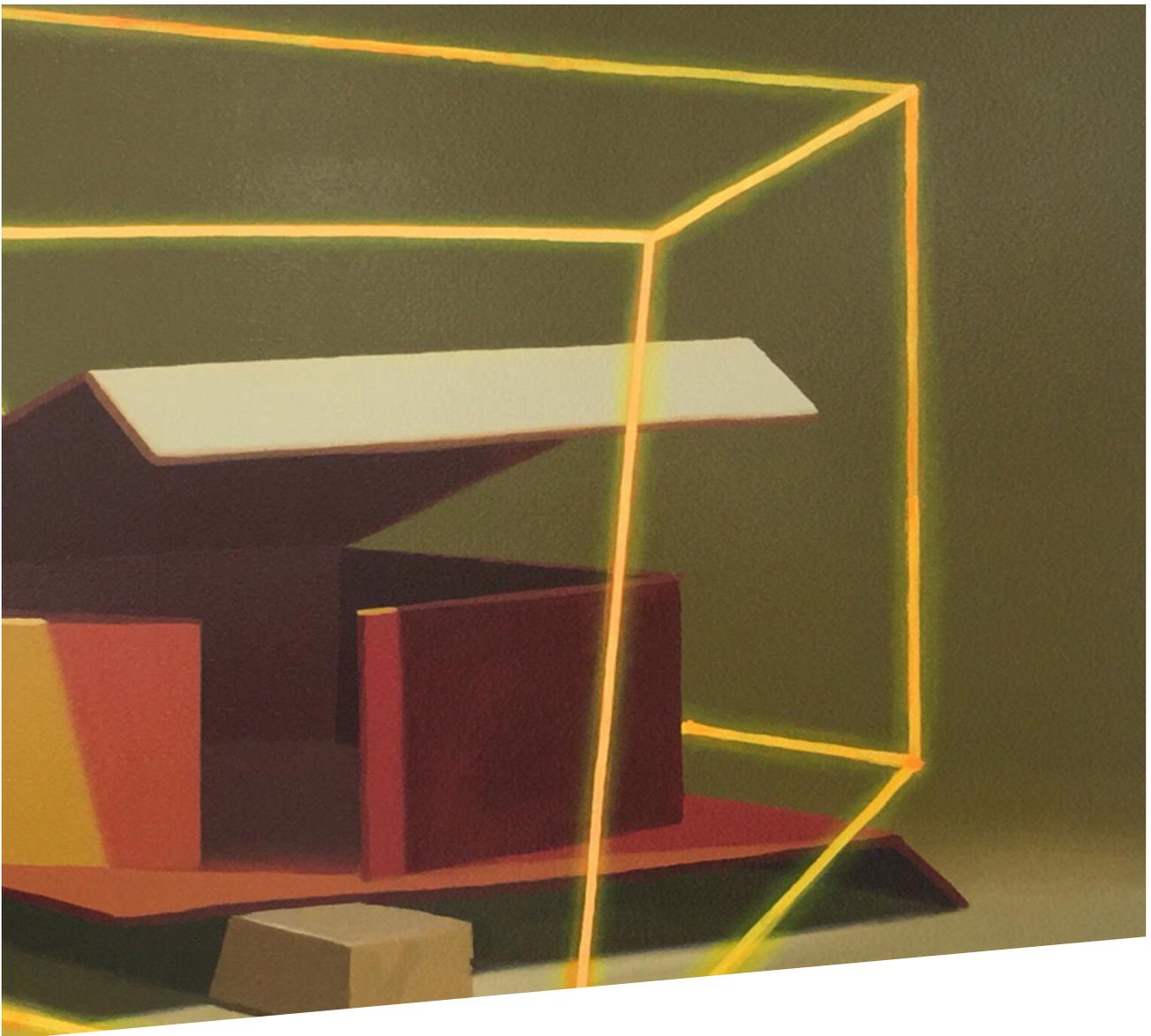


# QTRLY



Continúa la desaceleración macro

Septiembre 2019



Q T

# Este trimestre

<b>Resumen Ejecutivo</b>	2
<b>Análisis Macro</b>	8
<b>Visión por activos:</b>	16
Mercados, Renta Fija	17
Mercados, Renta Variable	19
Mercados, Otros	20
<b>Economía española</b>	19
<b>Análisis en Profundidad:</b>	24
¿Un mundo con tipos de interés más bajos justifica valoraciones más elevadas de la bolsa?	25
¿Quantitative Easing? ¿ZIRP? ¿Helicopter Money? ¿MMT? La jerga de los bancos centrales explicada de manera sencilla	26
¿Qué es la Libra de Facebook?	28
<b>Fondos Murano</b>	32
Autor: Ignacio Dolz de Espejo	
Murano Patrimonio FI	34
Murano Crecimiento FI	37

Autor: Ignacio Dolz de Espejo. Director de Soluciones de Inversión

Todas las ilustraciones de este documento corresponden a la colección de arte de la sede de Alantra Wealth Management, propiedad de Ars Fundum.

# RESUMEN EJECUTIVO



Cada trimestre nos reunimos para debatir en profundidad sobre la situación de la economía y los mercados, e intentamos llegar a un consenso acerca de cómo posicionar nuestras carteras. Aunque gestionamos cada día, esta reflexión trimestral nos permite tener más perspectiva, y es que a veces, los árboles no dejan ver el bosque.

Hace tres meses considerábamos que el entorno macro mostraba una desaceleración generalizada con riesgos al alza, pero que los bancos centrales podrían apuntalar el “edificio” de la economía global. Concluíamos que los mercados de deuda habían corrido demasiado anticipándose a los bancos centrales, y que el riesgo asumido en bolsa y en crédito no estaba suficientemente compensado por el potencial de rentabilidad ofrecido. Para enfrentarnos a esa situación decidimos mantener elevados niveles de liquidez en las carteras, apostando por un aumento de la volatilidad, con la intención de comprar si los mercados corregían con fuerza. Sin embargo, la actuación y el compromiso de los bancos centrales ha excedido nuestra visión previa; han conseguido anclar las expectativas de inflación y de tipos de interés del mercado a unos niveles bajísimos, lo que ha llevado a los inversores a buscar rentabilidad allí donde esté. El lema TINA (There Is No Alternative, no hay alternativa) se ha convertido en el mantra de los optimistas, y estos han conseguido que las bolsas suban, los tipos bajen más y los diferenciales de crédito se reduzcan. ¿Hasta dónde?

En esta ocasión, el debate ha confirmado nuestras convicciones, pero nos ha obligado a pensar en profundidad sobre la situación de la inflación, la probabilidad y posibles efectos de un plan de política fiscal en Europa, y sobre cómo valorar una compañía en un entorno de tipos bajos. En este documento profundizaremos en cada uno de ellos.

Nos preocupa la desaceleración macro, que continúa en Estados Unidos y se agudiza en la Zona Euro, y nos reafirmamos en nuestra visión prudente. Seguimos teniendo poca exposición a crédito, pero tácticamente mantenemos un sesgo neutral al riesgo tipos de interés (duración) porque no esperamos tipos mucho más altos a corto plazo. Moderamos ese riesgo con la inversión en activos ligados a la inflación.

Respecto a la renta variable, seguimos cautos, pero no podemos negar el atractivo en términos relativos de las compañías con beneficios recurrentes, ni el absoluto de las empresas más cíclicas que han sido tremendamente castigadas. Por tanto, queremos aprovechar la volatilidad

de los mercados para aumentar ligeramente la exposición; comprando si se produce una corrección, o aprovechando las asimetrías de los distintos mercados, vía opcionalidad, para buscar exposición ante un posible repunte de las bolsas.

Lo explicamos a continuación.

## Macro

Creemos que el crecimiento macro va a seguir débil. Además, existe incertidumbre sobre si la debilidad industrial se va a filtrar al consumo o si vamos a ver un rebote del sector manufacturero antes de que el consumo se debilite. En cualquier caso, creemos que no veremos una recesión en los próximos meses. A corto plazo, parece que la inflación se va a mantener por debajo de los objetivos de los bancos centrales, lo que les va a permitir seguir aportando estímulos monetarios para tratar de reactivar el crecimiento económico. Creemos que, en consecuencia, los tipos de interés se van a mantener bajos durante un periodo prolongado de tiempo. Sin embargo, parece claro que la política monetaria está perdiendo eficacia y será necesario un apoyo fiscal, particularmente en Europa, que todavía puede tardar algún tiempo en llegar y seguramente no lo veamos hasta que el empleo se empiece a resentir. Los EE.UU. ven la política monetaria como un instrumento más de la política cambiaria y van a tratar de debilitar el dólar para protegerse de la desaceleración global.

## Mercados, Renta Fija

Tipos de interés: el contexto de tipos de interés reduce mucho el potencial de la renta fija que, aun así, puede mantener el buen tono a corto plazo apoyada tanto en aspectos técnicos (expectativas de bajadas de tipos, inyecciones de liquidez de los bancos centrales, escasez de emisiones, compra por parte de extranjeros, etc.) como en aspectos fundamentales (activo refugio en un contexto de desaceleración macro). Por ello, aunque no veamos mucho potencial mantenemos posiciones en duración como activo táctico en las carteras.

Seguimos largos de inflación. Aunque pensamos que no va a repuntar a corto plazo, creemos que es mejor estar largos de inflación (a fin de cuentas, es lo que pretenden crear los bancos centrales) que cortos de duración (que seguirá apoyada por los bajos tipos de interés).

Crédito: El comportamiento de la deuda corporativa de alta calidad va a estar más ligado a su componente de duración que al de crédito y, por tanto, seguirá soportado mientras los tipos de interés se mantengan bajos.

No obstante, es un activo caro, con poco potencial y con alto riesgo específico, lo que nos lleva a ser cautos. Tenemos una opinión negativa respecto a la deuda corporativa de baja calidad, tanto por las bajas primas de riesgo a las que cotiza, como por el impacto que la desaceleración económica pueda tener en la solvencia de las compañías más endeudadas. Además, seguimos pensando que este puede ser un activo particularmente expuesto ante un cambio en las condiciones de liquidez de los mercados. Dicho esto, seguimos viendo valor relativo en la deuda subordinada bancaria, donde las dinámicas de acumulación de capital siguen favoreciendo a la deuda contra el equity.

Reducimos el peso en deuda emergente (desde la sobreponderación a la neutralidad) porque creemos que el menor crecimiento económico y las fuertes entradas de capital en este activo en tiempos recientes limitan el potencial para los próximos meses.

## Mercados, Renta Variable

Aunque la desaceleración económica está empezando a hacer mella en los resultados empresariales, que este año apenas van a crecer, la renta variable podría seguir soportada por la reducción estructural del coste de capital y la falta de alternativas. Además, la parte más cíclica de la renta variable podría ser el activo más beneficiado por una hipotética expansión fiscal (en Europa) o un acuerdo comercial entre China y EE.UU. (pensamos que Trump podría hacer algo para favorecer su reelección en 2020). Estamos valorando incrementar el peso con opcionalidad o bien esperar a una corrección para incrementar la exposición, ya que la valoración absoluta en el caso de los cíclicos, y la relativa, en el caso de las empresas de mayor crecimiento, parece suficiente como para justificar un aumento de exposición en un contexto donde no hay otras alternativas de inversión que ofrezcan expectativas de resultados atractivos a largo plazo.

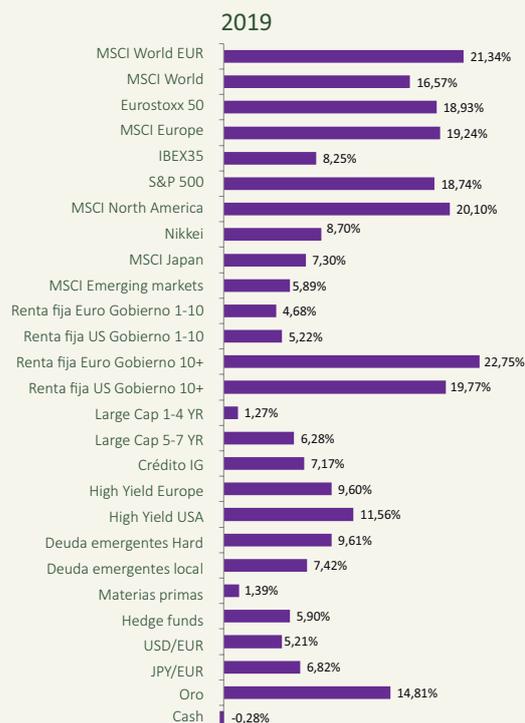
Seguimos pensando que el dólar debería depreciarse contra el euro a medida que el diferencial de crecimiento y tipos de interés entre ambas áreas geográficas se estrecha. Además, el Gobierno americano está siendo muy explícito a la hora de pedir una depreciación del dólar. Sin embargo, somos conscientes de que el “Billete Verde” (al igual que el Yen o el Oro) actuará como activo refugio en caso de que se produzca un aumento de la percepción de riesgo a nivel global y, por ello, mantenemos posiciones en dólar y oro en cartera como activos de diversificación.

**Infra ponderados en renta variable, pero largos de sectores cíclicos.**  
**Neutrales en duración y cortos de crédito.**

RENDA VARIABLE	RENDA FIJA	DIVISA Y OTROS
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ligeramente infraponderados.</li> <li>• Neutrales en Japón y emergentes.</li> <li>• Infraponderados en EEUU, largos de Europa.</li> <li>• Preferencia por las compañías petroleras integradas y materiales, especialmente papeleras.</li> <li>• Baja exposición a compañías defensivas que coticen a múltiplos elevados.</li> <li>• Poca exposición a empresas con endeudamiento elevado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neutrales en duración.</li> <li>• Incremento del peso en inflación.</li> <li>• Apuesta por la curva americana.</li> <li>• Bajo peso en crédito y high yield.</li> <li>• Peso relativo alto en bonos subordinados financieros.</li> <li>• Mucha liquidez.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poco peso en dólar.</li> <li>• Compramos oro.</li> </ul>

	UW	N	OW
Cash			
<b>Renta fija</b>			
Crédito			
High Yield			
RF Periférica			
Duración			
Deuda emergente			
<b>Renta Variable</b>			
USA			
Europa			
Emergentes			
Japón			
<b>Retorno absoluto</b>			
<b>Divisas</b>			
USD			

Fuente: Alantia Wealth Management



Fuente: Bloomberg

## Previsiones PIB FMI

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>PIB mundial</b>	3	3,4	3,1	3,2	3,7	3,6	3,2	3,5
<b>Economías desarrolladas</b>	1,3	1,8	1,9	1,7	2,3	2,2	1,9	1,7
<b>Estados Unidos</b>	1,9	2,4	2,5	1,5	2,2	2,9	2,6	1,9
<b>Zona Euro</b>	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,4	1,8	1,3	1,6
<b>Reino Unido</b>	1,8	3	2,2	1,8	1,7	1,4	1,3	1,4
<b>Suiza</b>	2	1,9	1	1,4	1,7	2,5	1,1	1,5
<b>Japón</b>	1,5	-0,1	0,6	1	1,7	0,8	0,9	0,4
<b>Economías emergentes</b>	4,7	4,6	4	4,3	4,7	4,5	4,1	4,7
<b>China</b>	7,7	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	6
<b>India</b>	4,4	7,3	7,3	7,1	6,7	7,1	7	7,2
<b>Rusia</b>	1,3	0,6	-3,7	-0,2	1,5	2,3	1,2	1,9
<b>Brasil</b>	2,3	0,1	-3,8	-3,6	1	1,1	0,8	2,4

Fuente: FMI 01/10/19

## Forward Price Earning Ratio

País	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Europa</b>	17,0	16,3	11,9	14,8	13,5	12,6
<b>EE.UU.</b>	19,5	20,9	17,2	18,7	16,9	15,3
<b>Japón</b>	16,0	15,1	12,2	13,8	13	12,1
<b>Emergentes</b>	13,4	13,9	12,4	13,1	11,5	10,2

Fuente: Morgan Stanley

## Carteras Modelo

	Conservador	Moderado	Medio	Agresivo
<b>2009</b>	6,1%	9,0%	11,5%	16,6%
<b>2010</b>	2,8%	5,1%	9,4%	11,6%
<b>2011</b>	-2,0%	-4,4%	-6,7%	-9,2%
<b>2012</b>	6,8%	8,2%	9,3%	10,9%
<b>2013</b>	5,3%	7,5%	10,2%	18,8%
<b>2014</b>	4,6%	3,9%	5,0%	4,1%
<b>2015</b>	0,9%	0,8%	2,8%	4,6%
<b>2016</b>	0,9%	1,7%	3,6%	4,9%
<b>2017</b>	2,0%	3,3%	4,3%	6,9%
<b>2018</b>	-3,2%	-4,4%	-5,5%	-6,0%
<b>2019</b>	3,7%	5,1%	7,0%	9,6%
<b>Acumulado</b>	<b>31,0%</b>	<b>40,8%</b>	<b>61,7%</b>	<b>95,7%</b>
<b>TAE</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>6,4%</b>

## Índices

	Eurotox	Ibex35	S&P	MSCI World (Ic)
<b>2009</b>	21,0%	29,8%	25,2%	261,6%
<b>2010</b>	-5,8%	-17,4%	12,8%	12,7%
<b>2011</b>	-17,1%	-13,1%	0,0%	-7,6%
<b>2012</b>	13,8%	-4,7%	13,4%	13,1%
<b>2013</b>	14,7%	21,4%	29,6%	23,7%
<b>2014</b>	1,2%	3,7%	11,4%	7,7%
<b>2015</b>	3,9%	-7,2%	-0,7%	0,2%
<b>2016</b>	0,7%	-2,0%	9,5%	6,8%
<b>2017</b>	6,5%	7,4%	19,4%	16,3%
<b>2018</b>	-8,7%	-11,5%	1,4%	-2,2%
<b>2019</b>	18,9%	8,3%	18,7%	16,6%
<b>Acumulado</b>	<b>43,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>261,6%</b>	<b>151,1%</b>
<b>TAE</b>	<b>3,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>8,9%</b>

Fuente: Alantra Wealth Management y Bloomberg

## Precios Consumidor (IPC)

	2018	2019e	2020e
Estados Unidos	2,4	2	2,7
Eurozona	1,8	1,3	1,6
Japón	1	1,1	1,5
Alemania	1,9	1,3	1,7
Reino Unido	2,5	1,8	2
España	1,7	1,2	1,6
Italia	1,2	0,8	1,2
Francia	2,1	1,3	1,5
Irlanda	0,7	1,2	1,5
Portugal	1,2	1	1,7
Emergentes y Asia	2,6	2,8	3,1

Fuente: FMI 01/10/19

## Tipos de interés

	Último	31 dec 2018
US 10Y	1,68	2,68
UK 10Y	0,46	1,27
CHF 10Y	-0,76	-0,18
JP 10Y	-0,23	-0,01
BD 10Y	-0,58	0,24
FR 10Y	-0,29	0,71
IT 10Y	0,81	2,75
IR 10Y	-0,05	0,89
SP 10Y	0,14	1,42
<b>Spread de crédito</b>	<b>Último</b>	<b>31 dec 2018</b>
Global HY spread	439	488
EM spread (Hard)	350	438
EM spread (Local)	433	452
Itraxx Main	55	87
Itraxx Xover	232	353

Fuente: Bloomberg 01/10/2019

## Mercados de renta variable

Índice	Último	2019
MSCI World	1.680	16,6%
DJ Stoxx 600	393	16,4%
S&P 500	2.977	18,7%
Nasdaq	7.999	20,6%
Topix	1.588	6,3%
MSCI Em	56.357	5,5%
CAC 40	5.678	20,0%
DAX 30	12.428	17,7%
FTSE 100	7.408	10,1%
FTSE MIB	22.108	20,6%
IBEX 35	9.245	8,3%
Volatilidad SP500	16,2	-9,2

Fuente: Bloomberg 01/10/2019

# ANÁLISIS MACRO



## Crecimiento económico

El sector industrial de las economías desarrolladas está en recesión y la guerra comercial sigue penalizándolo. Por ahora el consumidor sostiene el crecimiento, especialmente en EE.UU. gracias al pleno empleo y al crecimiento de salarios.

## Política monetaria

Los bancos centrales se han comprometido a actuar para sostener el crecimiento y crear inflación.

EE.UU. tiene más margen para bajar los tipos, lo que podría permitirles mantener un dólar débil.

La P<sup>a</sup>M<sup>a</sup> está perdiendo efecto.

## Inflación

La política monetaria, la tecnología, el envejecimiento de la población y la globalización han anclado a niveles muy bajos las expectativas de inflación.

Si el crecimiento se mantiene, veremos más inflación de la que se descuenta, si disminuye seguiremos sin inflación.

## Política fiscal

Alemania es el único país relevante con capacidad real para realizar un estímulo fiscal. Una mayor política fiscal podría llevar a una mejoría del crecimiento económico y de las bolsas, así como a mayores expectativas de inflación y tipos más altos.

El crecimiento es débil pero positivo. A corto plazo, parece que la inflación se va a mantener por debajo de los objetivos de los bancos centrales, lo que les va a permitir seguir aportando estímulos monetarios para tratar de reactivar el crecimiento económico. Creemos que, en consecuencia, los tipos de interés se van a mantener bajos durante un periodo prologado de tiempo. Sin embargo, parece claro que la política monetaria está perdiendo eficacia y será necesario un apoyo fiscal, particularmente en Europa, que todavía puede tardar algún tiempo en llegar y seguramente no lo veamos hasta que el empleo se empiece a resentir. Los EE.UU. ven la política monetaria como un instrumento más de la política cambiaria y van a tratar de debilitar el dólar para protegerse de la desaceleración global.



Fuente: Mutuactivos

Política fiscal: mayor o menor gasto público y más o menos impuestos.

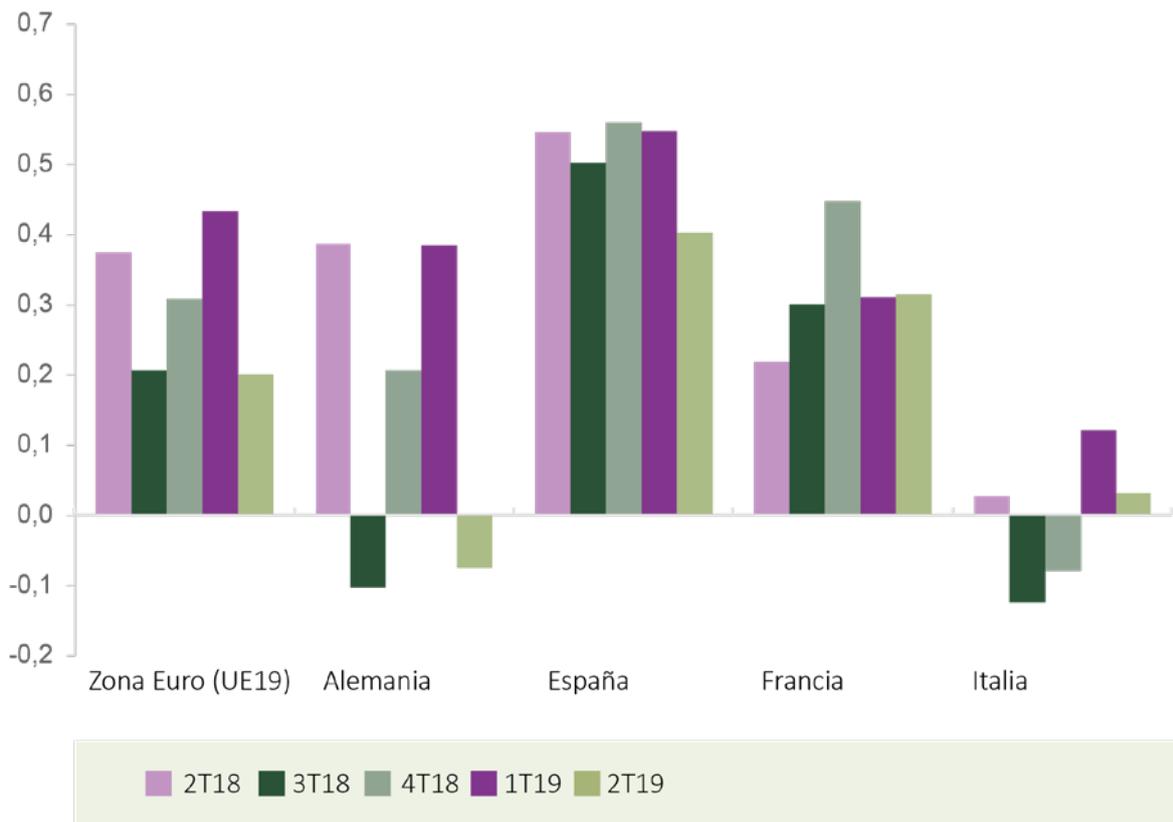
P<sup>a</sup> M<sup>a</sup> es política monetaria: los bancos centrales suben o bajan tipos e inyectan o drenan liquidez.

## I – Crecimiento económico. Más debilidad, pero sin recesión. Industria y servicios

2018 fue un año con un crecimiento económico robusto para Estados Unidos, que se estaba beneficiando de un fuerte impulso fiscal. Sin embargo, en 2019 el efecto de la reforma impositiva de Trump es menor y la guerra comercial está afectando al sector industrial. Sin embargo, no tiene un peso relevante en EE.UU., donde el consumo supone cerca del 75% del PIB y por ahora mantiene su fuerza (aunque se han publicado datos preocupantes recientemente). El consumo está apoyado por los bajos niveles de desempleo, el crecimiento de salarios, el efecto riqueza por la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios y por el acceso barato al crédito. Hoy, EE.UU. crece sustancialmente más que el resto de los países desarrollados gracias al mayor peso del consumo en su PIB.

En Europa la ralentización es mayor. La política monetaria parece estar perdiendo efecto y Alemania está sufriendo mucho por culpa de la guerra comercial y los problemas del sector automovilístico.

Crecimiento trimestral de España y de sus principales socios comerciales



Fuente: Mutua madrileña

Si tuviésemos que resumir cuál es la situación macro de los países desarrollados, bastaría decir que el sector industrial está en recesión, mientras que el sector servicios se mantiene fuerte. Sin embargo, hay que desarrollar más estos conceptos.

## ¿Por qué se habla tanto entonces del sector manufacturero?

El sector manufacturero suele ser un indicador adelantado del resto de la economía: si las empresas industriales empiezan a despedir o a bajar sueldos, el consumo se contraerá afectando al sector servicios. La contracción industrial tiene varios culpables:

El primero fue el cambio en la legislación alemana respecto a las emisiones de los automóviles, que llevó a los fabricantes a reducir inventarios antes de la entrada en vigor de la ley. Este hecho, unido al efecto disruptivo en el consumo del cambio tecnológico (parálisis del comprador que no sabe qué coche comprar), llevó a una importante contracción de la industria automovilística alemana que aún continúa. El sector se enfrenta a menores ventas y a un gran esfuerzo inversor para el desarrollo de las nuevas tecnologías, lo que está teniendo un efecto muy negativo sobre sus beneficios y sobre los de toda la cadena de producción.

El segundo factor ha sido la guerra comercial entre EE.UU. y China. Los aranceles ya fijados y la incertidumbre que están provocando está drenando el crecimiento global. Si se mantiene la última ronda de aranceles fijada en septiembre y se pone en marcha la anunciada para diciembre se corre el riesgo de que acabe impactando al consumidor. Hoy, su efecto sobre la economía global es evidente pero difícil de medir. En un informe de hace unos meses, una casa de análisis consideraba una serie de escenarios, destacamos dos:

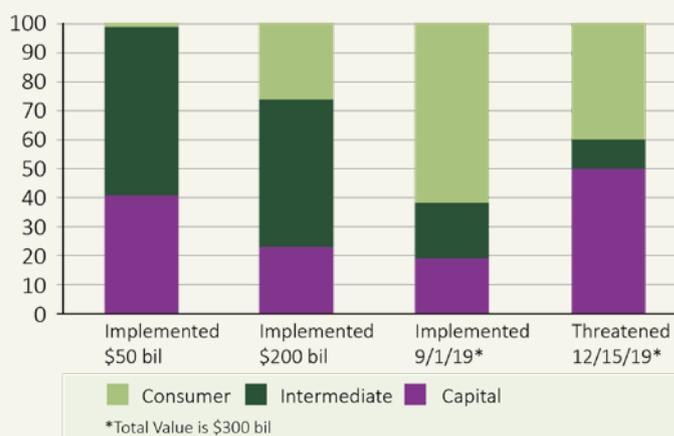
En caso de que continuase la escalada de tarifas durante unos meses y EE.UU. impusiese una subida de tarifas

sobre 250 mil millones del 10% al 25%, calculaba que el crecimiento de EE.UU. bajaría hasta alrededor del 1,7%, forzando una bajada de tipos de 50 puntos básicos por parte de la FED y medidas de estímulo fiscal por parte de China. El crecimiento global bajaría del 3,2% al 2,8%.

Si no hubiese acuerdo y los aranceles sobre importaciones chinas se fuesen al 25% en el total de exportaciones, el informe calculaba que el PIB de EE.UU. bajaría hasta el 1% en la segunda mitad de 2019 y a recesión en 2020, con una inflación del 2%. En este escenario, el crecimiento global bajaría por debajo del 2,5%, lo que se considera una recesión global. A todo lo anterior hay que añadirle el efecto perverso que la incertidumbre está teniendo y a sobre la inversión.

Hasta ahora, Estados Unidos ha intentado dañar lo menos posible las importaciones de bienes de consumo con aranceles, con la intención de no afectar demasiado a la inflación y a sus ciudadanos. Sin embargo, a medida que aumente el porcentaje de importaciones afectadas por los aranceles, el número de productos de consumo afectados se incrementa exponencialmente. El porcentaje de bienes de consumo afectados con tarifas sobre 200 mil millones de importaciones es del 38%. Si se aplica la subida al total de importaciones sería del 68,5%. Una subida de los precios de los bienes de consumo sólo la pueden absorber los vendedores (afectando por tanto a los beneficios empresariales) o bien los consumidores (afectando al crecimiento del consumo). En la gráfica inferior podemos observar cómo se distribuirían las tarifas por tipo de producto en un escenario de impacto total.

**Porcentaje de bienes de consumo (naranja) afectados en las diferentes oleadas de aranceles**



Fuente: Census Bureau, USTR, USITC, Moody's Analytics

Históricamente el proteccionismo, además de frenar el crecimiento, aumenta la inflación. Precisamente porque el último tramo de tarifas es el que más afecta a los bienes de consumo es el que más impacto tendría sobre los precios. En el peor escenario, la FED se podría encontrar con el dilema de tener que bajar tipos para estimular el crecimiento mientras los precios escalan.

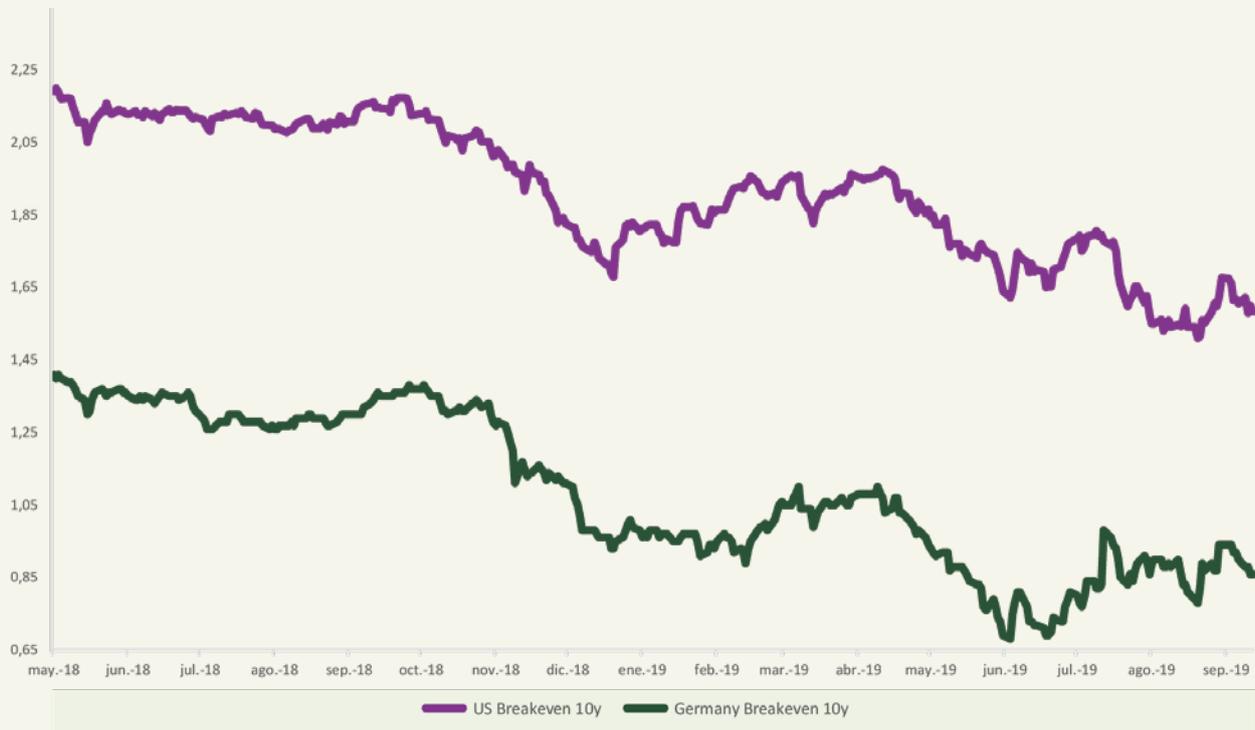
## II – Inflación y política monetaria

Los tipos de interés a largo plazo descuentan un mundo “japonizado” en el que el bajo nivel de crecimiento y de inflación es estructural.

Los bancos centrales, hasta ahora, no han sido capaces de generar inflación a pesar de haberlo intentado con mucha contundencia y con todas sus herramientas convencionales y no convencionales (aunque EE.UU. y la Unión Europea han evitado entrar en deflación). Los bancos centrales están dejando que los niveles de tipos reales (descontando la inflación) sean extremadamente negativos con tal de generar crecimiento e inflación. Este comportamiento es algo normal en los plazos cortos, pero bastante extraordinario en los bonos a largo plazo.

Los mercados de renta fija descuentan que no van a ser capaces de generar inflación a largo plazo. La actuación del BCE garantiza la demanda de deuda y la oferta es limitada, por tanto, no esperamos un incremento significativo de los tipos de interés a corto plazo.

Expectativas de inflación a 10 años (breakevens)



Fuente: Bloomberg

### ¿Por qué es tan baja la inflación?

Los últimos años se ha culpado principalmente a una serie de hechos que tienen una influencia relevante sobre la formación de precios: la globalización, los bancos centrales, el envejecimiento de la población, el exceso de deuda y los avances tecnológicos, que afectan a la desintermediación de los servicios y a la optimización de los costes de la industria.

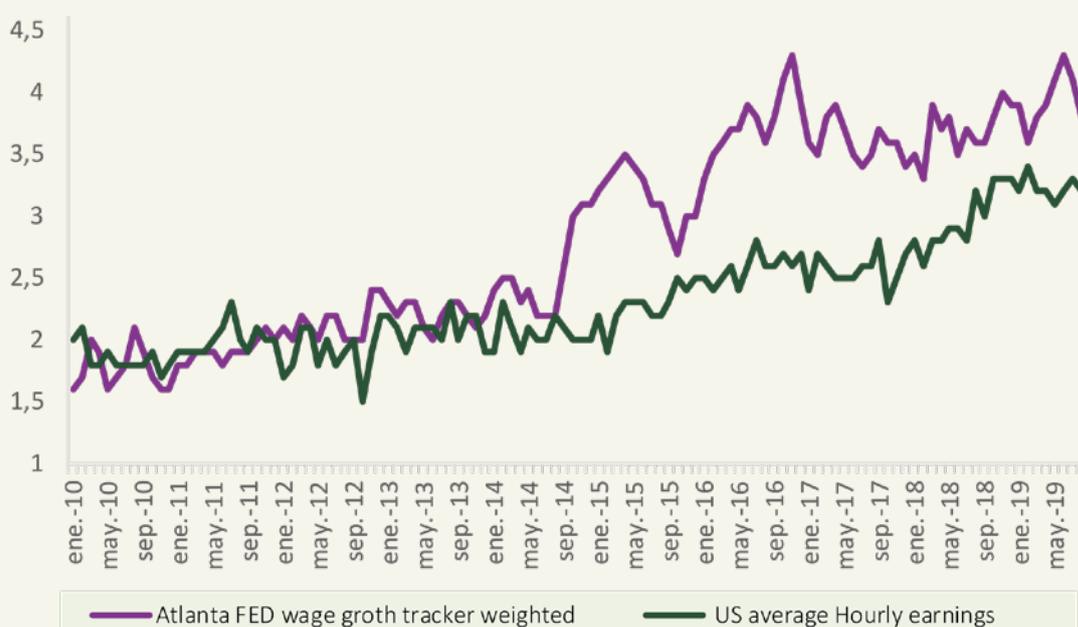
No obstante, hay otras teorías interesantes que mantienen que “esta vez NO es diferente”. Simplemente hace falta algo menos de capacidad ociosa para que la inflación vuelva. A continuación, exponemos una serie de argumentos que explicarían por qué la inflación es tan baja, pero que apuntan a que podría darse un repunte a medio plazo si el crecimiento se mantiene.

- Los defectos de medición. En EE.UU. empieza a aparecer algo de inflación. Si hacemos una medición de los salarios “like for like” o eliminando el efecto que la creación de nuevos puestos de trabajo baratos tiene sobre la masa salarial, los salarios están creciendo al 4%. Y si utilizamos el IPC para medir la inflación en lugar del PCE (defactor del PIB) y anualizamos los resultados de los últimos tres meses, la inflación subyacente estaría en el 3,4%.

- Las crisis financieras generan efectos duraderos en la demanda y un exceso de oferta. Han reducido por ejemplo la agresividad de los trabajadores a la hora de demandar subidas de salarios, así como de las empresas para elevar los precios de sus productos.
- Los bancos centrales, tras 30 años de políticas monetarias de control de precios, han anclado las expectativas de inflación con su política monetaria, lo que hace que sea necesario un mayor output gap (crecimiento por encima del potencial) para conseguir generar subidas de precios.

Damos cierta credibilidad a estos factores. Si evitamos una recesión, la purga del exceso de capacidad ociosa podría llevar a algo más de inflación, pero los bancos centrales probablemente la dejen correr por encima de los tipos de interés dada la fragilidad macro y para evitar el riesgo de que se anclen las expectativas de deflación como ocurrió en japon. Sin embargo, la debilidad del crecimiento a corto plazo nos hace pensar que los tipos se mantendrán bajos durante un tiempo.

### ¿Está mal medida la inflación salarial?

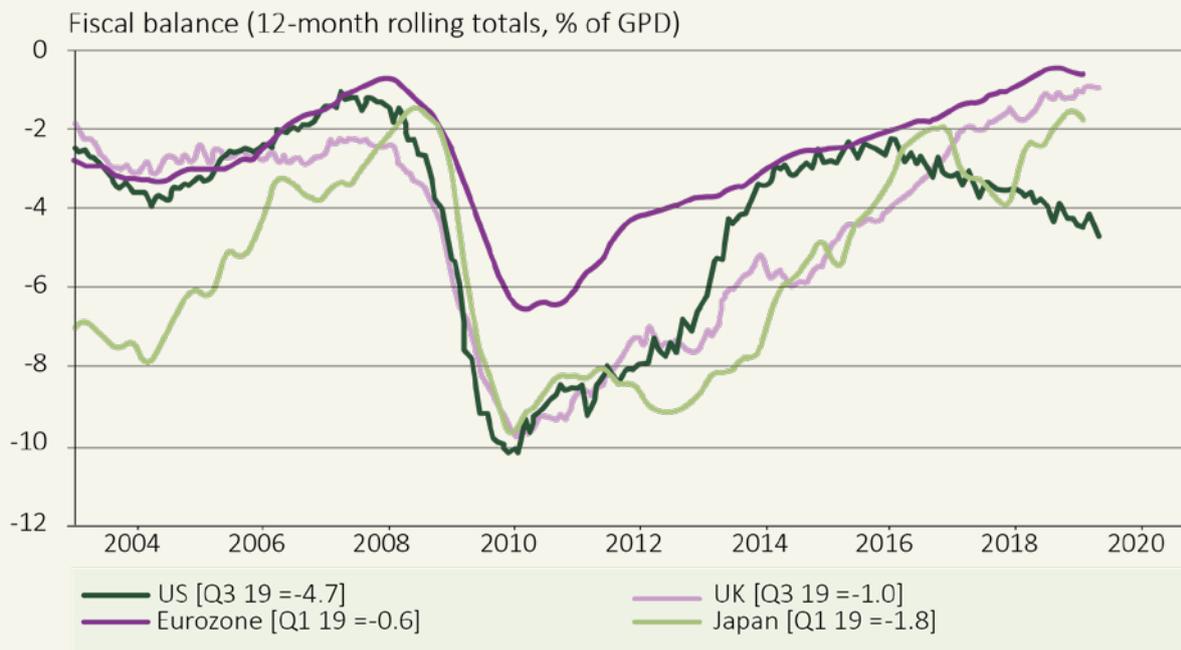


Fuente: Bloomberg

### III - Política fiscal

En la rueda de prensa de la última reunión del Banco Central Europeo, Draghi hizo un llamamiento a los gobiernos para que hiciesen más política fiscal. Su mensaje iba dirigido hacia Alemania debido a que cuenta con un superávit presupuestario de más del 1%. Alemania tiene la combinación única de necesitar más gasto público en infraestructuras y de tener la capacidad de poderse lo pagar. A pesar de que Ángela Merkel de momento no ve necesario llevar a cabo esta medida, los rumores apuntan a que el ejecutivo está preparándose para ello.

Déficit presupuestario de la Euro Zona, EE.UU., UK y Japón



Fuente: ASR

Ya se ha puesto en marcha un plan de gasto público de 54 mil millones de euros destinados a ayudar a una transición hacia una economía más verde durante los próximos 4 años. Esta medida se financiará con fondos de energía y clima del gobierno que ya se han ido provisionando sin recurrir al endeudamiento. Sin embargo, lo que el mercado está pidiendo es más gasto (o menores impuestos) y de efecto inmediato, no diferido en el tiempo. Se podría decir que Alemania tiene grabado en el pensamiento colectivo el balance presupuestario, la medida con el gasto y la estabilidad de precios. Probablemente como consecuencia de la hiperinflación que asoló la República de Weimar en el periodo de entre guerras. De hecho, el país ha convertido en ley la prohibición de incurrir en déficits estructurales.

Por ahora, el ministerio de economía alemán prevé un aumento gradual y moderado de los ingresos, en línea con los gastos, de tal forma que el Gobierno alemán también mantenga el "déficit cero" los próximos ejercicios. Realmente, el Gobierno sí está haciendo un esfuerzo, ya que la inversión pública ha crecido un 7% los últimos años, pero todo dentro del equilibrio presupuestario.

El secretario de estado de finanzas llegó a declarar que "la reducción en el nivel de deuda pública nos da la munición para que, si se necesita y cuando se necesite, si empeora la situación, haya mayor espacio fiscal para actuar". En resumen, Alemania tiene la capacidad de actuar, pero las cosas se tendrán que poner bastante peor para forzar al gobierno a gastar más. Probablemente deberíamos ver un incremento del desempleo para que esto ocurra.

### ¿Tiene sentido aumentar el gasto público para invertir en infraestructuras en Alemania?

En la década de los años 30 del siglo pasado dio comienzo la construcción de autopistas a gran escala, la denominada Autobahnen. El auge de las carreteras en Alemania se produjo en la década de los 50 y los 60. Pero la falta de inversión en mantenimiento y el aumento de la cantidad de automóviles ha provocado un enorme deterioro de las carreteras, como es el caso del puente de la autopista que llega al parque químico de Leverkusen. Desde hace 5 años los camiones tienen prohibida la entrada y se ha limitado la velocidad a 60 kilómetros por hora. Las carreteras han sufrido debido a que no fueron diseñadas para soportar el peso de los grandes vehículos comerciales de hoy en día. Alrededor del 15% de sus 70.000 puentes se considera que están en “estado crítico”, y la mitad son de mala calidad de acuerdo con el Instituto Alemán de Asuntos Urbanos. Como consecuencia, el número de atascos ha crecido sustancialmente. Debido a la política de control de gasto, el país solamente destina un presupuesto de mantenimiento de las carreteras y se espera que se mantenga así hasta 2030. Los peajes que pagan los camiones (pero no los coches) para circular por la Autobahn son la principal fuente de financiación para mantener las carreteras. Como conclusión, sí, la inversión es necesaria, y por tanto, sería muy productiva.

### ¿Cómo se podría financiar un plan de infraestructuras para que todo el mundo esté contento?

Michael Hüther, director del Instituto de la Economía Alemana (IW), consideró en el Welt am Sonntag que “es necesario un Plan Alemania para los próximos 10 años”, un paquete de medidas con grandes inversiones. Se empieza a hablar de un fondo de infraestructuras (Deutschland Fund) que podría emitir deuda barata y podría llegar a invertir 450 mil millones de euros en los próximos 10 años. Podría haber más medidas de cambio climático, digitalización y mejora de la infraestructura de transporte.

### ¿Por qué es tan importante la política fiscal?

A diferencia de la política monetaria, la política fiscal tiene un efecto directo sobre el PIB: si hay más gasto, habrá más PIB, si se bajan los impuestos (en teoría) habrá más consumo. La relación es, más directa que en la política monetaria, donde bajar los tipos de interés debería provocar mayor crecimiento de forma indirecta.

En Alemania tiene más sentido que el plan se dirija a la inversión en infraestructura por dos razones. La primera es que se necesita y, por tanto, sería una inversión

productiva. La segunda es que existe cierto riesgo de que los alemanes reaccionasen a una bajada de impuestos aumentando el ahorro. Por último, la efectividad de la política monetaria está en duda. Los bancos centrales han sido capaces de sacarnos de la recesión de 2008 y de evitar que el mundo entre en deflación, pero no han conseguido generar un crecimiento económico con suficiente velocidad de escape como para evitar que el crecimiento potencial siga siendo muy bajo y que no se genere inflación.

### ¿Supone la política fiscal un riesgo?

Lo cierto es que sí. Si bien Alemania necesita inversión en infraestructuras y se lo puede permitir, existen dos grandes riesgos. El primero es que el resto de la Zona Euro siga el ejemplo de Alemania. Es decir, que otros países con déficit presupuestario y/o con altos niveles de deuda pública, decidan aumentar también el gasto aprovechando que la deuda es muy barata.

El segundo emana del primero. A pesar de que mayor política fiscal impulsaría el crecimiento del PIB, también tendría un efecto importante sobre las expectativas de inflación y los precios. El mercado descontaría que la Zona Euro va a crecer más y que se va a generar algo de inflación, por lo que los tipos de interés tenderían al alza. En EE.UU., a la bajada de impuestos de Donald Trump le siguió una escalada de la rentabilidad del bono a 10 años desde niveles inferiores al 2% hasta el 3,2%. Y si la deuda se encarece cuando los países menos disciplinados han aumentado el gasto, podemos volver a tener un problema importante.

La política de cero déficit público es muy popular entre los votantes de Angela Merkel, casi una ideología. Las cosas se tendrán que poner peor para que el Gobierno acceda a gastar más.

# VISIÓN POR ACTIVOS



## Tipos de interés

A pesar de no ver valor, mantenemos un peso táctico en duración porque no esperamos subidas importantes de los tipos de interés y es un activo defensivo.

Invertimos en inflación per se porque preferimos tener inflación que tener que reducir la duración.

## Bolsa

Reduciremos la infraponderación porque creemos que la falta de alternativas sustenta el activo.

Nos gustan las cíclicas más castigadas, pero sin deuda (industriales y MMPP). Nos gustan las compañías con cash flows estables con valoraciones razonables (petroleras integradas).

## Crédito

Estamos poco invertidos, pero creemos que el activo se sostendrá por la actuación de los bancos centrales.

Tenemos poco peso en high yield.

Nos gustan los AT1.

## Otros

Mantenemos un ligero peso en el dólar por su carácter defensivo.

Compramos oro.

Aprovecharemos la opcionalidad.

## Mercados, Renta Fija

### Entorno

Los bancos centrales ya nos han dejado meridianamente claro que van a estar ahí para intentar sostener la economía cuando haga falta, aunque tenemos dudas acerca de si su actuación va a servir para estimular el crecimiento económico. Por ahora han apuntalado el “edificio” y están dando tiempo a los mercados para recuperarse. También han cambiado las reglas del juego. Hasta ahora, los bancos centrales habían anclado las expectativas de inflación a niveles muy bajos tras 30 años controlando que los precios no subiesen por encima del 2%. Recientemente, nos han comunicado que su objetivo ya no es que la inflación no pase del 2%, sino que, de media, se acerque a ese nivel. Por tanto, podrían permitir que, durante un periodo de tiempo, esta exceda el citado nivel.

La política monetaria ya no puede hacer mucho más para estimular el crecimiento económico y Draghi ha pedido a la Zona Euro política fiscal procíclica. No obstante, no creemos que Alemania vaya a poder incrementar el gasto público este año. Por otra parte, aunque lo intentará, Trump deberá luchar y justificar las medidas si quiere conseguir aplicar más política fiscal antes de las elecciones. Para que llegue la política fiscal, la macro antes debe empeorar, pero al mismo tiempo, consideramos que un plan de política fiscal sería un gran impulsor para una revalorización de los activos de riesgo. Si se aprueba un plan de política fiscal sería un gran estímulo para la economía y los mercados y actuaría como una red de seguridad para estos últimos. Queremos estar preparados para actuar rápido.

Creemos que, si evitamos una recesión, la purga del exceso de capacidad ociosa podría llevar a algo más de inflación, pero los bancos centrales probablemente la dejen correr por encima de los tipos de interés dada la fragilidad macro y para evitar el riesgo de que se anclen las expectativas de deflación como ocurrió en Japón.

La intervención del BCE garantiza la demanda de deuda y la oferta es limitada. Por tanto, no esperamos que los tipos se vayan a niveles muy elevados a corto plazo. No esperamos tipos mucho más altos a corto plazo.

### Tipos de interés

Los niveles absolutos de tipos de interés dejan muy poco potencial a la deuda gubernamental.

Sin embargo, su comportamiento podría ser razonablemente bueno a corto plazo por factores técnicos y fundamentales.

Como factores técnicos debemos citar las expectativas de más bajadas de tipos, las inyecciones de liquidez de los bancos centrales (quantitative easing), la escasez de emisiones y la compra de deuda por parte de extranjeros (que, tras cubrir el riesgo divisa, en algunos casos tiene una rentabilidad más alta que la de sus propios países).

Como factores fundamentales, el principal es el de activo refugio. La duración es una de las coberturas que mejor funcionaría en caso de una recesión y, al fin y al cabo, esperamos más desaceleración a corto plazo.

Por tanto, aunque no vemos mucho potencial mantenemos posiciones en duración (neutral) como activo táctico en las carteras que nos ayuda a hacerlas más defensivas.

Creemos que tiene sentido ligar los riesgos de tipos, de crédito y de inflación.

Estamos invertidos en inflación, aunque pensamos que no va a repuntar a corto plazo, creemos que es mejor estar largos de inflación (a fin de cuentas, es lo que pretenden crear los bancos centrales) que cortos de duración (que seguirá apoyada por los bajos tipos de interés).

### Crédito

Seguimos teniendo una visión muy prudente del crédito. Creemos que una macro decelerando es una mala noticia per se, además, los fundamentales se están deteriorando en los mercados desarrollados, pero la actuación de los bancos centrales sigue dando soporte a la renta fija privada empujando a la baja los spreads de crédito. El comportamiento de la deuda corporativa de alta calidad va a estar más ligado a su componente de duración que al de crédito y, por tanto, seguirá soportado por ahora por los bancos centrales hasta que la macro o un plan fiscal rompan la tendencia de los precios. No obstante, es un activo caro, con poco potencial y con alto riesgo específico, lo que nos lleva a ser cautos.

**Déficit presupuestario de Alemania, EEUU, UK y Japón**



Fuente: Bloomberg

Tenemos una opinión negativa respecto a la deuda corporativa high yield o de baja calidad crediticia, tanto por las bajas primas de riesgo a las que cotiza como por el impacto que la desaceleración económica pueda tener en la solvencia de las compañías más endeudadas. Además, seguimos pensando que este puede ser un activo particularmente expuesto ante un cambio en las condiciones de liquidez de los mercados. Recientemente hemos empezado a comprar protección sobre este activo.

Dicho esto, seguimos viendo valor relativo en la deuda subordinada bancaria, donde las dinámicas de acumulación de capital siguen favoreciendo a la deuda contra el equity.

Reducimos el peso en deuda emergente (desde la sobreponderación a la neutralidad) porque creemos que el menor crecimiento económico y las fuertes entradas de capital en este activo en tiempos recientes limitan el potencial para los próximos meses.

## Mercados, Renta Variable

Pese a que el comportamiento de los índices ha sido positivo los últimos meses, los movimientos sectoriales han sido radicalmente distintos. Los sectores más cíclicos se han comportado muy mal y ya están descontando, en cierta medida, un mayor deterioro macro. Sin embargo, los sectores defensivos y/o los que tienen una importante recurrencia en sus beneficios se han comportado francamente bien. Una explicación excesivamente simple es que los sectores más defensivos tienen una prima de estabilidad y los más cíclicos son más vulnerables a la desaceleración macro que se está produciendo. Sin embargo, los defensivos están cotizando a múltiplos extraordinariamente elevados. Una explicación un poco más desarrollada es que el mercado está valorando la renta variable como la renta fija, es decir, haciendo una valoración de una serie de flujos y trayéndola al valor actual, pero descontando el valor con la tasa libre de riesgo actual. En ese caso, las compañías poco cíclicas con un pago recurrente de dividendos, se merecerían valoraciones muy elevadas, justificando sus precios actuales. Si aplicásemos el mismo método a empresas con clara visibilidad de beneficios y largo plazo y que no reparten dividendos, el efecto de la “valoración de renta fija”, elevaría aún más sus precios por su mayor sensibilidad al valor a largo plazo de la compañía. No consideramos que debamos cambiar la forma en que valoramos las empresas, pero sí intentar entender lo que está haciendo el mercado. Eso nos ha llevado a ver un

suelo más cercano a los mercados en el caso de que se produzca una corrección, y a estar aún más predispuestos para comprar si tenemos una oportunidad.

Sin embargo, donde nosotros vemos valor no es en lo más defensivo, sino en lo más cíclico. Aun así, buscamos combinar en nuestras carteras compañías cíclicas castigadas (papeleras, industriales, materias primas) con otras con flujos estables pero que no coticen a múltiplos disparatados. Es el caso de las energéticas integradas, que tienen menos deuda que en el pasado, gozan de unos ingresos recurrentes y, a pesar de ello, tienen valoraciones atractivas.

Seguimos sin ver mucho atractivo al sector financiero, especialmente a los bancos. Creemos que tienen un freno en la baja y crónica situación de los tipos de interés, el férreo control regulatorio y la falta de concentración en el sector. Además, en el caso de los españoles, algunos tienen por delante un nuevo problema con las denuncias por el uso del índice hipotecario IRPH, más caro que el Euribor y que podrían llevar a indemnizaciones muy importantes. Por todo ello, vemos más atractivo invertir en bancos a través de los bonos convertibles AT1 (cocos) que en acciones.

Aunque la desaceleración económica está empezando a hacer mella en los resultados empresariales, que este año apenas van a crecer, las bolsas podrían seguir soportadas por la reducción estructural del coste de capital y la falta de alternativas. Además, la parte más cíclica de la renta variable podría ser el activo más beneficiado por una hipotética expansión fiscal (en Europa) o un acuerdo comercial entre China y EE.UU. (pensamos que Trump podría hacer algo para favorecer su reelección en 2020). Estamos valorando incrementar el peso con opcionalidad o bien esperar a una corrección para incrementar la exposición, ya que la valoración absoluta en el caso de los cíclicos, y la relativa, en el caso de las empresas de mayor crecimiento, parece suficiente como para justificar un aumento de exposición en un contexto donde no hay otras alternativas de inversión que ofrezcan expectativas de resultados atractivos a largo plazo.

Geográficamente hemos decidido aumentar el peso en Europa por su mayor ciclicidad, y lo hemos bajado en Japón y emergentes. Hace tres meses subimos peso en Japón principalmente porque se había quedado atrás respecto a otros índices, pero estos tres meses ha recuperado parte del diferencial. Además, hicimos la inversión en moneda local y el Yen se ha revalorizado frente al euro en este periodo.

### Bolsas emergentes

Han perdido atractivo desde nuestro punto de vista, y lo han hecho por la coincidencia de varios factores. Recientemente se han comportado mal, pero en línea con la caída de sus beneficios, lo que hace que, en este momento, coticen en la media histórica con respecto a los países desarrollados. Tienen una alta sensibilidad al dólar. Nosotros tenemos poco dólar en cartera y creemos que se debería debilitar. No obstante, nos preocupa que, en caso de una recesión, el dólar se comporte muy bien y castigue a los mercados emergentes por su alta sensibilidad al tener gran parte de su deuda emitida en dicha moneda. Además, se está produciendo un importante cambio en la correlación entre la rentabilidad del bono a 10 años americano y el comportamiento de las bolsas emergentes. Hasta ahora, cuando subía la rentabilidad del bono, aumentaba la probabilidad de apreciación del dólar y los emergentes corregían. Ahora ocurre lo contrario, lo que demuestra que son mercados muy cíclicos. Preferimos jugar la ciclicidad en Europa.

### Mercados, Otros

#### Dólar

Seguimos pensando que el dólar debería depreciarse contra el euro a medida que el diferencial de crecimiento y tipos de interés entre ambas áreas geográficas se estrecha. Además, el Gobierno americano está siendo

muy explícito a la hora de pedir una depreciación del USD. Sin embargo, somos conscientes de que el “Billete Verde” (al igual que el Yen o el Oro) actuará como activo refugio en caso de que se produzca un aumento de la percepción de riesgo a nivel global y, por ello, mantenemos posiciones en dólar y oro en cartera como activos de diversificación.

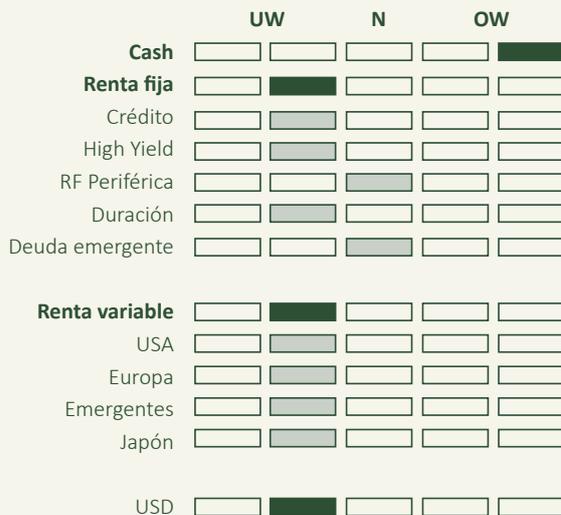
#### Volatilidad

Creemos que, en este contexto de menor crecimiento económico, mayores riesgos geopolíticos y políticas monetarias cada vez menos eficaces, podríamos ver un aumento de la volatilidad de los mercados, lo que nos obliga a mantener una gestión muy táctica de las carteras y a utilizar la opcionalidad como instrumento de gestión.

#### Liquidez

Preferimos mantener la liquidez y estar preparados para actuar que obtener una remuneración escasa que no compensa el riesgo asumido.

Ponderación de las carteras respecto a los índices



#### Apuestas importantes

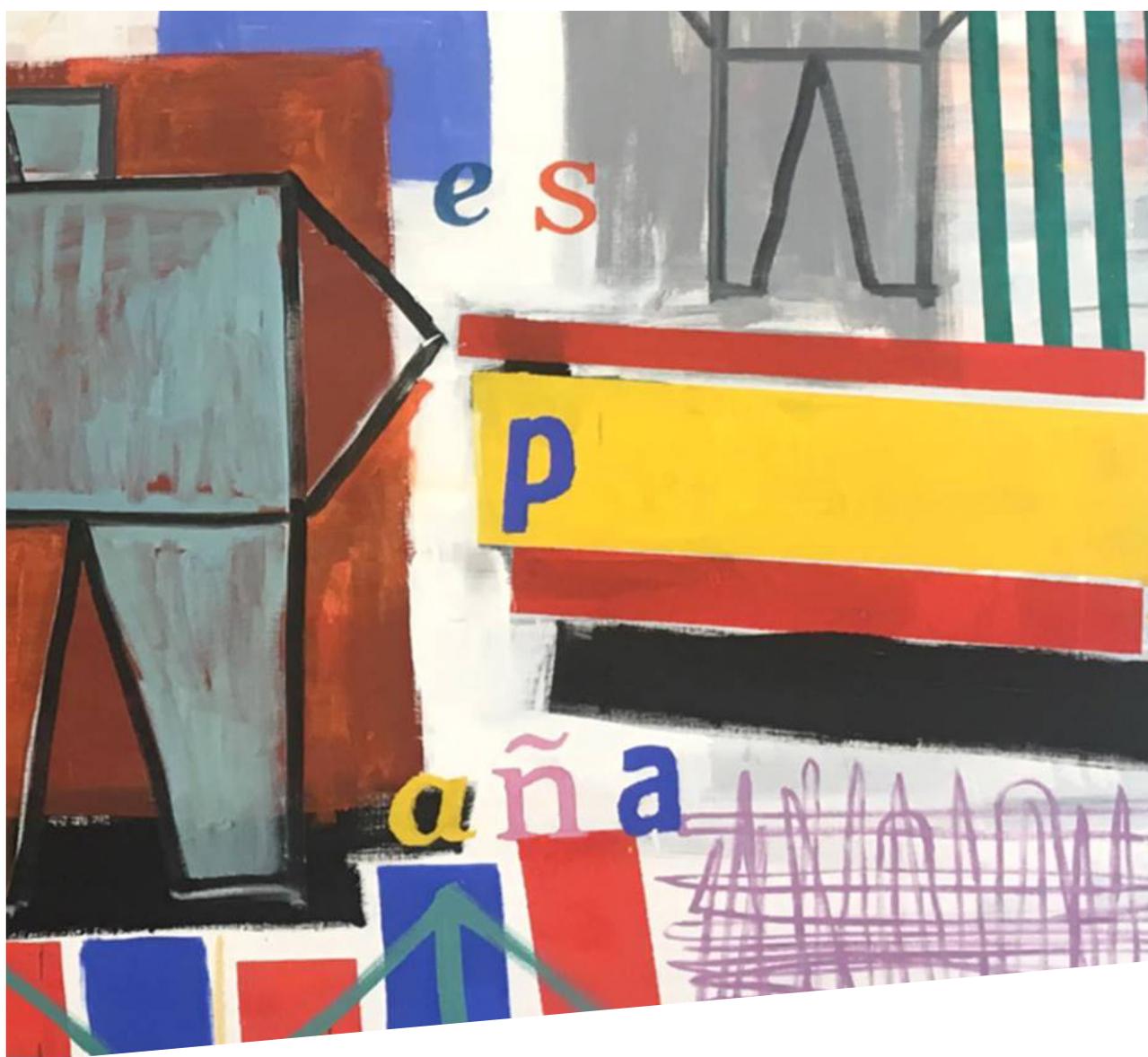
- **Infraponderación en renta variable.**
- **Infraponderación en crédito.**
- **Muy largos de tesorería para poder aprovechar oportunidades.**

Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos sobreponderados, neutrales o infraponderados respecto a los índices de referencia.

Fuente: Alontra Wealth Management

---

# ECONOMÍA ESPAÑOLA



El primer trimestre del año la macro española sorprendió positivamente, pero estamos volviendo a ver signos claros de ralentización, lo que, junto con una revisión a la baja de las series del Instituto Nacional de Estadística, ha suavizado la expectativa de crecimiento del PIB de 2019 hasta el 2,1% desde el 2,8% de 2018. Los principales culpables son el consumo privado y la inversión.

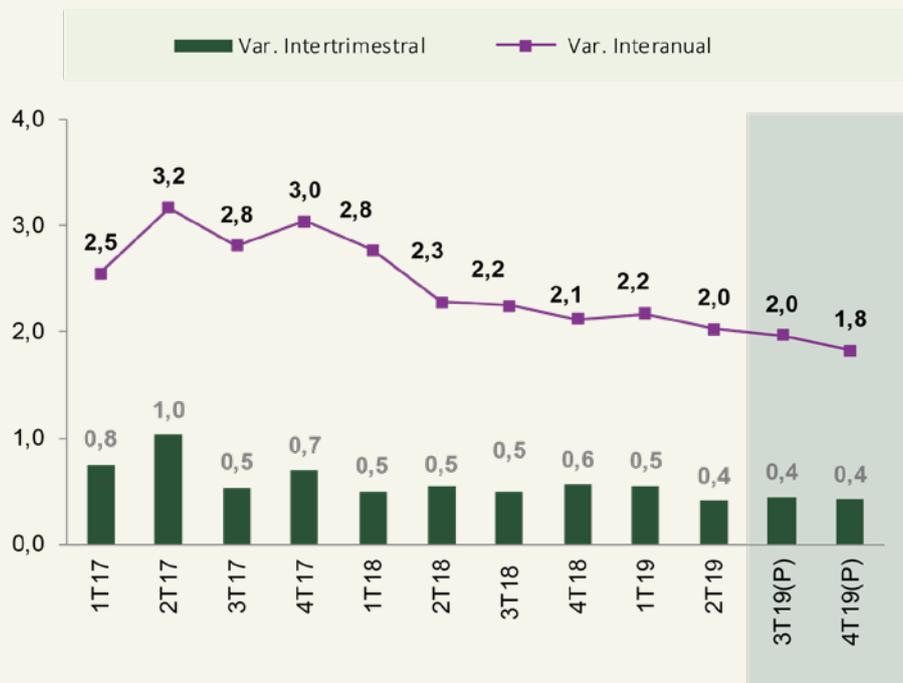
En agosto se publicó un dato de creación de empleo francamente malo, a pesar de la estacionalidad del mes, y empezamos a ver debilidad en el sector construcción. Probablemente como consecuencia, el consumo privado ha crecido menos de lo que se esperaba. En el segundo trimestre de 2019 sólo se ha incrementado en un 0,8%, mientras que el año pasado veíamos crecimientos del 2%. El dato de confianza del consumidor de agosto también fue especialmente malo; lógico cuando se crea menos empleo, las administraciones están paralizadas y se frena el consumo de automóviles, etc. Ambos factores, revisión

estadística y desaceleración del consumo privado, han rebajado el crecimiento del PIB trimestral desde el 0,7% hasta el 0,4%.

El gasto público se mantiene. La falta de presupuestos supone un techo para el gasto de las administraciones, a pesar del deseo de estas de incrementarlo. Por tanto, sí es posible que este año el déficit se reduzca hasta cerca del 2%.

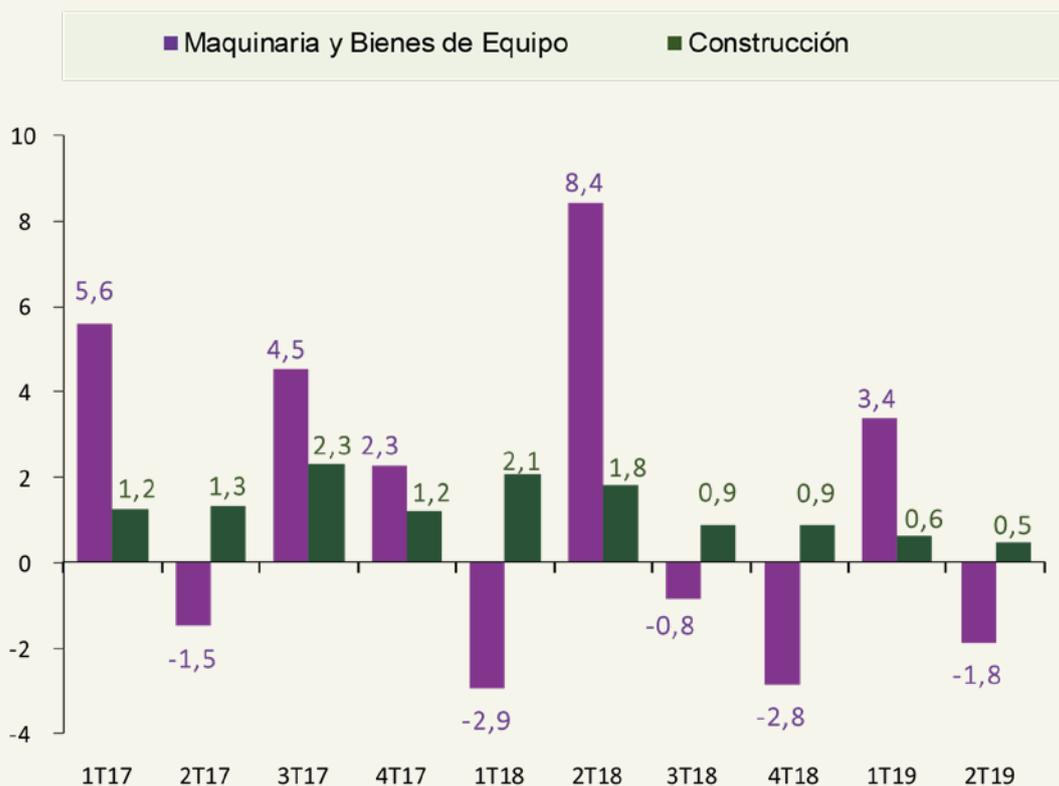
Lo más relevante es que la inversión ha tenido un ajuste muy importante. Por una parte, la construcción sigue sin rebotar, por otra parte, continúa el mal tono de la inversión en bienes de equipo, que se ha contraído el segundo trimestre. Los pedidos hacia el exterior de la Zona Euro se mantienen, sin embargo, la debilidad proviene de dentro de la propia Zona Euro. La desaceleración de nuestros vecinos nos empieza a afectar con fuerza.

Evolución del PIB en España



Fuente: INE

## Formación Bruta de capital fijo: componentes



Fuente: INE

La nota positiva nos la da el sector exterior, que vuelve a aportar al crecimiento, aunque por causas que no son nada buenas. Las exportaciones crecieron más que las importaciones, que han caído con fuerza por culpa de la debilidad de la demanda interna.

En conclusión, desaceleración relevante por culpa del consumo y la inversión y con riesgos a la baja: el turismo se ralentiza, sube el coste del petróleo y hay problemas estructurales en Reino Unido y Alemania. Pasa el tiempo y no se despejan incertidumbres dentro de un panorama

de desaceleración. La combinación de un consumo más débil y debilidad de nuestros vecinos es peligrosa para España, aunque no nueva.

Estamos acercándonos poco a poco a los patrones típicos de crecimiento de nuestro país, que son muy cíclicos. Históricamente, cuando nuestros vecinos han crecido con fuerza, nosotros lo hemos hecho con mayor intensidad, pero cuando estos han frenado, nuestro crecimiento se ha frenado muy rápido.

# ANÁLISIS EN PROFUNDIDAD



## I.- ¿Un mundo con tipos de interés más bajos justifica valoraciones más elevadas de la bolsa?

Si supiésemos con seguridad que los tipos de interés van a seguir estando muy bajos durante un tiempo prologado, podrían estar justificadas unas valoraciones más elevadas de la bolsa; no sólo por su atractivo relativo, sino porque con menores tipos las empresas se financian más barato.

En este apartado vamos a intentar explicar, de manera accesible, la importancia de asumir, o no, que los tipos de interés seguirán bajos durante mucho tiempo en la valoración de acciones. Pedimos perdón por la simplificación, pero en este caso primamos la sencillez sobre el rigor con objeto de que cualquiera pueda entender estas líneas.

### Descuento de flujos de caja como método de valoración y su relación con la tasa de descuento

Uno de los métodos más utilizados para valorar empresas es el descuento de flujos de caja. Es un método que consiste en valorar una empresa por la capacidad de esta de generar flujos de caja libres en el futuro. Para realizar la valoración correctamente, esos flujos futuros deberán ser actualizados a valor presente. El método más habitual consiste en proyectar un crecimiento estimado de los beneficios de la compañía a corto plazo y añadirle un valor residual, que consiste en extrapolar un crecimiento a perpetuidad aplicando una estimación de crecimiento de los beneficios más baja. Posteriormente descontamos todos esos flujos a su valor actual estimando una tasa de descuento. Por esa razón, a la hora de valorar una empresa, tan importante es estimar correctamente los beneficios futuros como la tasa de descuento que utilizemos.

### ¿Qué es la tasa de descuento?

Es el coste que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro, se utiliza para “actualizar” a su valor presente (menor) un importe futuro (incierto). Ante la promesa de recibir dinero en el futuro tenemos la incertidumbre de si la vamos a recibirlo, o no, ya que puede surgir algún problema que impida que recibamos ese dinero. Por eso, cuánto más lejano está el dinero que vamos a recibir, menos valdrá en el presente. En resumen, la tasa de descuento recoge la percepción del valorador sobre el riesgo de generación de los flujos líquidos de la empresa futuros.

### ¿Cómo calculamos la tasa de descuento o coste del capital?

Normalmente, para una empresa se utiliza como tasa de descuento el coste de su capital, tanto deuda como acciones emitidas. Las empresas se financian normalmente a través de varias fuentes: emitiendo acciones (capital o equity), y financiación bancaria y/o bonos (deuda). Esta financiación tiene distintos costes en función de la fuente. La tasa de descuento o coste del capital, normalmente denominada WACC, es el coste medio ponderado al que una empresa se financia. Por tanto, para calcular la tasa de descuento, debemos conocer el coste de la deuda y el coste del capital.

El coste de la deuda es fácil de calcular, es el coste medio ponderado de la deuda emitida por la empresa y la que le financian los bancos.

La dificultad surge al calcular el coste del equity o acciones emitidas. Hay varias formas de calcularlo. Las siguientes son muy utilizadas:

- La más sencilla es calcular la inversa del PER. El PER consiste en dividir la capitalización bursátil entre los beneficios de la compañía, por lo que muestra por cuantas veces hay que multiplicar los beneficios para obtener la capitalización bursátil. Por tanto, la inversa del PER muestra qué porcentaje de la capitalización bursátil suponen los beneficios. Como la capitalización depende del precio que el mercado esté otorgando a la compañía, este cociente también representa el beneficio que los accionistas exigen a la empresa: coste del capital.
- Otro método consiste en sumar a la tasa libre de riesgo un retorno extra (prima de riesgo) que compensa a los inversores por el riesgo de invertir en esa compañía. Esa prima de riesgo dependerá del riesgo específico de la empresa. Una empresa cíclica tendrá una prima mayor que una defensiva con retornos históricos estables. Cuanto más arriesgada la inversión, mayor la prima de riesgo. Este método está logado al siguiente.
- El modelo CAPM consiste en sumar a la tasa libre de riesgo el resultado de multiplicar la beta (medida del riesgo de la compañía comparado con el mercado y calculado en base a su volatilidad) por la prima de riesgo.

Lo que queremos destacar de todo lo anterior es que, a la hora de estimar el valor de una empresa, es importantísima la tasa de descuento que apliquemos y que, para calcularla, es fundamental qué valor imputemos a la tasa libre de riesgo. Cuanto menor sea, mayor será el valor de la compañía.

Y aquí viene la clave de este artículo. Normalmente se utiliza la rentabilidad del bono a 10 años como tasa libre de riesgo. Hace unos años el bono español pagaba un 4%, hoy su rentabilidad es cero. Si asumimos que los tipos van a seguir muy bajos mucho tiempo y reducimos la tasa libre de riesgo, la valoración de las compañías debería ser bastante más elevada.

Si supiésemos con seguridad que los tipos de interés van a seguir estando muy bajos durante un tiempo prologado, podrían estar justificadas unas valoraciones más elevadas de la bolsa; no sólo por su atractivo relativo, sino porque con menores tipos las empresas se financian más barato.

Una crítica válida a esta tesis es que, como los tipos de interés dependen en gran medida de la inflación y del crecimiento económico, un mundo con tipos crónicamente bajos teóricamente debería tener un crecimiento económico y de los beneficios empresariales también bajos de forma crónica, justificando un equilibrio en las valoraciones. Sin embargo, tipos y beneficios afectan de manera asimétrica a los diferentes sectores económicos. Las compañías más estables tendrían un mayor efecto en sus valoraciones vía menor tasa de descuento y las más cíclicas un mayor perjuicio por descontar menores beneficios. En el fondo, es lo que están descontando en estos momentos los mercados de manera intensa.

No consideramos que nosotros debamos cambiar la forma en que valoramos las empresas por una u otra causa, pero sí es nuestra responsabilidad intentar entender lo que está haciendo el mercado. Eso nos ha llevado a ver un suelo más cercano a los mercados en el caso de que se produzca una corrección, y a estar aún más predispuesto para comprar si tenemos una oportunidad.

## II.- ¿Quantitative Easing? ¿ZIRP? ¿Helicopter Money? ¿MMT? La jerga de los bancos centrales explicada de manera sencilla

Nos parece difícil que el MMT se implante en un país desarrollado, pero el mero hecho de que el BCE esté hablando de HM y MMT indica que han venido para quedarse.

Cuando bajar los tipos no es suficiente para conseguir estimular la inflación y el crecimiento, los bancos han optado por aplicar políticas monetarias no convencionales. Inicialmente se aplicó ZIRP (Zero Interest Rate Policy), y cuando tener los tipos de interés al cero por ciento no fue suficiente, se optó por la que hasta ahora ha sido la más destacada, el quantitative easing (en adelante, QE).

¿Qué es el QE? Es un proceso por el cual los bancos centrales crean reservas (dinero nuevo) en forma de apunte contable para comprar deuda en el mercado inyectando liquidez en el sistema. El Banco de Japón fue el primero en aplicarlo en marzo de 2001, la Reserva Federal de Estados Unidos comenzó a comprar activos en 2008, tras la crisis financiera. El Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo lo hicieron en 2009.

### ¿Qué efectos se pretendía que tuviese y cuáles ha tenido?

Como complemento que es a una política monetaria acomodaticia de bajos tipos de interés, el programa de QE de la Reserva Federal de Estados Unidos pretendía fomentar la demanda, estimular la economía y la inflación y generar empleo.

En el caso de Europa, podríamos decir que el QE tuvo mucho éxito al ayudar a resolver la crisis del euro de 2010. Sin embargo, sus efectos a partir de entonces son cuestionables. No se ha conseguido impulsar un crecimiento sostenible en la Zona Euro, y en EE.UU. el PIB ha seguido un patrón de crecimiento más lento que en otras recuperaciones económicas. Al mismo tiempo, ha tenido un efecto muy positivo sobre la valoración de los activos financieros, pero no por haber estimulado la economía real, sino porque, al haber más liquidez en el sistema hay más demanda de activos financieros. Por último, hay una corriente que acusa al QE de haber incrementado las desigualdades sociales. Al haber fomentado una revalorización de los activos financieros, ha tenido mayor efecto sobre los estratos más ricos de la población y ninguno en los más pobres, que no tienen ahorros.



Fuente: Financial Times

### ¿Qué diferencia hay entre QE y Helicopter Money?

El término Helicopter Money (en adelante HM) lo introdujo Milton Friedman en 1969 de forma teórica, y lo puso de moda el ex presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke. En una publicación de noviembre de 2002 hablando de los problemas de Japón con la deflación, Bernanke consideraba que EE.UU. debería aplicar todo tipo de medidas para evitarla, incluyendo mezclar política monetaria y fiscal; “una bajada de impuestos financiada por la Reserva Federal sería algo equivalente al helicopter money de Milton Friedman”.

HM es, por tanto, un término que se utiliza para describir un proceso hipotético en el que una importante suma de dinero es “emitida” y distribuida a la población en forma de bajada de impuestos o transferencias del Banco Central a cada ciudadano. Incluso se ha llegado a hablar de cuentas corrientes o tarjetas de crédito cuyo saldo se agote a fin de mes, porque el objetivo del HM es que ese dinero se transforme en consumo, no en ahorro.



Fuente: The Economist

La diferencia entre QE y HM es que, en el segundo caso, el dinero inyectado por el Banco Central tiene como destinatarios a los ciudadanos de manera directa, mientras que en el QE se utiliza para comprar bonos y mantener bajos los tipos de interés. El QE no tiene un impacto directo sobre la población, mientras que el HM teóricamente sí, porque pretende estimular el consumo y el crecimiento económico. La principal ventaja del HM es que debería generar crecimiento de manera directa y la gran pega es que el HM no es reversible. Una vez entregado, no se puede revertir, mientras que, con el QE, los bancos centrales pueden revertir la operación vendiendo activos. Hoy se están estudiando métodos de HM menos dramáticos, como una bajada de impuestos financiada por el Banco Central y que, posteriormente, el Gobierno deposite dinero en el tesoro; o una emisión de deuda del Gobierno que posteriormente el Banco Central compre.

En conclusión, aunque está claro que tiene muchos peligros, la gran ventaja del HM es que es un sustituto al QE que no ha conseguido estimular lo suficiente el crecimiento económico y que va destinado directamente a todos los ciudadanos en lugar de ser utilizado para alterar el precio de algunos activos.

### **MMT, Modern Monetary Theory**

La MMT da un paso más y tiene más semejanzas con la política fiscal que con la monetaria. Tira por la ventana la teoría económica para proponer que los países con Banco Central soberano no estén obligados a contener su déficit fiscal. Podrían expandir el déficit “imprimiendo” el dinero que necesitasen, siempre que no generasen inflación. Según ellos, la deuda es simplemente dinero que el Gobierno ha gastado y ha decidido no recaudar vía impuestos. La MMT considera que no se pueden comparar las cuentas de un Gobierno con las de una familia o empresa; la principal diferencia es que los gobiernos pueden imprimir dinero. Respecto a la inflación, considera que siempre que el dinero generado por el déficit se invierta en proyectos productivos (infraestructuras, construcción, etc.) y el nivel de gasto no sea lo suficientemente intenso como para generar un desequilibrio en cada proyecto o inversión no se generaría inflación. Incluso considera que el desempleo es el resultado de un Gobierno que gasta demasiado poco comparado con lo impuestos recaudados y propone dar un salario mínimo a todos aquellos ciudadanos que buscan empleo. Se les daría un trabajo social pagado por el Gobierno y gestionado por las administraciones locales. Con esta medida se generaría una fuerza laboral que el Gobierno podría utilizar convenientemente para

combatir un brote de inflación salarial.

### **Conclusión**

Los gobiernos occidentales se están japonizando y estamos inmersos en una trampa de liquidez; ya no se pueden bajar más los tipos. El quantitative easing no ha sido capaz de generar suficiente crecimiento económico y los bancos centrales han empezado a discutir sobre nuevos métodos no convencionales como HM y MMT para generar crecimiento económico e inflación, a la vez que piden a los gobiernos que se embarquen en programas de política fiscal.

Nos parece difícil que el MMT se implante en un país desarrollado, pero el mero hecho de que el BCE esté hablando de HM y MMT indica que han venido para quedarse. Es muy probable que Gobiernos y bancos centrales busquen en el futuro cercano formas de colaborar para coordinar política monetaria y fiscal, tenga el nombre que tenga lo que acaben implementando.

## **III.- ¿Qué es la Libra de Facebook?**

Si los reguladores permiten que la Libra vea la luz, será un buen instrumento para las transacciones en la red y ayudará como “moneda” refugio a aquellas personas que viven en países monetariamente inseguros.

Es un método de pago promovido por Facebook que debería permitir realizar transacciones de una forma rápida, sencilla y barata a través de aplicaciones como WhatsApp o Instagram. Con su creación se pretende facilitar el pago online por parte de los usuarios, de tal forma que sea posible enviar dinero a un contacto con la misma facilidad con la que se manda un mensaje. La compañía quiere monetizar el uso de dichas aplicaciones, convirtiéndose en un procesador de pagos y aumentando la rentabilidad por usuario.

### **¿Cómo funcionaría?**

Su funcionamiento será parecido al de un fondo de inversión monetario. Los usuarios entregarán divisa real (por ejemplo, euros) y a cambio recibirán un importe equivalente en Libra según los tipos de cambio de ese momento de las monedas de una cesta de divisas. Por tanto, la Libra tiene un respaldo real. Los saldos de los usuarios no serán remunerados, es decir, no se pagará ningún interés a cambio de tener Libras, a diferencia de lo que sucede en las cuentas convencionales depositadas en bancos. Esto podría suponer una pérdida de poder adquisitivo a largo plazo con respecto a las monedas que conforman la cesta, que previsiblemente serán aquellas con mayor liquidez y estabilidad, como el dólar, el yen y



Sin embargo, no va a ser emitida por un Banco Central, luego, aunque pueda ser “dinero”, no es una moneda per se. ¿Podría considerarse moneda virtual o criptomoneda? Puede que sí. Según el Banco Central Europeo una moneda virtual es “un tipo de dinero digital que se emite y que, por lo general, es controlado por sus desarrolladores y utilizado y aceptado entre los miembros de una comunidad virtual específica”.

Atendiendo a esta definición, podemos concluir que Libra es una criptomoneda.

### ¿Cuál es su finalidad?

El objetivo es, según Facebook, poder incluir en el sistema financiero a todas las personas que están al margen (1.700 millones en todo el mundo) agilizando y, sobre todo, abaratando los costes de las transacciones. Lo que se pretende con Libra es crear una estructura financiera global basada en una nueva moneda de valor lo más constante posible y que esté al alcance de todo el mundo. Como ya hemos comentado, para que pueda funcionar como medio de pago es necesario que esté ampliamente aceptada. ¿Tiene Facebook el peso suficiente como para que su nueva criptomoneda lo pueda ser? Si atendemos a las cifras que proporciona la compañía, en julio de 2019 alrededor de 2.700 millones de personas utilizaban al menos una de las aplicaciones de la familia Facebook, entre las que se incluyen WhatsApp e Instagram. Esto quiere decir que al menos un tercio de la población mundial tendría acceso en este momento a Libra. Y aquí tenemos el motivo por el que Facebook ha invertido en Libra y ha sido capaz de “desprenderse” de su tutela una vez creada: las transacciones y compras a través de las redes sociales de tantos usuarios harían posible aumentar sustancialmente los ingresos por usuario, monetizando así aplicaciones como WhatsApp.

### ¿Cómo ven la Libra los reguladores?

Creemos que el proyecto está sometido a varios riesgos regulatorios que podrían hacerle fracasar. El principal es la aversión de muchos bancos centrales a las criptomonedas, que les harían perder su monopolio en la emisión de dinero.

Según Jerome Powell, presidente de la Fed, “es algo que no encaja de manera clara o fácil dentro de nuestro esquema regulatorio, pero tiene una escala potencialmente sistémica” y añade que “hay que abordar y aclarar con tranquilidad y tiempo graves inquietudes que afectan al proyecto”.

Mario Draghi, presidente del BCE, opina que “las iniciativas de criptomonedas deben garantizar la confianza del público mediante el cumplimiento de los

más altos estándares regulatorios y sujetas a supervisión y control prudentes”.

Desde el FMI, su director interino, David Lipton, ha declarado que “debe avanzarse hacia la creación de un entorno que permita recoger los beneficios de esta tecnología y que minimice los riesgos”.

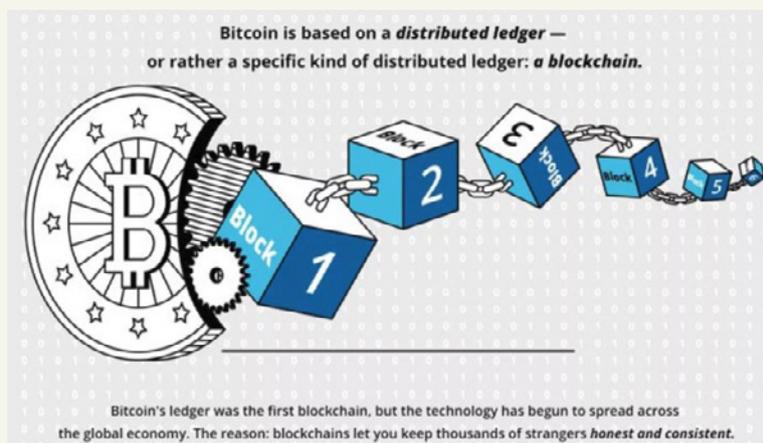
Estas afirmaciones nos hacen pensar que el proyecto Libra no será una realidad hasta que el tema regulatorio se haya aclarado, lo cual puede llevar años.

### ¿Es la Libra otro Bitcoin?

Analicemos las principales diferencias que existen entre el Bitcoin y la Libra.

- Debemos comprender que ambas funcionan con el mismo principio tecnológico: el “Blockchain” (o “cadena de bloques” en castellano). Se trata del sistema de codificación de la información que está detrás de las monedas virtuales. Funciona como el libro de contabilidad de una empresa, en el que se registran todos los pagos de forma muy segura. Cada bloque de la cadena contiene la información codificada de una operación. Su principal característica es que las transacciones no requieren de un intermediario, sino que son los elementos de toda la red (nodos) quienes las validan sin que sea necesaria la intervención de ningún regulador. Una transacción no será legitimada a no ser que la mayoría de los nodos la validen. Este sistema tiene enormes ventajas frente a otros ya que hay una autenticación colectiva (public ledger) y muy segura de las transacciones. En caso de que surgiesen problemas, con que un solo nodo “sobreviva”, la información de todas las transacciones no se perdería y el servicio seguiría funcionando. Por tanto, estamos ante un medio de pago muy seguro y descentralizado.
- Facebook ha anunciado que no pretende utilizar Blockchain en las transacciones que se realicen dentro de sus propias aplicaciones; solo se utilizaría para pagos que se realizasen fuera del ámbito de Facebook.
- La Libra tendrá mucha menos volatilidad que el Bitcoin y un valor muy estable comparado con el resto de las criptomonedas, ya que estará respaldada por una cesta de monedas.
- El precio del Bitcoin y otras criptomonedas depende de su credibilidad y de la oferta y demanda. En la Libra dependerá de la cesta de monedas de respaldo.

## El Bitcoin está basado en una “contabilidad pública”: el Blockchain

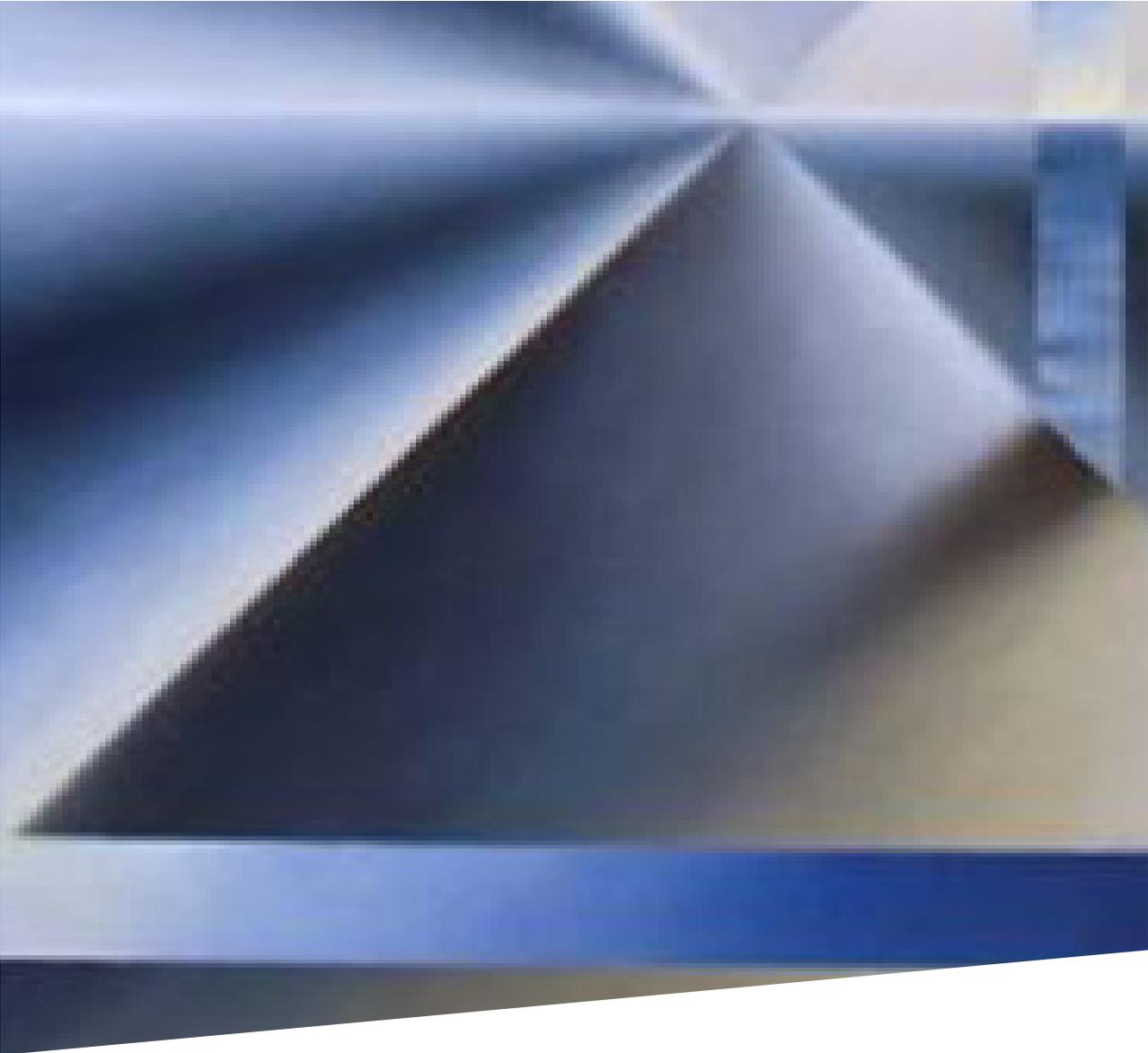


- El precio del Bitcoin en el último año ha fluctuado aproximadamente entre los 3.000 y los 13.000 euros, lo que expone a los usuarios a ganar o perder grandes cantidades de dinero en poco tiempo. El Bitcoin no es un repositorio de riqueza, que es una de las condiciones para poder considerarlo dinero. Gracias al respaldo que tiene la Libra, estas fluctuaciones se reducen hasta hacer su valor muy estable, aunque no fijo.
- La Libra está más “centralizada” que el Bitcoin. La principal ventaja es que una red centralizada es mucho más eficiente desde el punto de vista del coste de las transacciones. El ecosistema Bitcoin está soportado por una red de “mineros” que consumen una gran cantidad de electricidad, con las implicaciones económicas y medioambientales que esto conlleva. Sin embargo, es precisamente esto lo que la protege de un potencial efecto monopolizador de su regulador y emisor. La Libra, al ser inicialmente gestionada por un grupo de empresas, depende del buen hacer de estas.
- El número de Bitcoins que pueden existir es limitado, mientras que este límite no existe para la Libra, sino que su oferta se adaptará a la demanda en cada momento, lo que implicará que su valor será más estable. La creación de nueva moneda u oferta monetaria de bitcoins se hace a través de los “mineros” que trabajan para la red, además, hay un límite tácito de emisión de bitcoins (21 millones). Con la Libra no se crea oferta monetaria, simplemente se cambia moneda real por criptomoneda.
- Por ahora, ambas son “pseudónimas”, un punto intermedio entre el anonimato y la transparencia total. Todas las transacciones que hace un usuario quedan registradas públicamente, sin embargo, no es posible conocer la identidad real de la persona que hay detrás de cada cuenta. Esto podría contribuir al blanqueo de capitales por parte de ciertos usuarios. El Bitcoin no depende de nadie, pero la Libra sí, lo que podría llevar a que Gobiernos y reguladores fueren a Facebook a dar transparencia sobre las operaciones.
- La Libra pretende ser una criptomoneda orientada a los pagos, el Bitcoin no lo era y las transacciones son lentas. Con la Libra serán más rápidas y baratas, centralizando parcialmente la red como contrapartida. Por ello, podrá ser utilizada eficazmente para pequeños pagos en el día a día.

### Conclusión

Con estos datos, podríamos concluir que la Libra busca crear una criptomoneda como el Bitcoin pero solventando algunos de sus defectos, como lo es su excesiva volatilidad y su relativa lentitud a la hora de procesar las transacciones. A cambio, no es un activo que se pueda revalorizar y no está tan descentralizada. Si los reguladores permiten que la Libra vea la luz, será un buen instrumento para las transacciones en la red y ayudará como “moneda” refugio a aquellas personas que viven en países monetariamente inseguros. Por supuesto, también será un instrumento espectacular para ayudar a Facebook a incrementar su cuenta de resultados.

# FONDOS MURANO

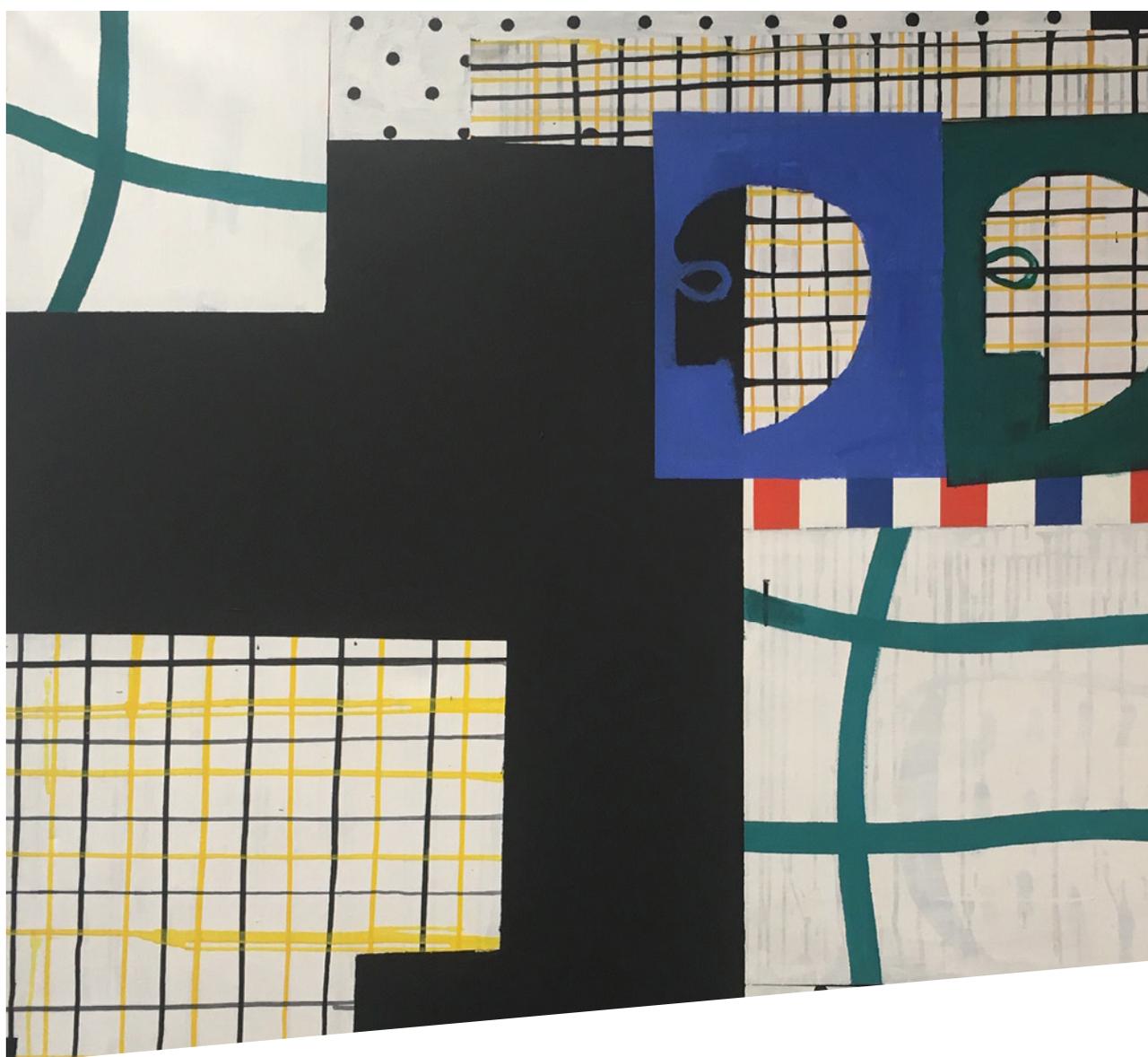


Los Fondos Murano pretenden poner a disposición del inversor vehículos que trasladen de forma fiel y eficiente el Asset Allocation de Alantra Wealth Management.

Creemos que es ahí donde se produce la mayor eficiencia de gestión por el rigor de los ajustes tácticos y la profundidad de conocimiento que encierran. Murano Patrimonio FI y Murano Crecimiento FI reflejan, con distinto perfil de riesgo, esta filosofía.

# MURANO

## PATRIMONIO FI



## OBJETIVO DE INVERSIÓN

Fondo Mixto Global. Invierte hasta un 40% del patrimonio en Renta Variable siendo su neutralidad un 20%. La inversión en renta variable se realizará a través de acciones, fondos, ETF y futuros. La inversión en Renta Fija se llevará a cabo principalmente a través de bonos directos (crédito, gobiernos, high yield).

La posición neutral del fondo en alternativos será de un 13% del patrimonio.

### INFORMACIÓN DEL FONDO

- Patrimonio del fondo: 59,27 M€
- Duración cartera renta fija: 3,86 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Internacional
- Fecha de lanzamiento: 20/07/2016

Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0164723001	1%+5% éxito	10,0772
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,2894
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,3358

### EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO

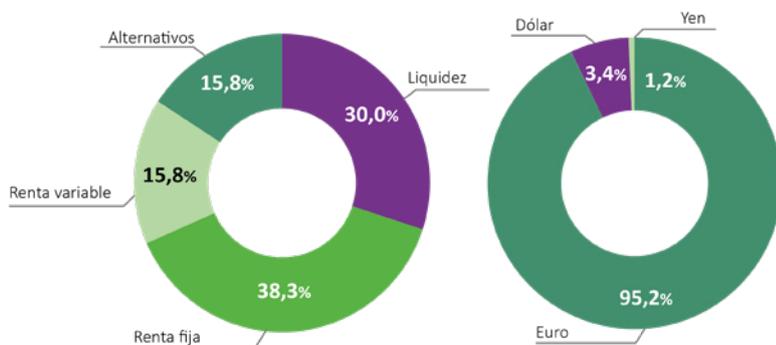


	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
<b>2019</b>	2,20%	0,54%	0,24%	0,49%	-0,97%	1,09%	0,11%	-0,09%	0,34%				<b>4,00%</b>
<b>2018</b>	0,50%	-1,14%	-1,09%	0,71%	-1,04%	-0,59%	0,91%	-0,49%	0,18%	-2,30%	-0,15%	-1,56%	<b>-5,94%</b>
<b>2017</b>	0,12%	0,55%	0,96%	0,41%	0,37%	0,10%	0,14%	-0,16%	0,53%	0,49%	-0,25%	0,39%	<b>3,69%</b>
<b>2016</b>							-0,07%	-0,06%	-1,05%	0,20%	-0,60%	0,94%	<b>-0,65%</b>

	YTD	TAE 2018	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
	4,00%	5,38%	0,05%	0,25%	0,36%	0,97%	-0,13%	0,77%	0,24%

### DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



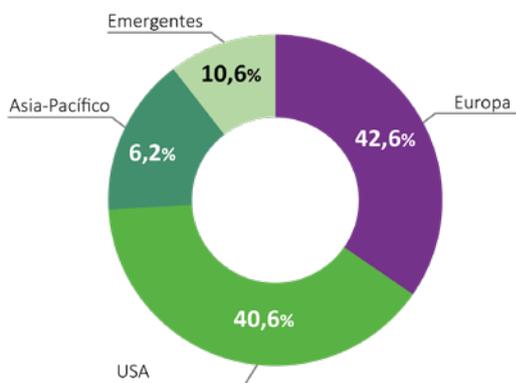
Fuente: Alontra Wealth Management

Exposición neta de coberturas

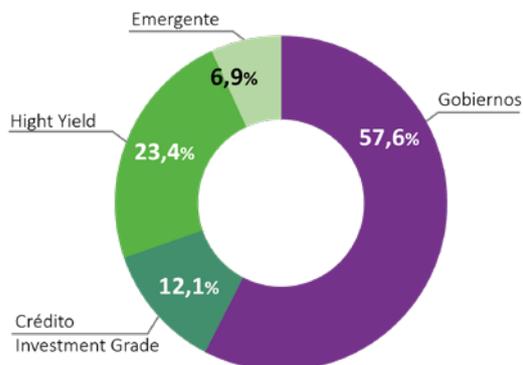
### PRINCIPALES POSICIONES

Renta fija	
Clases	Peso
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	6,57%
Lyxor USD 10Y Inflation Expect	5,71%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND	4,90%
G FUND ALPHA FIXED INCOME IC EUR	4,12%
LEGG MASON WEST ASSET MACRO OP BOND X	3,42%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	2,89%
US TREASURY N/B	2,85%
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	2,84%
SPDR TRUST SP 500 SERIES 1 ETF	2,73%
US TREASURY N/B	2,47%

## EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



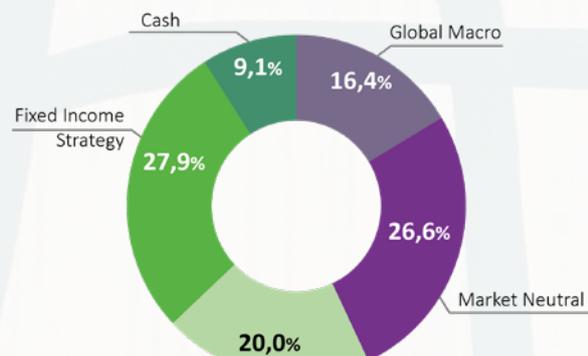
## TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



## Renta fija

Posición	Peso
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	6,57%
Lyxor USD 10Y Inflation Expect	5,71%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND	4,90%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	2,89%
US TREASURY N/B	2,85%

## TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Fuente: Alantra Wealth

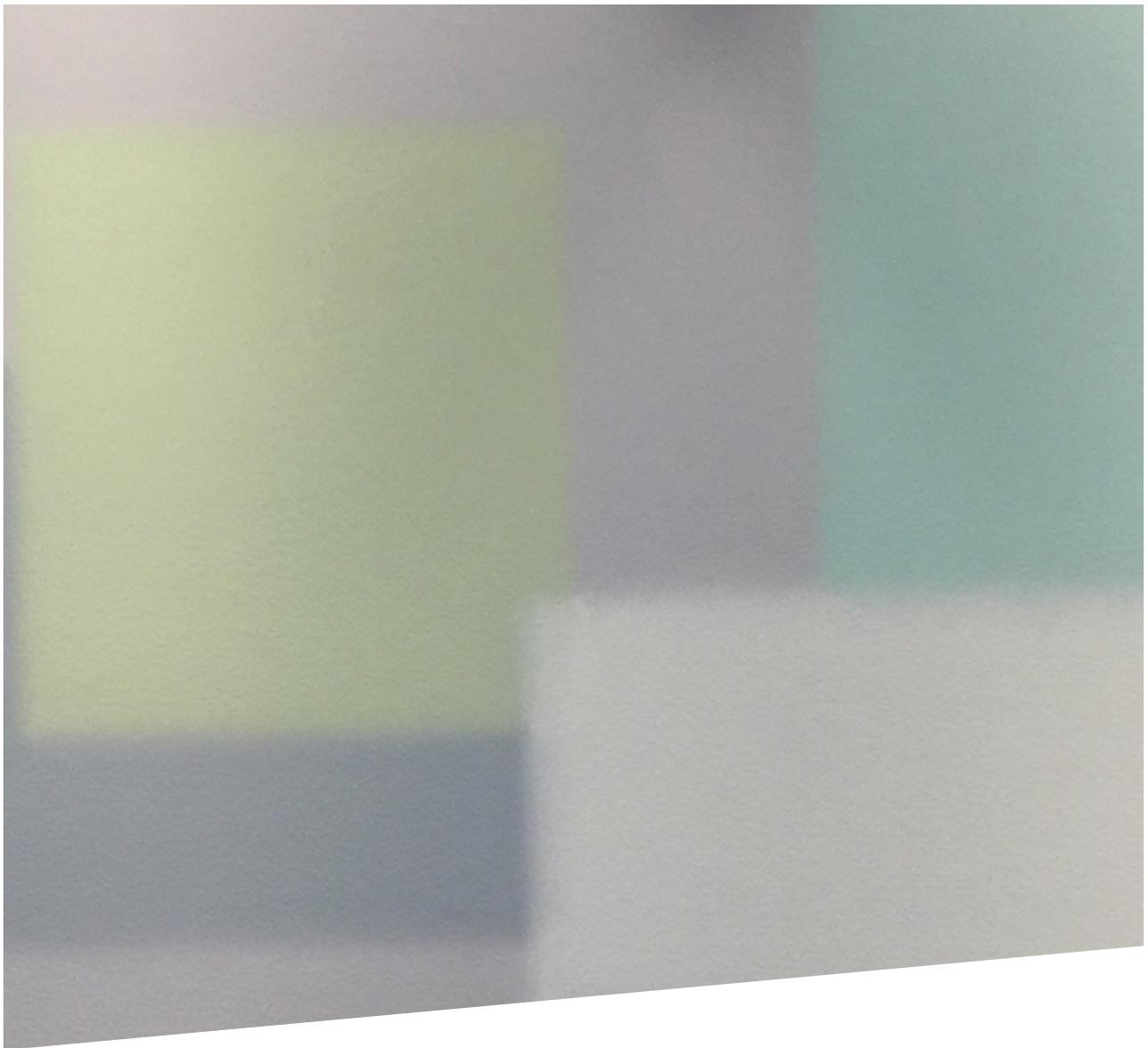
## Retorno absoluto

Posición	Peso
G FUND ALPHA FIXED INCOME IC EUR	4,12%
LEGG MASON WEST ASSET MACRO OP BOND X	3,42%
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	2,84%
PICTET TOTAL RETURN AGORA I EUR	1,70%
BMO REAL ESTATE EQ MK NEUTRAL B CLEAN	1,69%

## COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Compra de opcionalidad en Renta Variable.
- Aumento de la duración.
- Bajada de peso en Renta Variable japonesa y emergente hasta la neutralidad y subida del peso en Renta Variable europea.

# MURANO CRECIMIENTO FI



## OBJETIVO DE INVERSIÓN

Fondo Mixto Global. Invierte hasta un 100% en bolsa, siendo su neutralidad un 60%. La inversión en renta variable se realizará a través de acciones, fondos, ETF y futuros. La inversión en Renta Fija se llevará a cabo principalmente a través de bonos directos (crédito, gobiernos, high yield).

### INFORMACIÓN DEL FONDO

- Patrimonio del fondo: 15,93 M€
- Duración cartera renta fija: 3,48 años
- Tipo de fondo: Mixto Global
- Fecha de lanzamiento: 15/11/2017

Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0168214007	1,35%+7% éxito	9,7499
CLASE B	ES0168214015	0,8%+7% éxito	
CLASE C	ES0168214023	0,58%+7% éxito	9,8875

### EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO

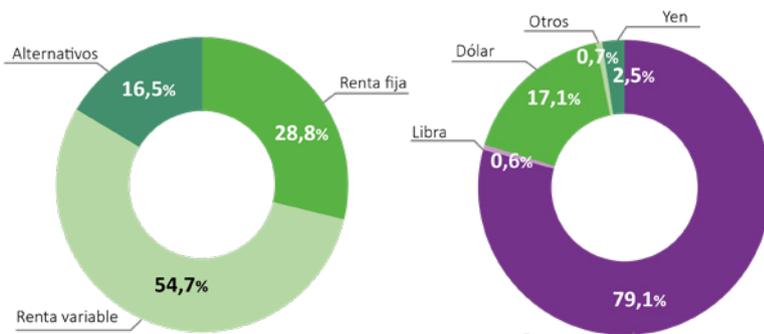


	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
<b>2019</b>	4,93%	1,46%	0,84%	1,37%	-2,97%	2,45%	0,49%	-1,10%	1,54%				<b>9,17%</b>
<b>2018</b>	1,40%	-2,07%	-2,20%	2,22%	-0,98%	-0,67%	2,13%	-0,61%	0,78%	-4,96%	0,59%	-4,26%	<b>-8,59%</b>
<b>2017</b>											0,11%	0,37%	<b>0,47%</b>

	YTD	TAE 2018	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
	9,17%	12,44%	1,54%	0,42%	0,91%	1,69%	-0,08%	0,26%	0,14%

### DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alontra Wealth Management

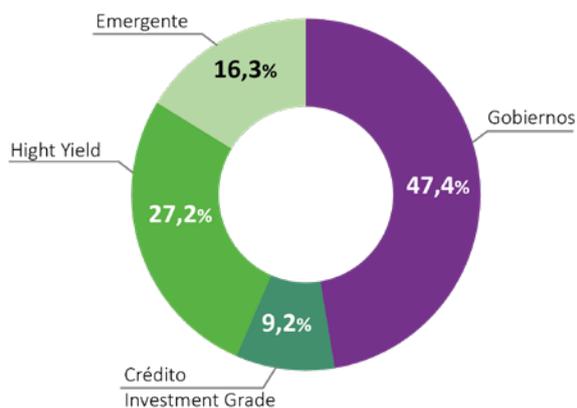
Exposición neta de coberturas

### PRINCIPALES POSICIONES

#### Posiciones general

Posición	Peso
FFUT S&P 500 EMINI FUT DIC 2019	12,85%
Lyxor USD 10Y Inflation Expect	5,86%
US TREASURY N/B	5,84%
VONTOBEL EMERGING MARKET EQ- HI	5,39%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	4,52%
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	4,28%
CALL SXSE 3600 DIC 2019	4,26%
LEGG MASON WEST ASSET MACRO OP BOND X	4,18%
SPDR S&P US DIVIDEND ARISTOCRATS ETF	3,94%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,39%

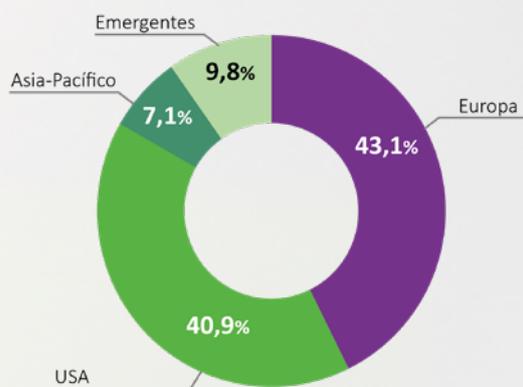
## TIPO DE EMISOR RENTA FIJA



## Renta fija

Posición	Peso
Lyxor USD 10Y Inflation Expect	5,86%
US TREASURY N/B	5,84%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,39%
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	2,41%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	1,85%

## EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



## Renta variable

Posición	Peso
FUT S&P 500 EMINI FUT DIC 2019	12,85%
VONTOBEL EMERGING MARKET EQ- HI	5,39%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	4,52%
CALL SX5E 3600 DIC 2019	4,26%
SPDR S&P US DIVIDEND ARISTOCRATS ETF	3,94%

Fuente: Alantra Wealth

## COMENTARIOS DEL MES

- Compra de opcionalidad en Renta Variable.
- Aumento de la duración.
- Bajada de peso en Renta Variable japonesa y emergente hasta la neutralidad y subida del peso en Renta Variable europea.

## Información relevante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email [lopdwm@alantra.com](mailto:lopdwm@alantra.com)

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifiquenoslos a través de la dirección del email [lopdwm@alantra.com](mailto:lopdwm@alantra.com)

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.



RLY

# ALANTRA

Wealth Management

QTRLY