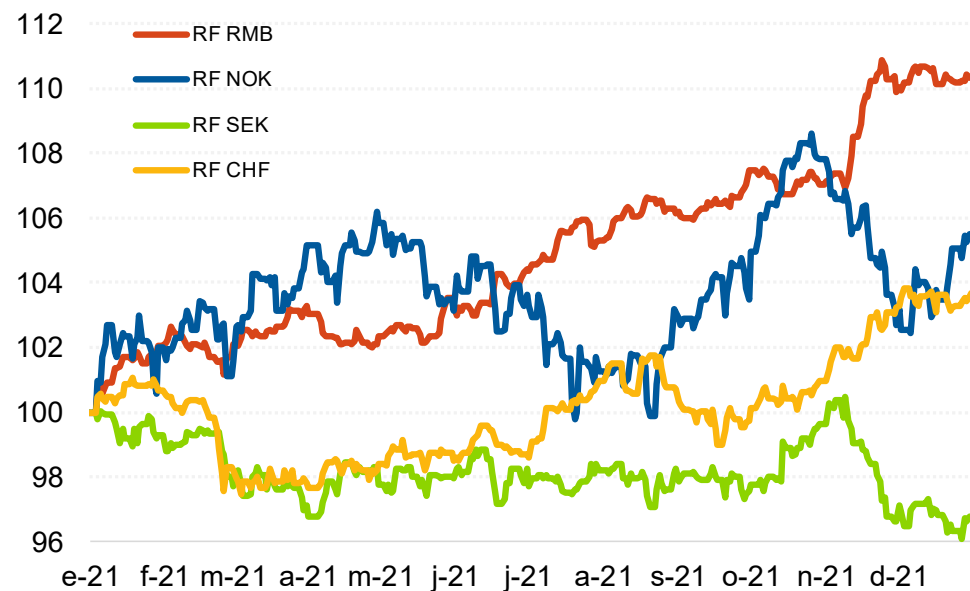
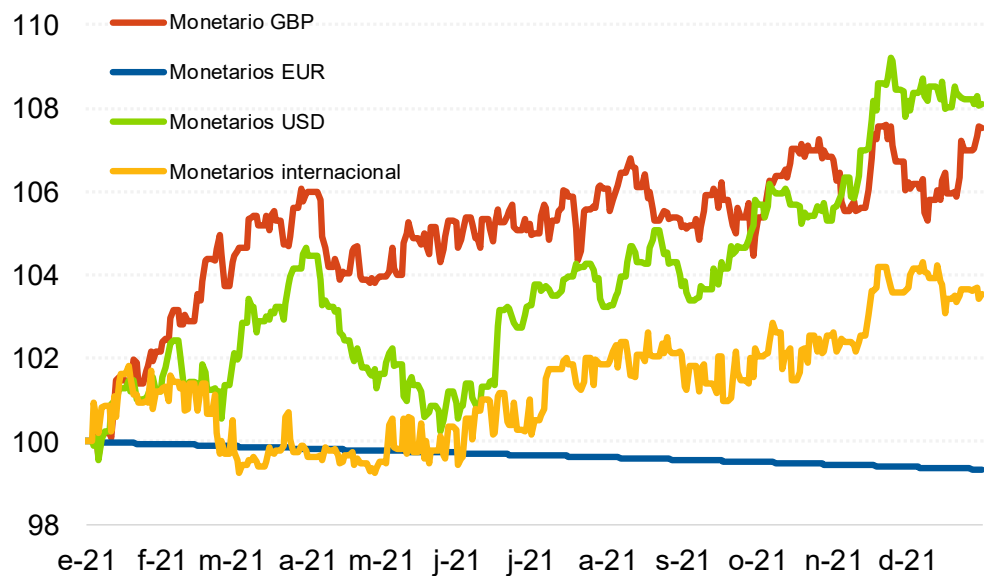
Categoría	2021	Categoría	2021	Categoría	2021
RV México	12,1%	RV EEUU	2,9%	RF emergentes corporate	0,5%
RV Corea	6,9%	RV materias primas	2,9%	RV Dinamarca	0,4%
RV Turquía	6,9%	RV India	2,9%	RV Indonesia	0,4%
RV Francia	6,5%	RV Global	2,9%	RV Telecomunicaciones	0,4%
RV Suiza	5,9%	RF NOK	2,7%	RF CHF	0,4%
RV Reino Unido	5,7%	Fondos de inversión libre	2,7%	RF RMB	0,4%
RV Italia	5,4%	RV Brasil	2,6%	RF Global	0,4%
RV Emergentes Latinoamérica	5,4%	Garantizados parciales	2,4%	RV Emergentes Europa del Este	0,4%
RV España	5,3%	RV Holanda	2,2%	Monetario USD	0,3%
RV Australia	5,1%	RV megatendencias globales	2,0%	RF corporativa global	0,2%
RV Taiwan	4,9%	RV Mixta EUR	1,8%	RF SEK	0,1%
RV industria e infraestructuras	4,8%	RV consumo	1,8%	Garantizado rend. variable	0,1%
RV Europa	4,8%	RV Mixta Internacional	1,8%	RF CP EUR	0,1%
RV EUR	4,6%	RV Japón	1,7%	RF Corto USD	0,1%
RV Sudáfrica	4,6%	Gestión Global	1,7%	RF corporativa investment grade	0,0%
RV Agua	4,5%	RV Robótica	1,6%	Monetario EUR	-0,1%
RV Grecia	4,5%	RV Emergentes Asia y Oceanía	1,4%	Monetarios Internacional	-0,1%
RV sanidad y biotecnología	4,4%	Monetario GBP	1,4%	RV Tecnología	-0,2%
RV autos	4,4%	RV energía	1,3%	RF Largo USD	-0,2%
RV Alemania	4,3%	RF emergentes de moneda local	1,2%	RV Cambio Climático	-0,2%
RV sector inmobiliario	4,2%	RF emergentes de moneda fuerte	1,2%	RF deuda pública USD	-0,3%
RV Emergentes MENA y África	4,0%	RV Impacto Global	1,1%	RV Utilities	-0,3%
RV Tailandia	4,0%	RF Corporativa High Yield	1,1%	Gzdo. RF y obj. rentab. no gzdo.	-0,3%
RV Suecia	4,0%	RF Emergentes Global	1,0%	RF Convertibles	-0,4%
RV small and mid cap Europa	3,9%	RV Asia	0,9%	RF GBP	-0,4%
RV small and mid cap global	3,9%	Gestión alternativa	0,8%	RF LP EUR	-0,5%
RV Noruega	3,8%	RF Mixta Internacional	0,8%	RF inflación	-0,5%
RV small and mid cap EEUU	3,6%	RF Subordinada	0,8%	RF deuda pública global	-0,8%
RV financieros	3,5%	RV Emergentes Global	0,8%	RF deuda pública EUR	-1,0%
RV Malasia	3,5%	RF Mixta EUR	0,7%	RF JPY	-1,2%
RV Singapur	3,4%	Retorno absoluto conservador	0,5%	RV Rusia	-1,5%
Materias primas	3,0%	RF HK	0,5%	RV China	-1,8%
				RV Vietnam	-1,8%

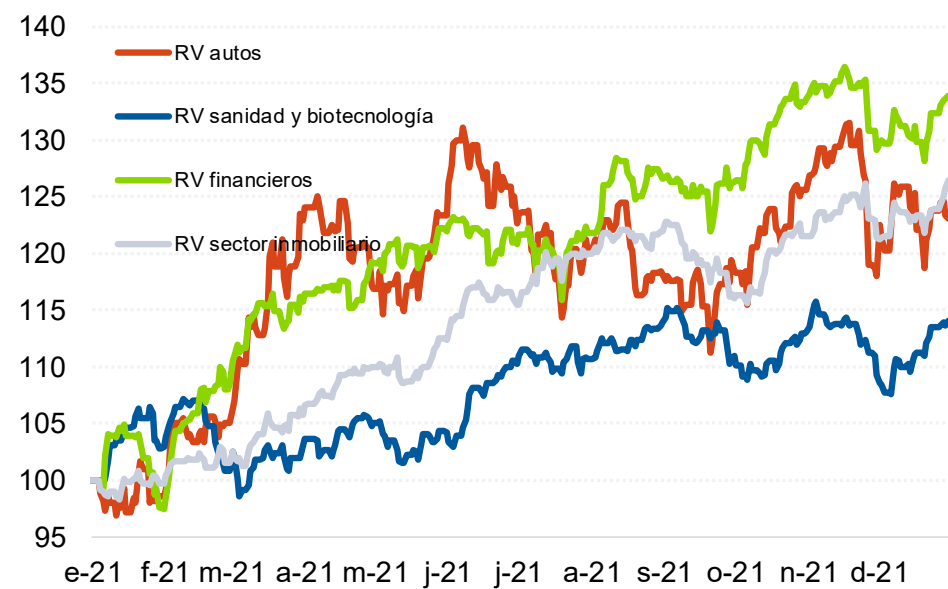
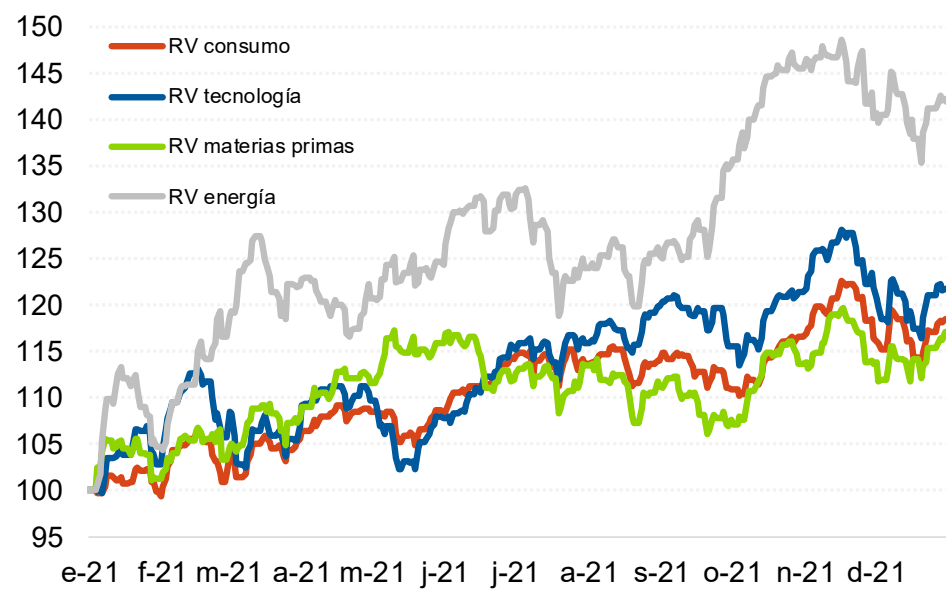
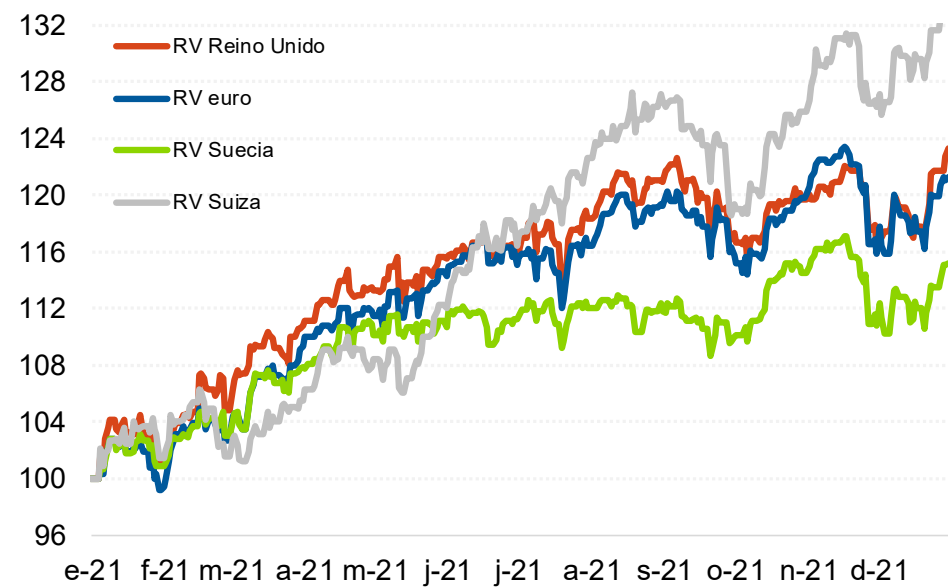
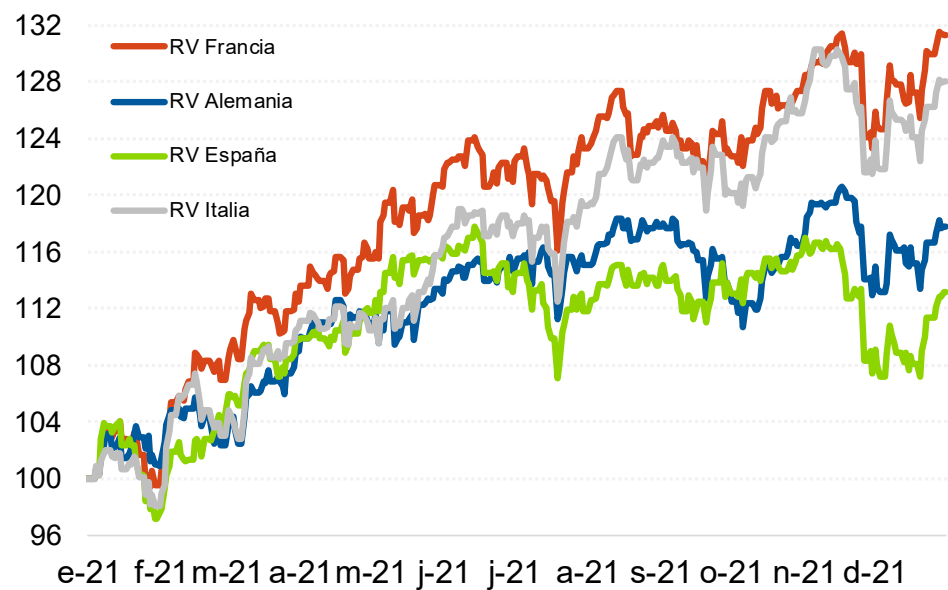
... que permiten un saldo anual de entre +2,6% y 10,1% en las carteras mixtas.

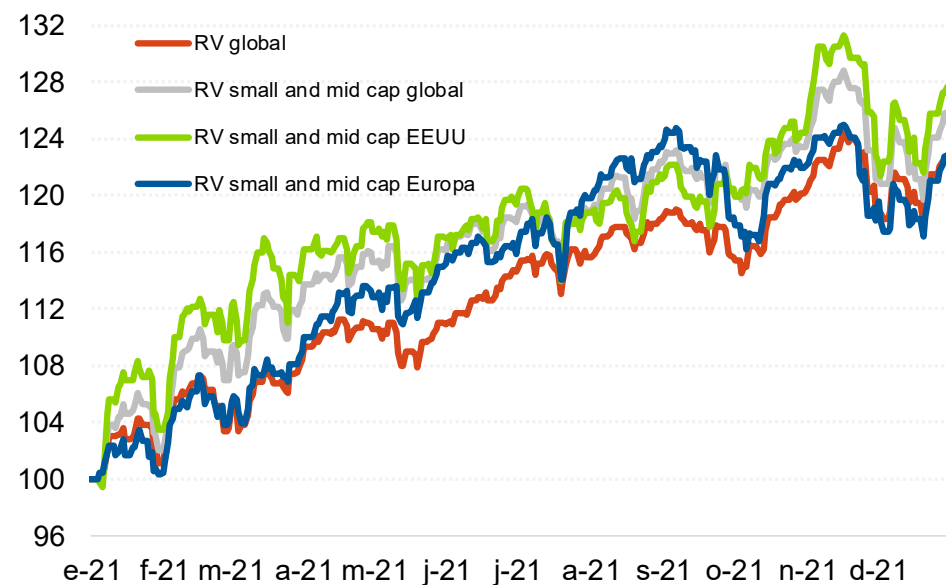
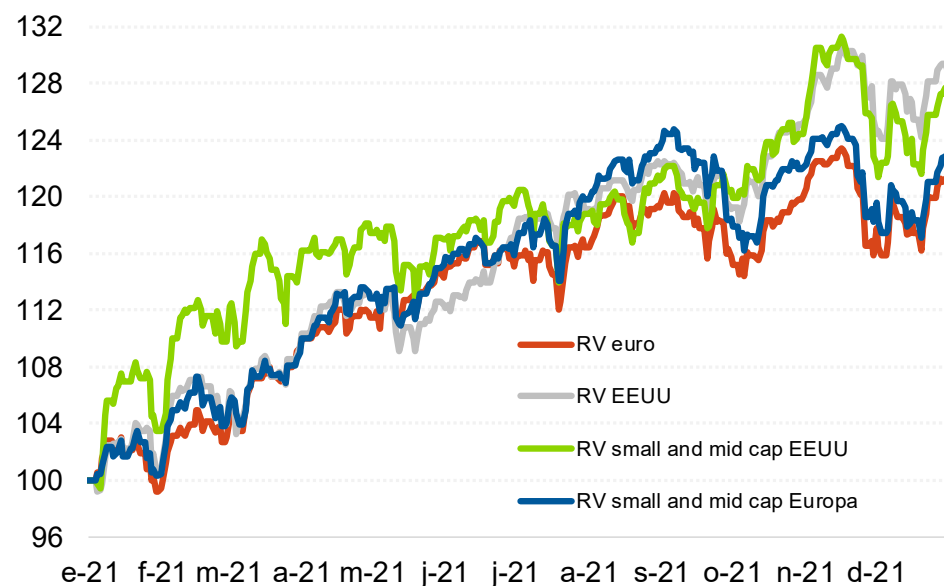
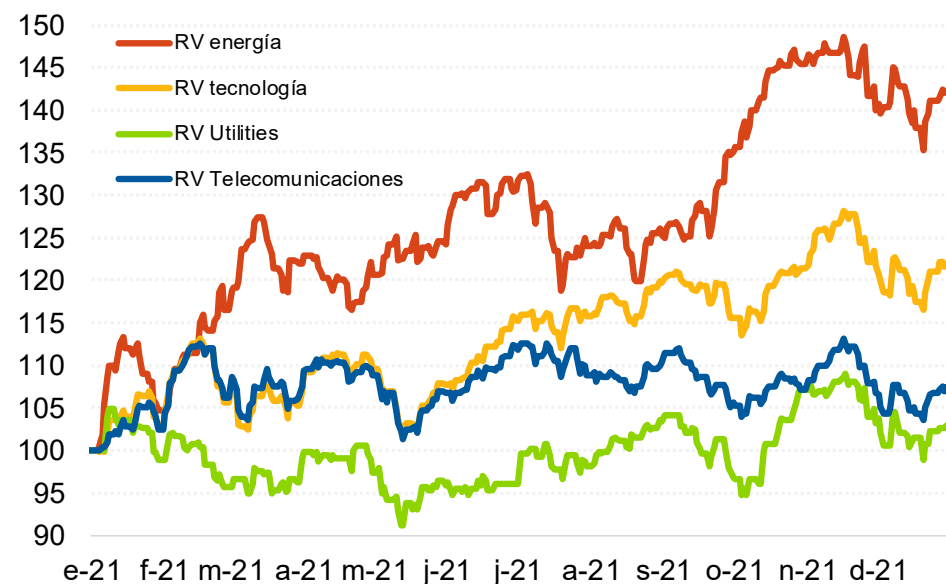
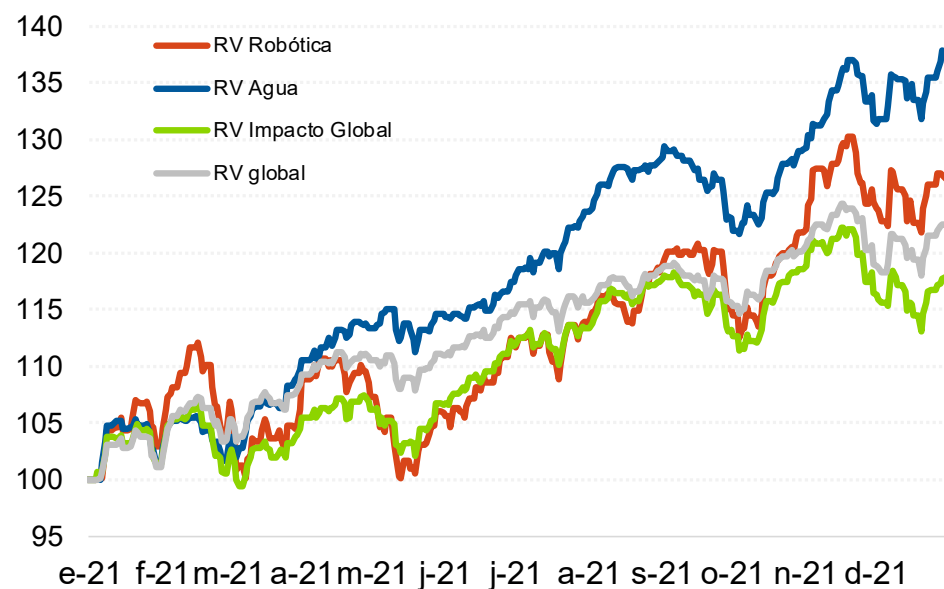
Evolución en 2021 de índices AFI de fondos de inversión

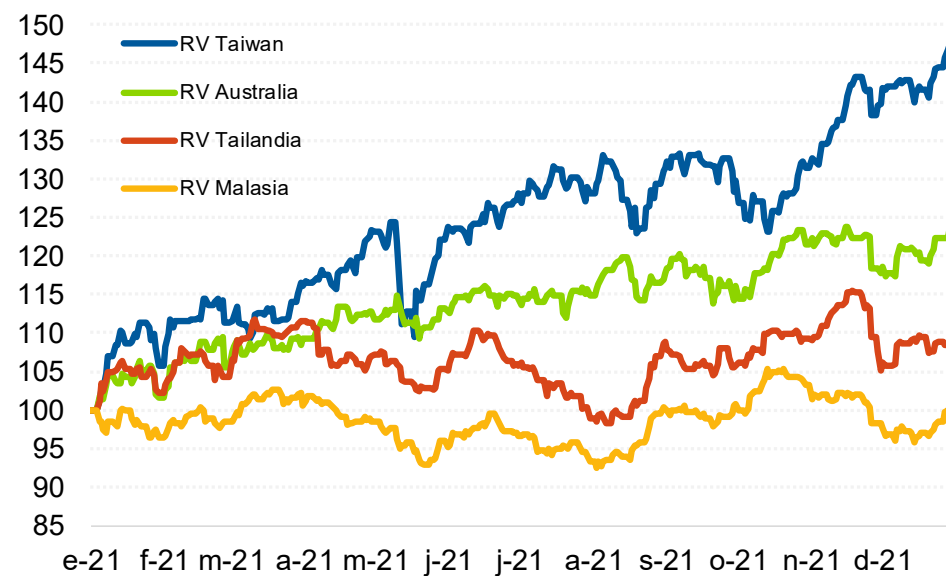
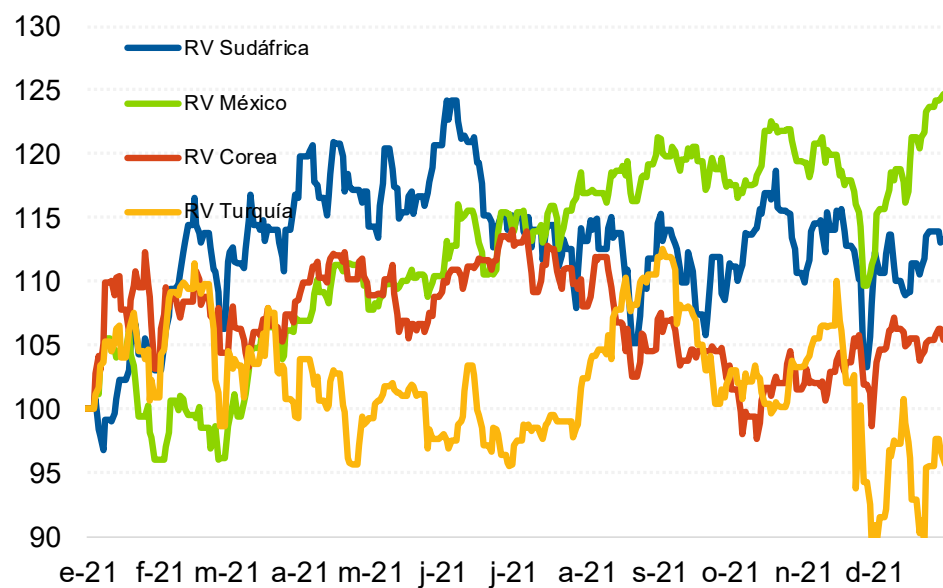
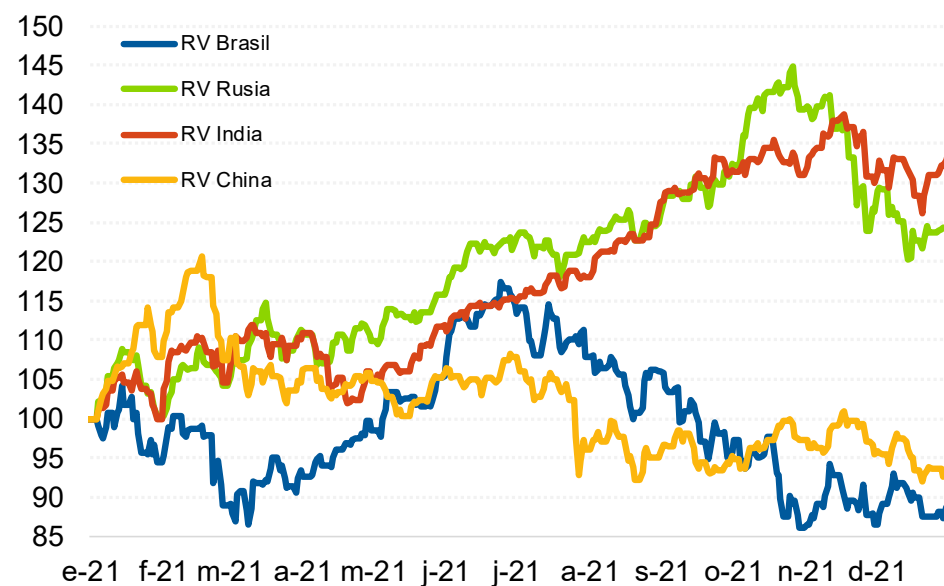
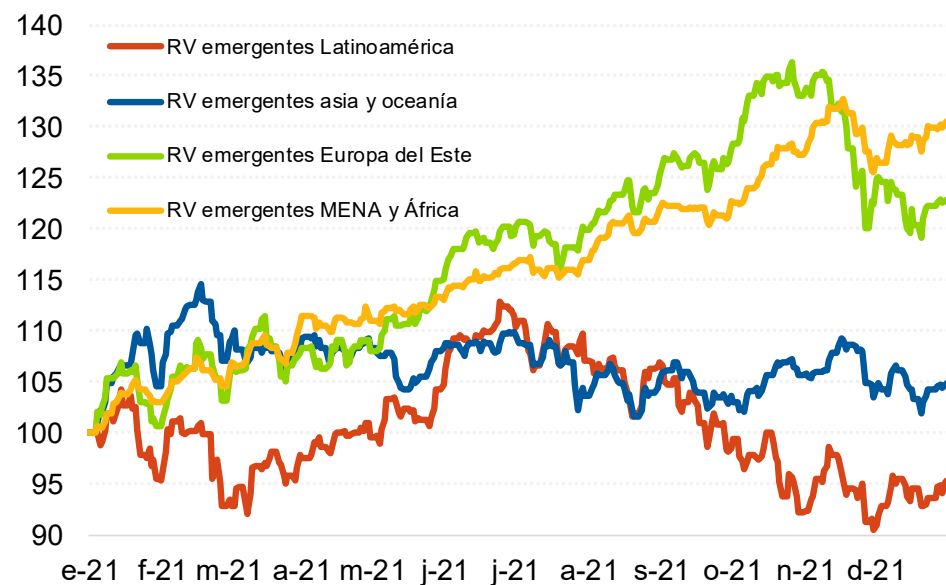
Categoría	2021	Categoría	2021	Categoría	2021
RV Vietnam	81,2%	RV Alemania	17,8%	RF Mixta Internacional	3,8%
RV Taiwan	46,6%	RV Cambio Climático	17,0%	RF Corporativa High Yield	3,8%
RV energía	41,9%	RV materias primas	17,0%	RF CHF	3,7%
RV Agua	37,6%	RV Singapur	15,4%	Monetarios Internacional	3,6%
RV India	33,7%	RV Suecia	15,1%	RF deuda pública USD	3,1%
RV Suiza	33,7%	RV sanidad y biotecnología	14,0%	RV Utilities	2,9%
RV financieros	33,7%	RV Sudáfrica	13,2%	RF Mixta EUR	2,6%
RV Francia	31,3%	RV España	13,2%	RF Subordinada	2,1%
RV Emergentes MENA y África	30,5%	RV Grecia	12,3%	RF corporativa global	2,0%
Materias primas	29,6%	RV Noruega	11,7%	RF GBP	1,9%
RV EEUU	29,1%	RF RMB	10,3%	Retorno absoluto conservador	1,9%
RV Italia	28,0%	RV Mixta Internacional	10,1%	RV Malasia	1,7%
RV Holanda	27,8%	Fondos de inversión libre	10,0%	RF emergentes corporate	1,3%
RV small and mid cap EEUU	27,3%	RV Indonesia	9,9%	RF Convertibles	1,2%
RV Robótica	26,5%	RV Mixta EUR	9,5%	RF Global	0,9%
RV sector inmobiliario	26,5%	RV Tailandia	9,3%	Garantizado rend. variable	0,4%
RV small and mid cap global	25,8%	RV Japón	9,2%	RF deuda pública global	0,1%
RV México	24,7%	Gestión Global	8,4%	RF Emergentes Global	0,1%
RV Rusia	24,3%	Monetario USD	8,1%	RF CP EUR	0,0%
RV Australia	23,8%	Monetario GBP	7,5%	RF emergentes de moneda fuerte	-0,2%
RV Europa	23,5%	RV Telecomunicaciones	7,1%	Monetario EUR	-0,7%
RV autos	23,1%	RF HK	7,0%	RF corporativa investment grade	-0,7%
RV small and mid cap Europa	22,9%	Garantizados parciales	6,6%	Gzdo. RF y obj. rentab. no gzdo.	-1,0%
RV Emergentes Europa del Este	22,8%	RF Corto USD	6,1%	RF LP EUR	-1,7%
RV Reino Unido	22,8%	RF NOK	5,5%	RF JPY	-2,4%
RV Global	22,4%	RV Corea	5,5%	RF deuda pública EUR	-2,7%
RV industria e infraestructuras	21,9%	Gestión alternativa	5,3%	RF emergentes de moneda local	-2,9%
RV Tecnología	21,6%	RF inflación	5,2%	RF SEK	-3,2%
RV megatendencias globales	21,5%	RV Asia	5,1%	RV Dinamarca	-3,7%
RV EUR	21,2%	RV Emergentes Asia y Oceanía	5,0%	RV Turquía	-4,4%
RV consumo	18,5%	RV Emergentes Global	4,9%	RV Emergentes Latinoamérica	-4,6%
RV Impacto Global	17,8%	RF Largo USD	4,7%	RV China	-6,3%
				RV Brasil	-11,2%

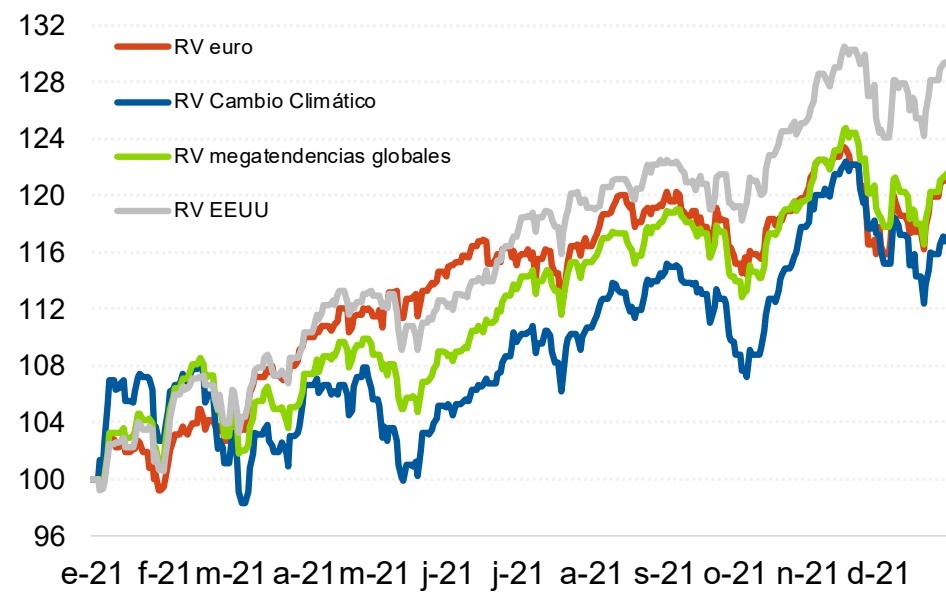
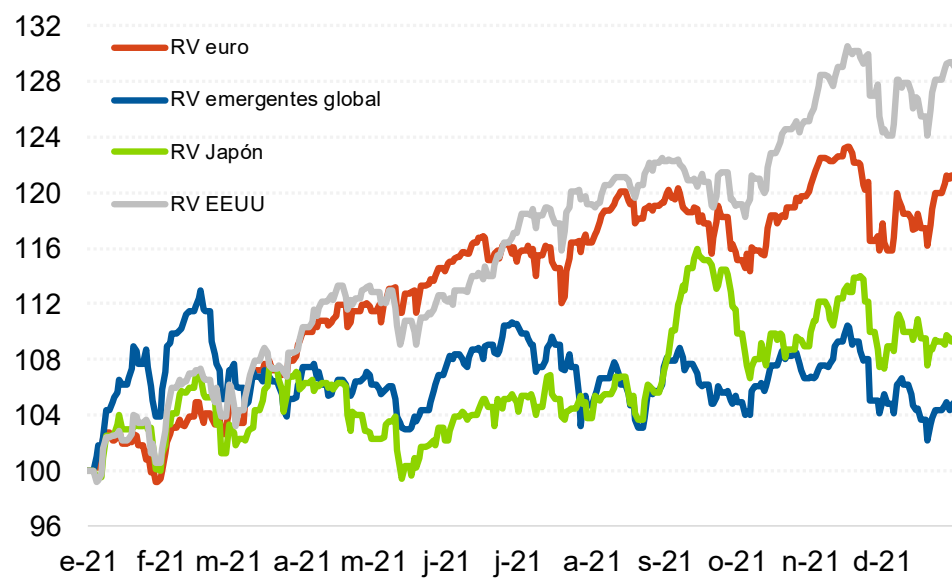
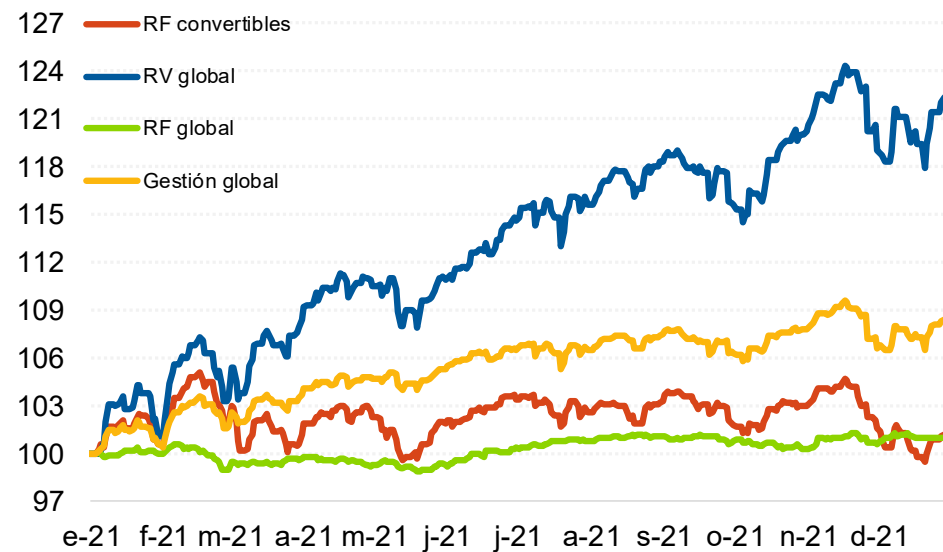
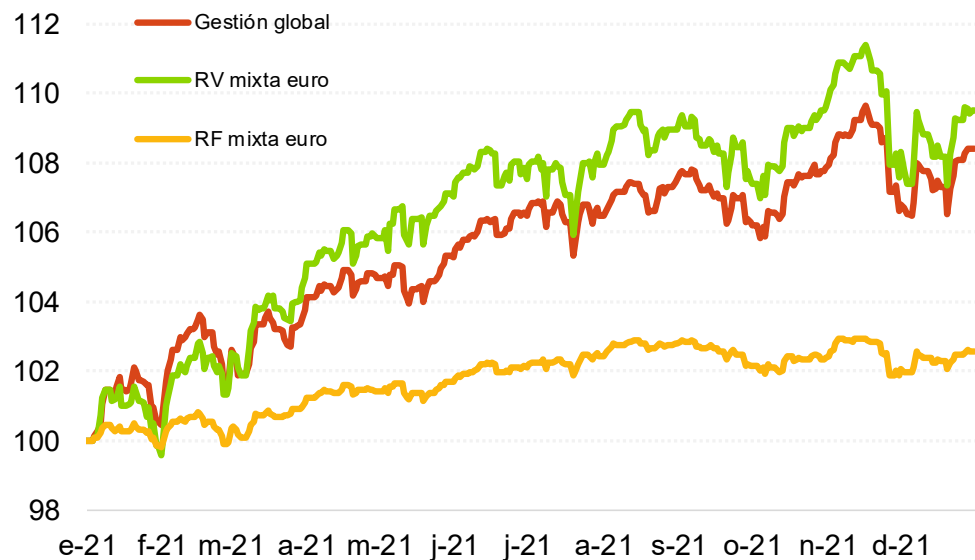


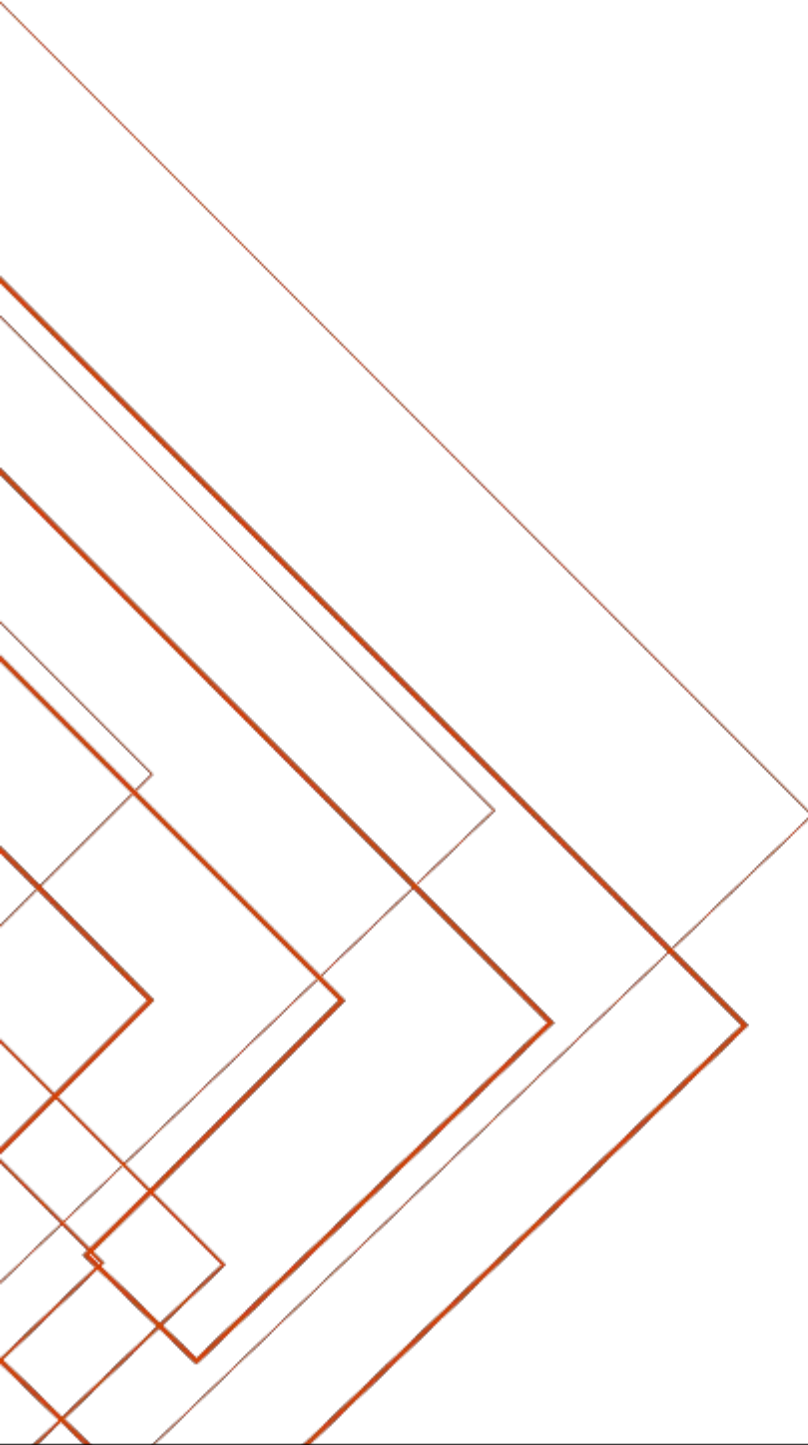












5.1. Renta variable

La revalorización del 4,0% de la renta variable en diciembre permite que 2021 se salde con un destacado avance: +16,9%, con mejor comportamiento de desarrollados (+20,3%) que de emergentes (-5,3%).

Último y variación desde distintas fechas

	Último	30/11/2021	31/12/2020	18/03/2020	12/02/2020
MSCI ACWI	755,3	4,0%	16,9%	87,5%	30,0%
MSCI World	3.237,1	4,4%	20,3%	92,4%	32,9%
MSCI Emerging	1.222,8	0,9%	-5,3%	55,2%	10,2%
Frontier	2.664,9	1,2%	2,8%	47,7%	-0,5%
S&P 500	4.778,7	4,6%	27,2%	99,3%	41,4%
Nasdaq	15.741,6	1,3%	22,1%	125,2%	61,9%
Canadá	21.294,6	3,1%	22,1%	81,7%	19,4%
Nikkei	28.791,7	3,5%	4,9%	72,1%	20,7%
Australia	7.444,6	2,6%	13,0%	50,3%	5,0%
Eurostoxx	4.301,2	5,9%	21,1%	80,3%	11,6%
Ibex	8.713,8	4,9%	7,9%	38,9%	-12,3%
CAC	7.160,0	6,5%	29,0%	90,7%	17,3%
DAX	15.884,9	5,2%	15,8%	88,2%	15,5%
MIB30	27.346,8	5,9%	23,0%	80,9%	10,0%
Holanda	799,0	2,8%	27,9%	97,7%	27,0%
FTSE	7.379,0	4,5%	14,2%	45,2%	-2,1%
SMI	12.875,7	5,9%	20,3%	54,4%	16,1%
Grecia	890,8	2,7%	10,1%	82,8%	-2,9%

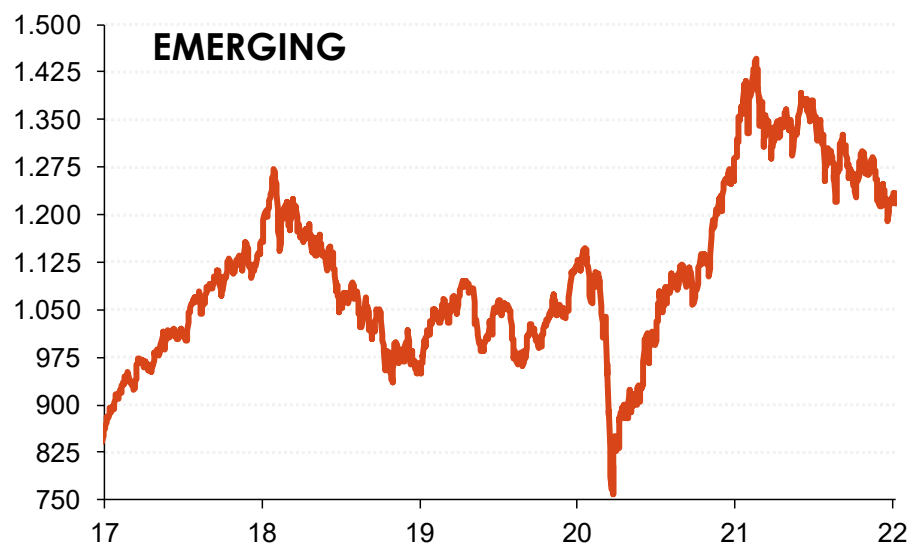
	Último	30/11/2021	31/12/2020	18/03/2020	12/02/2020
Polonia	69.296,3	2,2%	21,5%	76,3%	19,2%
Rusia	3.787,3	-2,7%	15,1%	79,3%	21,3%
Turquía	1.875,1	3,6%	27,0%	119,1%	56,2%
Sudáfrica	67.063,7	4,7%	23,3%	93,2%	29,0%
CSI 300	4.940,4	2,2%	-5,2%	35,9%	24,0%
Sensex	58.350,4	2,3%	22,2%	102,1%	40,4%
Hang Seng	23.397,7	-0,3%	-14,1%	5,0%	-15,9%
Kospi	2.977,7	4,9%	3,6%	87,1%	33,0%
Malasia	1.539,4	1,7%	-5,4%	24,2%	-0,2%
Tailandia	1.657,6	5,7%	14,4%	58,1%	7,6%
Vietnam	560,8	-1,2%	33,0%	101,8%	64,5%
Indonesia	6.581,5	0,7%	10,1%	52,0%	11,3%
Taiwán	18.218,8	4,5%	23,7%	97,6%	54,7%
Filipinas	7.122,6	-1,1%	-0,2%	33,5%	-3,5%
Qatar	3.698,1	2,5%	15,6%	38,1%	24,1%
Arabia Saudí	11.281,7	4,8%	29,8%	83,3%	42,5%
Bovespa	104.822,4	2,9%	-11,9%	56,7%	-10,2%
Mexbol	53.175,3	7,0%	20,7%	49,7%	17,3%

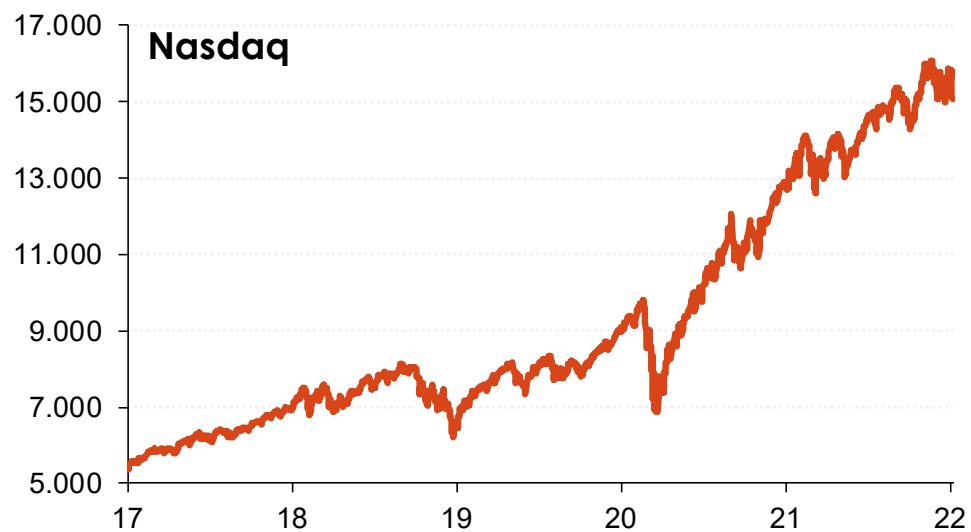
Arranque de 2022 en negativo (-1,5%), en especial en Nasdaq (-4,2%). En sentido contrario, Europa (bancos) muestra una revalorización (+0,5%).

Último y variación desde distintas fechas

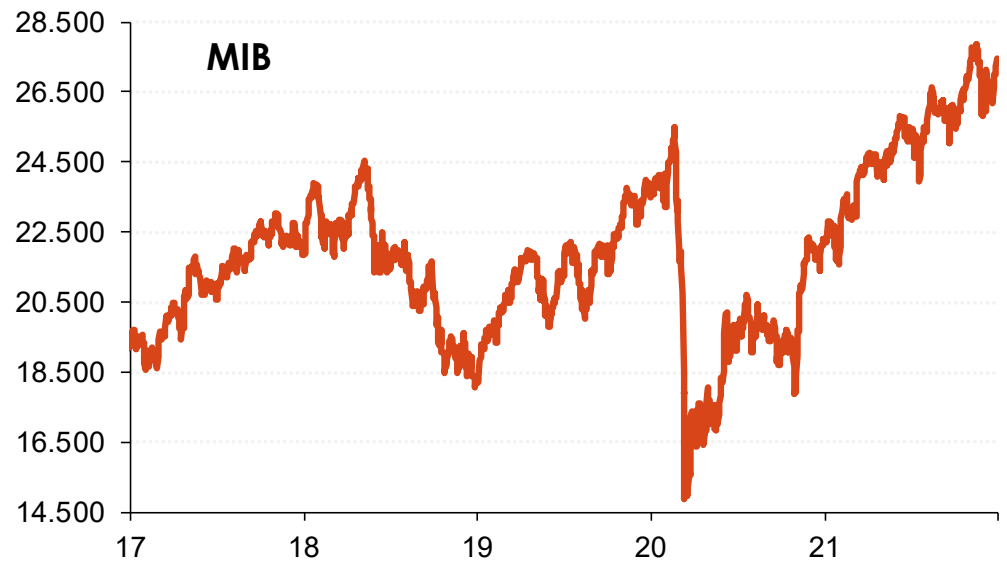
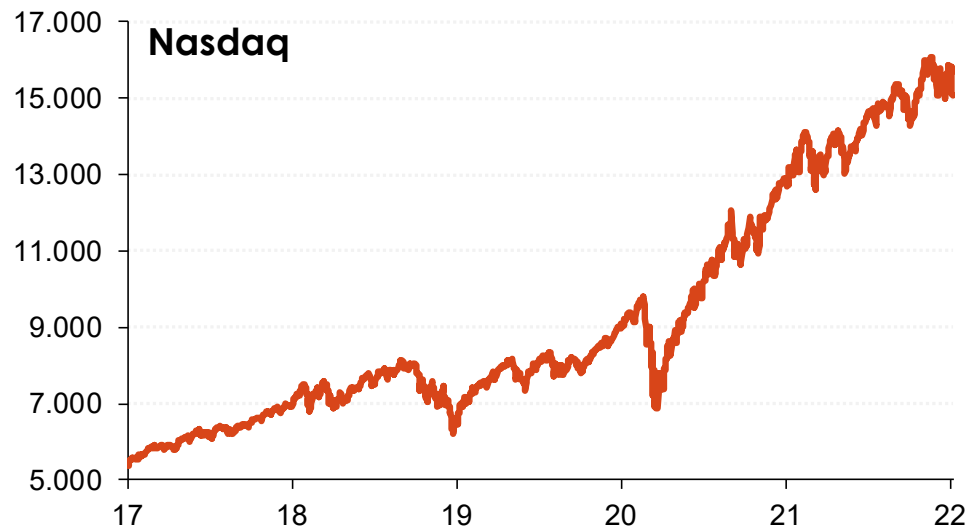
	Último	31/12/2021	31/12/2020	18/03/2020	12/02/2020
MSCI ACWI	744,0	-1,5%	15,1%	84,7%	28,1%
MSCI World	3.184,6	-1,6%	18,4%	89,3%	30,8%
MSCI Emerging	1.217,1	-0,5%	-5,7%	54,5%	9,7%
Frontier	2.638,4	-1,0%	1,8%	46,3%	-1,5%
S&P 500	4.696,1	-1,7%	25,0%	95,8%	39,0%
Nasdaq	15.080,9	-4,2%	17,0%	115,8%	55,1%
Canadá	21.072,2	-1,0%	20,9%	79,8%	18,2%
Nikkei	28.478,6	-1,1%	3,8%	70,3%	19,4%
Australia	7.453,3	0,1%	13,2%	50,5%	5,2%
Eurostoxx	4.313,5	0,3%	21,4%	80,8%	11,9%
Ibex	8.752,8	0,4%	8,4%	39,5%	-11,9%
CAC	7.226,9	0,9%	30,2%	92,5%	18,4%
DAX	15.963,7	0,5%	16,4%	89,1%	16,1%
MIB30	27.767,7	1,5%	24,9%	83,6%	11,7%
Holanda	786,5	-1,6%	25,9%	94,6%	25,0%
FTSE	7.443,9	0,9%	15,2%	46,5%	-1,2%
SMI	12.734,7	-1,1%	19,0%	52,7%	14,8%
Grecia	905,4	1,6%	11,9%	85,8%	-1,3%

	Último	31/12/2021	31/12/2020	18/03/2020	12/02/2020
Polonia	70.069,5	1,1%	22,9%	78,2%	20,5%
Rusia	3.772,0	-0,4%	14,7%	78,5%	20,8%
Turquía	2.020,1	7,7%	36,8%	136,1%	68,3%
Sudáfrica	67.463,7	0,6%	24,1%	94,3%	29,7%
CSI 300	4.822,4	-2,4%	-7,5%	32,6%	21,0%
Sensex	59.624,2	2,2%	24,9%	106,5%	43,4%
Hang Seng	23.493,4	0,4%	-13,7%	5,4%	-15,6%
Kospi	2.954,9	-0,8%	2,8%	85,7%	32,0%
Malasia	1.543,1	0,2%	-5,2%	24,5%	0,0%
Tailandia	1.658,0	0,0%	14,4%	58,2%	7,7%
Vietnam	578,1	3,1%	37,1%	108,0%	69,6%
Indonesia	6.701,3	1,8%	12,1%	54,7%	13,3%
Taiwán	18.169,8	-0,3%	23,3%	97,1%	54,3%
Filipinas	7.011,1	-1,6%	-1,8%	31,4%	-5,0%
Qatar	3.765,1	1,8%	17,7%	40,6%	26,3%
Arabia Saudí	11.430,5	1,3%	31,5%	85,7%	44,4%
Bovespa	101.561,1	-3,1%	-14,7%	51,8%	-13,0%
Mexbol	53.055,3	-0,2%	20,4%	49,3%	17,0%





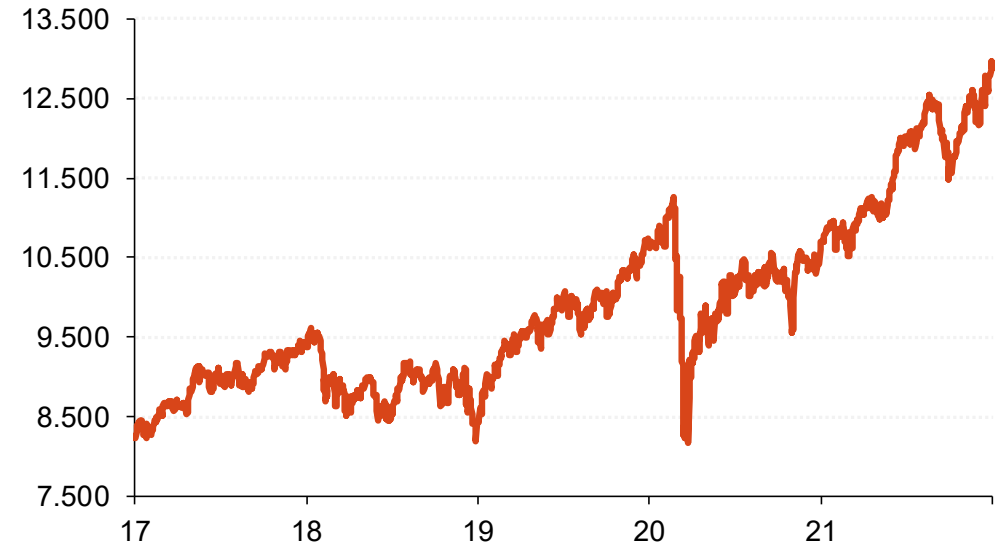




FTSE



SMI



Canadá



Holanda



Brasil



Rusia

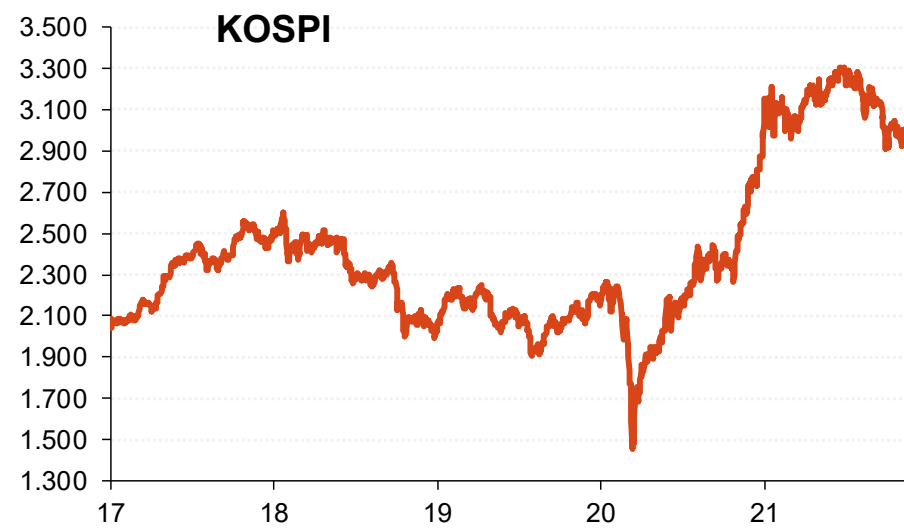
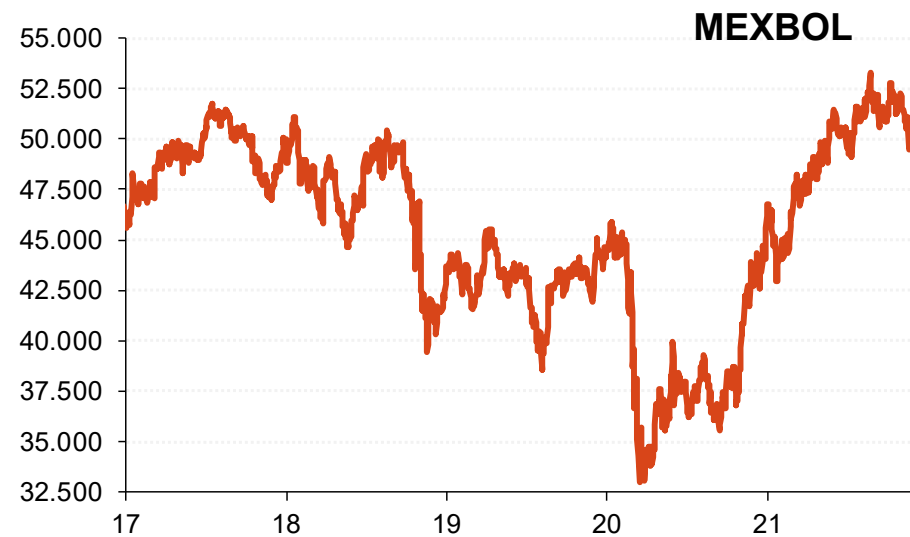


India

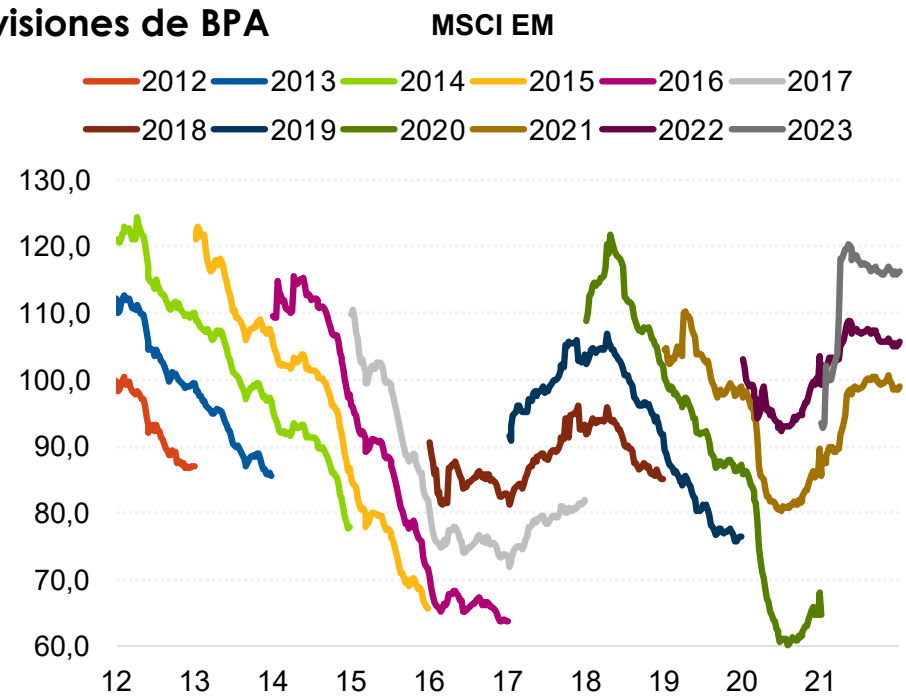
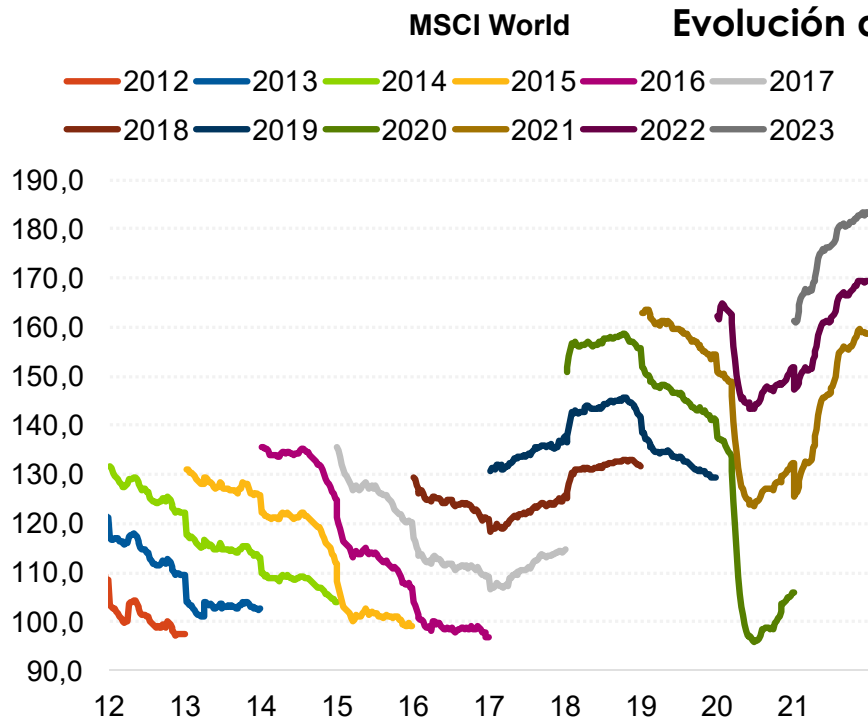


China





El fuerte crecimiento de los beneficios empresariales como el gran aliado de la renta variable

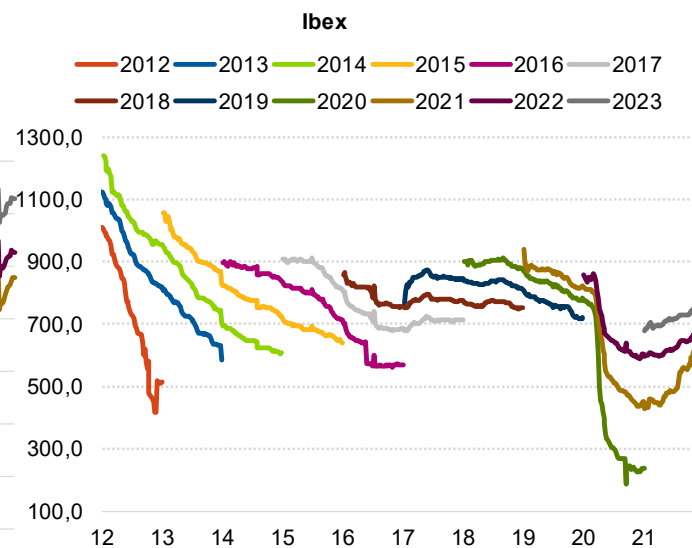
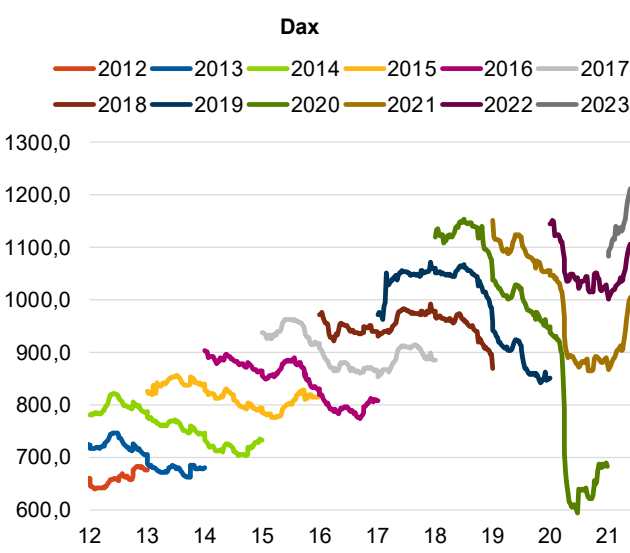
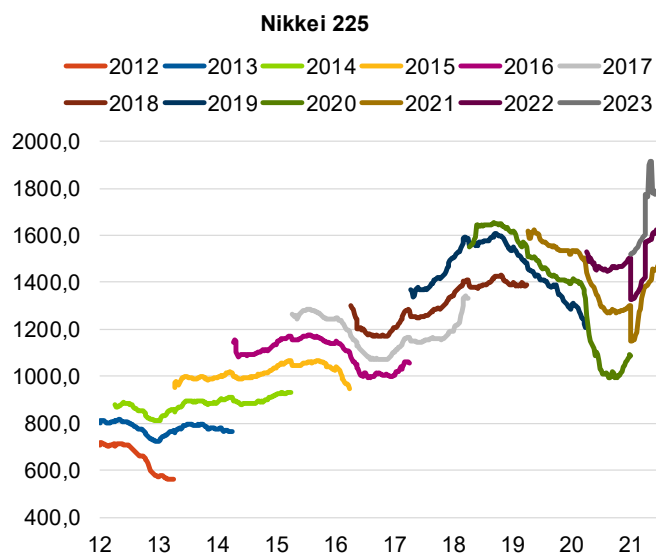
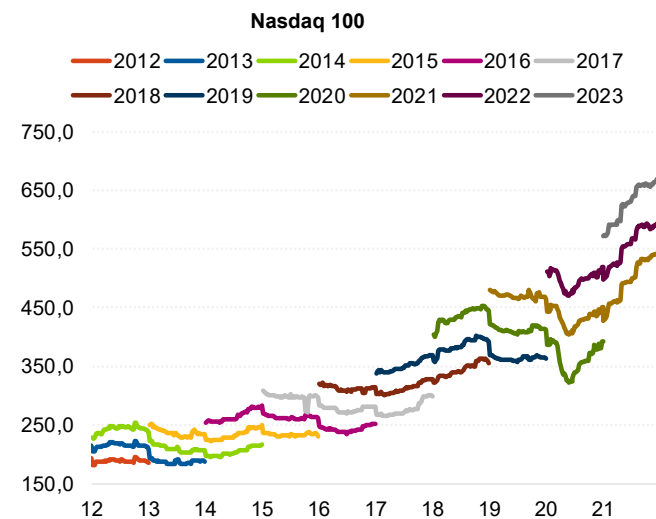
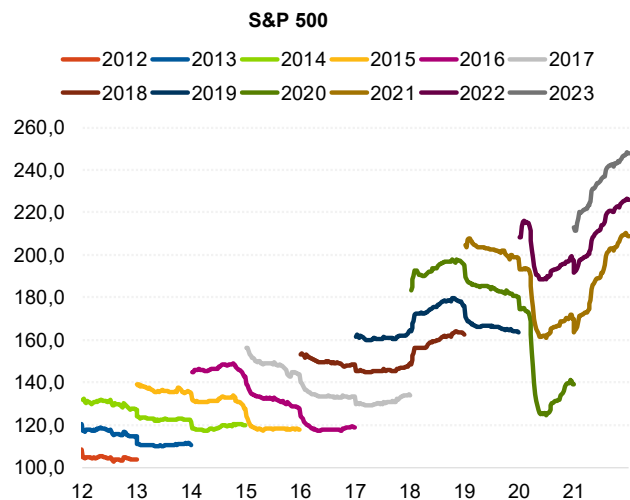
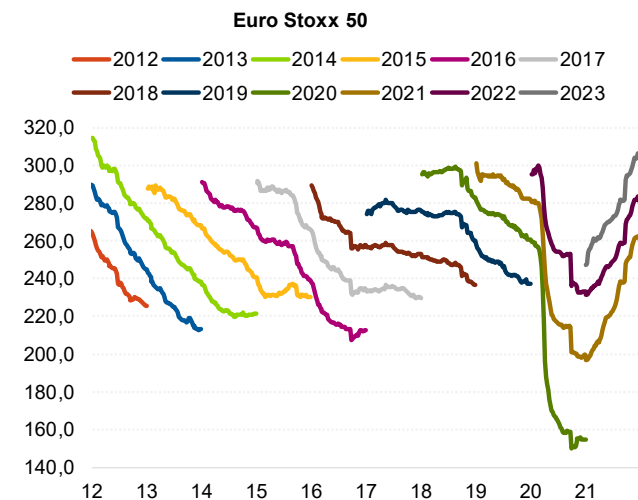


MSCI World	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	129,2	2.365	50.705.842	21.441	2.771.036		
31-dic	106,0	2.659	57.502.718	21.623	2.291.010	-17%	
2021							
01-ene	125,5	2.690	58.129.820	21.609	2.711.532	18%	21,4
Actual	158,8	3.232	69.859.396	21.617	3.432.519	50%	20,4
2022							
01-ene	147,2	2.690	58.129.820	21.609	3.180.237	17%	18,3
Actual	169,4	3.232	69.859.396	21.617	3.661.440	7%	19,1
2023							
01-ene	161,2	2.690	58.129.820	21.609	3.483.199	10%	16,7
Actual	183,2	3.232	69.859.396	21.617	3.959.967	8%	17,6

MSCI EM	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	76,6	1.119	18.372.353	16.424	1.257.771		
31-dic	64,8	1.255	22.183.979	17.674	1.144.370	-9%	
2021							
01-ene	87,2	1.292	22.728.073	17.595	1.534.618	34%	14,8
Actual	99,0	1.232	23.337.429	18.943	1.876.072	64%	12,4
2022							
01-ene	101,6	1.292	22.728.073	17.595	1.787.103	16%	12,7
Actual	105,7	1.232	23.337.429	18.943	2.002.418	7%	11,7
2023							
01-ene	93,5	1.292	22.728.073	17.595	1.644.409	-8%	13,8
Actual	116,3	1.232	23.337.429	18.943	2.203.588	10%	10,6

Con tasas de avance medias del 50%...

Evolución de previsiones de BPA



... que se sitúan en el 70% en Eurostoxx y Nikkei...

S&P 500	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	163,7	3.240	27.960.721	8.630	1.412.353		
31-dic	139,1	3.703	32.696.042	8.829	1.228.179	-13%	
2021							
01-ene	163,4	3.756	33.166.864	8.830	1.442.767	17%	23,0
Actual	208,9	4.766	42.072.157	8.827	1.844.361	50%	22,8
2022							
01-ene	191,5	3.756	33.166.864	8.830	1.690.896	17%	19,6
Actual	226,1	4.766	42.072.157	8.827	1.995.483	8%	21,1
2023							
01-ene	212,8	3.756	33.166.864	8.830	1.879.016	11%	17,7
Actual	247,9	4.766	42.072.157	8.827	2.188.011	10%	19,2

Euro Stoxx 50	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	237,4	3.782	3.334.107	882	209.297		
31-dic	154,5	3.543	3.285.773	927	143.272	-32%	
2021							
01-ene	196,6	3.553	3.299.710	929	182.622	27%	18,1
Actual	260,3	4.298	4.153.305	966	251.484	76%	16,5
2022							
01-ene	231,3	3.553	3.299.710	929	214.805	18%	15,4
Actual	280,1	4.298	4.153.305	966	270.606	8%	15,3
2023							
01-ene	247,3	3.553	3.299.710	929	229.731	7%	14,4
Actual	303,3	4.298	4.153.305	966	293.042	8%	14,2

Nikkei 225	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	1.286	23.838	390.243.710	16.371	21.046.363		
31-dic	1.089	26.657	387.395.256	14.533	15.830.727	-25%	
2021							
01-ene	1.150	27.444	394.855.000	14.388	16.542.688	4%	23,9
Actual	1.656	28.792	469.987.465	16.324	27.031.897	71%	17,4
2022							
01-ene	1.325	27.444	394.855.000	14.388	19.068.282	15%	20,7
Actual	1.786	28.792	469.987.465	16.324	29.155.122	8%	16,1
2023							
01-ene	1.518	27.444	394.855.000	14.388	21.836.312	15%	
Actual	1.888	28.792	469.987.465	16.324	30.811.439	6%	15,3

Nasdaq 100	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	363,1	8.771	9.981.331	1.138	413.229		
31-dic	392,3	12.711	14.865.234	1.169	458.821	11%	
2021							
01-ene	428,1	12.888	15.083.854	1.170	501.064	9%	30,1
Actual	539,7	16.320	19.625.760	1.203	649.030	41%	30,2
2022							
01-ene	497,7	12.888	15.083.854	1.170	582.485	16%	25,9
Actual	589,7	16.320	19.625.760	1.203	709.145	9%	27,7
2023							
01-ene	571,6	12.888	15.083.854	1.170	669.021	15%	22,5
Actual	666,4	16.320	19.625.760	1.203	801.321	13%	24,5

Ibex 35	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	722,7	9.701	610.960	63	45.517		
31-dic	236,5	8.112	531.708	66	15.501	-66%	
2021							
01-ene	428,5	8.074	530.342	66	28.146	82%	18,8
Actual	619,6	8.714	588.160	67	41.819	170%	14,1
2022							
01-ene	598,2	8.074	530.342	66	39.291	40%	13,5
Actual	671,5	8.714	588.160	67	45.321	8%	13,0
2023							
01-ene	679,9	8.074	530.342	66	44.661	14%	11,9
Actual	747,2	8.714	588.160	67	50.433	11%	11,7

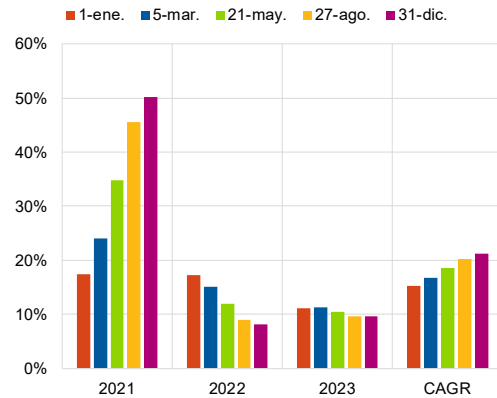
MSCI World	BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1	PER fwd
2020							
01-ene	129,2	2.365	50.705.842	21.441	2.771.036		
31-dic	106,0	2.659	57.502.718	21.623	2.291.010	-17%	
2021							
01-ene	125,5	2.690	58.129.820	21.609	2.711.532	18%	21,4
Actual	158,8	3.232	69.859.396	21.617	3.432.519	50%	20,4
2022							
01-ene	147,2	2.690	58.129.820	21.609	3.180.237	17%	18,3
Actual	169,4	3.232	69.859.396	21.617	3.661.440	7%	19,1
2023							
01-ene	161,2	2.690	58.129.820	21.609	3.483.199	10%	16,7
Actual	183,2	3.232	69.859.396	21.617	3.959.967	8%	17,6

... y que llegan al 130% y 175% en Ibex y MIB30.

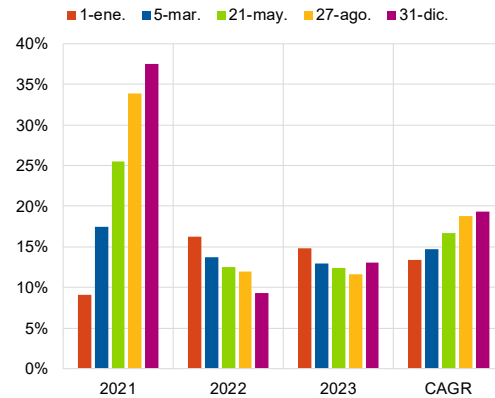
Euro Stoxx								PER fwd	MIB							PER fwd		
		BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1				BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°		vs T-1	
2020									2020									
	01-ene	25,2	408	6.358.496	15.588	393.295					1944,4	23.758	532.350	22	43.570			
	31-dic	15,8	396	6.136.771	15.494	244.033	-38%				945,5	22.130	513.634	23	21.945	-50%		
2021									2021									
	01-ene	22,0	398	6.169.737	15.519	340.642	40%	18,1			1560,4	22.233	516.126	23	36.224	65%	14,2	
	Actual	28,7	479	7.599.606	15.871	455.335	87%	16,7			2152,0	27.347	648.848	24	51.060	133%	12,7	
2022									2022									
	01-ene	26,3	398	6.169.737	15.519	408.771	20%	15,1			1906,1	22.233	516.126	23	44.248	22%	11,7	
	Actual	30,8	479	7.599.606	15.871	488.823	7%	15,5			2410,7	27.347	648.848	24	57.199	12%	11,3	
2023									2023									
	01-ene	28,7	398	6.169.737	15.519	445.240	9%	13,9			2100,0	22.233	516.126	23	48.750	10%	10,6	
	Actual	33,5	479	7.599.606	15.871	531.515	9%	14,3			2613,7	27.347	648.848	24	62.015	8%	10,5	
Stoxx Europe 600								PER fwd	DAX							PER fwd		
		BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1				BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°		vs T-1	
2020									2020									
	01-ene	25,9	420	11.307.109	26.938	697.973					851,1	13.337	1.239.998	93	79.131			
	31-dic	17,0	396	10.889.310	27.500	468.044	-33%				681,9	13.587	1.237.903	91	62.126	-21%		
2021									2021									
	01-ene	22,5	399	10.980.811	27.519	618.347	32%	17,8			865,6	13.719	1.249.679	91	78.846	27%	15,8	
	Actual	29,4	488	13.593.898	27.868	820.148	75%	16,6			1078,1	15.885	1.702.131	107	115.521	86%	14,7	
2022									2022									
	01-ene	26,4	399	10.980.811	27.519	726.495	17%	15,1			1001,0	13.719	1.249.679	91	91.179	16%	13,7	
	Actual	31,0	488	13.593.898	27.868	863.901	5%	15,7			1125,3	15.885	1.702.131	107	120.584	4%	14,1	
2023									2023									
	01-ene	28,8	399	10.980.811	27.519	791.423	9%	13,9			1082,9	13.719	1.249.679	91	98.647	8%	12,7	
	Actual	33,4	488	13.593.898	27.868	930.053	8%	14,6			1228,5	15.885	1.702.131	107	131.637	9%	12,9	
MSCI ACWI								PER fwd								PER fwd		
		BPA	Cotización	Mkt Cap	Pto	B°	vs T-1											
2020																		
	01-ene	31,9	567	69.078.194	121.865	3.889.944												
	31-dic	26,4	637	79.695.408	125.020	3.296.784	-15%											
2021																		
	01-ene	31,9	646	80.857.893	125.109	3.992.226	21%	20,3										
	Actual	39,7	755	93.196.824	123.467	4.902.887	49%	19,0										
2022																		
	01-ene	37,4	646	80.857.893	125.109	4.675.320	17%	17,3										
	Actual	42,4	755	93.196.824	123.467	5.231.310	7%	17,8										
2023																		
	01-ene	39,5	646	80.857.893	125.109	4.939.300	6%	16,4										
	Actual	46,0	755	93.196.824	123.467	5.673.323	8%	16,4										

Crecimiento esperado del total del beneficio en diferentes fechas

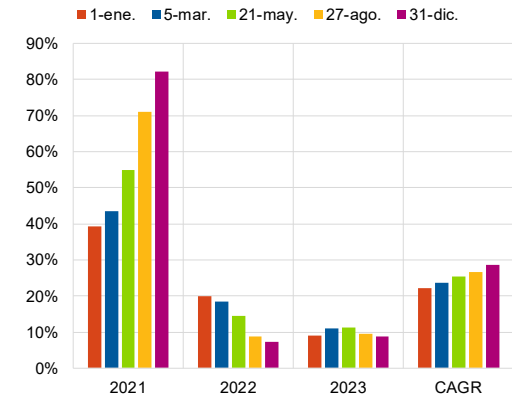
S&P 500	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	17,5%	17,2%	11,1%	15,2%
5-mar.	24,0%	15,2%	11,3%	16,7%
21-may.	34,7%	11,9%	10,5%	18,6%
27-ago.	45,5%	9,1%	9,7%	20,3%
31-dic.	50,2%	8,2%	9,6%	21,2%



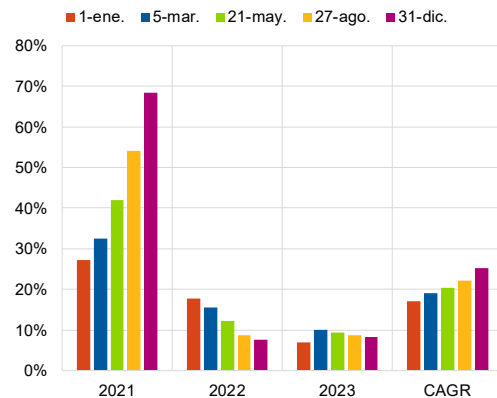
Nasdaq 100	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	9,1%	16,2%	14,9%	13,4%
5-mar.	17,4%	13,7%	13,0%	14,7%
21-may.	25,6%	12,5%	12,3%	16,7%
27-ago.	33,9%	12,0%	11,6%	18,7%
31-dic.	37,6%	9,3%	13,0%	19,3%



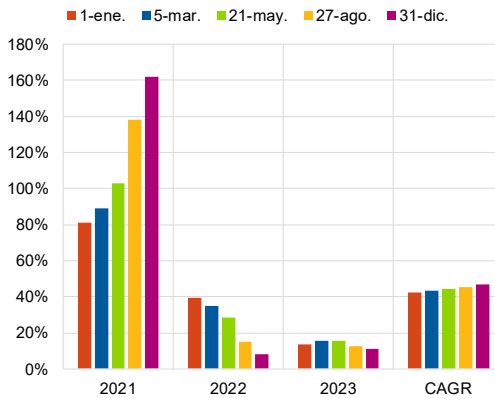
Euro Stoxx	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	39,4%	20,0%	8,9%	22,1%
5-mar.	43,6%	18,5%	11,1%	23,7%
21-may.	54,9%	14,4%	11,1%	25,3%
27-ago.	71,0%	8,9%	9,4%	26,8%
31-dic.	82,2%	7,4%	8,7%	28,6%



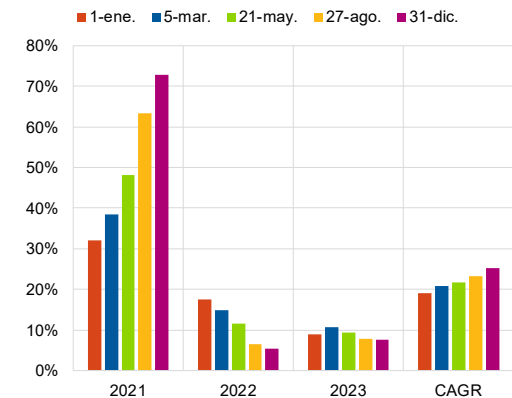
Euro Stoxx 50	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	27,3%	17,6%	6,9%	17,0%
5-mar.	32,5%	15,6%	9,9%	19,0%
21-may.	42,0%	12,3%	9,4%	20,4%
27-ago.	54,2%	8,7%	8,8%	22,2%
31-dic.	68,5%	7,6%	8,3%	25,2%



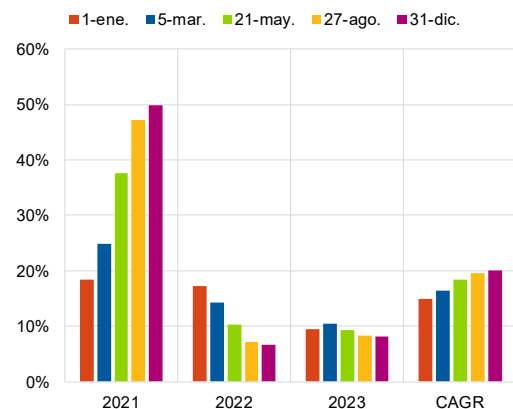
Ibex 35	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	81,2%	39,6%	13,7%	42,2%
5-mar.	89,1%	34,7%	15,6%	43,3%
21-may.	102,9%	28,3%	15,7%	44,4%
27-ago.	138,2%	14,8%	12,6%	45,5%
31-dic.	162,0%	8,4%	11,3%	46,7%



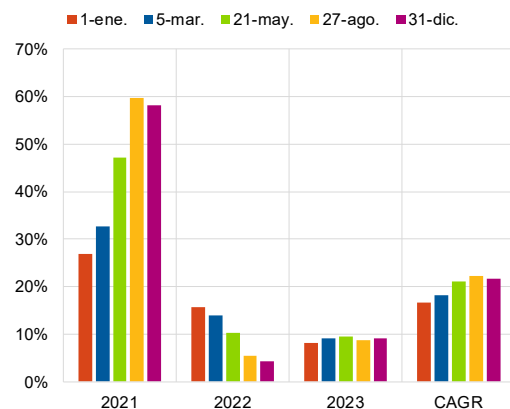
Stoxx Europe 600	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	32,0%	17,5%	8,9%	19,1%
5-mar.	38,4%	14,9%	10,8%	20,8%
21-may.	48,1%	11,5%	9,4%	21,8%
27-ago.	63,5%	6,5%	7,8%	23,3%
31-dic.	72,9%	5,3%	7,7%	25,2%



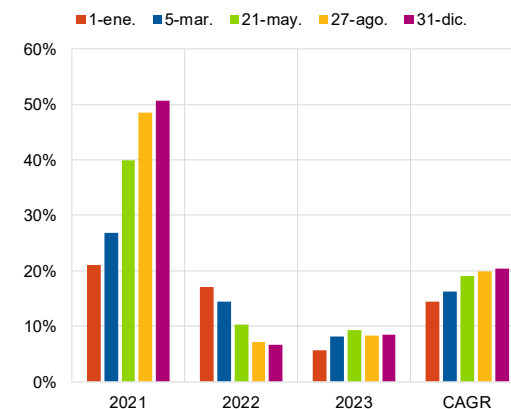
MSCI World	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	18,4%	17,3%	9,5%	15,0%
5-mar.	24,9%	14,3%	10,5%	16,4%
21-may.	37,6%	10,3%	9,3%	18,4%
27-ago.	47,1%	7,1%	8,4%	19,5%
31-dic.	49,9%	6,7%	8,2%	20,0%



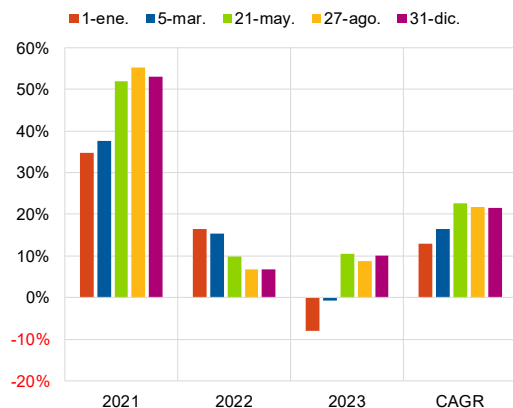
DAX	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	26,9%	15,6%	8,2%	16,7%
5-mar.	32,7%	14,0%	9,2%	18,2%
21-may.	47,1%	10,2%	9,5%	21,1%
27-ago.	59,6%	5,5%	8,7%	22,3%
31-dic.	58,1%	4,4%	9,2%	21,7%



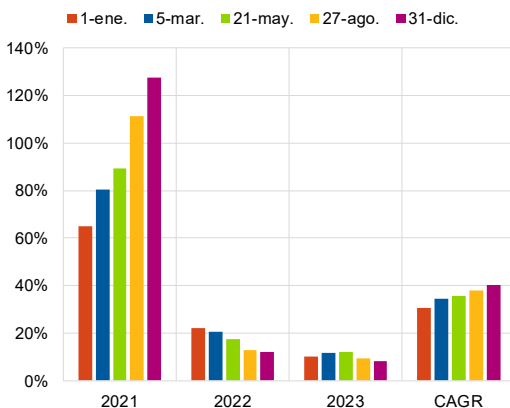
MSCI ACWI	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	21,0%	17,1%	5,6%	14,4%
5-mar.	26,9%	14,5%	8,1%	16,2%
21-may.	39,9%	10,2%	9,3%	19,0%
27-ago.	48,5%	7,1%	8,3%	19,9%
31-dic.	50,6%	6,7%	8,4%	20,3%



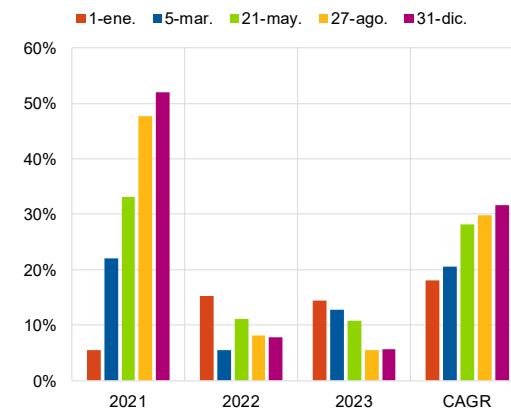
MSCI EM	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	34,7%	16,5%	-8,0%	13,0%
5-mar.	37,6%	15,3%	-0,7%	16,4%
21-may.	52,0%	9,9%	10,4%	22,7%
27-ago.	55,2%	6,8%	8,8%	21,7%
31-dic.	53,0%	6,7%	10,0%	21,6%



MIB	2021	2022	2023	CAGR
1-ene.	65,0%	22,2%	10,2%	30,5%
5-mar.	80,5%	20,8%	11,7%	34,5%
21-may.	89,4%	17,4%	12,1%	35,6%
27-ago.	111,4%	13,1%	9,6%	37,9%
31-dic.	127,6%	12,0%	8,4%	40,3%

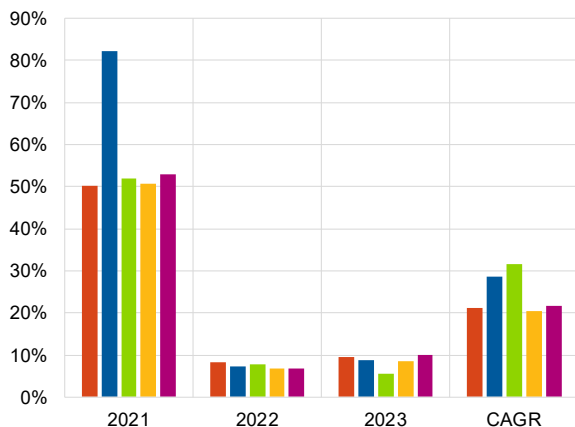


Nikkei 225	2021	2022	2023	TAE
1-ene.	5,6%	15,3%	14,5%	18,0%
5-mar.	22,1%	5,5%	12,8%	20,5%
21-may.	33,1%	11,2%	10,9%	28,1%
27-ago.	47,6%	8,2%	5,5%	29,8%
31-dic.	52,0%	7,9%	5,7%	31,6%

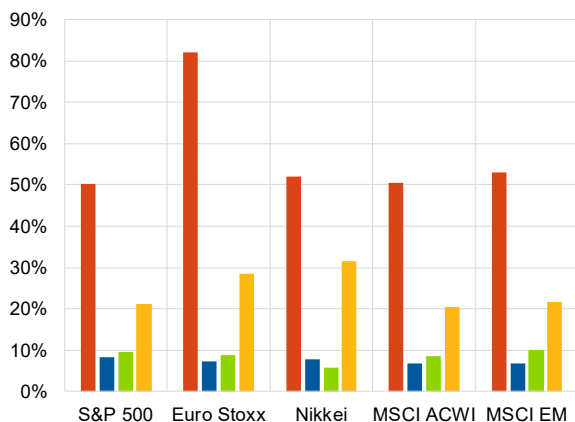


Índice	2021	2022	2023	CAGR
S&P 500	50,2%	8,2%	9,6%	21,2%
Euro Stoxx	82,2%	7,4%	8,7%	28,6%
Nikkei	52,0%	7,9%	5,7%	31,6%
MSCI ACWI	50,6%	6,7%	8,4%	20,3%
MSCI EM	53,0%	6,7%	10,0%	21,6%

■ S&P 500 ■ Euro Stoxx ■ Nikkei ■ MSCI ACWI ■ MSCI EM

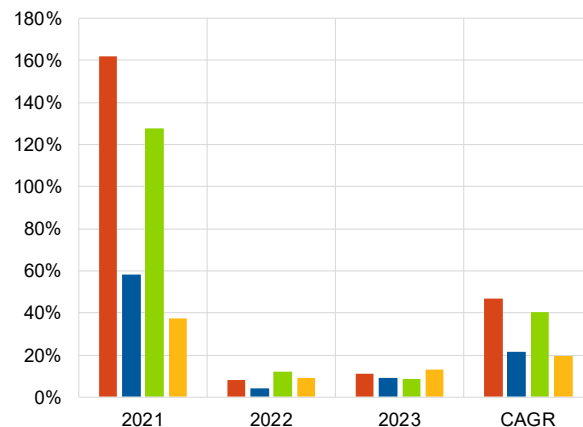


■ 2021 ■ 2022 ■ 2023 ■ CAGR

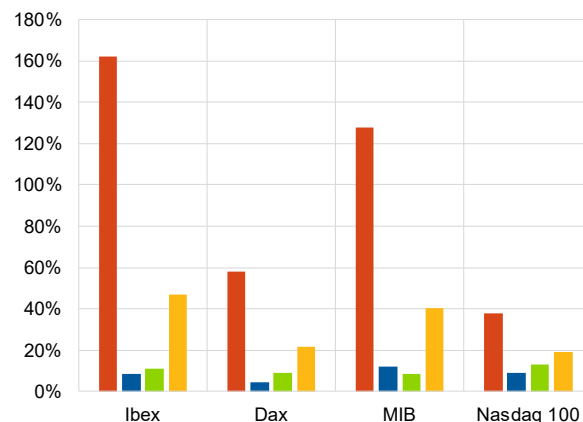


Índice	2021	2022	2023	CAGR
Ibex	162,0%	8,4%	11,3%	46,7%
Dax	58,1%	4,4%	9,2%	21,7%
MIB	127,6%	12,0%	8,4%	40,3%
Nasdaq 100	37,6%	9,3%	13,0%	19,3%

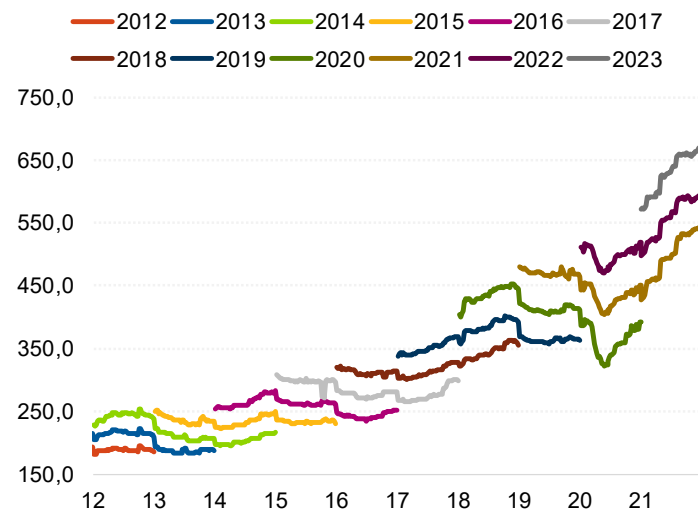
■ Ibex ■ Dax ■ MIB ■ Nasdaq 100



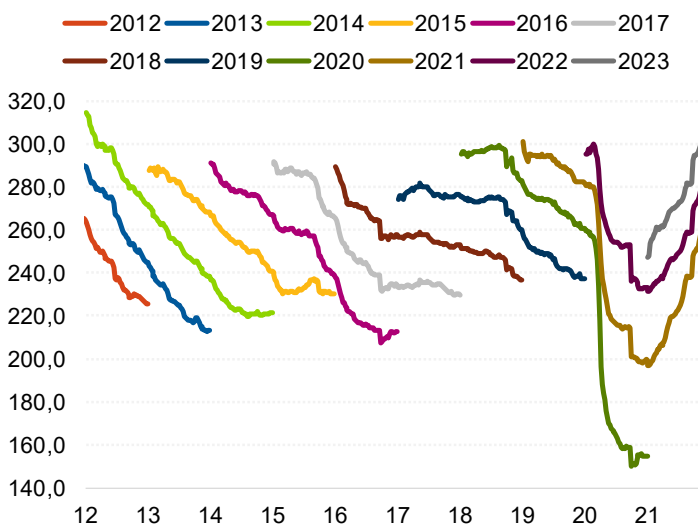
■ 2021 ■ 2022 ■ 2023 ■ CAGR



Nasdaq 100



Euro Stoxx 50



En 2022 el crecimiento del BPA se debería normalizar hacia tasas del 6%-8%.

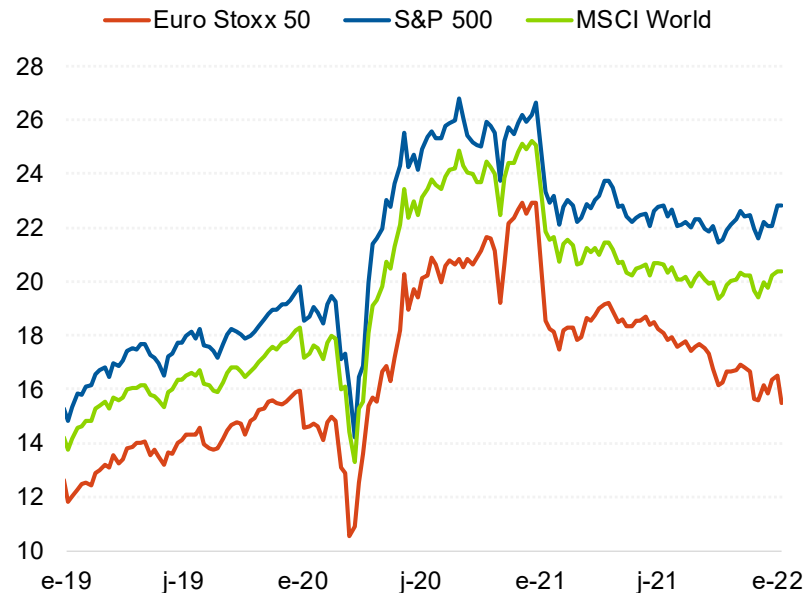
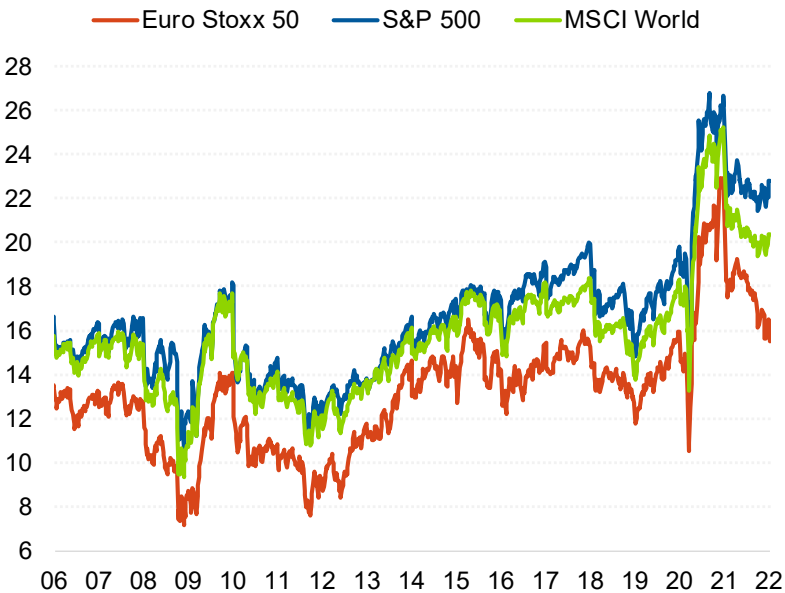
Crecimiento del BPA

	2021	2022	2023	CAGR
MSCI ACWI	49,4%	6,2%	8,4%	19,8%
MSCI World	49,8%	6,3%	8,1%	19,9%
MSCI EM	45,5%	5,8%	10,1%	19,2%
S&P 500	51,1%	7,4%	9,6%	21,1%
Nasdaq 100	38,1%	9,0%	12,9%	19,3%
Euro Stoxx 50	68,9%	8,0%	8,2%	25,4%
Ibex 35	167,7%	6,0%	11,3%	46,7%
Nikkei 225	51,2%	7,8%	5,6%	31,2%

2022 arranca con ratios PER por debajo de los de hace un año pero por encima de la media de los últimos años.

PER Forward 1 año (actual y en diversas fechas y frente a la media desde 2005)

Actual	PER	Media	vs Media	25/12/2020	PER	Media	vs Media	15/02/2020	PER	Media	vs Media	13/03/2020	PER	Media	vs Media
MSCI ACWI	19,0	15,1	25%	MSCI ACWI	24,2	14,9	62%	MSCI ACWI	17,3	14,5	19%	MSCI ACWI	13,9	14,5	-4%
MSCI World	20,4	15,7	30%	MSCI World	25,1	15,4	63%	MSCI World	18,0	15,0	20%	MSCI World	14,4	15,0	-4%
MSCI EM	12,4	11,8	5%	MSCI EM	19,4	11,7	66%	MSCI EM	13,2	11,4	16%	MSCI EM	11,3	11,4	-1%
S&P 500	22,8	16,6	38%	S&P 500	26,6	16,2	64%	S&P 500	19,5	15,8	23%	S&P 500	16,1	15,8	2%
Euro Stoxx	16,7	14,0	19%	Euro Stoxx	25,2	13,7	83%	Euro Stoxx	15,5	13,3	17%	Euro Stoxx	11,0	13,3	-18%
Nikkei 225	17,4	19,6	-11%	Nikkei 225	24,4	19,6	25%	Nikkei 225	18,6	19,5	-5%	Nikkei 225	14,0	19,4	-28%
Nasdaq 100	30,2	20,7	46%	Nasdaq 100	32,4	20,2	61%	Nasdaq 100	24,5	19,6	25%	Nasdaq 100	20,8	19,6	6%
Euro Stoxx 50	15,5	13,2	17%	Euro Stoxx 50	22,9	12,9	78%	Euro Stoxx 50	14,9	12,6	19%	Euro Stoxx 50	10,5	12,6	-16%
Ibex 35	13,3	13,3	0%	Ibex 35	34,4	13,0	163%	Ibex 35	13,0	12,4	5%	Ibex 35	9,1	12,4	-26%
Stoxx Europe	16,6	14,0	19%	Stoxx Europe	23,3	13,8	69%	Stoxx Europe	15,6	13,4	17%	Stoxx Europe	11,5	13,4	-14%
DAX	14,4	13,1	10%	DAX	19,9	13,0	54%	DAX	14,9	12,7	17%	DAX	10,3	12,7	-19%
MIB	12,4	13,1	-5%	MIB	23,4	13,1	79%	MIB	12,4	12,7	-3%	MIB	8,4	12,7	-34%



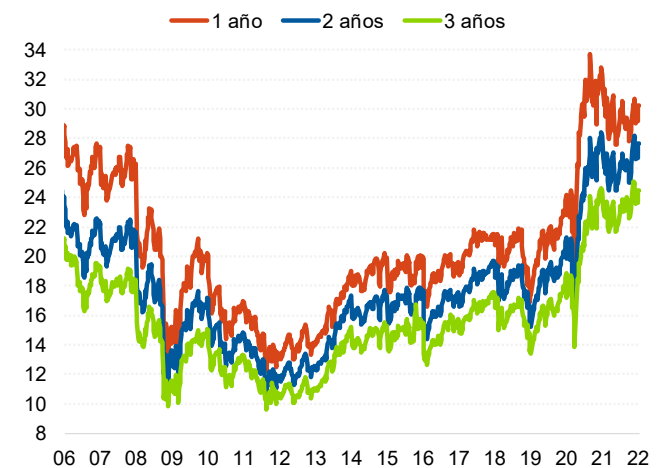
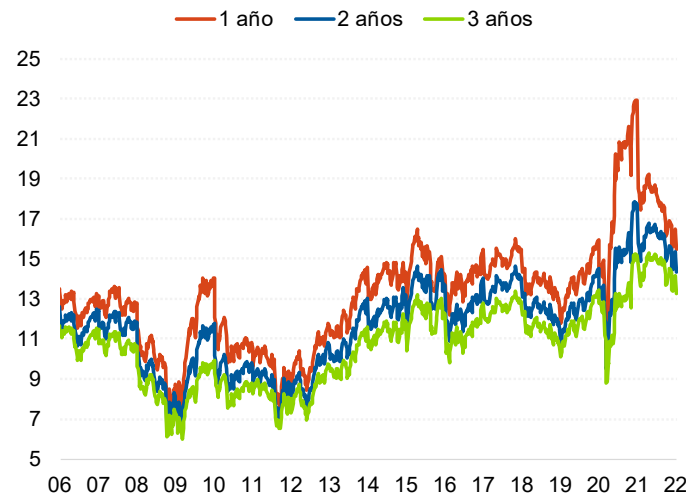
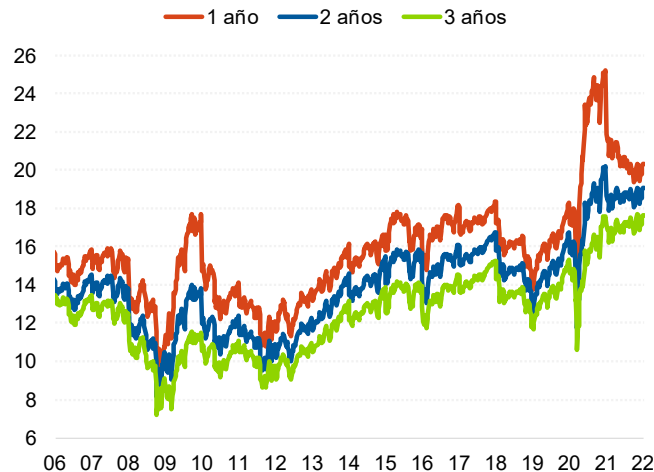
Las únicas excepciones son el Ibex (13,3x vs 13,3 de media), MIB (12,4 vs 13,1x) y Nikkei (17,4 vs 19,6).

Actual Índice	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
MSCI ACWI	19,0	17,8	16,4	15,1	13,4	12,1	25%	33%	36%
MSCI World	20,4	19,1	17,6	15,7	13,9	12,5	30%	37%	41%
MSCI EM	12,4	11,7	10,6	11,8	10,3	9,3	5%	13%	14%
S&P 500	22,8	21,1	19,2	16,6	14,6	13,1	38%	44%	47%
Euro Stoxx	16,7	15,5	14,3	14,0	12,2	11,0	19%	27%	30%
Nikkei 225	17,4	16,1	15,2	19,6	16,0	14,1	-11%	1%	8%
Nasdaq 100	30,2	27,7	24,5	20,7	17,8	15,6	46%	55%	57%
Euro Stoxx 50	15,5	14,3	13,3	13,2	11,7	10,7	17%	22%	24%
Ibex 35	13,3	12,4	11,1	13,3	11,3	10,1	0%	10%	11%
Stoxx Europe 600	16,6	15,7	14,6	14,0	12,4	11,3	19%	27%	29%
DAX	14,4	13,8	12,7	13,1	11,5	10,5	10%	19%	21%
MIB	12,4	11,0	10,2	13,1	10,9	9,6	-5%	1%	6%

MSCI WORLD

Eurostoxx

Nasdaq



El Nasdaq sigue siendo el índice más caro (PER 30,2x vs 20,7x de media pero 31,0x de hace un año).

Actual	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
Índice									
MSCI ACWI	19,0	17,8	16,4	15,1	13,4	12,1	25%	33%	36%
MSCI World	20,4	19,1	17,6	15,7	13,9	12,5	30%	37%	41%
MSCI EM	12,4	11,7	10,6	11,8	10,3	9,3	5%	13%	14%
S&P 500	22,8	21,1	19,2	16,6	14,6	13,1	38%	44%	47%
Euro Stoxx	16,7	15,5	14,3	14,0	12,2	11,0	19%	27%	30%
Nikkei 225	17,4	16,1	15,2	19,6	16,0	14,1	-11%	1%	8%
Nasdaq 100	30,2	27,7	24,5	20,7	17,8	15,6	46%	55%	57%
Euro Stoxx 50	15,5	14,3	13,3	13,2	11,7	10,7	17%	22%	24%
Ibex 35	13,3	12,4	11,1	13,3	11,3	10,1	0%	10%	11%
Stoxx Europe 600	16,6	15,7	14,6	14,0	12,4	11,3	19%	27%	29%
DAX	14,4	13,8	12,7	13,1	11,5	10,5	10%	19%	21%
MIB	12,4	11,0	10,2	13,1	10,9	9,6	-5%	1%	6%

13-mar.-20	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
Índice									
MSCI ACWI	13,9	12,4	11,4	14,5	12,9	11,7	-4%	-4%	-2%
MSCI World	14,4	12,9	11,7	15,0	13,4	12,1	-4%	-4%	-3%
MSCI EM	11,3	9,8	9,5	11,4	10,0	9,0	-1%	-2%	6%
S&P 500	16,1	14,3	12,8	15,8	14,0	12,5	2%	2%	2%
Euro Stoxx	11,0	9,9	9,1	13,3	11,8	10,7	-18%	-16%	-14%
Nikkei 225	14,0	12,2	11,1	19,4	15,7	13,8	-28%	-22%	-20%
Nasdaq 100	20,8	17,9	15,7	19,6	16,9	14,8	6%	5%	6%
Euro Stoxx 50	10,5	9,5	8,8	12,6	11,3	10,3	-16%	-16%	-15%
Ibex 35	9,1	8,4	7,9	12,4	10,9	9,9	-26%	-23%	-20%
Stoxx Europe 600	11,5	10,4	9,7	13,4	12,1	11,0	-14%	-14%	-12%
DAX	10,3	9,1	8,3	12,7	11,3	10,3	-19%	-19%	-19%
MIB	8,4	7,7	7,1	12,7	10,7	9,5	-34%	-29%	-26%

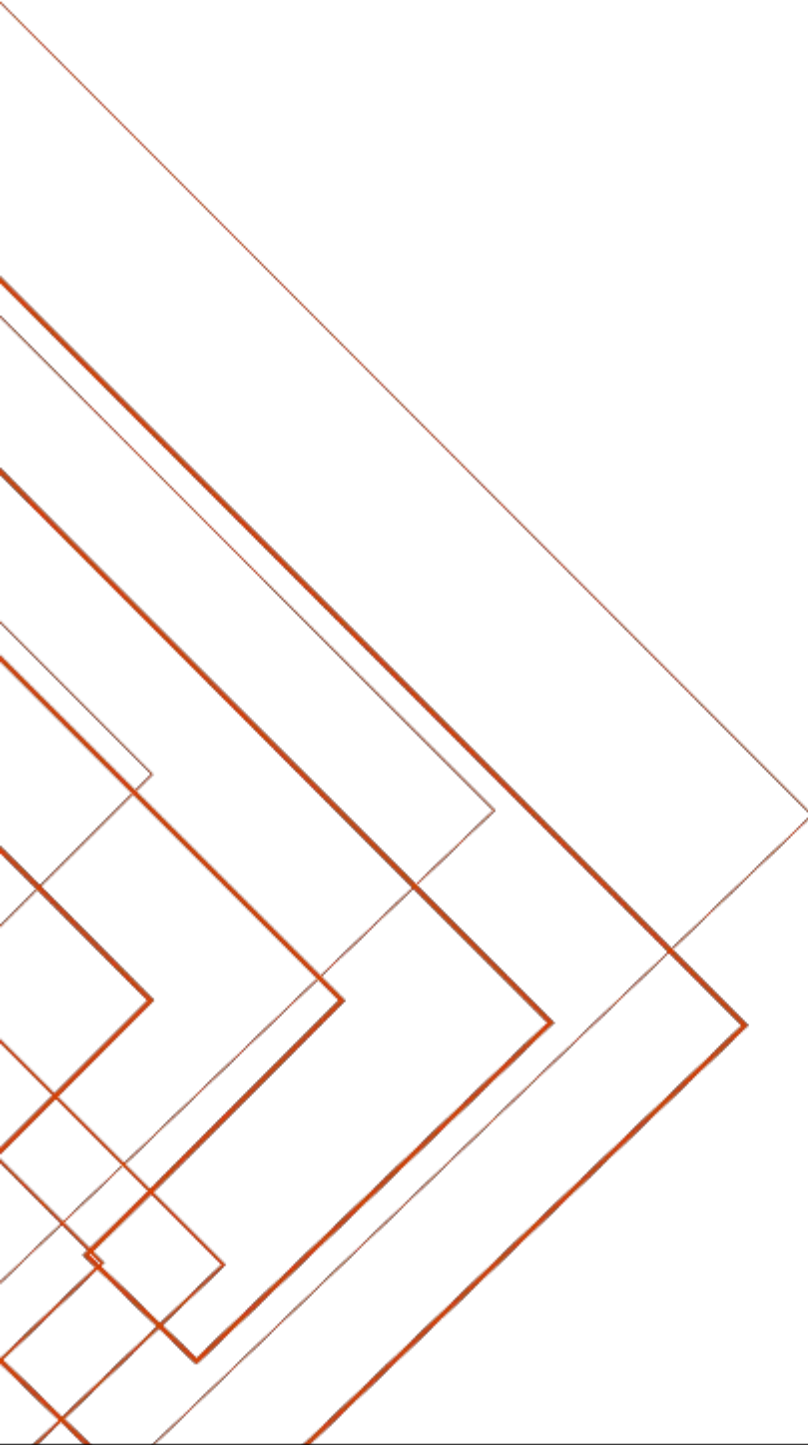
21-nov.-08	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
Índice									
MSCI ACWI	9,1	8,4	7,4	13,7	12,3	11,4	-34%	-32%	-35%
MSCI World	9,3	8,6	7,6	14,4	13,0	12,0	-35%	-34%	-37%
MSCI EM	6,9	6,8	5,8	9,3	8,0	7,5	-26%	-15%	-23%
S&P 500	10,6	9,3	7,9	15,3	13,5	12,3	-31%	-32%	-36%
Euro Stoxx	7,3	7,1	6,4	12,7	11,5	10,6	-43%	-39%	-39%
Nikkei 225	13,0	11,6	10,2	19,2	16,6	14,0	-32%	-30%	-27%
Nasdaq 100	13,1	11,5	9,9	24,6	20,3	17,6	-47%	-44%	-44%
Euro Stoxx 50	7,2	6,8	6,3	12,1	11,1	10,2	-41%	-38%	-39%
Ibex 35	6,3	6,5	6,0	12,2	11,1	10,0	-48%	-41%	-40%
Stoxx Europe 600	7,7	7,3	6,6	12,2	11,3	10,7	-37%	-36%	-38%
DAX	8,9	7,6	6,7	12,7	11,3	10,4	-30%	-33%	-35%
MIB	6,7	6,8	6,4	12,1	11,0	10,2	-44%	-38%	-37%

15-feb.-20	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
Índice									
MSCI ACWI	17,3	15,5	14,5	14,5	12,9	11,7	19%	21%	24%
MSCI World	18,0	16,3	14,9	15,0	13,4	12,1	20%	22%	23%
MSCI EM	13,2	11,6	11,1	11,4	10,0	8,9	16%	16%	24%
S&P 500	19,5	17,5	15,7	15,8	14,0	12,5	23%	25%	25%
Euro Stoxx	15,5	14,1	13,2	13,3	11,8	10,7	17%	20%	24%
Nikkei 225	18,6	16,7	15,4	19,5	15,7	13,8	-5%	6%	12%
Nasdaq 100	24,5	21,2	18,7	19,6	16,9	14,8	25%	25%	26%
Euro Stoxx 50	14,9	13,7	12,9	12,6	11,3	10,3	19%	21%	24%
Ibex 35	13,0	12,3	11,8	12,4	10,9	9,9	5%	12%	20%
Stoxx Europe 600	15,6	14,4	13,4	13,4	12,1	11,0	17%	19%	22%
DAX	14,9	13,3	12,2	12,7	11,3	10,3	17%	18%	19%
MIB	12,4	11,4	10,5	12,7	10,7	9,5	-3%	6%	11%

1-ene.-20	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
Índice									
MSCI ACWI	17,8	16,2	14,7	14,5	12,9	11,7	23%	26%	26%
MSCI World	18,3	16,8	15,3	15,0	13,3	12,1	22%	26%	27%
MSCI EM	14,6	12,8	11,3	11,4	9,9	8,9	28%	29%	27%
S&P 500	19,8	18,0	16,3	15,8	14,0	12,5	26%	29%	31%
Euro Stoxx	16,2	14,8	13,5	13,3	11,8	10,6	22%	25%	27%
Nikkei 225	18,5	17,0	15,6	19,5	15,7	13,8	-5%	8%	13%
Nasdaq 100	24,2	21,3	18,9	19,6	16,9	14,8	23%	26%	27%
Euro Stoxx 50	15,9	14,5	13,4	12,5	11,3	10,3	27%	29%	30%
Ibex 35	13,4	12,4	11,8	12,4	10,9	9,9	8%	14%	20%
Stoxx Europe 600	16,2	15,0	13,8	13,4	12,0	11,0	21%	24%	26%
DAX	15,7	14,1	12,6	12,6	11,2	10,2	24%	25%	23%
MIB	12,2	11,7	10,7	12,7	10,7	9,5	-4%	9%	13%

8-ene.-21	PER forward			Media*			vs Media		
	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años	1 año	2 años	3 años
Índice									
MSCI ACWI	20,9	17,8	16,8	14,9	13,1	11,9	40%	36%	42%
MSCI World	21,9	18,7	17,1	15,4	13,6	12,3	42%	37%	39%
MSCI EM	16,1	13,8	14,6	11,7	10,1	9,1	38%	37%	61%
S&P 500	23,4	20,0	18,1	16,2	14,3	12,8	44%	40%	42%
Euro Stoxx	18,6	15,5	14,2	13,8	12,0	10,8	35%	29%	32%
Nikkei 225	24,5	21,2	18,5	19,6	15,9	13,9	25%	34%	33%
Nasdaq 100	31,0	26,7	23,2	20,2	17,4	15,2	54%	54%	52%
Euro Stoxx 50	18,5	15,8	14,7	12,9	11,5	10,5	44%	37%	40%
Ibex 35	19,5	14,0	12,3	13,1	11,1	9,9	49%	26%	23%
Stoxx Europe 600	18,3	15,6	14,3	13,8	12,2	11,1	32%	27%	28%
DAX	16,2	14,0	12,9	13,0	11,4	10,3	25%	23%	24%
MIB	14,6	12,0	10,9	13,1	10,8	9,5	11%	10%	14%

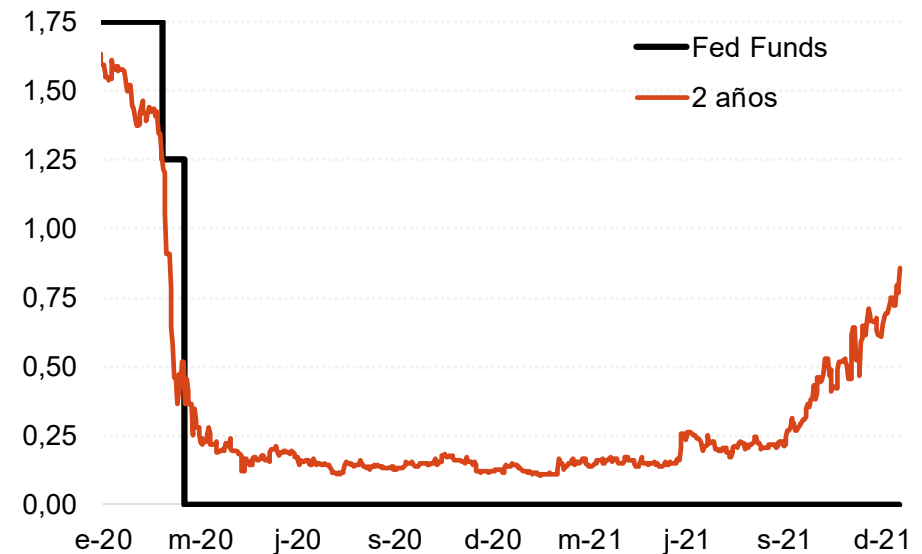
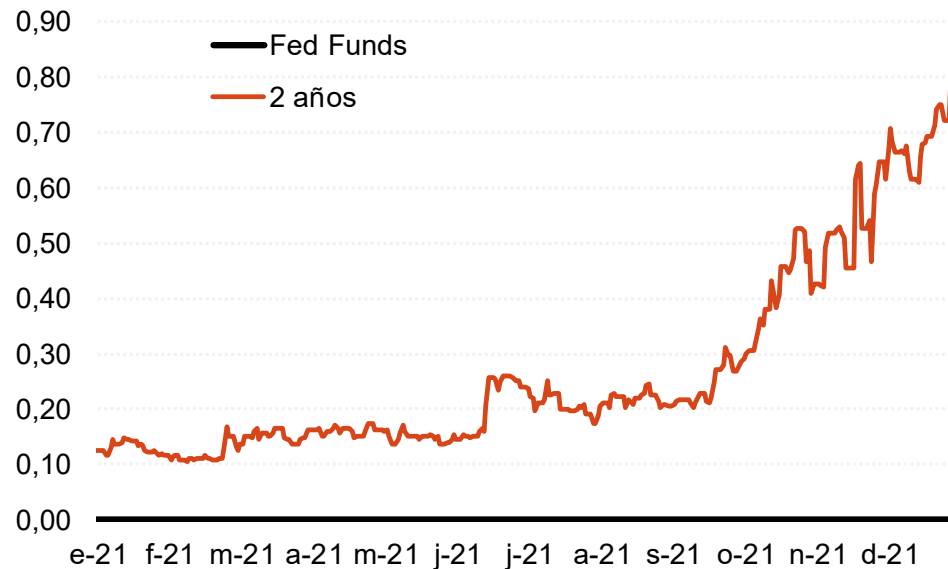
*Media histórica en cada fecha (inicio datos: abril-05). Fuente: Bloomberg



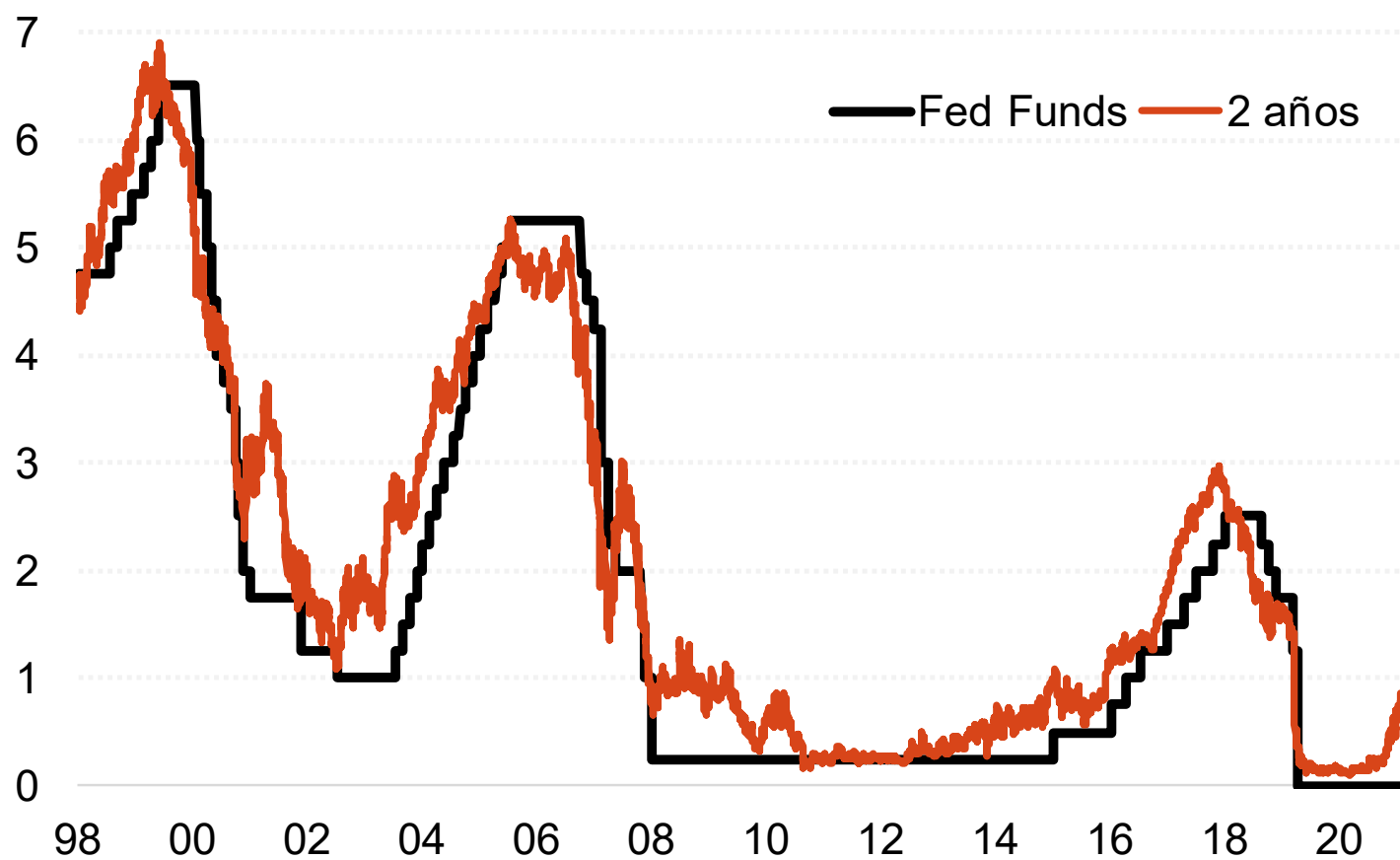
5.2. Renta fija

El 2 años del USD alcanza el 0,86%. Antes de Omicron cotizaba a 0,65% y con el *risk off* cedió hasta el 0,46%.

Evolución del nivel objetivo de los fondos federales y del tipo de interés de la deuda pública de EEUU a 2 años

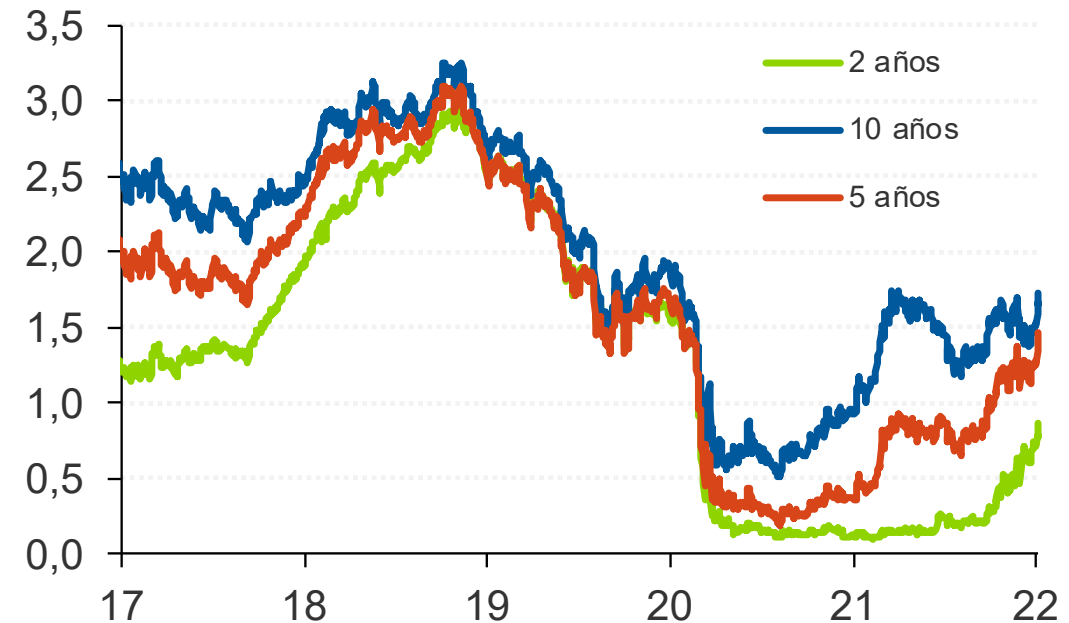
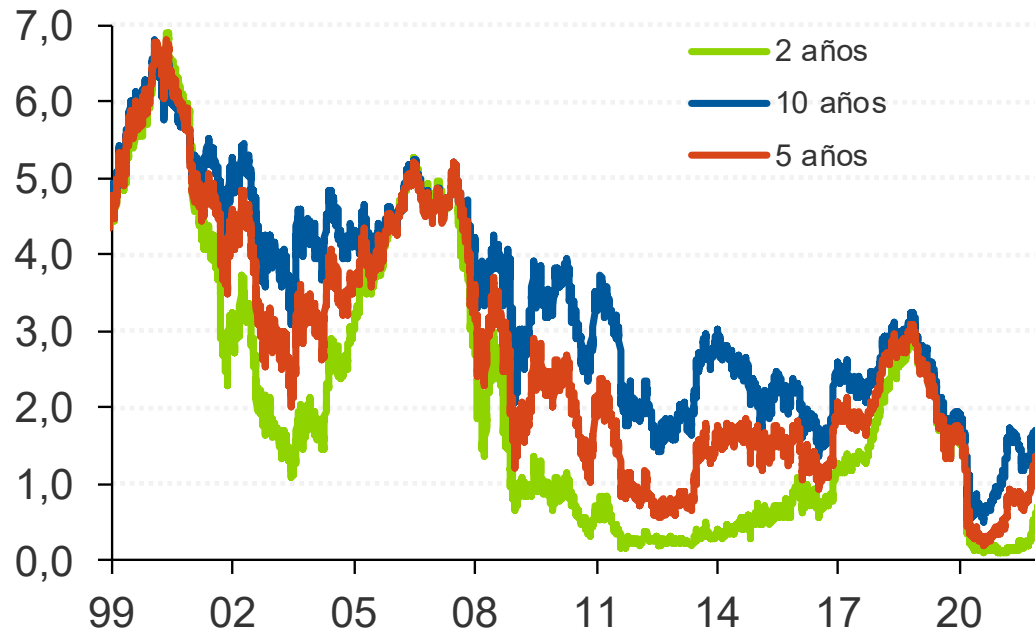


Evolución del nivel objetivo de los fondos federales y del tipo de interés de la deuda pública de EEUU a 2 años



El TNote a 10 años en el 1,74% superando los máximos de mayo y octubre de 2021 (el 6 de diciembre cayó hasta el 1,39%).

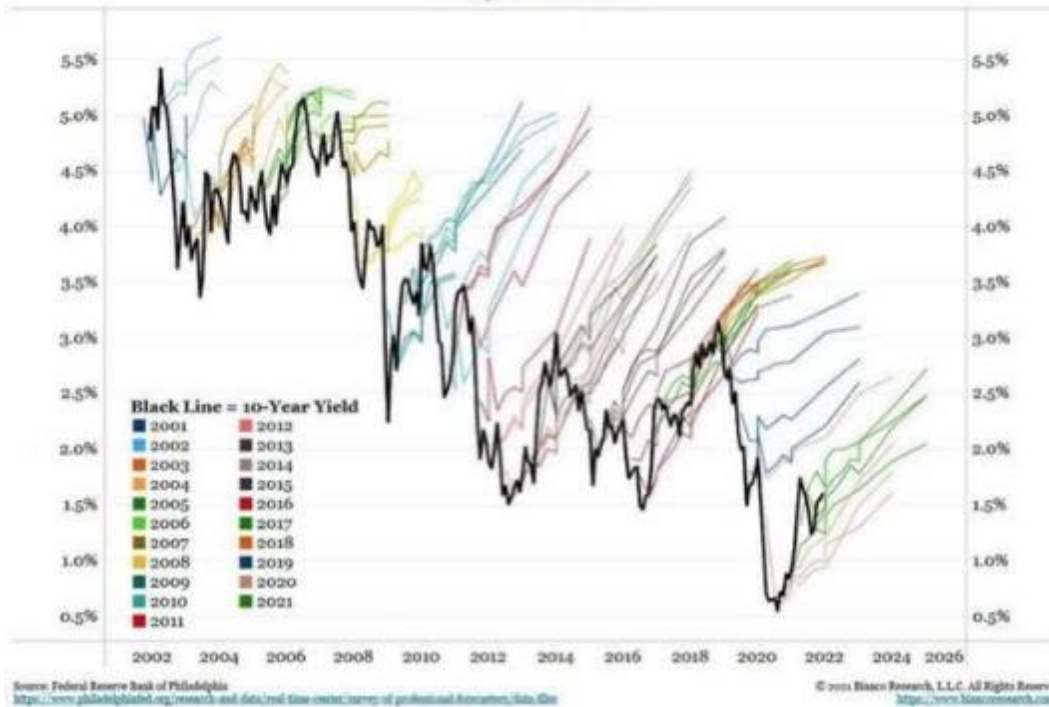
Evolución de los tipos de interés a 2, 5 y 10 años de EEUU



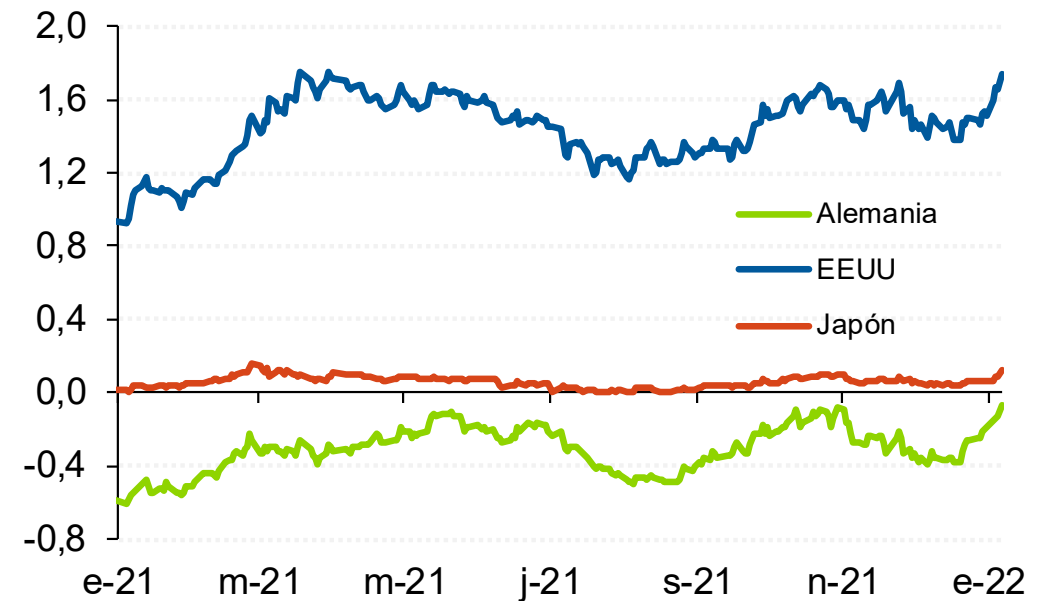
El repunte de tipos ha sido más intenso de lo esperado

Previsiones para la evolución del tipo de interés de la deuda pública de EEUU a 10 años

Survey of Professional Forecasters
10-Year Treasury Yield
Philadelphia Federal Reserve



Evolución de los tipos de interés a 10 años



Ligero aumento de pendiente. En mayo, cuando la TIR del TNote se situó en el 1,65%, la pendiente 2-10 años llegó a 155 pb, cayendo el 4 de agosto hasta 100 pb (actual, 88 pb).

Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de EEUU

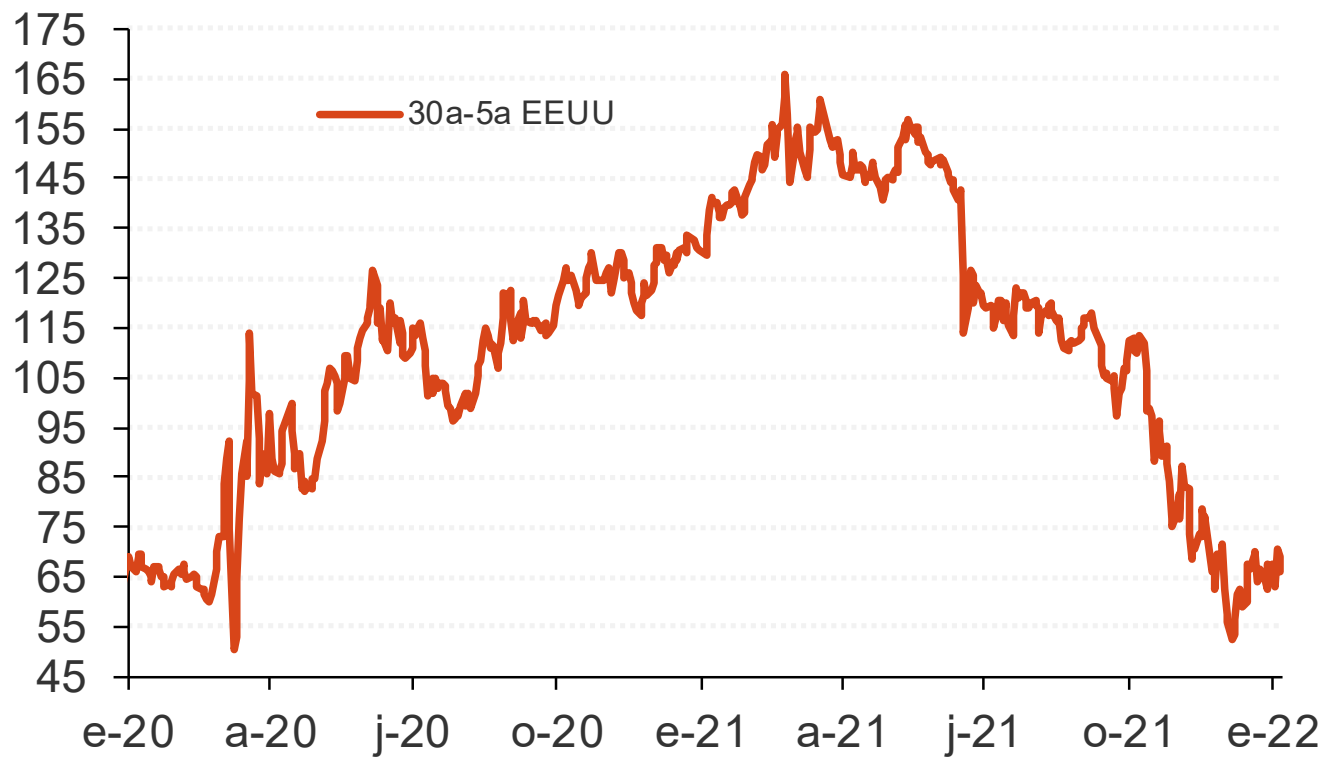
30 – 2 años



10 – 2 años



Evolución de la pendiente 30 – 5 años de la curva de deuda pública de EEUU



Evolución de la TIR del TNOTE 10 años

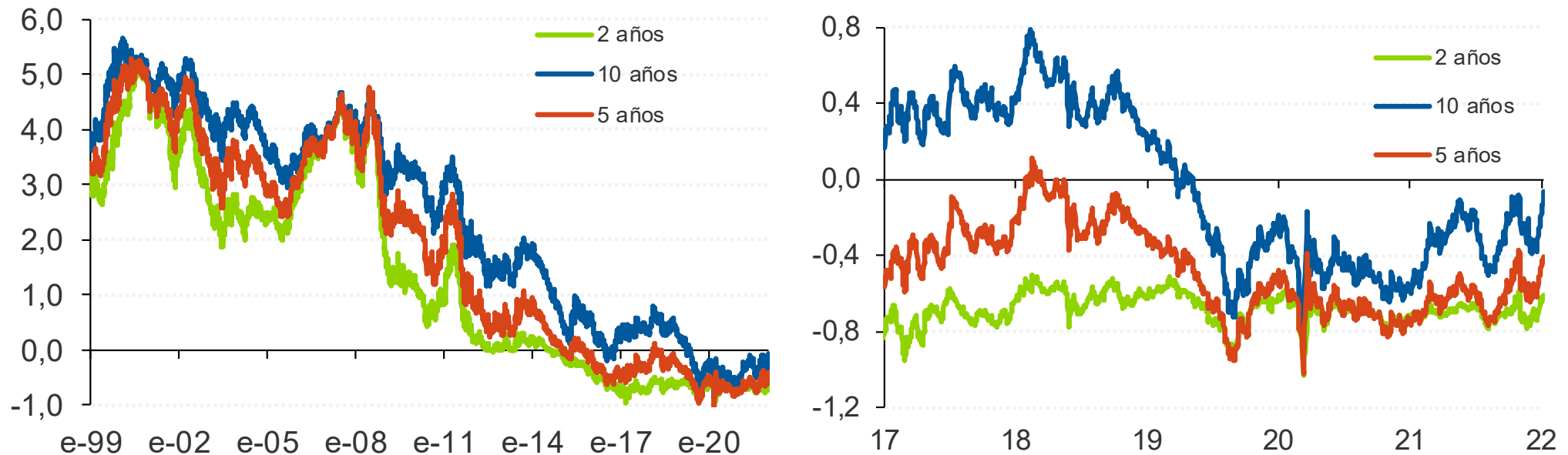


Evolución de la TIR del TBOND 30 años



Bund a 10 años en el -0,06%, lo que también supone zona de máximos (-0,08% el 29 de octubre) después de tocar -0,39% el 6 de diciembre y -0,50% el 5 de agosto.

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Alemania

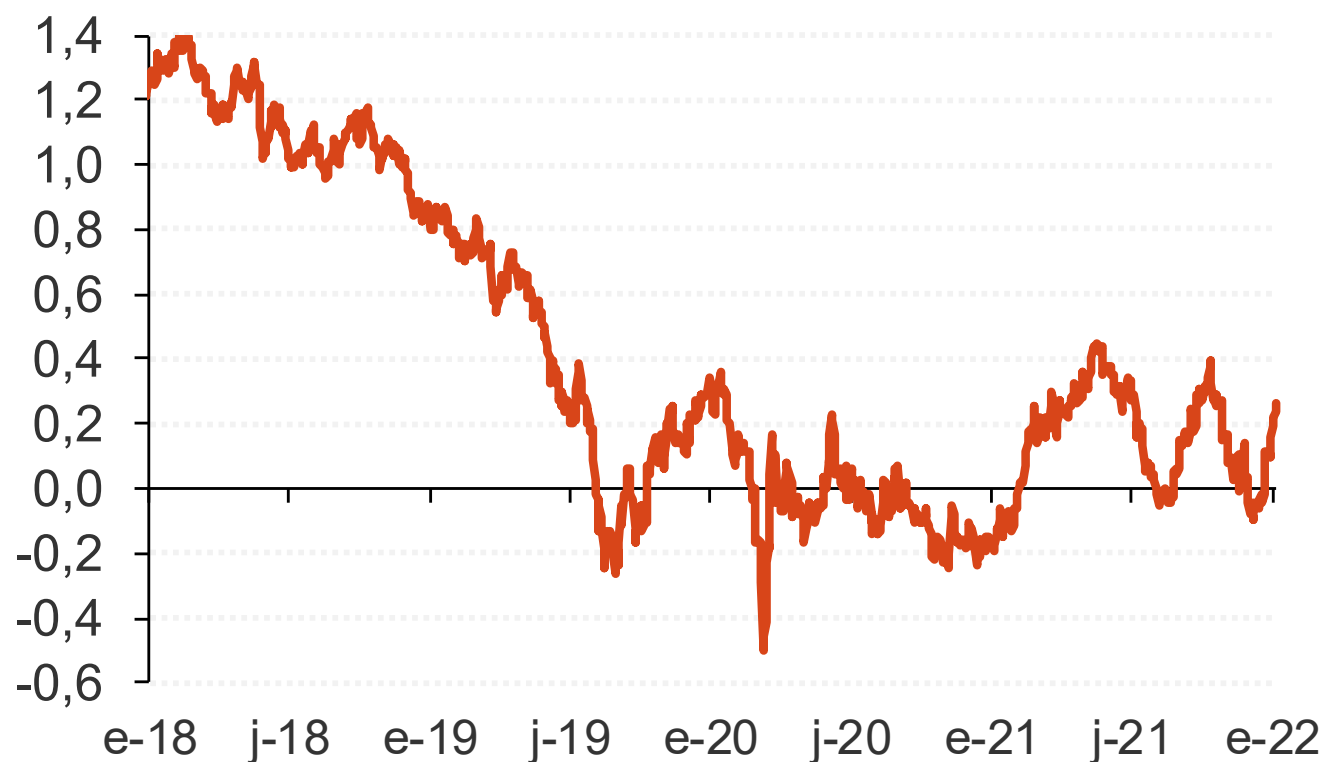


2, 5, 10 y 30 años de Alemania en 2021: +8 pb, +12 pb +21 pb y +33 pb

2, 5, 10 y 30 años de EEUU en 2021: +62 pb, +91 pb +60 pb y +26 pb

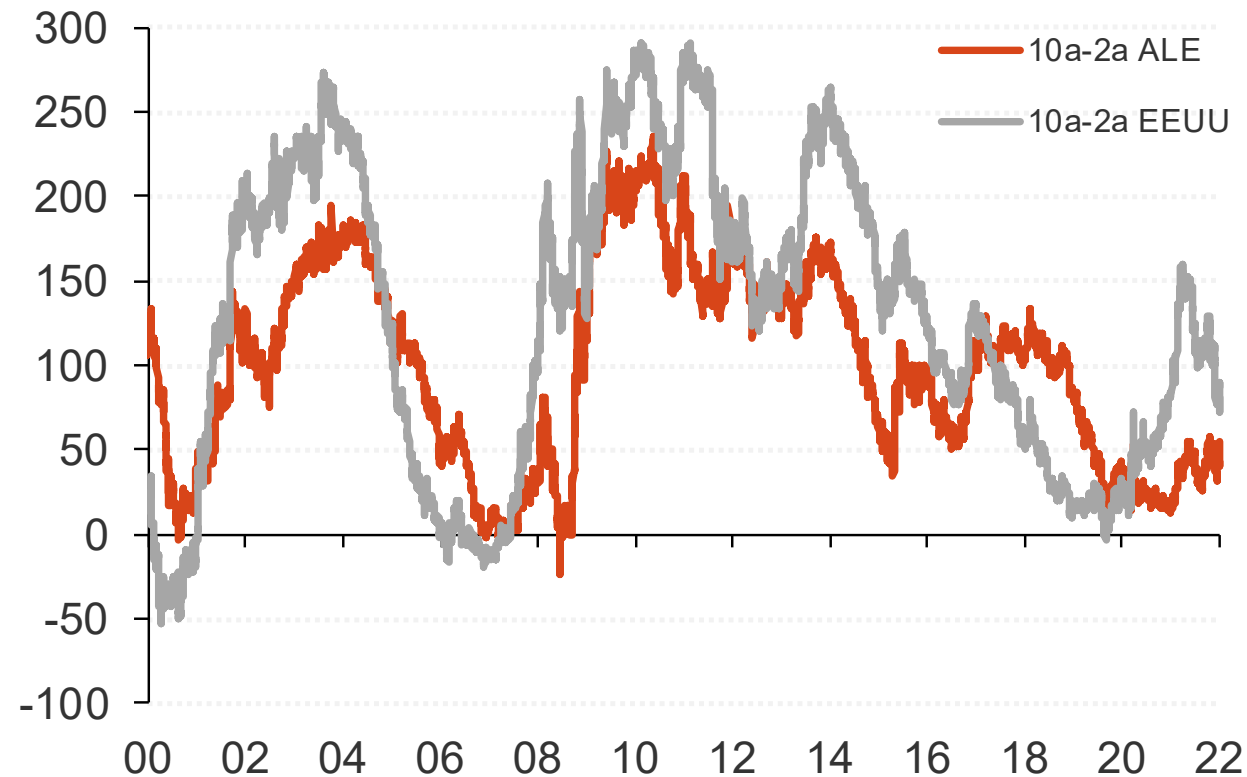
La TIR del 30 años repunta hasta el 0,26% (llegó a cotizar en el -0,05% el 18 de agosto) vs 0,45% de mediados de mayo.

Evolución de la TIR del Bund 30 años

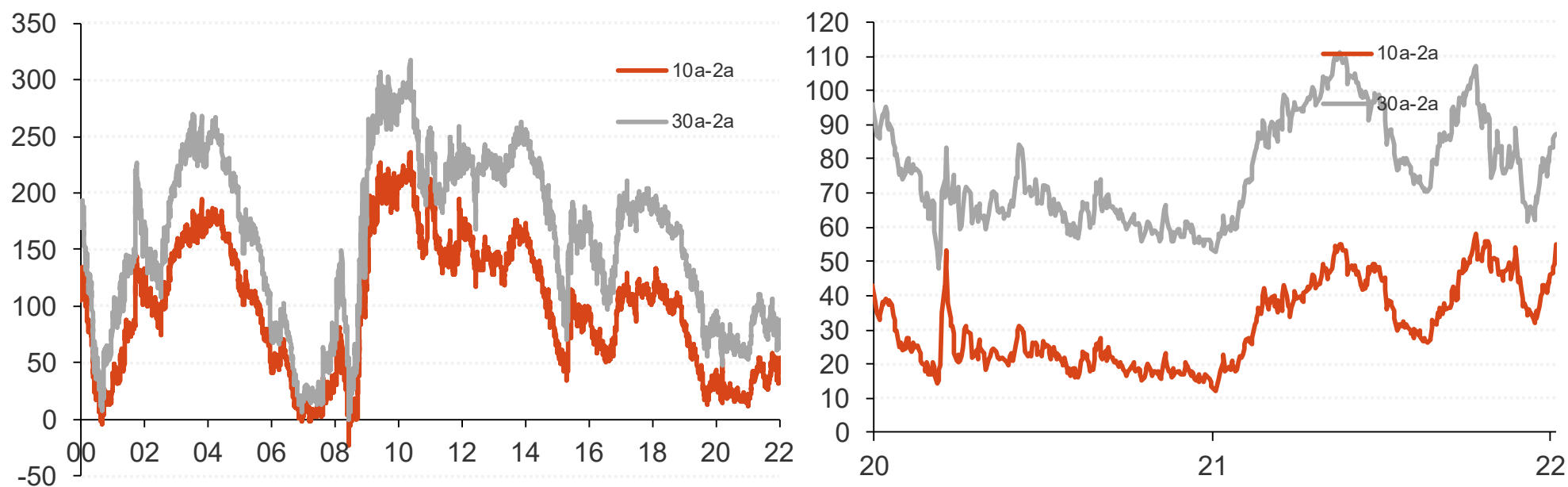


Reducción, por tanto, de la pendiente, mucho antes de que los bancos centrales comiencen a subir tipos.

Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de Alemania y EEUU

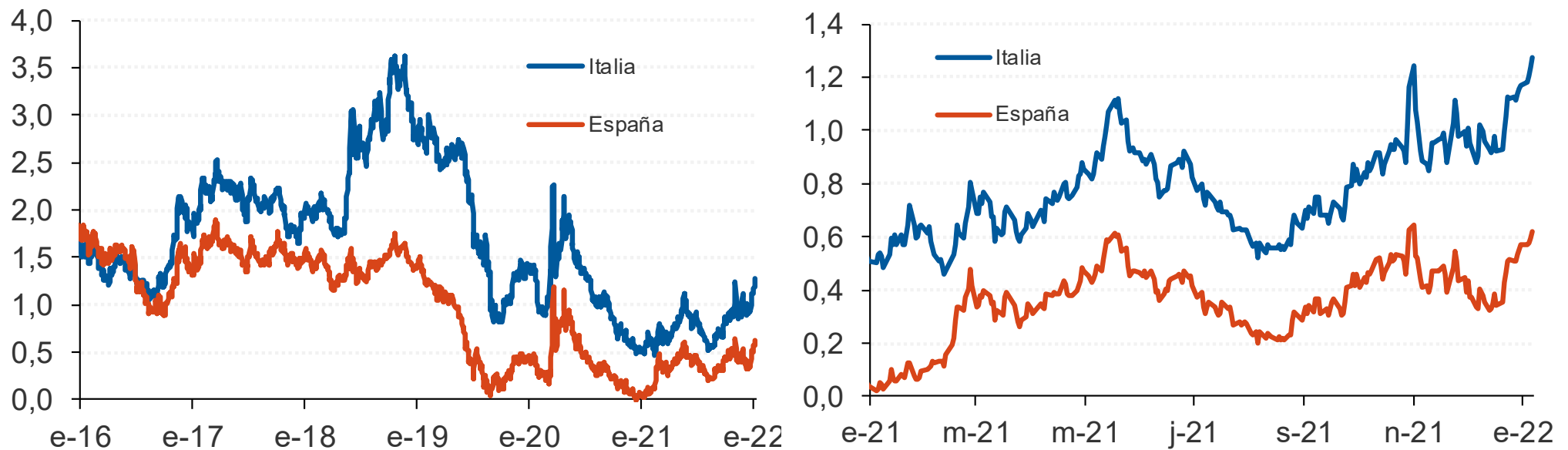


Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de Alemania



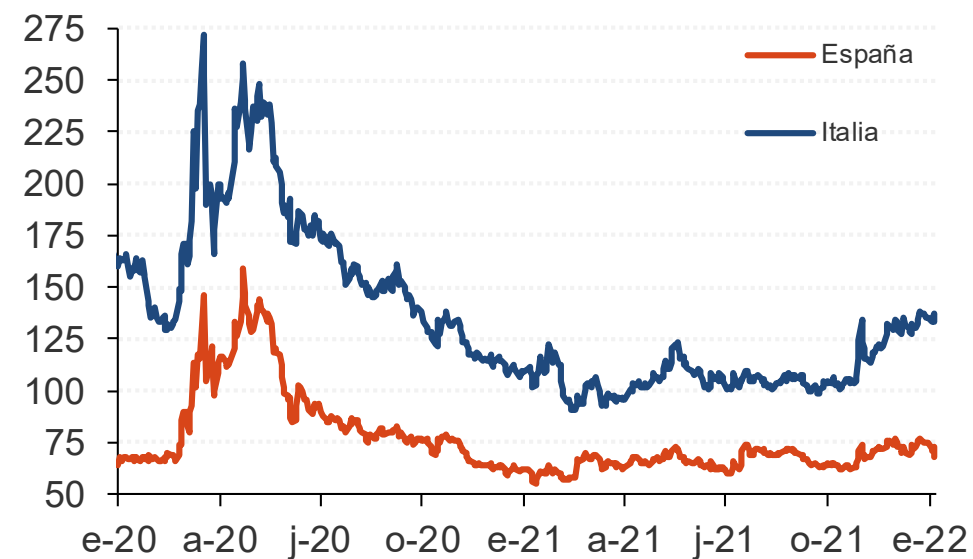
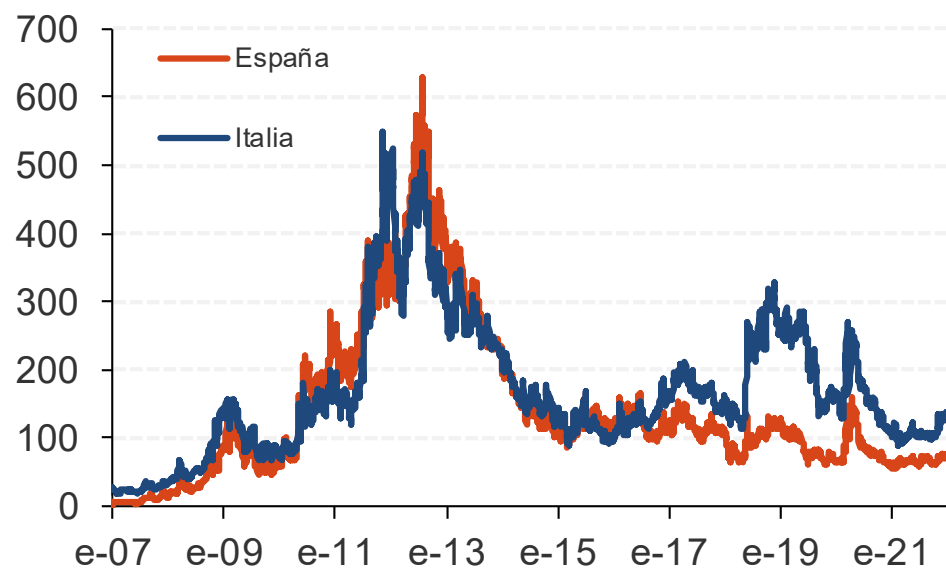
El repunte en TIR en las curvas de la periferia UME es, ahora, similar al de Alemania...

Evolución de los tipos de interés a 10 años de Italia y España

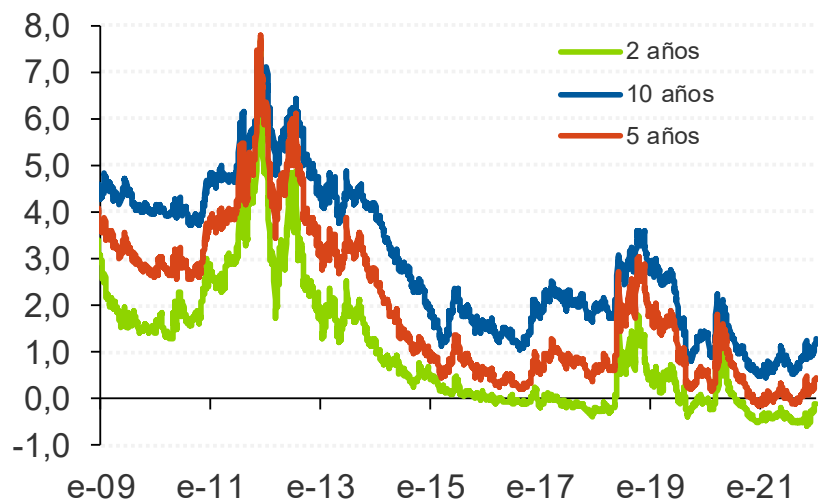
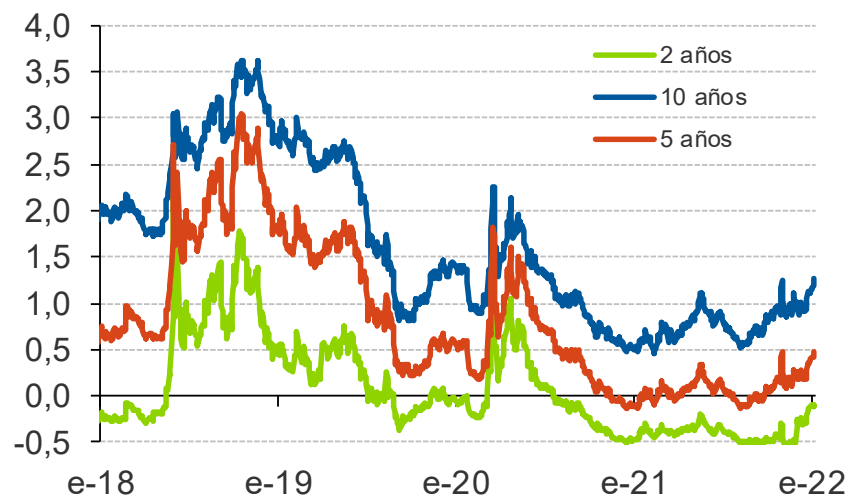


... por lo que se mantienen las primas por riesgo, aunque en zona de máximos. En el caso de Italia, en 135 pb (los mínimos de mediados de marzo fueron 90 pb). Aumento de 13 pb en 2021.

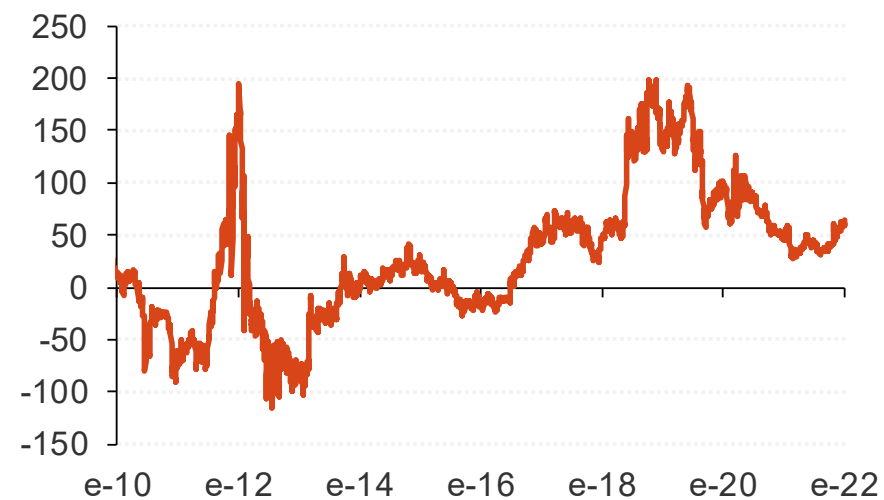
Evolución de la prima por riesgo de Italia y España a 10 años frente a Alemania



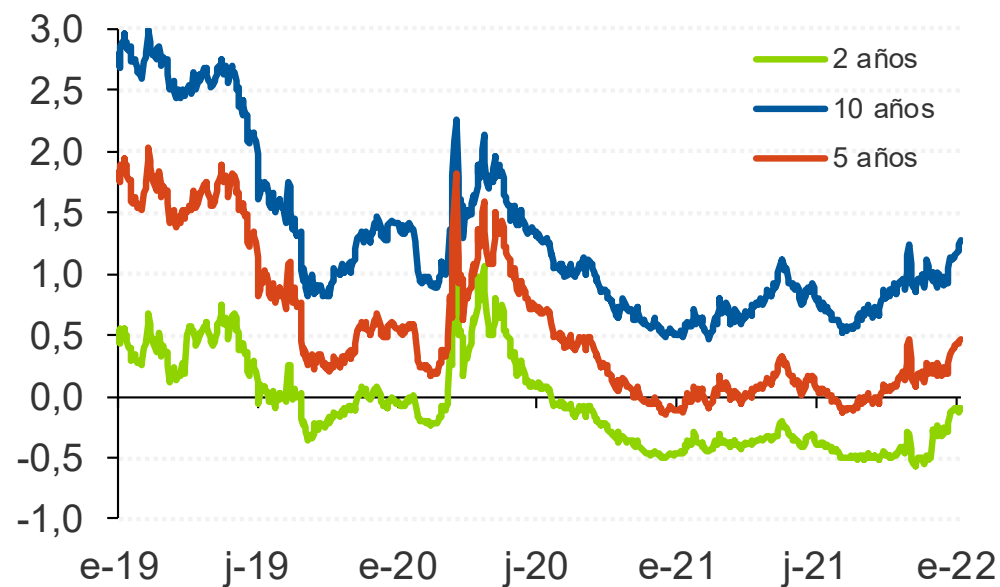
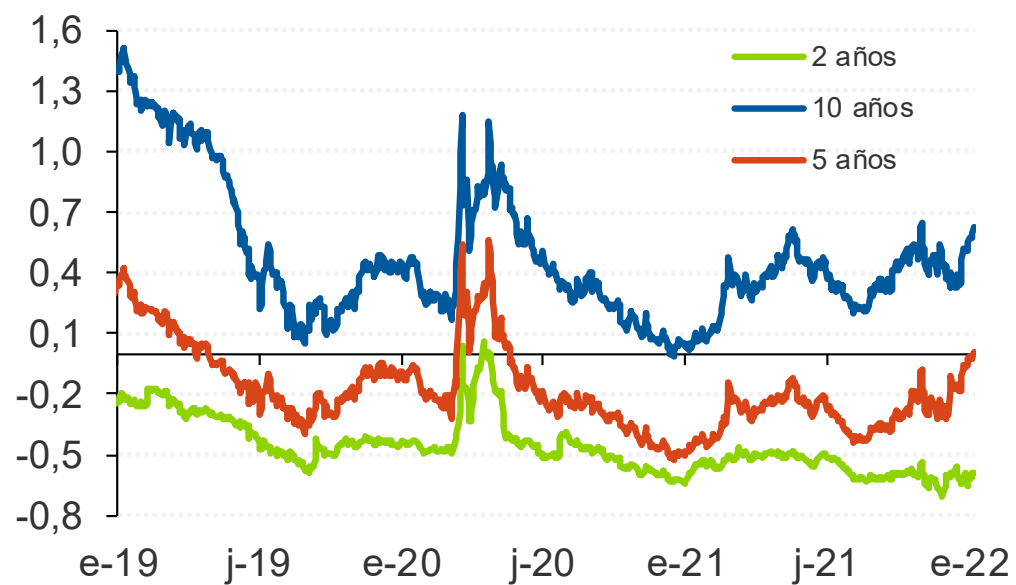
Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Italia



Evolución de la prima por riesgo Italia - España a 10 años

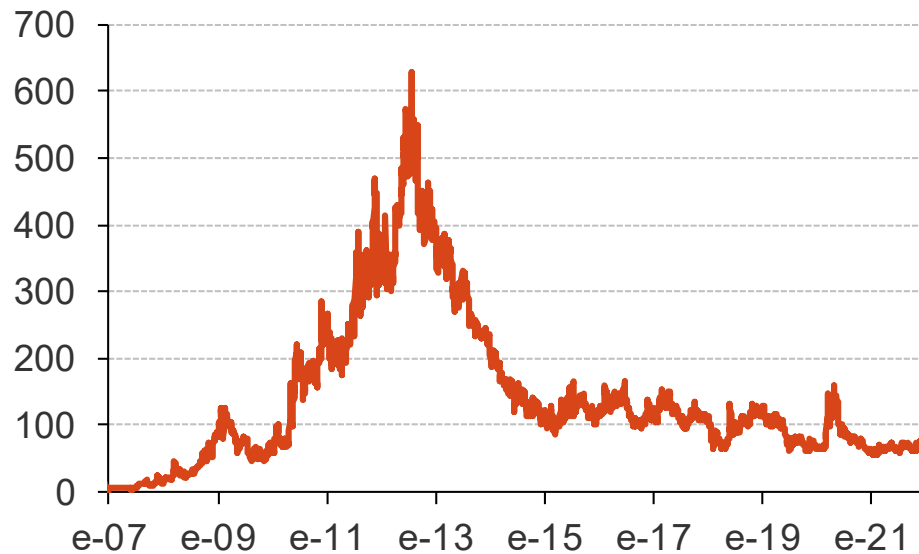


Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de España y de Italia



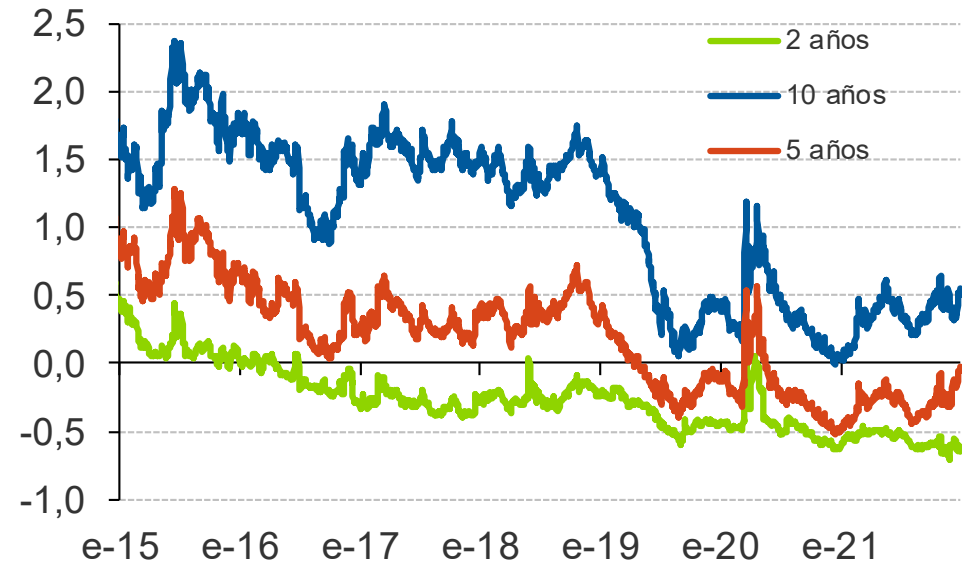
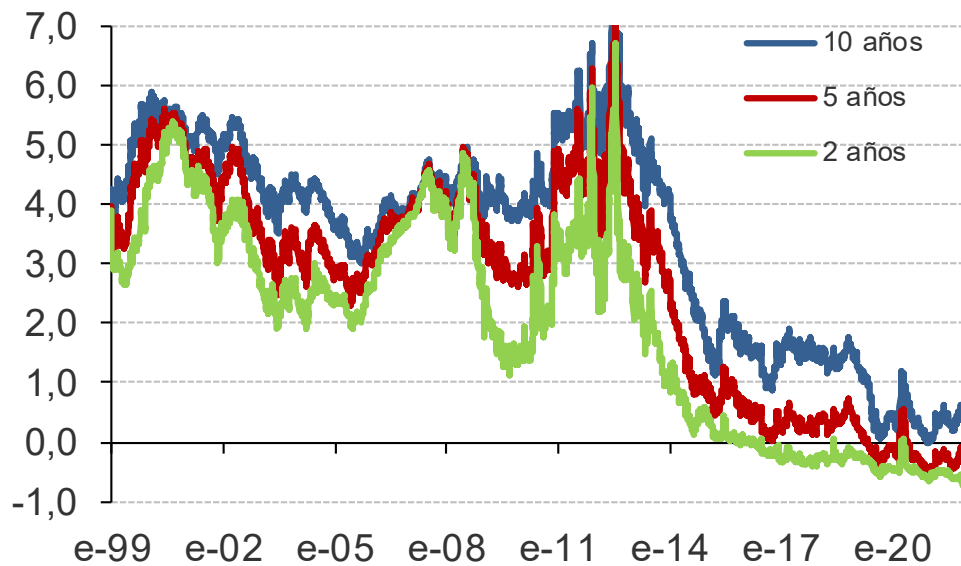
La prima por riesgo de España, en 68 pb, tras aumentar 13 pb en 2021. El mínimo (57 pb) se alcanzó en febrero...

Evolución de la prima por riesgo de España a 10 años



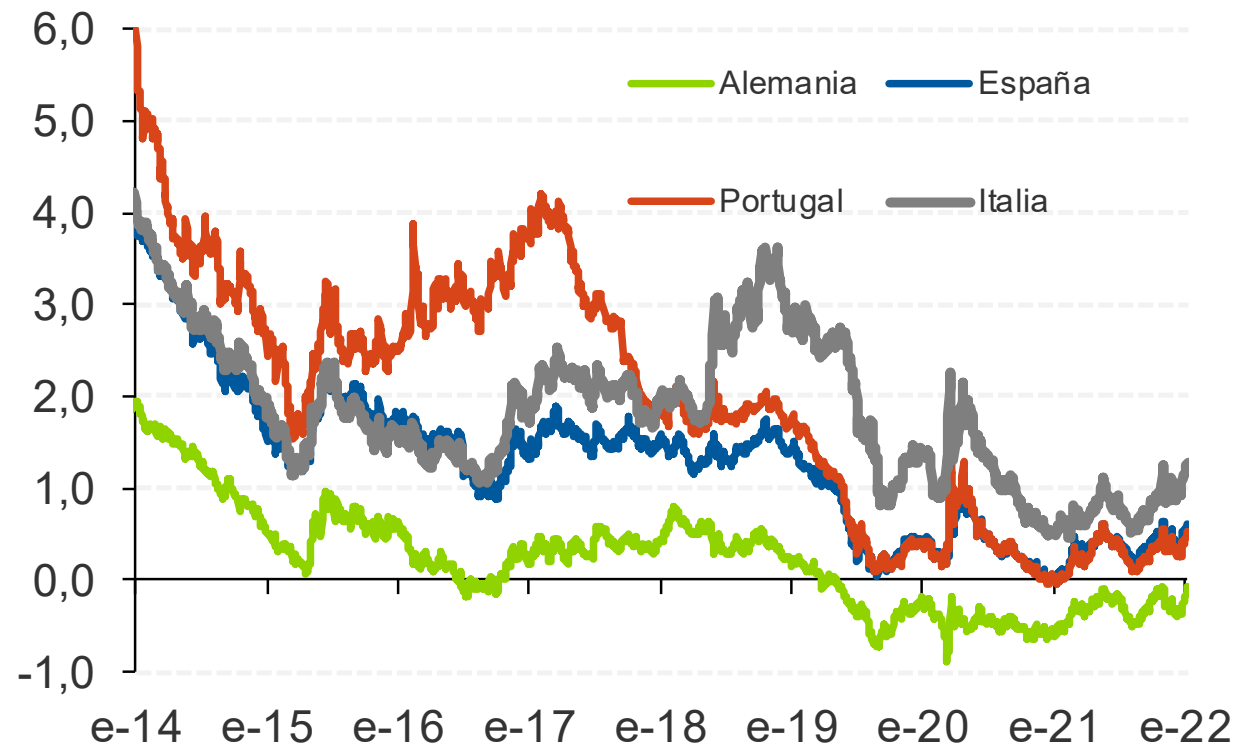
... y la TIR a 10 años se sitúa en el 0,62%

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública española

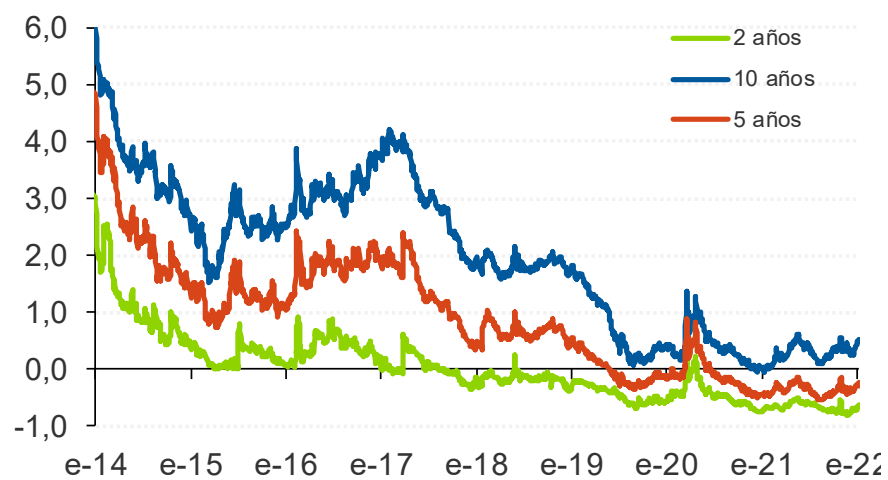
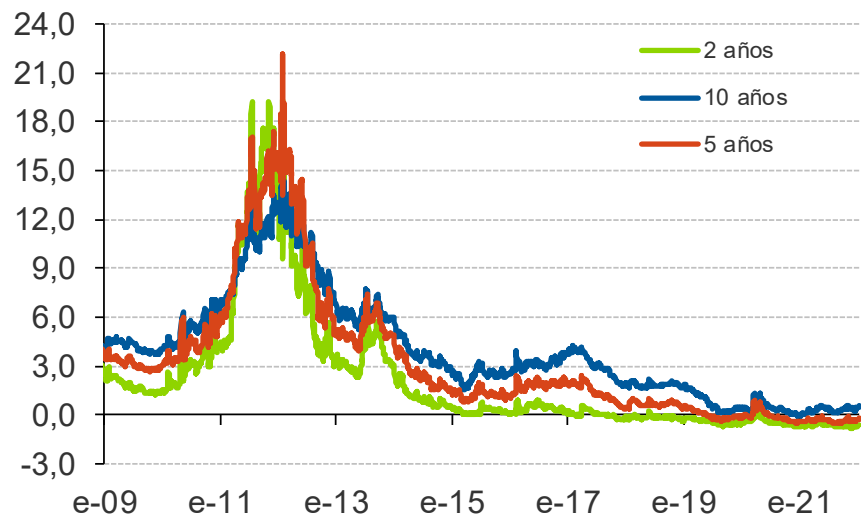


Portugal muestra un comportamiento similar a España (aunque con 5/10 pb menos de TIR).

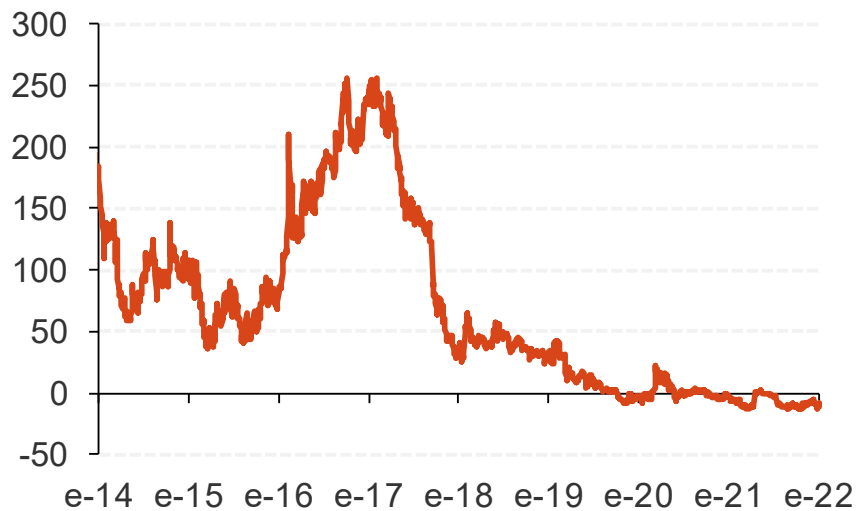
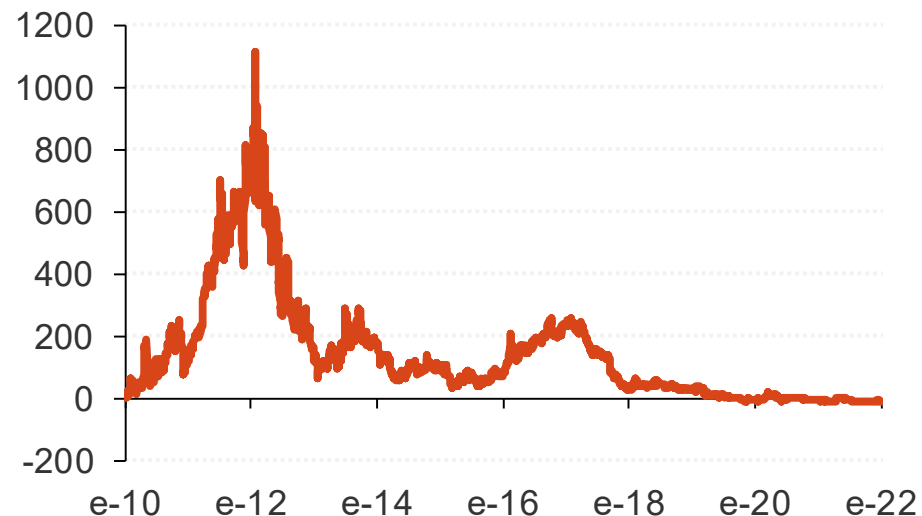
Evolución de los tipos de interés a 10 años de Alemania, Italia, España y Portugal



Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Portugal

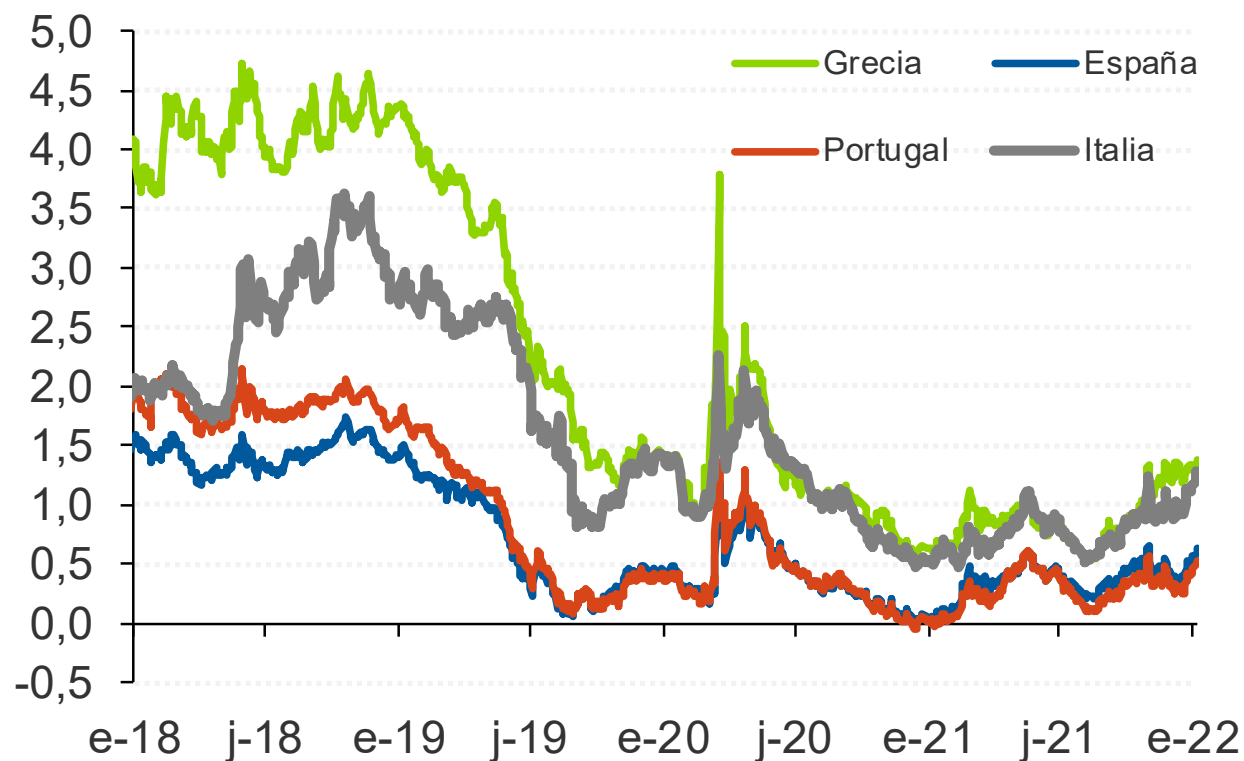


Evolución de la prima por riesgo Portugal – España a 10 años



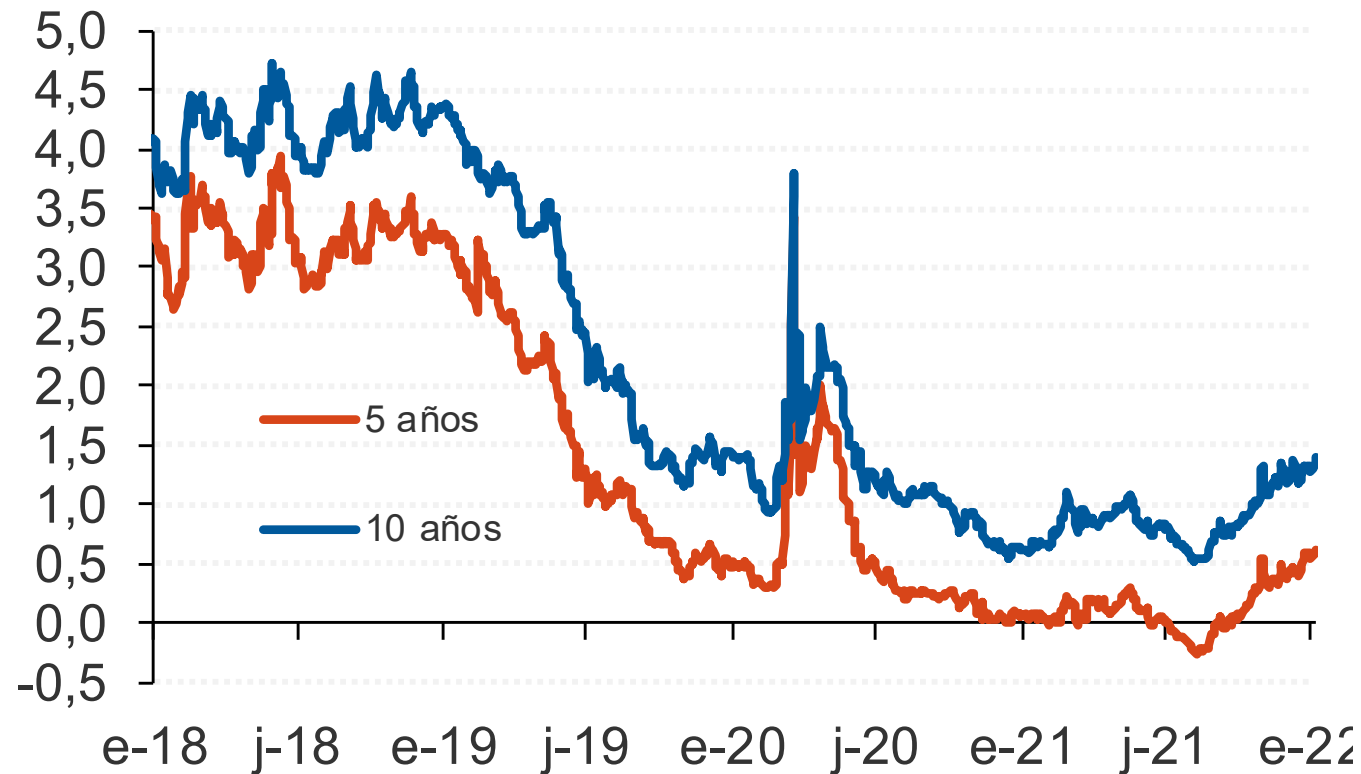
Grecia repunta en TIR, hasta el 1,39% la referencia a 10 años...

Evolución de los tipos de interés a 10 años de Grecia, España, Italia y Portugal



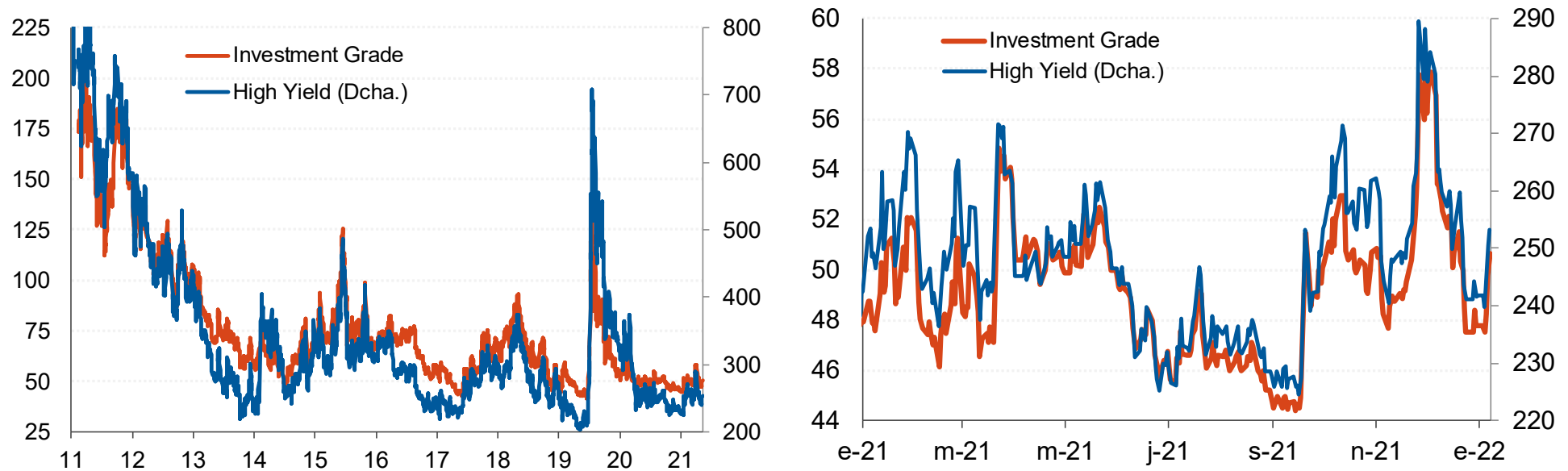
... llegó al 0,53% a mediados de agosto.

Evolución de los tipos de interés a 5 y 10 años de Grecia



La cesión de diferenciales en la parte final de 2021 permitió un saldo nulo en el año. El rango en IG fue 45 pb – 60 pb, y en HY de 225 pb – 290 pb. 2022 se inicia con un ligero repunte: +3 pb IG hasta 51 pb y +11 HY hasta 253 pb.

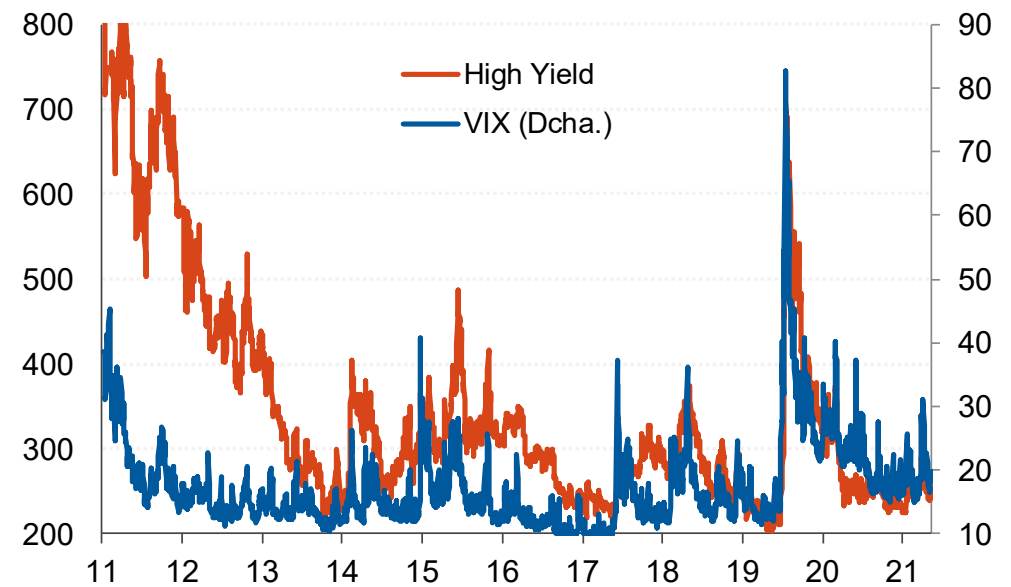
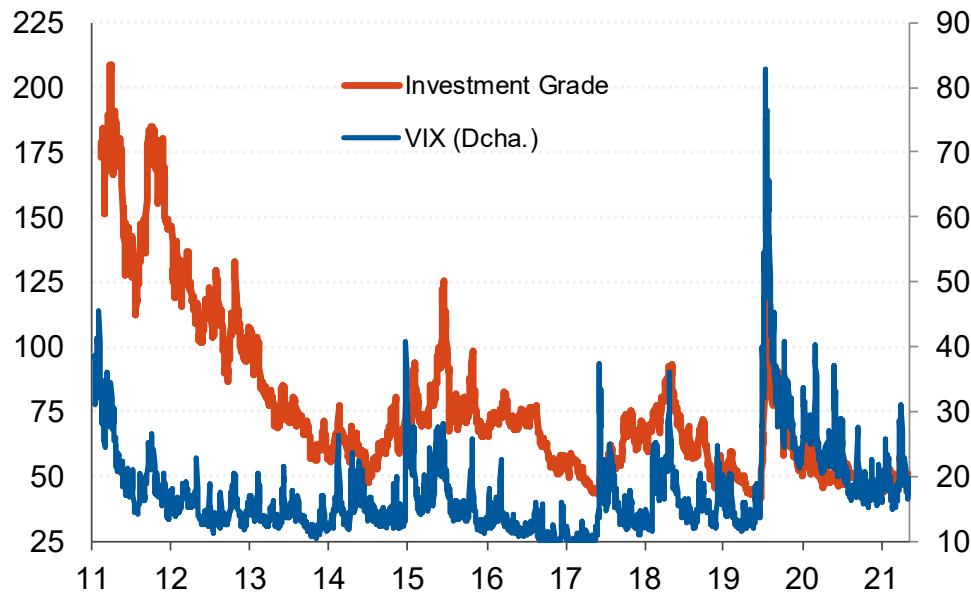
Evolución de los diferenciales IG y HY



	Último	31/12/2021	Var.	31/12/2020	Var.	18/03/2020	Var.	17/02/2020	Var.	29/12/2019	Var.	Media hca.	Var.
IG	51	48	3	48	3	139	-88	41	9	43	7	77	-27
HY	253	242	11	242	11	708	-454	211	42	204	49	346	-93
VIX	19,8%	17,2%	2,6%	22,8%	-3,0%	76,5%	-56,7%	13,7%	6,1%	13,4%	6,4%	17,5%	2,3%

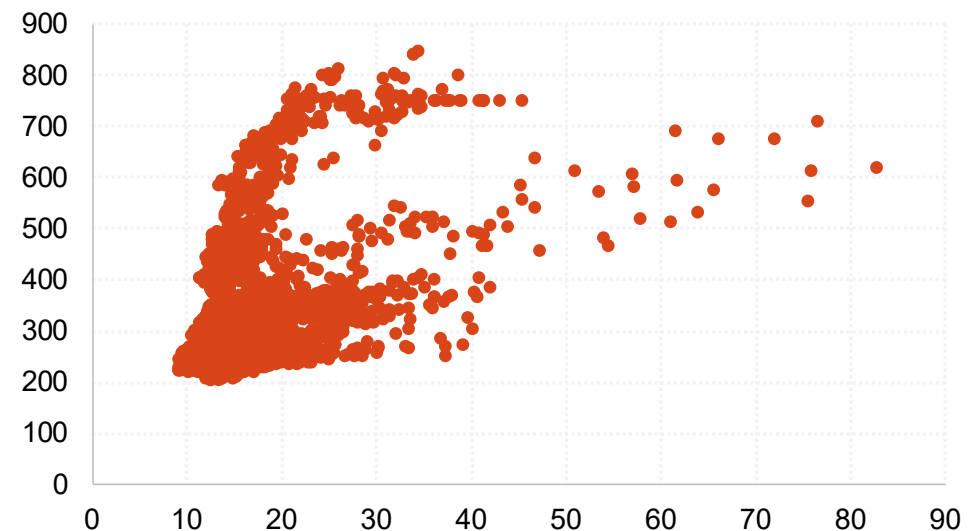
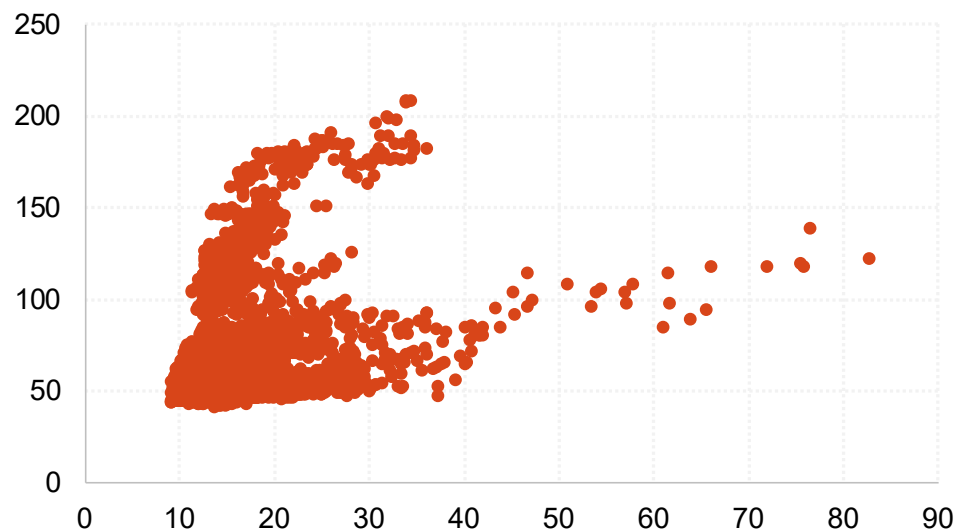
Los diferenciales en RFP siguen replicando la evolución de la volatilidad implícita...

Evolución de los diferenciales IG y HY y VIX



... aunque el VIX no está en los mínimos
(en 2017 se situó por debajo del 10%).

VIX (eje X) y diferencial HY e IG EUR (eje Y). Datos diarios desde 2011

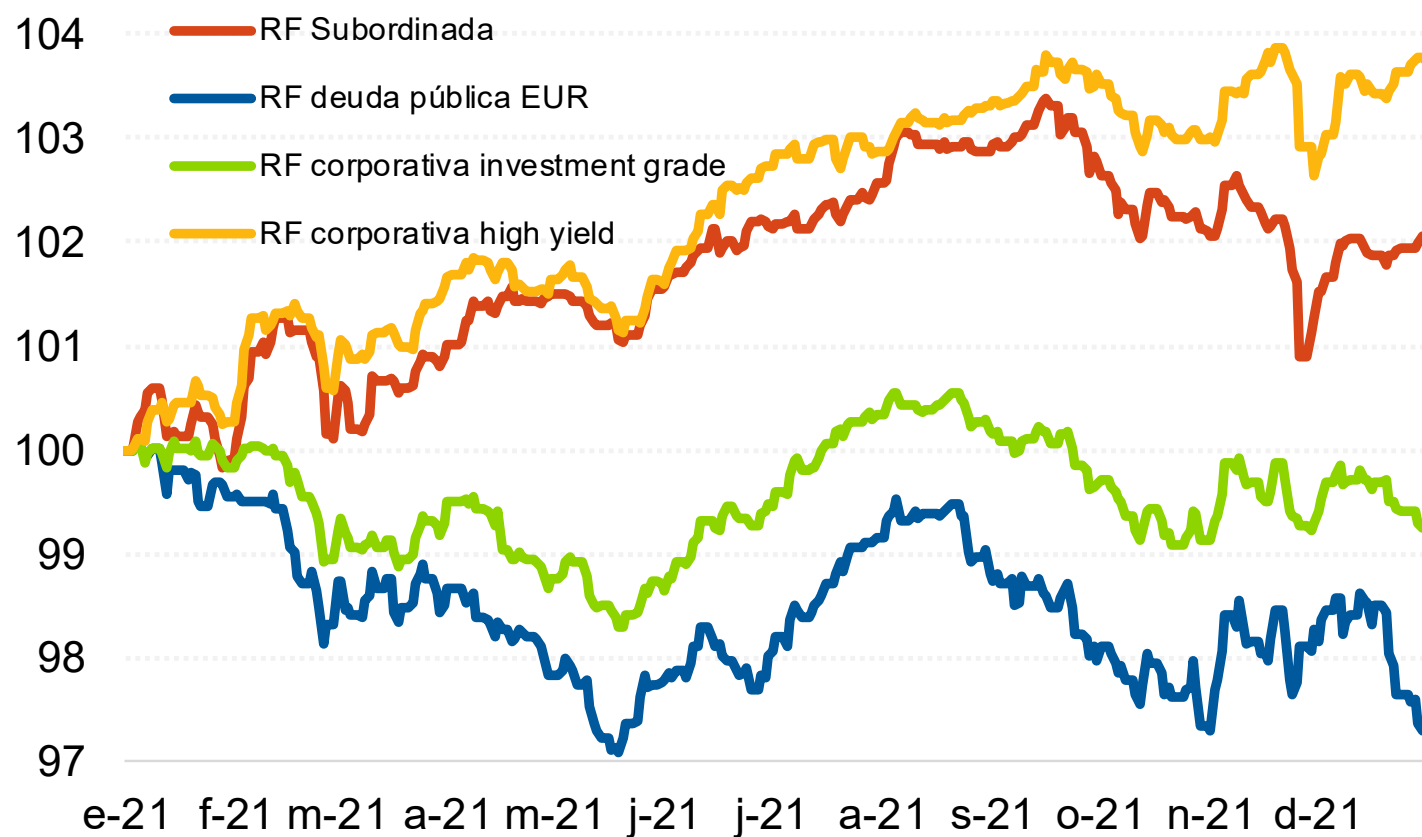


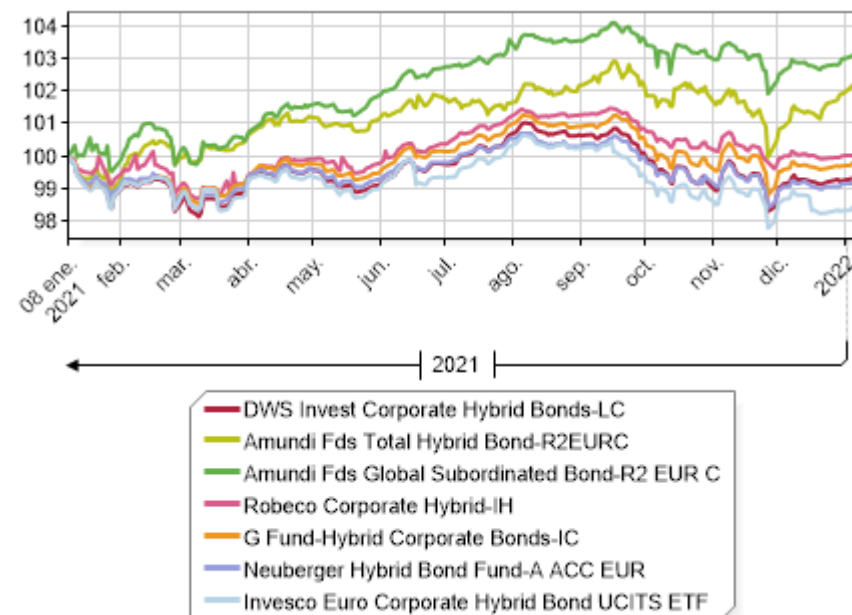
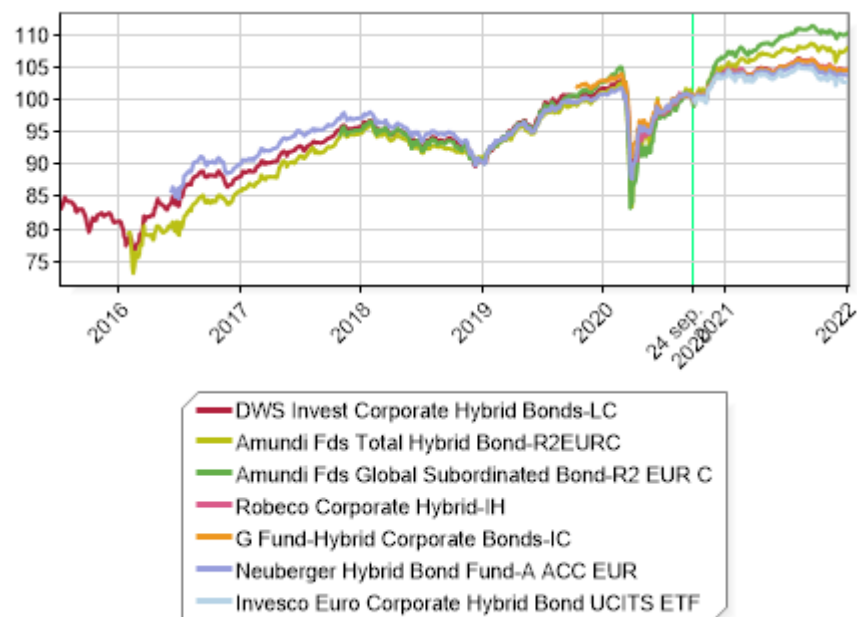
En 2021 el riesgo de crédito ha “pagado”, pero menos en RF híbrida (2,1%) que en RF HY (3,8%).

Evolución en 2021 de índices AFI de fondos de inversión

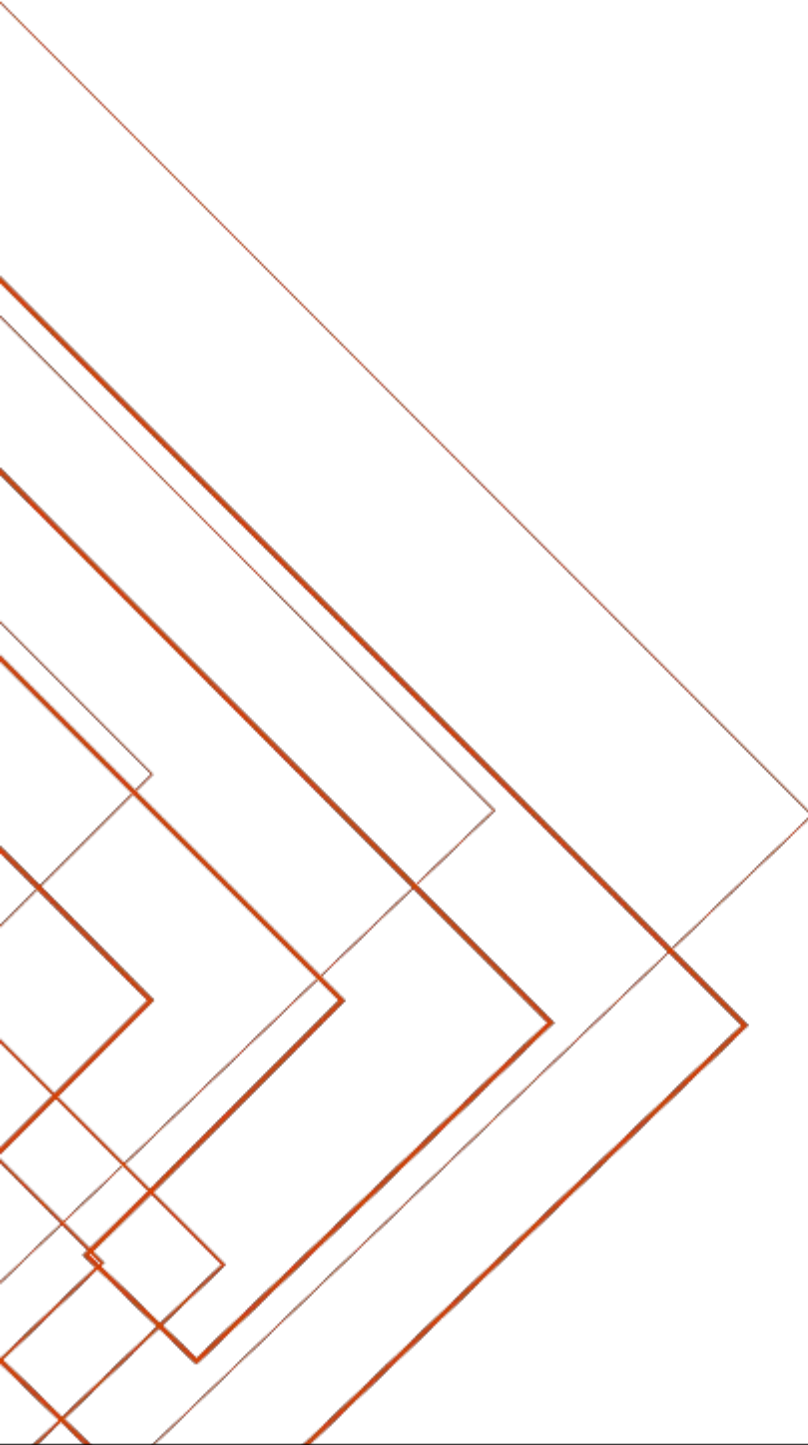
Categoría	2021	Categoría	2021	Categoría	2021
RV Vietnam	81,2%	RV Alemania	17,8%	RF Mixta Internacional	3,8%
RV Taiwan	46,6%	RV Cambio Climático	17,0%	RF Corporativa High Yield	3,8%
RV energía	41,9%	RV materias primas	17,0%	RF CHF	3,7%
RV Agua	37,6%	RV Singapur	15,4%	Monetarios Internacional	3,6%
RV India	33,7%	RV Suecia	15,1%	RF deuda pública USD	3,1%
RV Suiza	33,7%	RV sanidad y biotecnología	14,0%	RV Utilities	2,9%
RV financieros	33,7%	RV Sudáfrica	13,2%	RF Mixta EUR	2,6%
RV Francia	31,3%	RV España	13,2%	RF Subordinada	2,1%
RV Emergentes MENA y África	30,5%	RV Grecia	12,3%	RF corporativa global	2,0%
Materias primas	29,6%	RV Noruega	11,7%	RF GBP	1,9%
RV EEUU	29,1%	RF RMB	10,3%	Retorno absoluto conservador	1,9%
RV Italia	28,0%	RV Mixta Internacional	10,1%	RV Malasia	1,7%
RV Holanda	27,8%	Fondos de inversión libre	10,0%	RF emergentes corporate	1,3%
RV small and mid cap EEUU	27,3%	RV Indonesia	9,9%	RF Convertibles	1,2%
RV Robótica	26,5%	RV Mixta EUR	9,5%	RF Global	0,9%
RV sector inmobiliario	26,5%	RV Tailandia	9,3%	Garantizado rend. variable	0,4%
RV small and mid cap global	25,8%	RV Japón	9,2%	RF deuda pública global	0,1%
RV México	24,7%	Gestión Global	8,4%	RF Emergentes Global	0,1%
RV Rusia	24,3%	Monetario USD	8,1%	RF CP EUR	0,0%
RV Australia	23,8%	Monetario GBP	7,5%	RF emergentes de moneda fuerte	-0,2%
RV Europa	23,5%	RV Telecomunicaciones	7,1%	Monetario EUR	-0,7%
RV autos	23,1%	RF HK	7,0%	RF corporativa investment grade	-0,7%
RV small and mid cap Europa	22,9%	Garantizados parciales	6,6%	Gzdo. RF y obj. rentab. no gzdo.	-1,0%
RV Emergentes Europa del Este	22,8%	RF Corto USD	6,1%	RF LP EUR	-1,7%
RV Reino Unido	22,8%	RF NOK	5,5%	RF JPY	-2,4%
RV Global	22,4%	RV Corea	5,5%	RF deuda pública EUR	-2,7%
RV industria e infraestructuras	21,9%	Gestión alternativa	5,3%	RF emergentes de moneda local	-2,9%
RV Tecnología	21,6%	RF inflación	5,2%	RF SEK	-3,2%
RV megatendencias globales	21,5%	RV Asia	5,1%	RV Dinamarca	-3,7%
RV EUR	21,2%	RV Emergentes Asia y Oceanía	5,0%	RV Turquía	-4,4%
RV consumo	18,5%	RV Emergentes Global	4,9%	RV Emergentes Latinoamérica	-4,6%
RV Impacto Global	17,8%	RF Largo USD	4,7%	RV China	-6,3%
				RV Brasil	-11,2%

Evolución en 2021 de índices Afi de fondos de inversión





Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2022% ▼	Fecha
Neuberger Hybrid Bond Fund-A ACC EUR	RESUBORDI	0,3	-0,3	-0,2	15,7	14,8	0,3	05/01
Amundi Fds Total Hybrid Bond-R2EURC	RESUBORDI	1,3	0,3	2,6	19,0	25,2	0,2	05/01
Amundi Fds Global Subordinated Bond-R2 EUR C	RESUBORDI	0,5	-0,2	3,0	22,3	-	0,1	05/01
Invesco Euro Corporate Hybrid Bond UCITS ETF	RESUBORDI	-0,2	-0,6	-1,0	-	-	0,1	05/01
G Fund-Hybrid Corporate Bonds-IC	RESUBORDI	0,2	-0,3	0,3	-	-	0,1	05/01
DWS Invest Corporate Hybrid Bonds-LC	RESUBORDI	0,2	-0,4	-0,1	16,4	17,6	0,1	05/01
Robeco Corporate Hybrid-IH	RESUBORDI	0,0	-0,6	-0,1	-	-	0,0	05/01

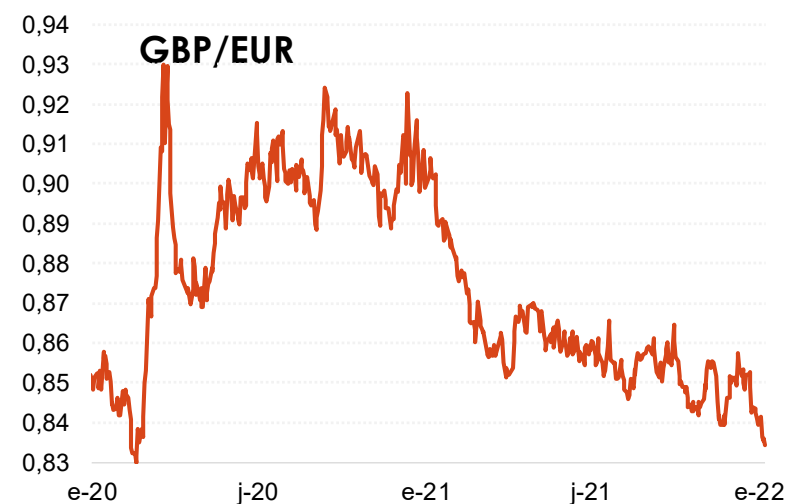


5.3. Divisas

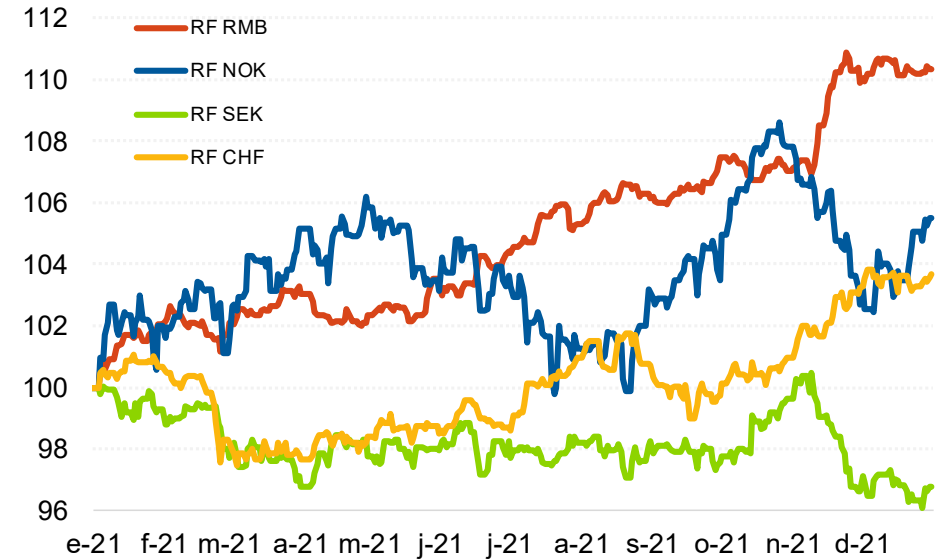
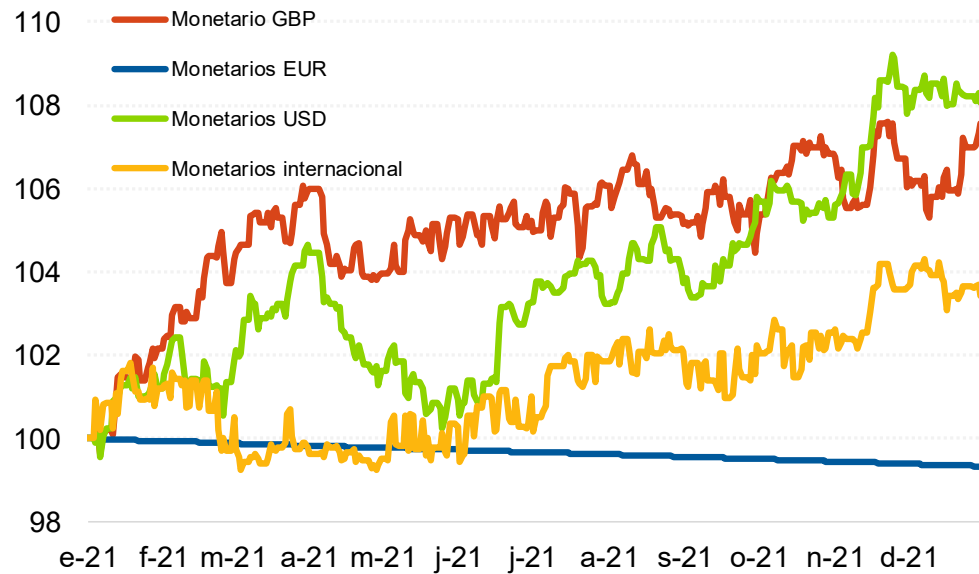
En 2021 el EUR pierde un 7,7% frente al USD, un 6,5% frente a GBP y un 10,3% contra RMB.

	Último	31/12/2021	31/12/2020	18/03/2020	15/02/2020	31/12/2019
USD	1,1298	1,1326	1,2271	1,0934	1,0842	1,1234
GBP	0,8343	0,84028	0,89903	0,9219	0,83208	0,8508
CHF	1,0422	1,0331	1,0802	1,0546	1,0641	1,0854
JPY	130,9	130,38	126,49	117,78	119,11	121,94
CNY	7,206	7,1947	8,0225	7,6925	7,5757	7,8205
NOK	10,029	9,989	10,470	11,701	10,026	9,864
SEK	10,284	10,250	10,034	11,022	10,509	10,447
PLN	4,5496	4,5969	4,5597	4,501	4,249	4,2568
RUB	85,30	85,30	91,47	87,10	68,91	69,96
TRL	15,721	15,234	9,113	7,049	6,574	6,684
CNY/USD	6,3781	6,3524	6,5378	7,0354	6,9874	6,9615
RUB/USD	75,498	75,314	74,539	79,656	63,560	62,272

	Último	31/12/2021	31/12/2020	18/03/2020	15/02/2020	31/12/2019
USD	1,1298	-0,2%	-7,9%	3,3%	4,2%	0,6%
GBP	0,8343	-0,7%	-7,2%	-9,5%	0,3%	-1,9%
CHF	1,0422	0,9%	-3,5%	-1,2%	-2,1%	-4,0%
JPY	130,9	0,4%	3,5%	11,1%	9,9%	7,3%
CNY	7,206	0,2%	-10,2%	-6,3%	-4,9%	-7,9%
NOK	10,029	0,4%	-4,2%	-14,3%	0,0%	1,7%
SEK	10,284	0,3%	2,5%	-6,7%	-2,1%	-1,6%
PLN	4,5496	-1,0%	-0,2%	1,1%	7,1%	6,9%
RUB	85,298	0,0%	-6,7%	-2,1%	23,8%	21,9%
TRL	15,7206	3,2%	72,5%	123,0%	139,2%	135,2%
CNY/USD	6,3781	0,4%	-2,4%	-9,3%	-8,7%	-8,4%
RUB/USD	75,498	0,2%	1,3%	-5,2%	18,8%	21,2%



Índices Afi de fondos de inversión

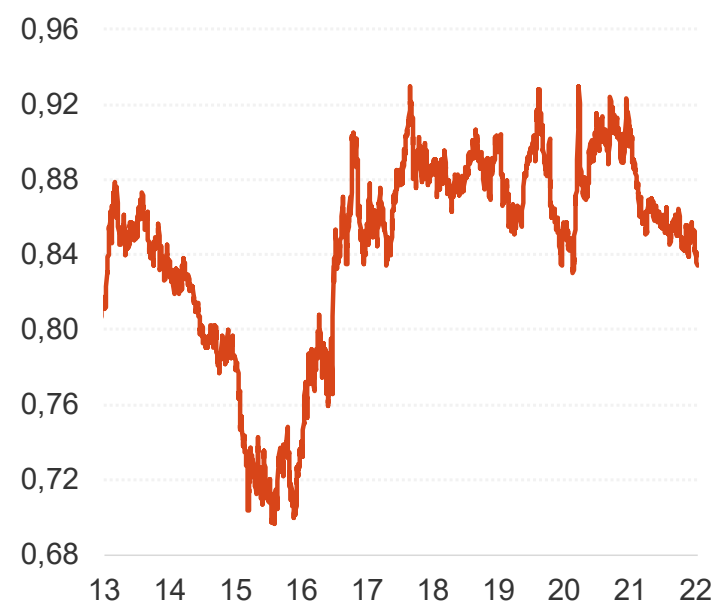


	Último	31/12/2021	31/12/2020	18/03/2020	15/02/2020	31/12/2019
USD	1,1298	-0,2%	-7,9%	3,3%	4,2%	0,6%
GBP	0,8343	-0,7%	-7,2%	-9,5%	0,3%	-1,9%
CHF	1,0422	0,9%	-3,5%	-1,2%	-2,1%	-4,0%
JPY	130,9	0,4%	3,5%	11,1%	9,9%	7,3%
CNY	7,206	0,2%	-10,2%	-6,3%	-4,9%	-7,9%
NOK	10,029	0,4%	-4,2%	-14,3%	0,0%	1,7%
SEK	10,284	0,3%	2,5%	-6,7%	-2,1%	-1,6%
PLN	4,5496	-1,0%	-0,2%	1,1%	7,1%	6,9%
RUB	85,298	0,0%	-6,7%	-2,1%	23,8%	21,9%
TRL	15,7206	3,2%	72,5%	123,0%	139,2%	135,2%
CNY/USD	6,3781	0,4%	-2,4%	-9,3%	-8,7%	-8,4%
RUB/USD	75,498	0,2%	1,3%	-5,2%	18,8%	21,2%

USD/EUR



GBP/EUR



CHF/EUR



JPY/EUR



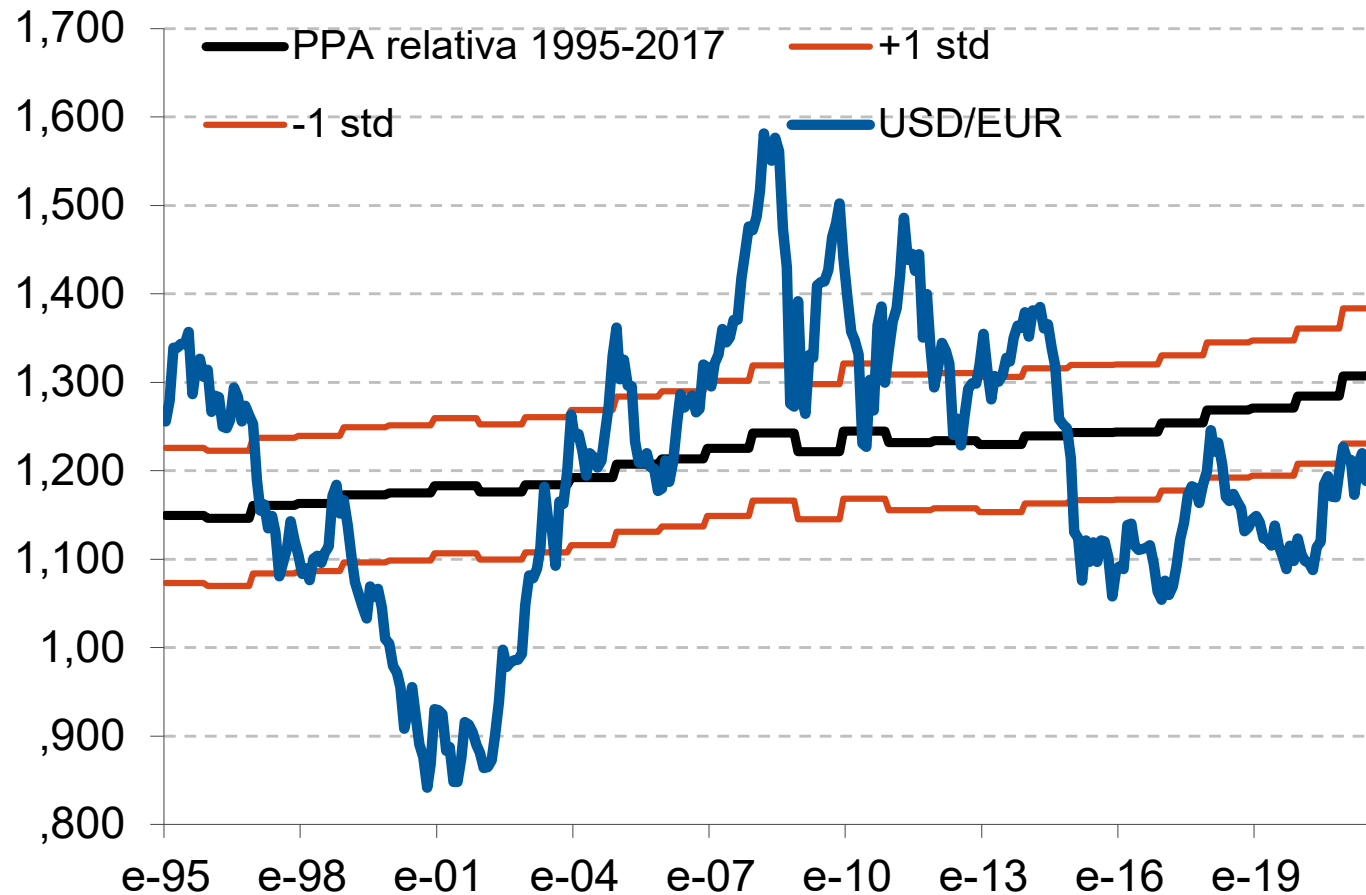
La depreciación del EUR vs USD en 2021 es del 7,7% (arrancó 2021 en 1,234 USD/EUR). Inicia 2022 sin grandes cambios.

USD/EUR

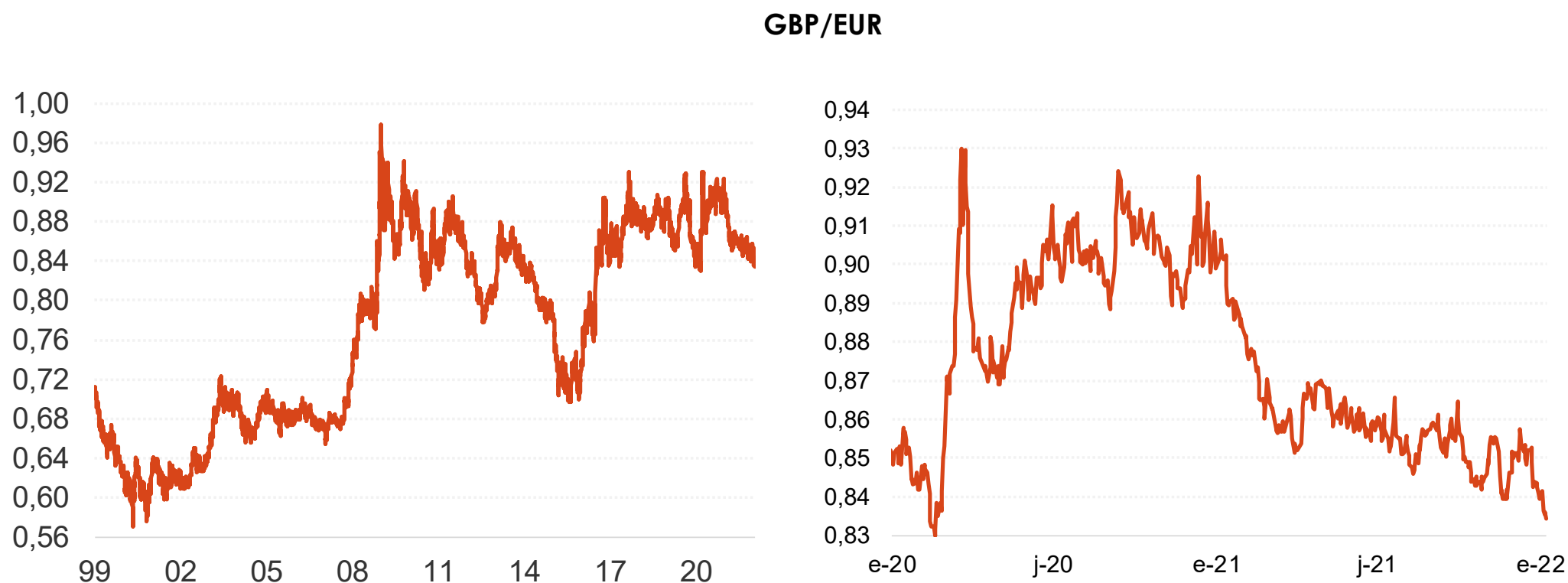


El USD sigue claramente sobrevalorado, por lo que mantenemos posición infraponderada.

USD/EUR y PPA



La GBP se aprecia en 2021 un 6,5%, situándose por debajo de 0,8400 GBP/EUR. En el arranque de 2022 gana otro 0,7% vs EUR.



**Ligera recuperación de la NOK al hilo del encarecimiento del petróleo (+0,4% YTD).
Adicionales subidas de tipos de su banco central deberían servir para impulsarla. Se aprecia un 4,6% en 2021.**

NOK/EUR



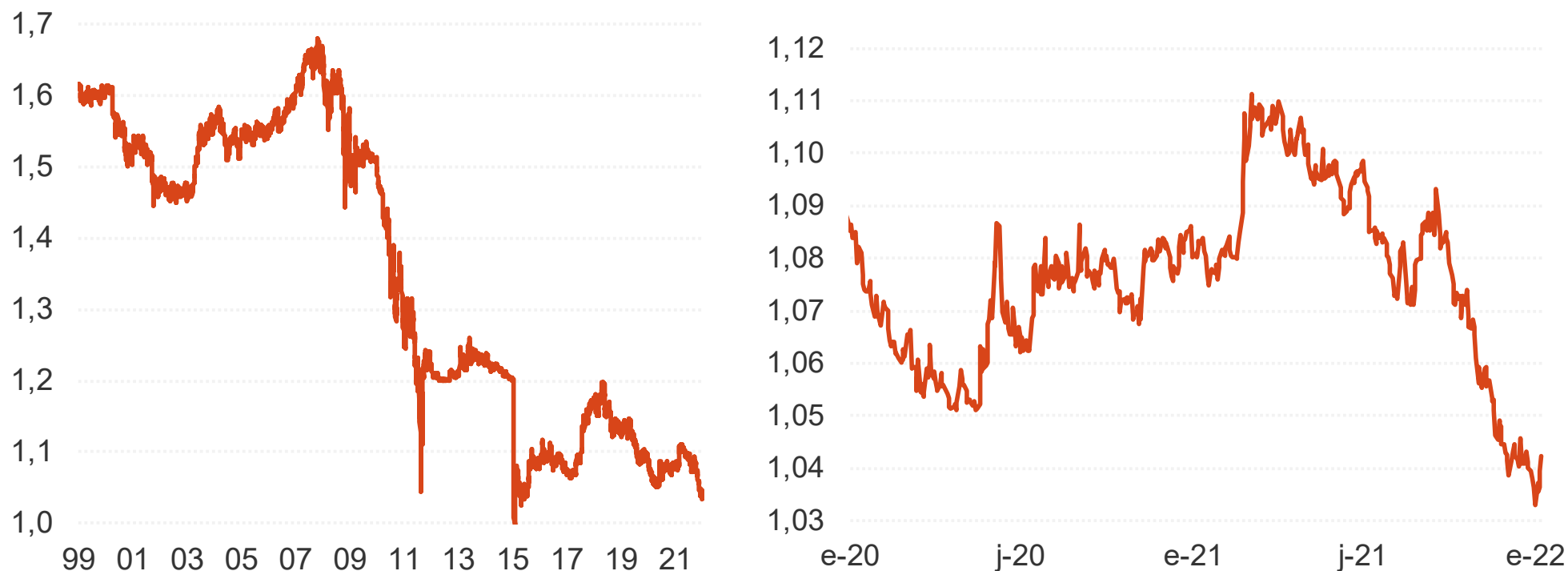
Depreciación del JPY por lo que en 2021 cede un 3,1% contra el EUR. Un 0,4% adicional en el inicio de 2022.

JPY/EUR



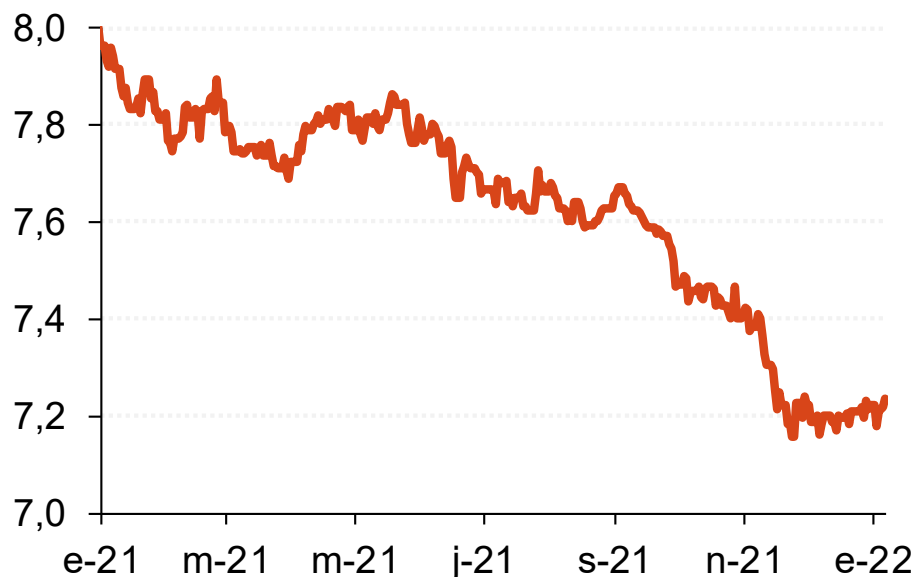
El CHF se aprecia ligeramente contra el EUR en 2021 (4,4%) a pesar de la ausencia de aversión al riesgo y del diferencial negativo de tipos de interés. Cede un 0,9% en el inicio de 2022.

CHF/EUR



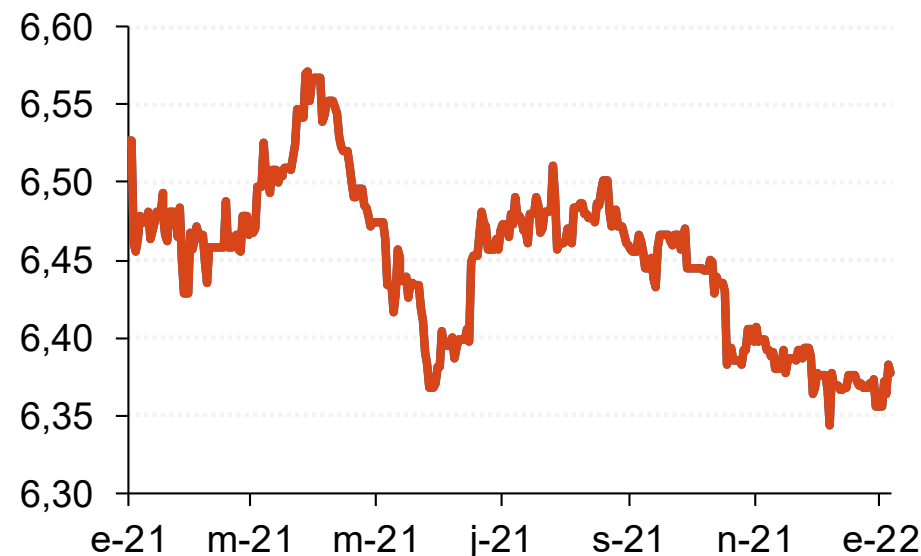
Apreciación gradual del RMB, en especial contra el EUR (10,3%). Se deprecia ligeramente (0,3%) en el inicio del año.

CNY/EUR



CNY/EUR	
7-ene.-22	7,237
30-dic.-21	7,215
Variación	-0,3%
31-dic.-20	8,003
Variación	10,6%
4-feb.-20	7,725
Variación	6,7%
31-dic.-19	7,815
Variación	8,0%

CNY/USD



CNY/USD	
7-ene.-22	6,378
30-nov.-21	6,364
Variación	-0,2%
31-dic.-20	6,527
Variación	2,3%
4-feb.-20	6,999
Variación	9,7%
31-dic.-19	6,963
Variación	9,2%

Tipos de cambio del EUR y previsiones AFI

	Cruce	Último	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Desarrolladas	USD/EUR	1,131	1,130	1,140	1,160	1,180	1,200	1,200
	GBP/EUR	0,855	0,840	0,835	0,830	0,825	0,820	0,820
	JPY/EUR	128,1	131,0	133,0	137,0	140,0	144,0	144,0
	CHF/EUR	1,04	1,07	1,09	1,10	1,11	1,12	1,12
	NOK/EUR	10,14	9,80	9,70	9,60	9,50	9,40	9,40
	SEK/EUR	10,26	10,00	9,90	9,90	9,85	9,80	9,80
EM vs USD	RUB/USD	73,5	73,0	72,0	70,0	69,5	69,5	69,0
	TRY/USD	13,86	14,00	14,20	14,50	14,80	15,00	15,00
	BRL/USD	5,61	5,60	5,55	5,50	5,45	5,40	5,30
	MXN/USD	20,9	21,2	21,0	20,8	20,5	20,5	20,5
	CNY/USD	6,37	6,35	6,36	6,37	6,38	6,39	6,40
	INR/USD	75,7	75,0	74,8	74,4	74,0	73,8	73,7
EM vs EUR	RUB/EUR	83,1	82,5	82,1	81,2	82,0	83,4	82,8
	TRY/EUR	15,67	11,50	11,60	11,70	11,80	11,90	11,90
	BRL/EUR	6,34	6,33	6,33	6,38	6,43	6,48	6,36
	MXN/EUR	23,7	24,0	23,9	24,1	24,2	24,6	24,6
	CNY/EUR	7,20	7,18	7,25	7,39	7,53	7,67	7,68
	INR/EUR	85,6	84,8	85,3	86,3	87,3	88,6	88,4

**Moltes
gràcies**



© 2021 Afi. Todos los derechos reservados.

COL·LEGI D'ACTUARIS DE CATALUNYA

www.actuaris.org
actuaris@actuaris.org