

ALANTRA

Wealth Management

QTRLY



**INFORME
TRIMESTRAL**

Julio 2020

Autor: Ignacio Dolz de Espejo.
Director de soluciones de inversión.

Q T T

Este trimestre

Nuestra visión, de un vistazo	4
Evolución de los mercados en el último trimestre	10
Contexto macro y micro general y español	12
Política monetaria y fiscal	16
Cambios realizados durante el trimestre	20
Visión de mercados	22
Análisis en profundidad	26
La importancia del Fondo de Reactivación de la UE	28
Bancos, ¿acciones o bonos?	34
Inversión <i>Value</i> : problemas el estilo y nuestro enfoque	40
Inversión temática	44
Elecciones en EE. UU.	48
Introducción a los activos alternativos	50
Fondos Murano	52
Murano Patrimonio FI	53
Murano Crecimiento FI	56
Sobre Alantra Wealth Management	58



NUESTRA VISIÓN DE UN VISTAZO

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

Los **mercados financieros** se debaten entre dos fuerzas contrapuestas: de un lado, el riesgo derivado de una economía global muy endeudada y debilitada por la crisis económica; de otro, los ingentes programas de estímulo económico que Gobiernos y bancos centrales están poniendo en marcha para contrarrestarla.

Los **bancos centrales** se han centrado en medidas orientadas a relajar las condiciones financieras y dar soporte a los mercados inyectando enormes cantidades de liquidez. Por su parte, los **Gobiernos** han anunciado innumerables programas fiscales orientados a sostener la capacidad económica tanto de las familias como de las empresas. En Europa se ha aprobado la creación de un fondo de reconstrucción destinado a apoyar a las economías más afectadas por la crisis; será un gran avance para la Unión Europea (UE) (**véase el especial en la página 28**). Al estar financiado por el conjunto de la Unión, supone la primera mutualización de deuda en la UE y será la primera piedra de una futura integración fiscal en ella.

El escenario económico actual está flanqueado por el riesgo económico y por las medidas de apoyo para contrarrestar los efectos de la pandemia

Aunque hemos sido muy tácticos durante el trimestre, en estos momentos estamos infraponderados en **renta variable**, porque creemos que los beneficios empresariales tardarán en recuperar los niveles anteriores a la crisis y las valoraciones son muy exigentes. Pero parece que, en este contexto de bajos tipos de interés y compras de bonos por parte de los bancos centrales, los activos de riesgo van a seguir soportados por la falta de alternativas de inversión. A pesar de ello, pensamos que hay compañías y temáticas que pueden salir muy beneficiadas de esta crisis y en las que vemos buenas oportunidades de inversión. Por una parte, las que se benefician de los cambios en los hábitos de consumo (**especial en la página 44**); no solo las grandes empresas tecnológicas, sino también las pertenecientes a sectores en transformación.

Del mismo modo, estamos detectando oportunidades en **compañías** que se puedan beneficiar de los importantes programas de inversión pública que se están anunciando estos días y que favorecerán la inversión en proyectos de transición hacia un modelo energético con menores

emisiones de CO₂. No se trata solo de renovables, sino también de sectores como el de electrificación o el hidrógeno. Asimismo, consideramos que hay oportunidades en empresas que, habiendo caído mucho debido a su exposición a la crisis, cuentan con modelos de negocio sólidos, balances saneados y valoraciones atractivas (**especial en la página 44**).

Creemos que, en **crédito**, gracias a su devengo, queda todavía potencial, a pesar del elevado estrechamiento de los diferenciales que ya se ha producido. Pero queremos ser aún más selectivos y estamos aprovechando el fuerte *rally* en el crédito subordinado bancario para tomar algo de beneficios (**especial en la página 34**).

Dadas las bajas expectativas que maneja el mercado y el potencial impacto de un posible repunte en la inflación, entendemos que tiene sentido invertir en coberturas, ahora que son muy baratas.

Seguimos pensando que el ciclo alcista del dólar ya ha terminado debido a la reducción del diferencial de tipos de interés y a la incertidumbre respecto al resultado de las próximas elecciones (**especial en la página 48**). Dado que esperamos un dólar más débil y tipos reales negativos en un entorno de incertidumbre, continuamos siendo positivos con el oro.

Al final de este informe ofrecemos una breve introducción a los activos alternativos, los cuales, a cambio de una menor liquidez, ofrecen una rentabilidad potencialmente mayor y una correlación moderada con los mercados financieros, por lo que consideramos que pueden ocupar un pequeño hueco en la cartera de los inversores (**especial en la página 50**).

Mantenemos cautela en las inversiones en renta variable y detectamos oportunidades en determinadas tendencias

Por último, hay que volver a destacar que la situación de los mercados requiere una **gestión** muy **táctica** que nos permita sacar partido de su alta volatilidad.

Ponderación de las carteras respecto a los índices

RENTA VARIABLE	RENTA FIJA	DIVISAS Y OTROS
<ul style="list-style-type: none"> ● Seguimos infraponderados, pero la elevada volatilidad exige ser muy táctico ● Centramos el tiro en compañías con un ángulo especial post Covid: tecnología, empresas beneficiadas por el Plan de Reactivación de la UE o empresas de elevada calidad muy impactadas por la crisis que recuperarán cuando la pandemia quede atrás ● Como resultado, incrementamos el peso en bolsa europea hasta igualarlo con el de EE. UU. ● Evitamos compañías muy apalancadas 	<ul style="list-style-type: none"> ● Sobreponderados en crédito por su devengo ● Más selectivos y bajando el peso en deuda subordinada financiera para incrementarla oportunísimamente en otros subsectores como los híbridos y <i>high yield</i>. ● Bajamos la sensibilidad a tipos americanos ● Nos gusta la deuda corporativa emergente en términos relativos ● Mantenemos liquidez 	<ul style="list-style-type: none"> ● Volvemos a hacer coberturas contra un incremento de la inflación ● Mantenemos la infraponderación en dólar, también la apuesta por el oro y buscaremos oportunidades en materias primas

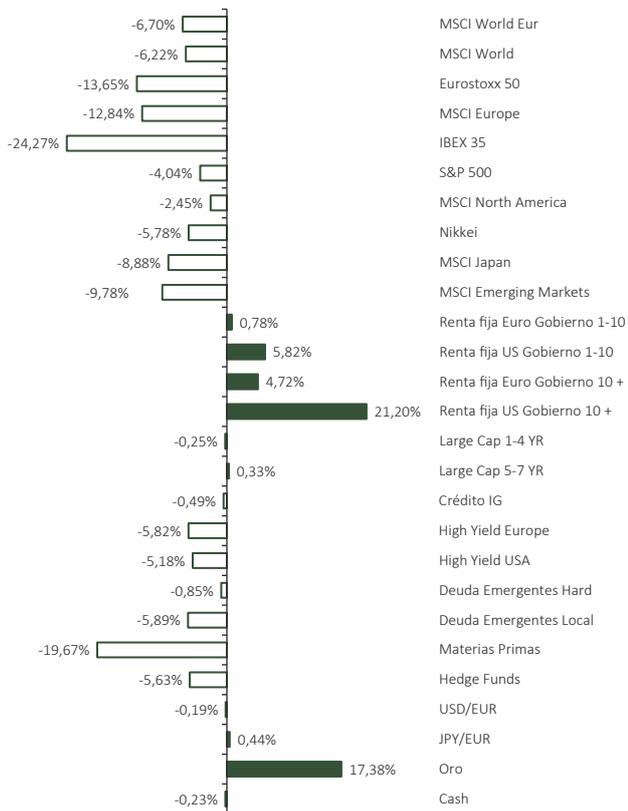
	UW	N	OW
Liquidez			
Renta fija			
Gobierno			
Crédito Alta Calidad			
Crédito Financiero			
Créd. Grado especulativo			
Deuda Emergente			
Renat Fija Periférica			
Duración			
Renta Variable			
USA			
Europa			
España			
Emergentes			
Japón			
Retorno Absoluto			
Materias Primas			
USD			

Apuestas importantes

- Infraponderación en renta variable.
- Sobreponderación en crédito.
- Neutrales en duración para cubrir el crédito.
- Infraponderación en periferia europea.
- Sobreponderación en oro.

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

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/062020



Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/06/2020

Previsiones PIB FMI									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
PIB mundial	3	3,4	3,1	3,2	3,7	3,6	2,9	-4,9	5,4
Economías desarrolladas	1,3	1,8	1,9	1,7	2,3	2,2	1,7	-8	4,8
EEE. UU.	1,9	2,4	2,5	1,5	2,2	2,9	2,3	-8	4,5
Zona Euro	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,4	1,8	1,2	-10,2	6
Reino Unido	1,8	3	2,2	1,8	1,7	1,4	1,3	-10,2	6,3
Suiza	2	1,9	1	1,4	1,7	2,5	1,5	-4,8	4,2
Japón	1,5	-0,1	0,6	1	1,7	0,8	1,0	-5,8	2,4
Economías emergentes	4,7	4,6	4	4,3	4,7	4,5	3,7	-3	5,9
China	7,7	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,1	1	8,2
India	4,4	7,3	7,3	7,1	6,7	7,1	4,8	-4,5	6
Rusia	1,3	0,6	-3,7	-0,2	1,5	2,3	1,1	-6,6	4,1
Brasil	2,3	0,1	-3,8	-3,6	1	1,1	1,2	-9,1	3,6

Fuente: FMI. Datos a junio de 2020.

Forward Price Earning Ratio						
País	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
Europa	17,0	16,3	11,9	17,7	20,3	15,3
EE.UU.	19,5	20,9	17,2	21	25,4	19,9
Japón	16,0	15,1	12,2	15,2	17,7	14
Emergentes	13,4	13,9	12,4	14,2	12,6	11

Fuente: Morgan Stanley. Datos a 26/06/2020.

	Carteras Modelo Alantra WM				Índices			
	Conservador	Moderado	Medio	Agresivo	Eurotox	Ibex35	S&P 500	MSCI World (Ic)
2009	6,1%	9,0%	11,5%	16,6%	21,0%	29,8%	25,2%	27,0%
2010	2,8%	5,1%	9,4%	11,6%	-5,8%	-17,4%	12,8%	9,6%
2011	-2,0%	-4,4%	-6,7%	-9,2%	-17,1%	-13,1%	0,0%	-7,6%
2012	6,8%	8,2%	9,3%	10,9%	13,8%	-4,7%	13,4%	13,1%
2013	5,3%	7,5%	10,2%	18,8%	14,7%	21,4%	29,6%	23,7%
2014	4,6%	3,9%	5,0%	4,1%	1,2%	3,7%	11,4%	7,7%
2015	0,9%	0,8%	2,8%	4,6%	3,9%	-7,2%	-0,7%	0,2%
2016	0,9%	1,7%	3,6%	4,9%	0,7%	-2,0%	9,5%	6,8%
2017	2,0%	3,3%	4,3%	6,9%	6,5%	7,4%	19,4%	16,3%
2018	-3,2%	-4,4%	-5,5%	-6,0%	-8,7%	-11,5%	1,4%	-2,2%
2019	4,5%	6,3%	9,2%	13,1%	24,8%	11,8%	28,9%	24,9%
2020	-0,8%	-1,9%	-3,0%	-5,2%	-13,6%	-24,3%	-4,0%	-6,2%
Acumulado	30,9%	39,7%	60,0%	91,5%	29,7%	-18,2%	276,7%	152,2%
TAE	2,4%	2,9%	4,2%	5,8%	2,3%	-1,7%	12,2%	8,4%

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/06/2020.

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

Fuente: FMI. Datos a octubre de 2019.

Mercados de renta variable		
Índice	Último	2020
MSCI World	1.688	-6,2%
DJ Stoxx 600	360	-13,3%
S&P 500	3.100	-4,0%
Nasdaq	10.059	12,1%
Topix	1.559	-9,4%
MSCI Em	476	-9,8%
CAC 40	4.936	-17,4%
DAX 30	12.311	-7,1%
FTSE 100	6.170	-18,2%
FTSE MIB	19.376	-17,6%
IBEX 35	7.231	-24,3%
Volatilidad SP500	30,4	121%

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2020.

Tipos de interés			
	Último	31 dic 2019	31 dic 2018
US 10Y	0,66	1,92	2,68
UK 10Y	0,17	0,82	1,27
CHF 10Y	-0,44	-0,43	-0,18
JP 10Y	0,02	-0,02	-0,01
BD 10Y	-0,45	-0,19	0,24
FR 10Y	-0,11	0,12	0,71
IT 10Y	1,26	1,42	2,75
IR 10Y	0,001	0,11	0,89
SP 10Y	0,47	0,46	1,41
Spread de crédito	Último	31 dic 2019	31 dic 2018
Global HY spread	516	280	449
EM spread (Hard)	377	247	306
Itraxx Main	67	44	87
Itraxx Xover	382	207	353

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2020



EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EN EL ÚLTIMO TRIMESTRE

Tras las abruptas caídas de los mercados durante el primer trimestre del año, como consecuencia de la extensión, a nivel mundial, de la COVID-19 y las consecuentes medidas de confinamiento, el segundo trimestre de 2020 ha terminado siendo uno de los mejores periodos de la historia para la inversión en activos de riesgo.

En términos generales, los mercados han **recuperado** más de dos terceras partes de las **pérdidas** acumuladas desde principios de año. Las bolsas mundiales, lideradas nuevamente por la americana, han subido, de promedio, un 18%, recuperando un 70% de las caídas; la renta fija privada, uno de los activos más castigados en el trimestre anterior, ha experimentado una recuperación equivalente; y las materias primas también han subido con fuerza. En concreto, cabe destacar el caso del petróleo, que ha repuntado más de un 90% desde el cierre de marzo, volviendo a la zona de 40 dólares.

Tras un primer trimestre con bruscas caídas, el segundo ha resultado ser uno de los mejores

En contra de lo que cabría esperar, este movimiento alcista de los mercados no ha afectado de manera significativa a los activos refugio que, en general, se han comportado de manera positiva, soportados por las medidas de apoyo de los bancos centrales en un contexto de muy baja inflación.

Dos son los motivos principales que explican este **fuerte rebote**: El principal, la **impresionante batería de medidas de política monetaria y fiscal** anunciadas por bancos centrales y Gobiernos desde mediados de marzo. El otro, un posicionamiento inversor excesivamente defensivo tras las fuertes caídas de marzo, que generaron ventas forzosas por parte de muchos inversores cuyos modelos de control de riesgo se vieron desbordados por la velocidad del movimiento.

Estos dos factores también sirven para explicar la aparente complacencia de los mercados durante el reciente repunte de contagios en Estados Unidos.

Banda de movimiento de los activos en 2020 y situación actual



Fuente: BlackRock.



CONTEXTO MACRO Y MICRO GENERAL Y ESPAÑOL

Aunque los indicadores adelantados más recientes apuntan a una fuerte recuperación de la actividad tras el fin del confinamiento, todos los estudios confirman que en 2020 vamos a sufrir la primera recesión global en varias décadas.

Según el último informe del FMI (*World Economic Outlook*, junio de 2020), este año la economía global se contraerá un 4,9%, es decir, 1,9 puntos más respecto de lo pronosticado a finales de abril. Además, aunque se prevé una importante recuperación en 2021 (+5,4%), el PIB global todavía terminará ese año 6 puntos por debajo de lo previsto hace tan solo unos meses. La buena noticia es que, a diferencia de lo que ocurrió tras la Gran Crisis Financiera, esta vez la actuación de los bancos centrales y los Gobiernos ha sido rápida y decidida, particularmente en las economías desarrolladas.

A nivel mundial, todas las fuentes apuntan a que 2020 será el primer año de muchos de recesión económica global

La publicación de los beneficios empresariales del segundo trimestre será importante. La contracción durante el primero fue severa, pero muchas compañías han retirado sus guías para el resto del año, por lo que hacer provisiones es un ejercicio complicado. Aun así, nuestros modelos apuntaban ya el pasado trimestre a una contracción de entre el 30% y 20% en Europa y Estados Unidos, si bien los inversores se van a fijar más en las provisiones de futuro que puedan hacer algunas compañías.

Previsiones PIB FMI

Previsiones PIB FMI				
	2018	2019	2020e	2021e
PIB mundial	3,6	2,9	-4,9	5,4
Economías desarrolladas	2,2	1,7	-8	4,8
Estados Unidos	2,9	2,3	-8	4,5
Zona Euro	1,8	1,2	-10,2	6
Reino Unido	1,4	1,3	-10,2	6,3
Suiza	2,5	1,5	-4,8	4,2
Japón	0,8	1,0	-5,8	2,4
Economías emergentes	4,5	3,7	-3	5,9
China	6,6	6,1	1	8,2
India	7,1	4,8	-4,5	6
Rusia	2,3	1,1	-6,6	4,1
Brasil	1,1	1,2	-9,1	3,6

Fuente: FMI. Datos a 30/6/2020.

España

En el caso de España, nuestro alto nivel de contagios, mayor dependencia del turismo y limitada capacidad fiscal hacen que nuestra economía vaya a ser **particularmente impactada** por esta crisis. Con solo una quincena de confinamiento, el PIB retrocedió un -5,2% intertrimestral el primer trimestre del año, poniendo fin a 25 trimestres de crecimiento. El FMI pronostica una caída del 12,8% en nuestro PIB en 2020, seguida de una recuperación del 6,3% en 2021, lo que implica una pérdida de más de 7 puntos durante el periodo.



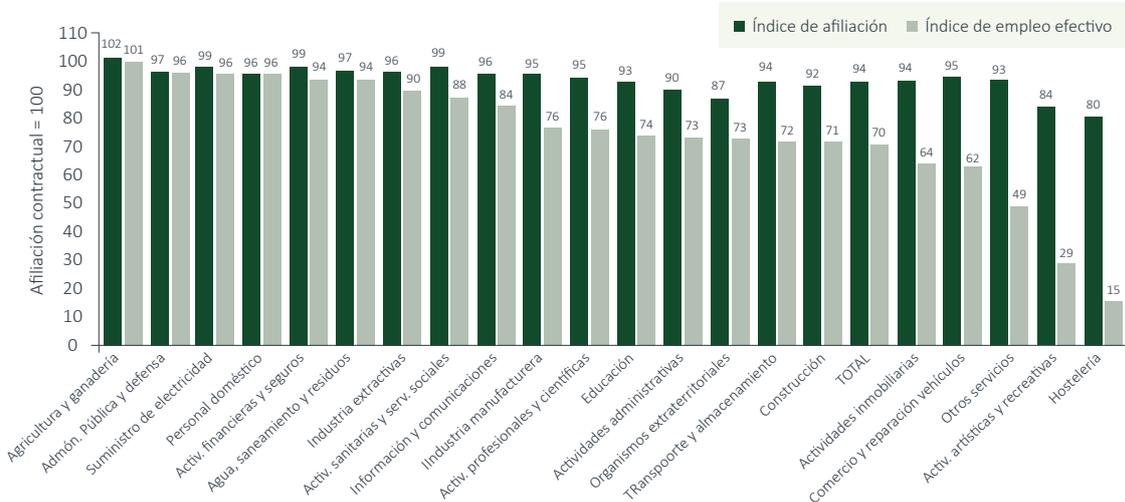
Fuente: INE, Mutua Madrileña.

Analizando el PIB del primer trimestre (en el que el confinamiento solo estuvo activo medio mes), podemos analizar algunos **datos** que, extrapolados al tiempo que la economía estuvo paralizada, nos hacen entender las **previsiones del FMI**.

- Sectores como el comercio, el transporte y la hostelería o las actividades artísticas y deportivas sufrieron un recorte de actividad que pudo alcanzar el 65%.
- El consumo privado experimentó un retroceso histórico del -6,5%, generando un fuerte repunte del ahorro forzoso.
- El mercado de trabajo mostró rápidamente los efectos de la crisis con una caída de afiliados del 4% en abril sostenidos por los ERTE, que afectaron a 3,4 millones de trabajadores a finales de abril. Desde finales de ese mes hasta mediados de junio, 1,1 millones de afiliados salieron de un ERTE; el 90% conservó su empleo.
- La inversión sufrió una contracción intertrimestral del-5,7%, con un recorte del 8,7% en la inversión en bienes de equipo y del 9% en la inversión residencial.
- La caída del turismo lastró el total de exportaciones (-8,2%), frente a una caída de las importaciones del 6,6%. La caída acumulada de turistas extranjeros entre marzo y mayo ha sido del 90%.

Índice de afiliación vs índice de empleo efectivo (mayo)

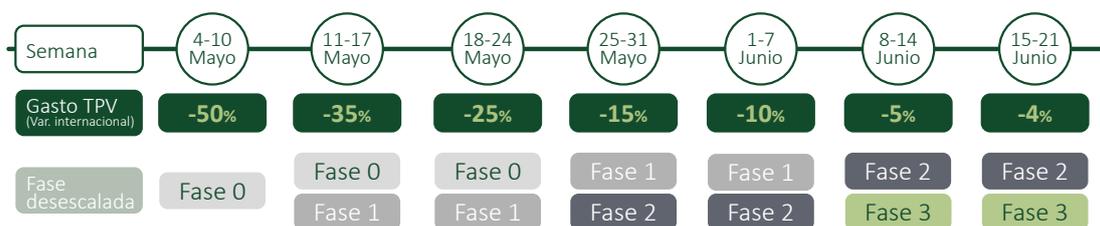
(Total de trabajadores = cuenta ajena + propia)



Fuente: INE, Mutua Madrileña.

Si extrapolamos lo ocurrido en marzo al segundo trimestre, es fácil predecir que la contracción habrá sido muy severa. Resulta interesante observar la evolución de la utilización de tarjetas bancarias, que se contrae con fuerza al principio del periodo (a pesar de que el gasto se produjo, principalmente, con tarjeta desde los hogares), pero mostraría una cierta recuperación de actividad a medida que se avanzaba.

Gasto en tarjetas de crédito



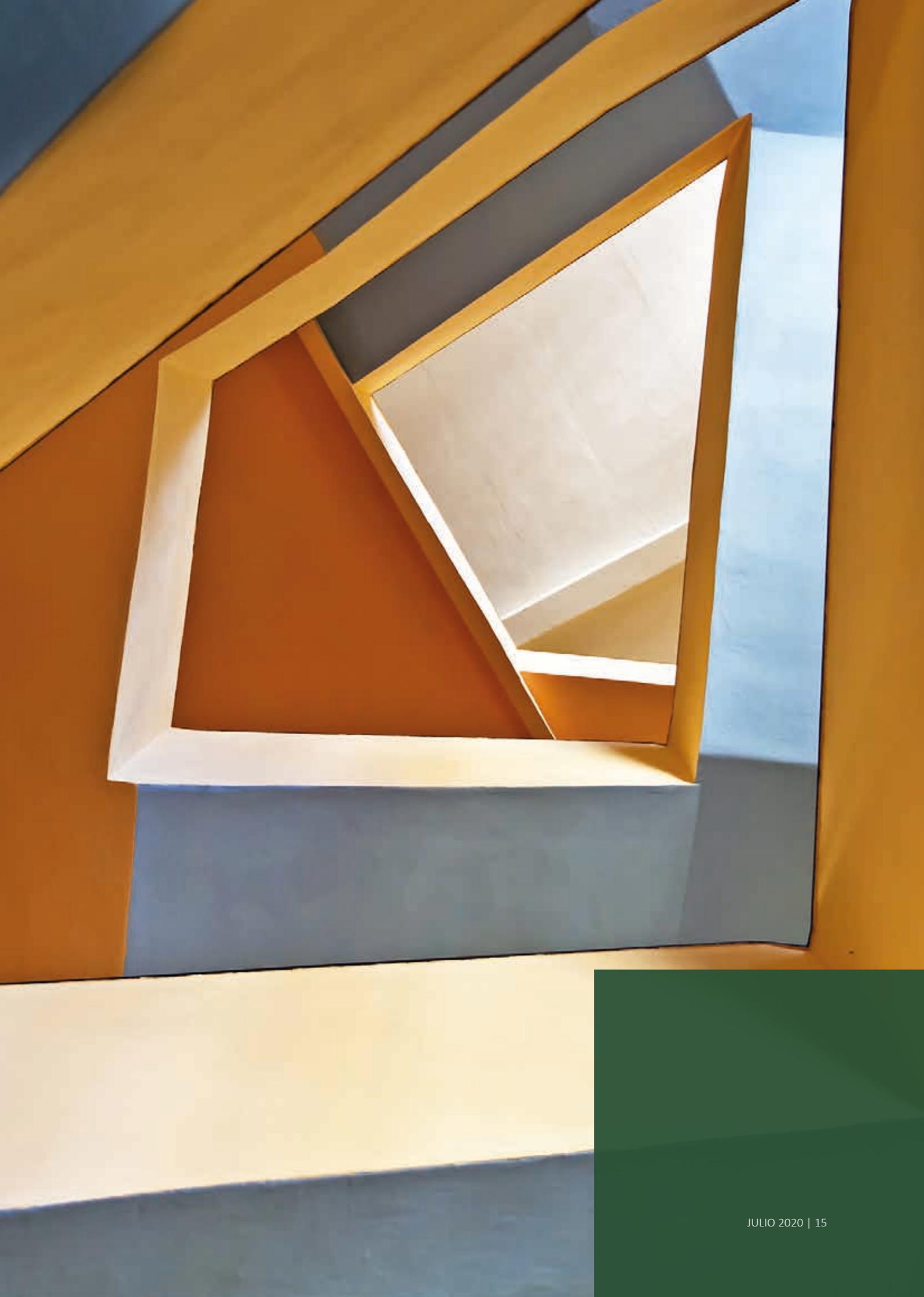
Aunque hay que tener en cuenta que estos datos no pueden ser tomados directamente para un análisis cuantitativo ya que podrían estar recogiendo otros como el incremento en el uso de las tarjetas

Fuentes: BBVA, Caixabank y Banco Sabadell.

Conclusión

El PIB podría contraerse alrededor del 18% en el segundo trimestre, y más en un escenario pesimista, por lo que la posibilidad de una caída del 12,8% en 2020 es plausible. Podríamos ver una contracción del consumo privado de alrededor del 10% y de la inversión cercana al 25%. El déficit público inevitablemente crecerá con fuerza, incrementando nuestros niveles de deuda.

Sin embargo, las compras de deuda ya aprobadas por el BCE serán suficientes para cubrir las necesidades de emisión remanentes este año y, mientras los tipos de interés no suban, el coste de la financiación es manejable. En este sentido, si bien la situación de la economía española es delicada, no esperamos problemas de financiación en 2020.



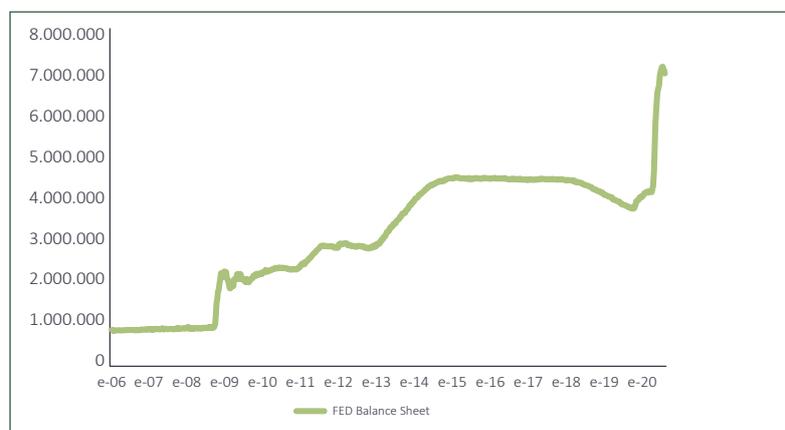
POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL

Los **bancos centrales** se han centrado en medidas orientadas a relajar las condiciones financieras y dar soporte a los mercados inyectando enormes cantidades de liquidez. Además de bajar los tipos de interés hasta niveles mínimos históricos, crear nuevos programas de financiación bancaria (TLTRO) y aumentar el tamaño de sus intervenciones en los mercados de bonos (QE, PEPP), tanto la Reserva Federal como el BCE han ampliado la tipología de activos aptos, incluyendo ahora deuda privada y pública de baja calidad crediticia.

Su objetivo principal ha sido limitar el impacto económico, financiero y crediticio de la pandemia. Para ello, están intentando estimular la demanda y evitar un shock deflacionario y/o una crisis financiera/bancaria. Pero también tienen otros objetivos, como evitar la

fragmentación financiera de la zona euro (BCE), mejorar las condiciones de financiación de la economía, favorecer el acceso al crédito, allanar el acceso a la financiación en los mercados de capitales y relajar las medidas de supervisión prudencial para mejorar la capacidad de absorción de potenciales pérdidas crediticias futuras de los bancos.

La FED ha inyectado en 2020 más dinero que en 2008

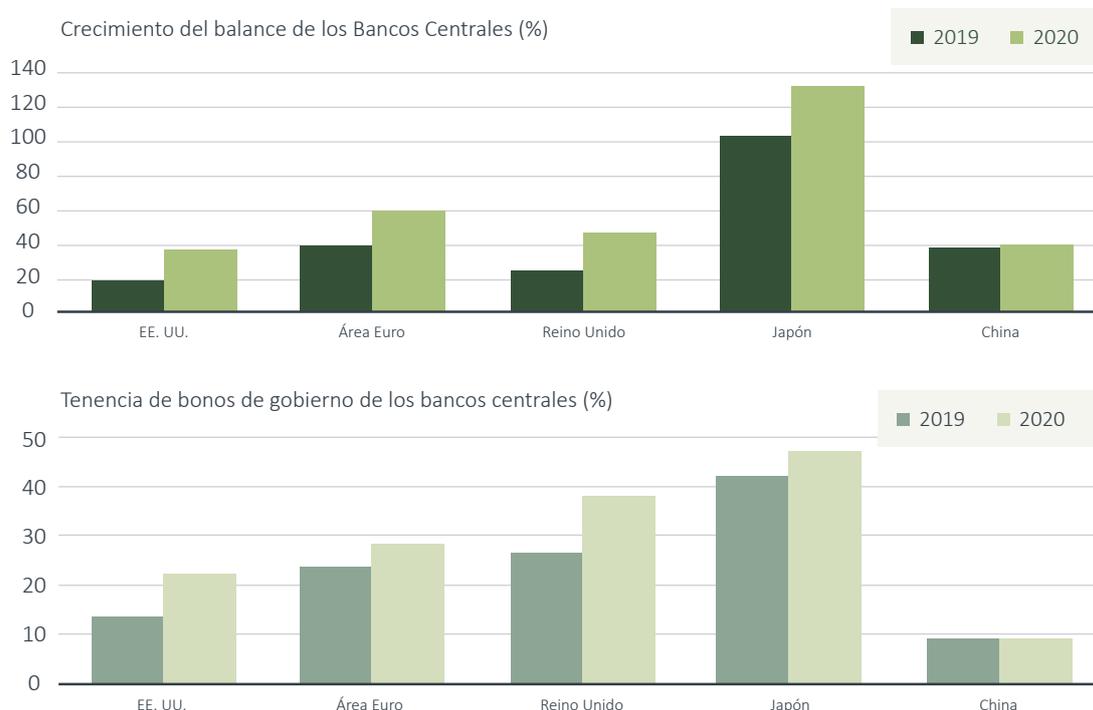


Fuente: *Bloomberg*.

Los bancos centrales se han enfocado en medidas que limiten el impacto económico, financiero y crediticio de la pandemia

En la primera parte del gráfico inferior podemos ver cómo el balance de los grandes bancos centrales ha crecido considerablemente en apenas unos meses debido a los programas de *quantitative easing*; en la segunda aparece el volumen de la deuda gubernamental de cada área económica que ya está en manos de su banco central.

Más coordinación fiscal-monetaria con programas masivos de *Quantitative Easing*



Fuente: PIMCO.

Por su parte, los Gobiernos han anunciado innumerables programas fiscales orientados a sostener la capacidad económica tanto de las familias como de las empresas

Es decir, procurar que las familias mantengan la renta disponible gracias a la aplicación de medidas de estímulo fiscal y facilitar que las compañías que hayan tenido que paralizar su facturación y/o actividad sigan vivas cuando esta pandemia pase a la historia y puedan contribuir al crecimiento económico.

En el caso de las familias, se ha actuado mediante subsidios dirigidos a paliar la pérdida de ingresos; en el de las empresas, a través de programas de avales orientados a garantizar su acceso a la financiación. En

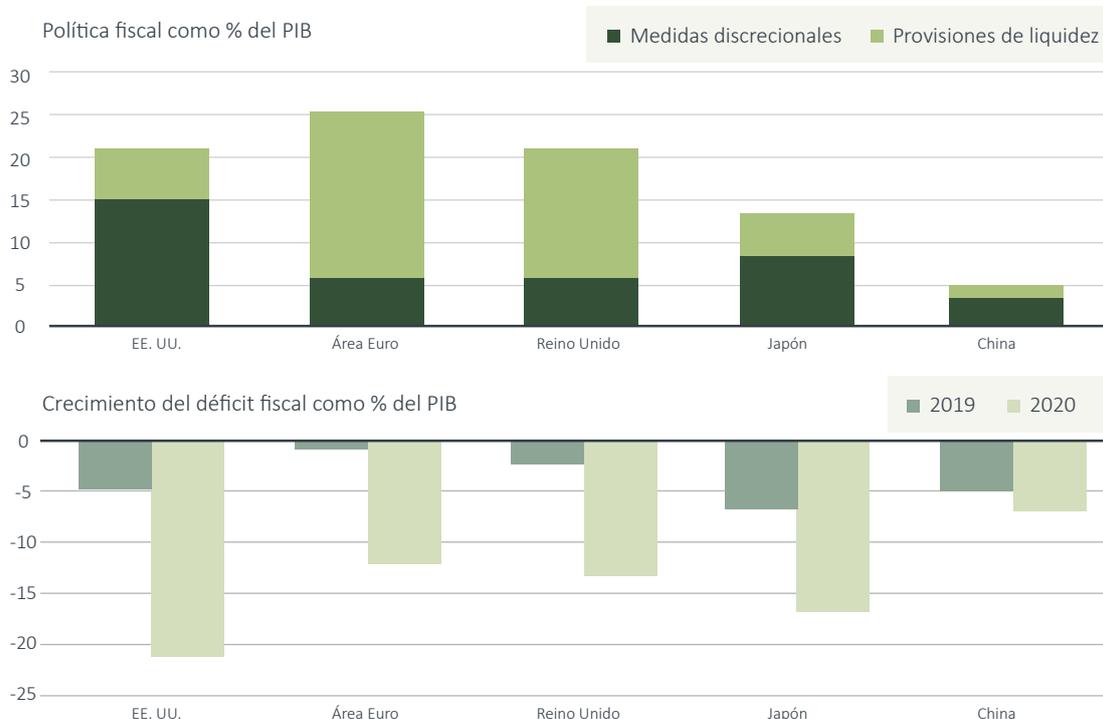
total, el FMI ha contabilizado programas de ayuda por un importe cercano a los 11 billones de dólares a nivel global, una cifra que equivale al 14% del PIB mundial.

Además de los subsidios y los avales, se ha actuado con otras medidas como préstamos directos a las empresas o toma de participaciones en su capital, diferimiento en el pago de impuestos y estímulos fiscales al sector sanitario.

Los Gobiernos han centrado su apoyo en programas fiscales orientados a familias y empresas

En la primera parte del gráfico inferior se puede observar el tamaño de las medidas fiscales, y en la inferior, su impacto en el déficit de este mismo año.

Fuerte política fiscal

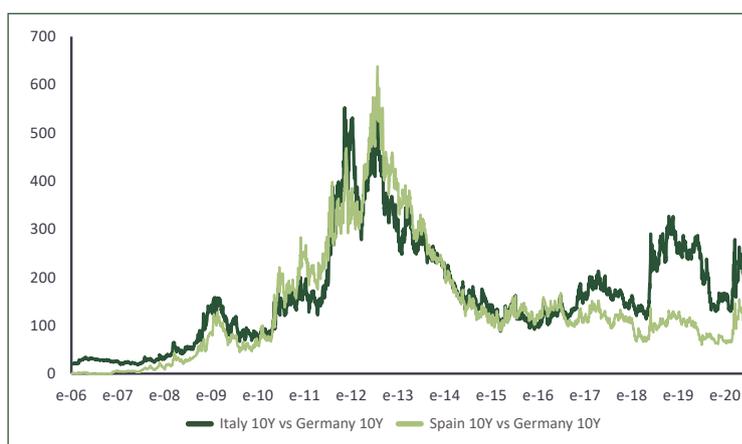


Fuente: PIMCO.

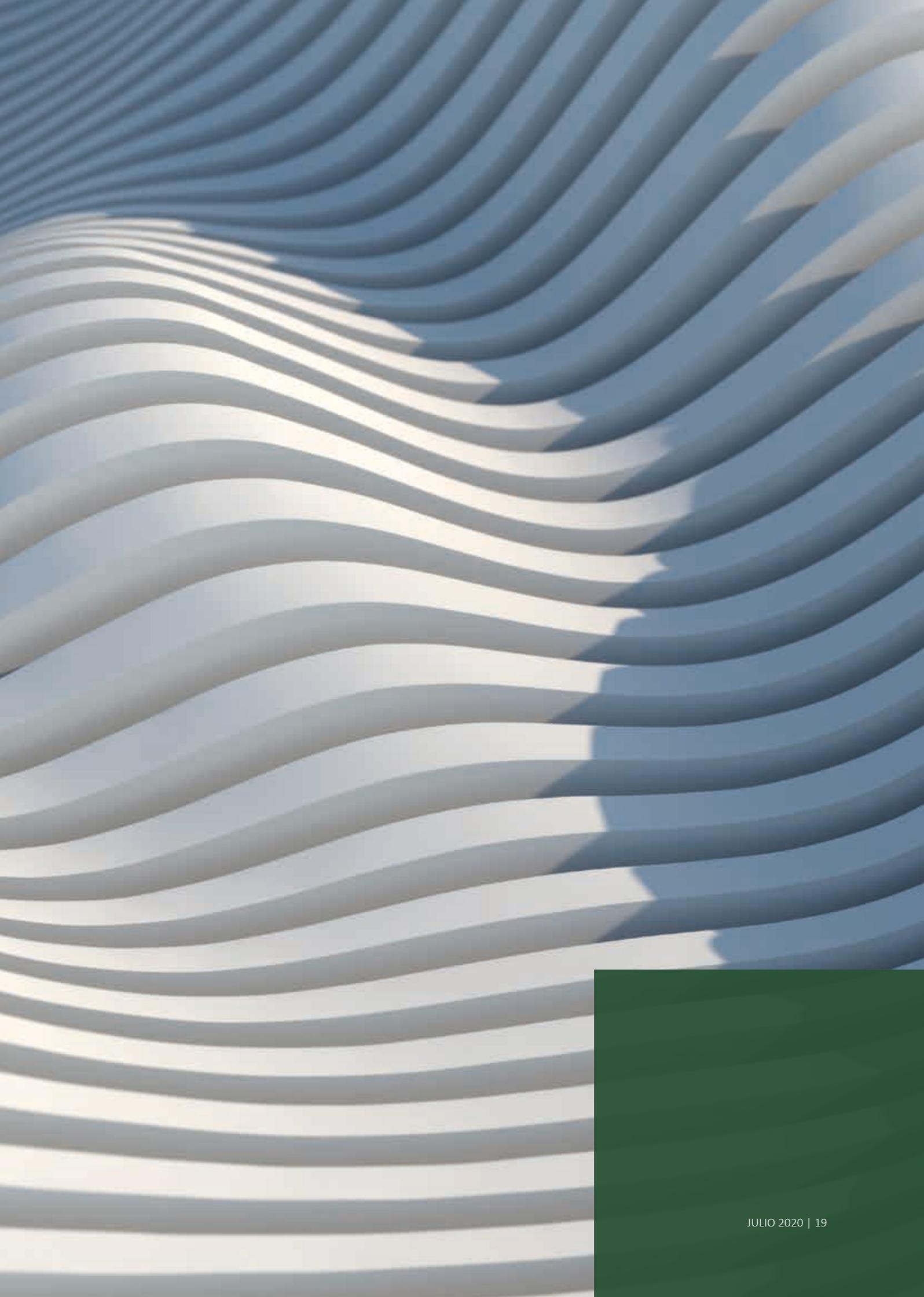
El anuncio del Fondo de Reactivación de la UE ha ayudado a relajar las primas de riesgo de España e Italia

Uno de los programas más relevantes para España es la propuesta francoalemana de un **fondo de reconstrucción europeo** destinado a apoyar a las economías más afectadas por la crisis. Este programa podría aportar a nuestro país ayudas por un importe equivalente al 14% de nuestro PIB, sería, quizá, la primera piedra de una futura integración fiscal en la UE.

La contrapartida de todas estas medidas va a ser, ineludiblemente, un **mayor nivel de endeudamiento**, tanto público como privado. En el caso particular de España, las previsiones más recientes apuntan a un déficit público de en torno al 12% en 2020 y un nivel de endeudamiento público superior al 120% del PIB.



Fuente: Bloomberg.





CAMBIOS REALIZADOS DURANTE EL TRIMESTRE

Hemos sido bastante tácticos con la exposición a renta variable de las carteras; habiendo incrementado el peso en los peores momentos de esta crisis y disminuyéndolo hasta la infraponderación hace unas semanas. Pero la profundidad de las caídas durante el mes de marzo y la contundencia de las medidas anunciadas en términos de política económica nos llevaron apostar de manera decidida por la renta fija privada a finales del primer trimestre. Por un lado, las mayores rentabilidades ofrecían un margen de seguridad muy considerable, con el que hacer frente al previsible aumento de los impagos como consecuencia de la crisis. Por otro, el apoyo de los bancos centrales y Gobiernos para intentar mantener la actividad económica y el acceso de las empresas al crédito reducían el riesgo de un colapso económico.

De esta manera, durante el segundo trimestre del año hemos sido muy activos comprando deuda corporativa, aprovechando el gran número de emisiones de compañías que han estado dispuestas a pagar una prima de rentabilidad por asegurarse el acceso a la financiación.

En el crédito financiero, nuestras compras se han centrado en los tramos más sénior e intermedios (LT2), por ser los menos expuestos a un posible deterioro de la situación macro.

Con la prudencia como denominador común en renta variable, hemos apostado con firmeza por la renta fija

Aunque, dada la situación de incertidumbre y el mayor atractivo relativo del crédito, nuestro grado de convicción en renta variable ha sido más bajo, hemos aprovechado las oportunidades que siempre ofrece el mercado para comprar compañías de buena calidad y bajo apalancamiento financiero a precios atractivos. Creemos que, una vez restaurada la actividad económica, estas empresas volverán a hacer valer sus modelos de negocio.

La alta volatilidad de los mercados nos ha llevado a adoptar un estilo de gestión más táctico, comprando en las caídas y reduciendo la exposición en los rebotes.



VISIÓN DE MERCADOS

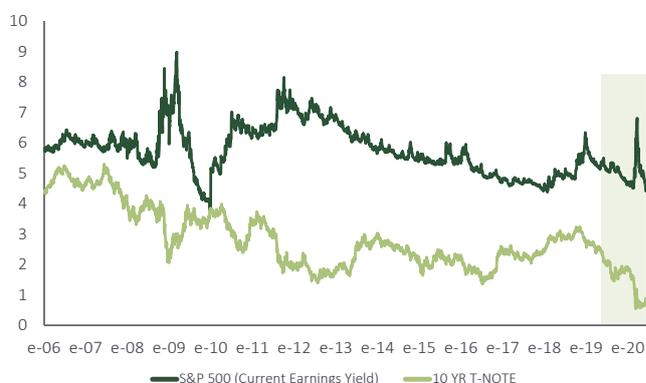


Los mercados financieros se debaten entre **dos fuerzas contrapuestas**: de un lado, el riesgo derivado de una economía global muy endeudada y debilitada por la crisis económica; de otro, los ingentes **programas de estímulo económico** que Gobiernos y bancos centrales están poniendo en marcha para contrarrestarla.

Aunque estimamos que los beneficios empresariales tardarán en recuperar los niveles anteriores a la crisis, parece que, en este contexto de bajos tipos de interés y compras de bonos por parte de los bancos centrales, los activos de riesgo van a seguir soportados por la falta de alternativas de inversión.

Creemos que los bancos centrales van a mantener las curvas de tipos en niveles históricamente bajos, generando un desplazamiento del ahorro hacia activos de riesgo, en busca de mayor rentabilidad.

La renta variable aumenta su atractivo relativo en un entorno en el que el activo de riesgo no es rentable



Fuente: Bloomberg.

Podríamos ver cierta positividad de las curvas a medida que las economías se recuperan, sobre todo en Estados Unidos, pero el movimiento sería muy contenido, por lo que este sigue siendo un mercado propicio para los activos con crecimiento o devengo. Los inversores buscarán una rentabilidad superior a la del activo “libre de riesgo” y podrían estar dispuestos a pagar múltiplos de valoración elevados con tal de hacerse con activos rentables (tal como ya está ocurriendo).

El riesgo económico mundial y los programas de estímulo son los dos polos entre los que se moverán los mercados financieros

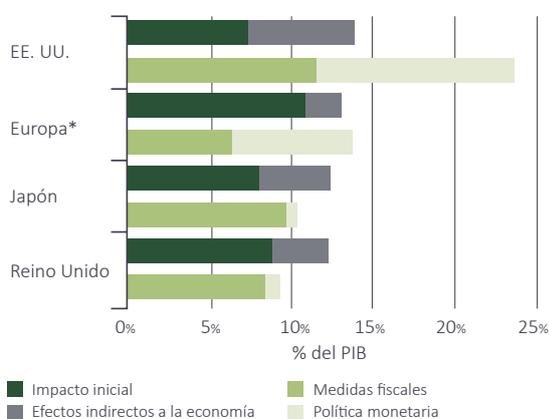
Aunque a largo plazo la inflación pueda ser la única salida para el problema de alto endeudamiento que vivimos, la caída en la actividad económica y de los precios de la energía nos llevan descartar un repunte, en el corto o medio plazo, y en el largo plazo tenemos más dudas, ya

que la dimensión de las medidas monetarias y fiscales adoptadas podría superar el impacto económico de la crisis en algunos países. En cualquier caso, dadas las bajas expectativas que maneja el mercado y el potencial impacto de un posible repunte en la inflación, creemos que tiene sentido invertir en coberturas ahora que son muy baratas.

A pesar de que los diferenciales de crédito se han estrechado mucho desde los máximos, pensamos que todavía queda potencial en el **crédito corporativo**, aunque hay que ser más selectivos. Por ello, seguimos evitando compañías muy apalancadas o con modelos de negocio poco claros

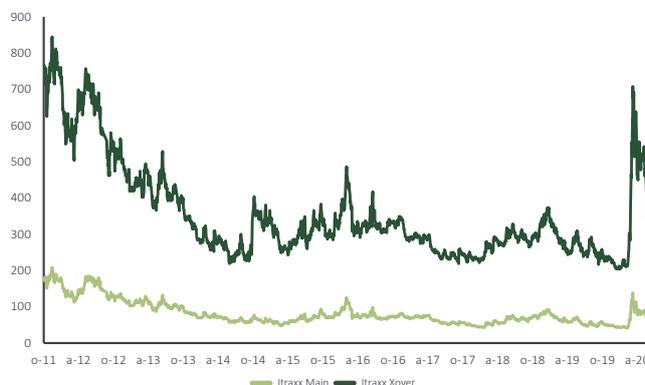
Estamos aprovechando el fuerte *rally* en el crédito subordinado bancario para conseguir algo de beneficios. Nos sigue gustando el crédito financiero, pero algunos países y bancos sufrirán ante un posible repunte de la crisis, y la deuda con menor prelación de pago sería, lógicamente, más sensible que otros activos. Por ello, iremos reduciendo el riesgo de manera paulatina.

El tamaño de las medidas fiscales y monetarias podría superar el impacto de la COVID-19



Fuente: BlackRock.

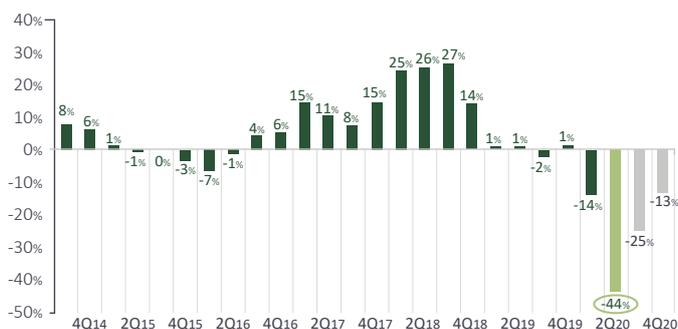
Los diferenciales de crédito se han relajado, dando la deuda de alta como de baja calificación crediticia



Fuente: Bloomberg.

Estimaciones de beneficios para el S&P 500

El consenso apunta a una contracción de los beneficios empresariales del segundo trimestre del 44% en EE. UU.



Fuentes: Refinitiv, S&P, Morgan Stanley Research y MS Custom Baskets.

El consenso apunta a una contracción de los beneficios empresariales del segundo trimestre del 58% en Europa.



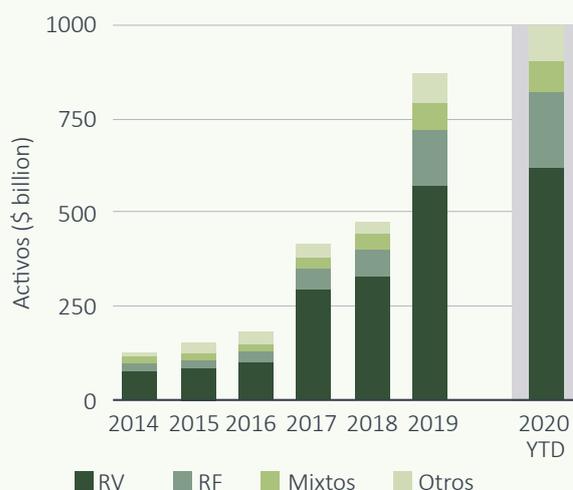
Fuentes: MSCI, Bloomberg y Morgan Stanley Research.

En **renta variable**, tenemos una visión tácticamente cauta porque, tras las fuertes subidas, el mercado parece descontar una recuperación de beneficios bastante difícil de alcanzar en este contexto macroeconómico. Es cierto que, en un entorno de tipos de interés tan bajos, el coste de capital de las compañías desciende y esto favorece la expansión del múltiplo. Sin embargo, a diferencia de la deuda privada, que cuenta con el apoyo explícito de Gobiernos y bancos centrales, la renta variable está más expuesta al sentimiento inversor. A pesar de ello, creemos que hay compañías y temáticas que pueden salir muy beneficiadas de esta crisis y en las que vemos buenas oportunidades de inversión.

- Por un lado, pensamos que las empresas que se benefician de los cambios en los ámbitos de consumo pueden ser claros ganadores a largo plazo. Este grupo incluye no solo a las grandes compañías tecnológicas, sino también a todas las que sean ganadoras en sectores en transformación.
- También estamos viendo oportunidades en empresas que se puedan beneficiar de los importantes programas de inversión pública que se están anunciando estos días. Por ejemplo, una parte importante del Fondo de reconstrucción europeo estará destinada al Pacto Verde Europeo (Green Deal), que favorecerá la inversión en proyectos de transición hacia un modelo energético con menores emisiones de CO₂. Esta dinámica va a favorecer no solo al sector de las energías renovables, sino también a otros relacionados con la electrificación o las energías alternativas, como el hidrógeno.

- Finalmente, consideramos que también quedan oportunidades de inversión en compañías muy sólidas que han caído mucho debido a su exposición a la crisis de la COVID-19, pero que cuentan con modelos de negocio sólidos, balances saneados y valoraciones atractivas en comparación con sus medias históricas.

Flujos hacia fondos ESG



Fuente: BlackRock.

Por otra parte, seguimos pensando que el ciclo alcista del dólar ya ha terminado porque, en primer lugar, con las últimas bajadas de tipos por parte de la Fed, su atractivo como activo de *carry* se ha visto muy reducido; y, en segundo lugar, el contexto político de Estados Unidos, con la incertidumbre respecto al resultado de las próximas elecciones en noviembre y las recientes tensiones sociales restan parte de su atractivo como activo refugio; y, por último, porque el Gobierno norteamericano tiene incentivos para debilitar el dólar y ganar competitividad a nivel global.

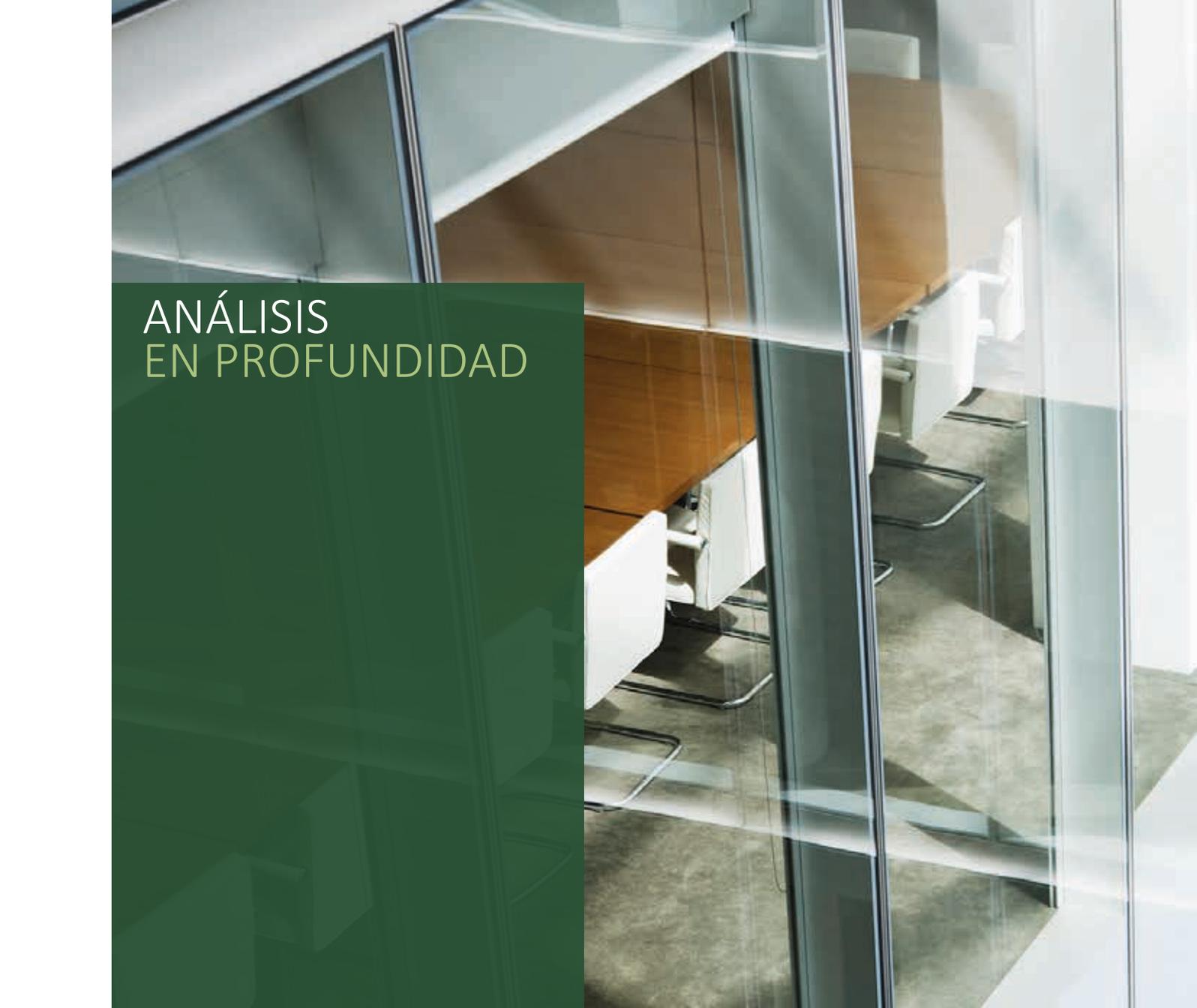
Seguimos pensando que el ciclo alcista del dólar ya ha terminado

Asimismo, creemos que un contexto de dólar más débil y tipos reales negativos en una situación de alta incertidumbre global y políticas monetarias ultra expansivas sigue siendo benigno para el oro.

También es favorable para los mercados emergentes, ya que, a pesar de su mayor vulnerabilidad en esta crisis, se beneficiarían de la recuperación de la demanda en los países desarrollados (y del precio del petróleo). Vemos la deuda corporativa emergente, que ofrece una prima de riesgo significativa frente a la de los países desarrollados, atractiva en términos relativos (sobre todo en aquellas empresas que cuentan con el apoyo implícito de sus respectivos países).

En los próximos meses tendremos que seguir atentos, entre otros factores, a la evolución de la pandemia, a las negociaciones sobre el fondo de reconstrucción europeo y a la evolución de la campaña electoral en Estados Unidos.

Por último, debe volver a destacarse que la situación de los mercados requiere una gestión más táctica que nos permita sacar partido de su alta volatilidad.



ANÁLISIS EN PROFUNDIDAD



	La importancia del fondo de activación de la UE	28
	Bancos, ¿acciones o bonos?	34
	Inversión <i>value</i>, problemas del estilo y nuestro enfoque	40
	Inversión temática	44
	Elecciones en EE. UU.	48
	Introducción a los activos alternativos	50

LA IMPORTANCIA DEL FONDO DE REACTIVACIÓN DE LA UE

Ursula von der Leyen, presidenta de la Comisión Europea, sorprendió el pasado 27 de mayo presentando un plan de recuperación de 750.000 millones de euros, con unas características que superaban las expectativas. La creación del fondo, que se acaba de aprobar, supondrá la primera mutualización de deuda desde que existe la Unión y una buena noticia para España. Recibiremos un importe total equivalente a alrededor del 14% del PIB y cubrirá gran parte del incremento del déficit que se va a producir como consecuencia del crecimiento del gasto y de la caída de la recaudación.

El plan de reactivación para la UE presentado en mayo prevé ayudas de 750.000 M€

Descripción

La Comisión emitirá, en nombre de la Unión Europea (UE), 390.000 millones de euros de bonos a distintos plazos, hasta 30 años, y con la máxima calificación crediticia: AAA. El importe supone, aproximadamente, un 5% del PIB de la UE. Después, distribuiría a los Estados miembros 360.000 millones en forma de concesiones y 250.000 millones en préstamos, que no tendrán que empezar a pagarse hasta 2028 y serían devueltos durante un periodo que abarca hasta 2058. La mayor parte iría a los países que más lo necesitan, por lo que España (recibiría unos 140.000 millones) e Italia saldrían beneficiados en términos brutos, y los países de Europa

del Este en porcentaje respecto de su PIB. Al estar integrado en los presupuestos de la UE, el nuevo Fondo deberá ser solicitado por cada país considerado por la UE antes de cada concesión y condicionado a que esté enfocado en programas de la Unión, muchos de ellos centrados en la recuperación de la competitividad y en proyectos digitales y/o medioambientales.

El nuevo plan se sumará a los 540.000 millones ya aprobados para el SURE (plan de empleo), el MEDE (mecanismo de rescate) y el BEI (préstamos puente a empresas), así como al plan de financiación de la UE para los próximos siete años (1.100 millones), que debe renovarse en 2020. Parece que la austeridad con la que la UE afrontó la última crisis ha quedado en el pasado.

Si bien este plan no supone un cambio permanente, al ser un sistema de urgencia y puntal, creará un gran precedente para resolver problemas asimétricos en la UE, ya que el Banco Central Europeo (BCE) no puede seleccionar el objetivo de sus ayudas. Para hacerse permanente, la Comisión debería tener la capacidad de generar sus propios ingresos, y se está hablando de que lo podría hacer a través de la creación nuevos impuestos “verdes”.

A pesar de tratarse de una medida de urgencia y puntal, sentará un precedente

El nuevo Fondo estará muy focalizado en realizar o favorecer inversiones destinadas a reducir las emisiones, de manera que, además de invertir y generar empleo e infraestructuras, se ayude a cumplir con los ambiciosos planes de la UE. La propuesta de la Comisión pretende pasar de un objetivo de reducción de las emisiones, en 2030, de un 40% respecto a las de 1990, a un 55%. Para cumplirlo, serán necesarias inversiones públicas y privadas de un calado muy sustancial.

Los borradores que circulan hablan de cuatro puntos “verdes” de ataque del Plan: la renovación de estructuras e infraestructuras, inversión en energías renovables, en medios de transporte más limpios y la inversión en la transición de negocios contaminantes y obsoletos.

¿Llegará a aprobarse?

Todavía es pronto para estar seguros de que se conseguirá sacar adelante, ya que es necesaria la aprobación parlamentaria de algunos países. El coste financiero anual de la deuda que se emitirá para financiar el Plan rondará los cuatro mil millones de euros, una cifra fácil de recaudar con nuevos impuestos.

El apoyo de Francia y Alemania, unido a que el Reino Unido ya no esté para oponerse, así como a la presencia de partidos pro-europeos en las coaliciones de los países más reacios, ha ayudado a la aprobación final del Consejo Europeo.

¿Cuándo podría llegar el dinero?

Una vez que el Consejo ha dado su visto bueno, será necesaria la aprobación en los Parlamentos de algunos países, lo que podría retrasarlo hasta el otoño, coincidiendo con el proceso de aprobación de presupuestos. Por tanto, parece difícil que pueda empezar a distribuirse antes de 2021.

No obstante, el Plan irá ligado al nuevo presupuesto de la Comisión para los próximos siete años, que está en plena elaboración. Y en el borrador que ya está circulando, la distribución del gasto no será simétrica, sino que alrededor del 40% se utilizaría en 2021 para contrarrestar los efectos de la COVID-19. En todo caso, aunque el dinero no llegue hasta mediados o finales de 2021, el importe será muy relevante. Además, la Comisión tiene capacidad, con sus poderes actuales, para hacer una pequeña emisión de deuda (11.000 millones de euros), que sería una señal de que el proceso habría empezado.

Previsiblemente, el dinero no llegará hasta mediados o finales de 2021

¿Qué argumentan los escépticos?

A continuación, se enumeran los argumentos de los escépticos y nuestra contrargumentación en cada caso:

- El tamaño del plan es pequeño en relación con el impacto de la crisis y al hecho de que cada país debe contribuir a través de la UE. A pesar de ello, solo se utilizaría donde más falta haga, y las devoluciones se alargarán en el tiempo, lo cual podría tener un impacto considerable.
- El fondo es un hecho aislado y no un cambio permanente en la política fiscal de la UE. Ante esto, cabe decir que, una vez que se haya creado y utilizado un instrumento que permite la mutualización de deuda para ayudar solidariamente a los países que más lo necesitan, lo más probable es que se vuelva a utilizar. Eso es lo que ha ocurrido con el resto de los cambios e instrumentos que se han ido produciendo y aprobando a lo largo de otras crisis de la UE. Además, la creación de instrumentos de deuda AAA es muy atractiva y es posible que la Comisión quiera mantener, para futuras necesidades, más disponibilidad de la que le hace falta hoy.
- El dinero puede tardar demasiado en llegar y, para entonces, muchas empresas habrán quebrado. Cierto, pero el mero hecho de que se apruebe enviaría un mensaje muy potente a los mercados que lo podría compensar.

¿Dónde estaba el problema?, ¿por qué este plan supondría un salto de gigante?

La gran diferencia económica entre la zona euro y Estados Unidos es la carencia, en nuestro caso, de una política fiscal conjunta y solidaria.

En Estados Unidos, se agrupa una parte de los ingresos impositivos a nivel país y se produce una mutualización efectiva. El presupuesto federal supone un 20% del PIB, y esos recursos se pueden utilizar para asegurar una cierta igualdad entre los distintos estados de la Unión, además de permitir que los inversores internacionales ignoren las características propias o diferencias regionales, al asegurarse todos las mismas condiciones de financiación. Pero no siempre fue así: Estados Unidos también reaccionó ante una crisis y llevó a cabo su

primera mutualización de deuda en 1790, después de la guerra de Independencia con el Imperio británico (1775-1783). El cambio se produjo cuando Carolina del Sur y Massachusetts quisieron transferir parte de su deuda a la Unión con el argumento de que su origen había sido un mayor nivel de gasto durante la guerra y, por tanto, para una causa común.

La UE carece, a diferencia de EE. UU., de una política fiscal conjunta y solidaria

En la zona euro, al crear un área económica con una moneda única, pero sin una política fiscal unificada, sus fundadores la dejaron vulnerable a la inestabilidad financiera y a posibles desequilibrios. La carencia de instrumentos de deuda mutualizada priva a la zona euro de un verdadero activo libre de riesgo, y la falta de capacidad fiscal conjunta hace vulnerables a países y bancos.

Cuando un país atraviesa un momento de dificultad, normalmente no tiene capacidad fiscal por sí mismo para aplicar medidas anticíclicas, lo que perpetúa el problema, en lugar de resolverlo con solidaridad.

En el caso de los bancos, les obliga a depender de los Gobiernos de cada país: si los mercados financieros

pierden la fe por alguna razón en un país de la Unión, puede producirse una huida de capitales. Si la Unión tuviese mutualización de deuda y una unión bancaria, los inversores se relajarían, porque sabrían que la debilidad de uno se compensa con la fuerza de todos.

Sin embargo, el presupuesto de la UE representa solo un 1% del PIB de la región, y no hay mutualización de impuestos ni de deuda. Por tanto, hasta ahora, en situaciones de emergencia como las de 2011 a 2012, todo ha dependido de las decisiones del BCE, que no debería favorecer a un país frente a otro, ya que para eso sirve la política fiscal. Es posible que los inversores hayan exigido a Europa una mayor prima de riesgo precisamente por la falta de cohesión fiscal, y esa prima de riesgo podría reducirse sustancialmente si se aprueba el plan de reactivación.

En el siguiente gráfico podemos ver cómo el diferencial entre Estados Unidos y Europa en la prima de riesgo de la bolsa se ha ido abriendo o cerrando, en función del progreso o los retrocesos en la integración europea. Desde su creación hasta 2003, bajó hasta cero gracias a que el mercado consideraba que la unión monetaria acabaría llevando a una mayor integración general. En 2005, el diferencial se abrió cuando Francia y Holanda votaron en contra de la Constitución Europea, y, desde 2011, los problemas del *brexit*, de Grecia, de Italia, etc., redujeron sustancialmente la visibilidad de una mayor cohesión ampliando el diferencial.

Diferencial entre la prima de riesgo del capital Europa y EE. UU.



Fuente: ODDO BHF Securities.

El nuevo plan podría cambiar la percepción de los inversores. Ya no sería tan relevante el porcentaje de deuda sobre el PIB de cada país, sino el de la Unión en conjunto, ya que lo importante no es tanto si la situación financiera de un país es solvente o no como si el presupuesto de la Unión se va a dedicar al que más lo necesite, soportando así sus cuentas, tal como ocurre en Estados Unidos. El presupuesto se utilizaría de manera “asimétrica”, para favorecer al que más lo necesita y no meramente con base en un sistema de contribución o recepción, como hasta ahora. A título de ejemplo, España iba a pasar a ser contribuidor neto en la UE, pero si el plan sale adelante y nuestro país recibe lo que hoy se estima, el año que viene sería receptor neto del presupuesto de la UE, en lugar de contribuidor.

El Fondo de Reactivación cambiará la percepción de los inversores

El movimiento tiene sentido y explica la potencial importancia del plan de reactivación de la UE. Abre el camino a un mercado de capitales unificado, con más fusiones regionales y reestructuraciones, y una menor prima de riesgo para los países débiles, que ya no serían percibidos como “quebrables”. Por tanto, podría generar un acceso al crédito más barato, un mayor crecimiento potencial de los ingresos de las compañías y, por tanto, unos beneficios por acción superiores.

Una mayor cohesión de la UE y, más en particular, de la unión monetaria, podría llevar a una caída de la prima de riesgo que, combinada con la bajada de los tipos, conllevaría un menor coste del capital, tal como ocurrió en 2012 con el “whatever it takes” de Mario Draghi. Si el plan de reactivación acaba derivando en una caída de la prima de riesgo y esta lleva a una reducción del coste de capital, la bolsa europea podría comportarse muy bien en relativo y reducir parte del diferencial de valoración que tiene, comparado con otros mercados o áreas económicas que no sufrían el “riesgo país” de la UE.

Otro factor importante es quién saldría más beneficiado. Geográficamente, parece claro que los más castigados: España e Italia, y, por lo que supone el plan como porcentaje del PIB, los países del Este. Pero, sectorialmente, también es probable que las industrias más castigadas hasta ahora por ser cíclicas y expuestas al virus salgan ganadas: si Europa avanza hacia una política fiscal conjunta, los bancos podrían comportarse bien; si, además, se avanza hacia la unión bancaria, como recientemente comentaba Alemania, aún más. Sectores como la automoción, el de materias primas o las aerolíneas, muy castigados en esta crisis,

probablemente también serían receptores de ayudas para invertir en reducir las emisiones, y podrían reflejarlo con una mejoría de su valoración en bolsa.

¿Realmente va a dar Europa el gran salto?, ¿por qué ahora?

Durante mucho tiempo, la posibilidad de que la UE avanzase hacia la unión fiscal ha sido una utopía. El Reino Unido siempre se ha opuesto frontalmente, y los llamados *frugales o austeros* (Alemania, Austria, Holanda, Suecia y Dinamarca) rechazaban las propuestas de unir su destino fiscal con los países menos comedidos en el gasto.

Sin embargo, en esta ocasión, Alemania ha girado 180 grados y ha cambiado su mensaje. Ha sido el país germano el que ha propuesto seguir avanzando hacia la unión bancaria y el que, junto a Francia, presentó la primera propuesta de un plan de reactivación. Su cambio probablemente presione al resto de los austeros a cambiar su posición a cambio de alguna cesión.

Alemania, reacia hasta ahora a la unión bancaria, ha mostrado su apoyo expreso



Cuando ha habido confianza en la UE, las estrategias *value* se han comportado mejor que las de crecimiento



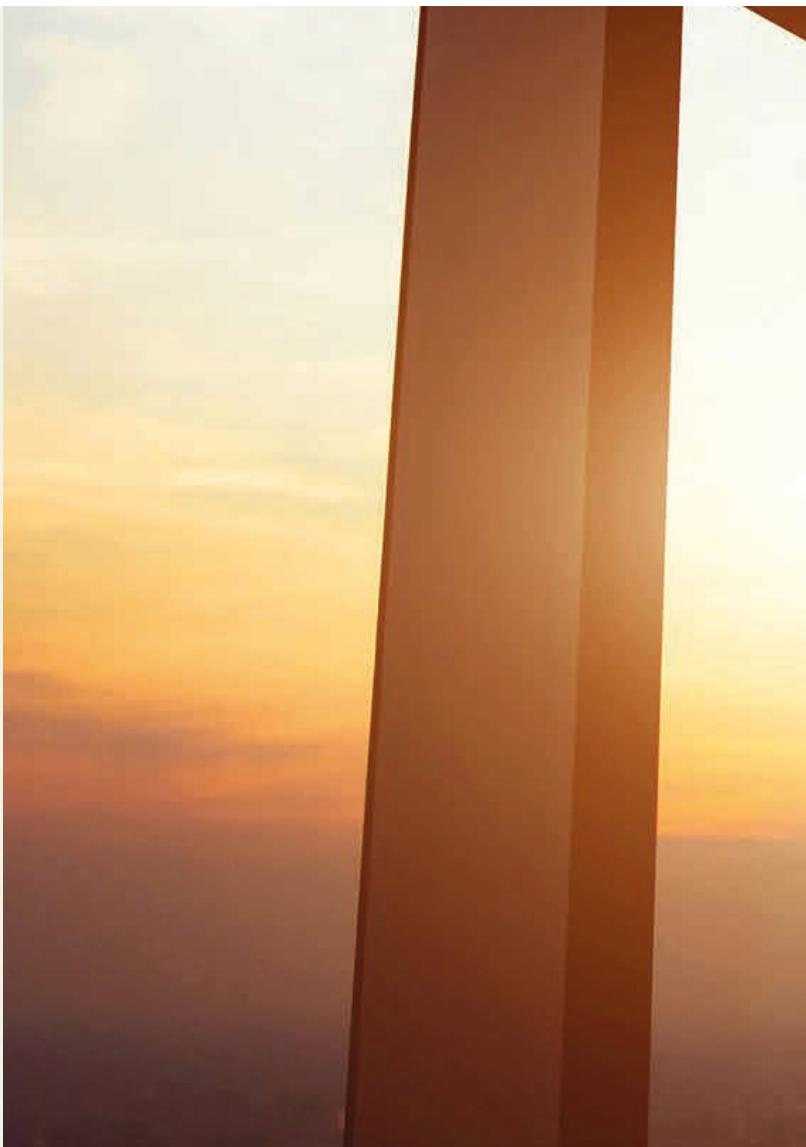
Fuente: ODDO BHF Securities.

Conclusión

Los avances en política fiscal en la zona euro hasta la fecha son importantes, pero no sabemos aún si serán suficientes para combatir la crisis derivada de la COVID-19. Sin embargo, han generado un cambio en la forma de pensar en política fiscal de los miembros tradicionalmente austeros de la zona euro.

Es posible que con más solidaridad hubiésemos salido antes y mejor de la última crisis, ya que el resto del mundo exigía una prima de riesgo elevada por invertir en la zona euro debido a su falta de cohesión.

Pero todo apunta a que de esta crisis emergeremos con más solidaridad y, probablemente, con una menor prima de riesgo y un mejor comportamiento relativo de nuestros mercados.







BANCOS, ¿ACCIONES O BONOS?

Bancos: con prudencia, mejor los bonos que las acciones.

En este artículo, repasamos la situación del sector bancario y sus diferencias respecto a la última crisis. Posteriormente, analizamos la oportunidad de inversión a largo plazo, concluyendo que nos parece más interesante la deuda financiera que la renta variable.

El sector bancario no es una industria más. Es el que posibilita que se transmita la política monetaria, el que genera velocidad de circulación del dinero, y el que permite y protege el ahorro. Como consecuencia, se trata de un sector extremadamente regulado, mucho más desde que se constató su debilidad en la última crisis. Es el regulador el que dicta los niveles apropiados de capital, cuánto y con qué criterios deben provisionar los bancos, el que (recientemente) desaconseja pagar dividendos e, incluso, interviene en los sueldos de los empleados del sector. Además, es una industria extremadamente cíclica. Su actividad primordial es tomar y prestar dinero, y el apalancamiento de su activo (préstamos concedidos) respecto a su capital es muy elevado; por tanto, las pérdidas erosionan con extremada rapidez sus recursos propios.

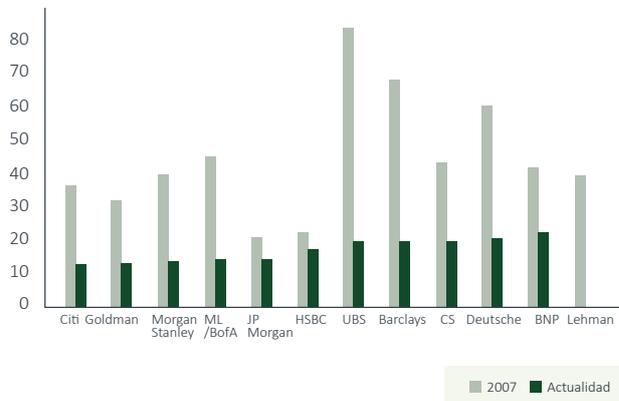
El sector bancario es muy cíclico y está sometido a una fuerte regulación

Desde la crisis de 2008, los bancos son más fuertes, pero menos rentables

Desde 2008, se han producido varios cambios que han hecho al sector más resiliente:

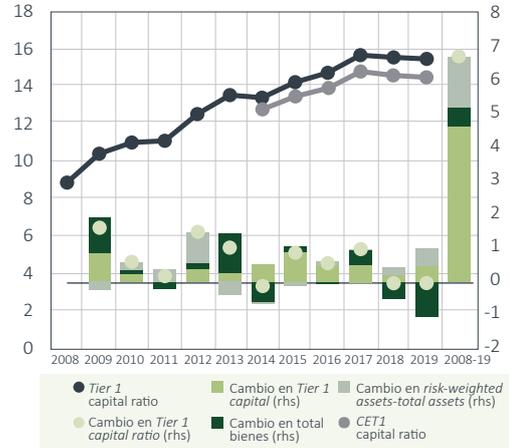
- Durante los peores momentos de la Gran Recesión, el mercado dudaba de las cuentas de los bancos y se tomaron medidas para solucionarlo. Se cambiaron los criterios de ponderación de los riesgos, imponiendo otros más estrictos que en el pasado. Hasta entonces, los criterios contables eran variopintos y no se sometía el balance del banco a condiciones de estrés. La revisión de Basilea II, conocida como *Basilea III*, endureció aún más los criterios de cálculo de capital (reduciendo los beneficios de modelos internos que eran más “manipulables”, incrementando los requisitos para créditos de menor calidad, etc.). De esta manera, se incentivaba a las entidades financieras a liberarse de los préstamos dudosos o “zombis” y concedérselos a los buenos pagadores, además de aportarse seguridad al mercado.

Activos/recursos propios en 2007 y ahora



Fuente: BCE.

Mejora de los ratios de solvencia desde 2008



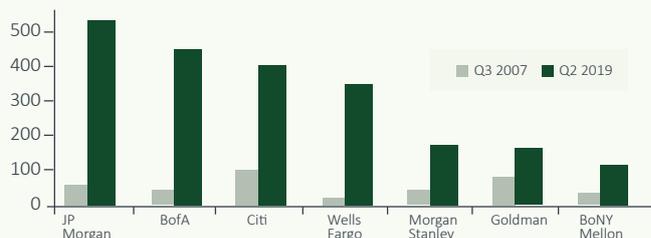
Fuente: BCE.

- Se elevaron los requisitos de capital mínimo; el capital medido como Core Tier 1 era entonces de entre el 2% y el 6%; hoy está en torno al 13%, de media, con variaciones por regiones (desde el 11,5% en Grecia hasta el 18-20% en las entidades nórdicas y en las de Europa del Este).
- El nivel de apalancamiento del activo sobre los recursos propios también ha mejorado. En 2007, estaban entre el 20x (JP Morgan, HSBC) y el 80x (UBS 80, Barclays 70, Deutsche 70). Hoy, esos ratios están entre el 10x y el 20x.
- Se crearon nuevos instrumentos de absorción de pérdidas. Durante la crisis periférica no se quiso que los bonistas pudieran absorberlas con una merma del valor de sus activos y se requirió de la ayuda de los Estados. Hoy existen instrumentos híbridos entre la deuda y el capital como los CoCos, que están diseñados para convertirse en capital en

situaciones extremas *bail-in* y, al absorber pérdidas, evitar la necesidad de requerir de intervención pública con inyecciones de dinero *bail-out*.

- El Banco Central Europeo (BCE) empezó a someter a las entidades más importantes a test de estrés para comprobar qué ocurriría si el escenario macro se deterioraba. En España, se llegó a examinar a todas las entidades financieras y se forzó al sector a provisionar determinados riesgos (principalmente, inmobiliarios) con niveles tasados.
- Otro cambio sustancial es que, en 2008, además de problemas de capital, las entidades financieras tuvieron problemas de liquidez. Hoy los “niveles de activos altamente líquidos y no afectados” (HQLA) son muy superiores a los de 2007 y el ratio de préstamos/depositos de los bancos europeos ha descendido desde el 125% hasta niveles inferiores al 100%.

Activos líquidos de los bancos en 2007 y 2009



Fuente: Autonomous.

Mejora del ratio préstamos / depósitos de bancos europeos desde 2007



Fuente: Autonomous.

En resumen, en la actualidad, los bancos tienen mucha más solidez que en 2007, y el mercado es consciente de ello, pero todas estas medidas tienen consecuencias sobre su rentabilidad potencial, efecto que analizamos a continuación.

La solidez de los bancos es mayor hoy que en 2007, gracias a las medidas adoptadas tras la crisis de 2008

A todo lo anterior hay que añadir las importantes medidas de soporte que han tomado Gobiernos y reguladores durante los últimos tres meses para ayudar al sector y a la economía. Los Ejecutivos han diseñado estructuras con el fin de permitir a los bancos prestar a las compañías asumiendo un riesgo limitado de pérdidas (como los préstamos ICO, con garantía del Estado), y los reguladores han flexibilizado los requisitos de capital para limitar la absorción de pérdidas de los bancos durante los próximos meses.

Desde el punto de vista del accionista

Los mayores requisitos de capital, el aumento de la rigidez en su medición y la mayor disponibilidad de activos líquidos reducen la capacidad de los bancos de generar beneficios con su balance. Además, la crisis producida por el confinamiento generará impagos y reducirá aún más dichos beneficios. Por último, los bajísimos niveles de los tipos de interés reducen la capacidad de las entidades para conseguir un margen de intermediación positivo, especialmente en un sector que se ha visto obligado a incrementar la financiación con depósitos (cuyo coste no suele ser negativo).

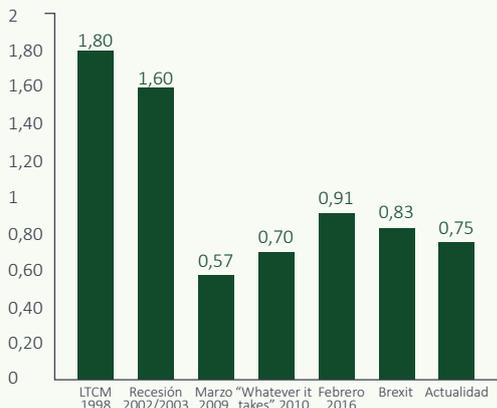
Todo lo anterior deja claro el perjuicio para el accionista en la situación actual. Los bancos son más solventes (balance fuerte), pero no son capaces de generar beneficios atractivos, ni siquiera como para superar el coste del capital. El sector ha pasado de generar retornos sobre el capital cercanos al 20% en 2007 a cifras en torno al 6%, insuficientes para compensar el coste del capital y que, por tanto, destruyen valor.

Las consecuencias de las medidas adoptadas se dejan notar en una menor capacidad de generar beneficios

La falta de capacidad de generar valor hace que, independientemente de su valoración, no los podamos considerar un sector atractivo a largo plazo, aunque eso no quita que, dada su volatilidad, los podamos utilizar en determinados momentos como una apuesta táctica. Además, su relevancia en los índices ha disminuido sustancialmente: el sector ha pasado de pesar un 20% en los europeos a un 6%.

Por otra parte, los bancos europeos cotizan, de media, a 0,5 veces el valor teórico contable (VTC o *book value*). Para ver lo que puede ocurrir en el futuro, podemos analizar la situación de Japón, que ha sido "líder" en la destrucción de valor de la industria, tanto por haber sufrido una crisis financiera previa a la del resto de Europa como por su crónico bajo nivel de tipos de interés. Tras muchos años, la situación no ha mejorado. Los bancos japoneses cotizan a valoraciones aún más bajas que las de Europa, en torno a 0,4 veces el VTC, y auguran un mal futuro al sector europeo.

Precio / valor teórico contable del sector en distintos momentos



Fuente: Autonomous.

PER del sector bancario relativo al mercado en distintos momentos



Fuente: Autonomous.

Encontramos valor en los bancos más sólidos, con ratios de capital elevados, altas cuotas de mercado en sus respectivos países, capacidad de generación de beneficios superior a la media y asentados en economías fuertes (como DNB y KBC). Obviamente, esos bancos cotizan a múltiplos bastante más altos que los más frágiles, pero, pese a ello, este año se han comportado mejor los fuertes y caros que los débiles y baratos.

Creemos que los reguladores favorecerán la consolidación del sector a través de fusiones y adquisiciones. El tamaño importa por el menor coste marginal de las inversiones necesarias para afrontar las exigencias regulatorias o tecnológicas, pero consideramos clave que se produzcan integraciones paneuropeas para poder aportar valor.

En España también optamos por los bancos más sólidos, como CaixaBank, por su elevada cuota de mercado y ratio de capital, y Bankinter, por ser una institución urbana, con clientes con niveles de renta superiores a la media y apoyado por la presencia de la aseguradora Línea Directa en su cuenta de resultados. Por el contrario, el Santander y el BBVA tienen ratios de capital reducidos, en comparación con la media europea. La exposición a Latinoamérica es, hoy en día, un problema por la evolución de la crisis, su especial impacto en esos países y la mala gestión en algunos de ellos.

El sector financiero ofrece otras opciones.

En nuestras carteras de bolsa estamos infraponderados en bancos, pero tenemos un peso importante en aseguradoras

En nuestras carteras estamos infraponderados en bancos, pero tenemos un peso importante en aseguradoras que en 2020 también han corregido con fuerza, pero su situación es mucho mejor.

Desde el punto de vista del bono

Insistimos en los factores de fortalecimiento que ya hemos comentado, pero ahora los enfocamos desde el punto de vista del bonista:

- En los últimos años, los bancos europeos han incrementado sensiblemente los niveles de capital total (CET1, AT1 y T2). El exceso de capital respecto a los requisitos regulatorios se sitúa, actualmente, en torno a los 400.000 millones de euros.
- El BCE ha tomado, también en los últimos años, medidas para ayudar a los bancos a generar beneficios: prestarles dinero a tipos ultra bajos

(TLTRO) a cambio de que presten al sistema (aunque este requisito se ha flexibilizado en el último programa) y la estratificación del tipo negativo sobre lo que los bancos depositen en el BCE.

- Algunas decisiones adoptadas recientemente por las autoridades económicas, monetarias y regulatorias van encaminadas a mitigar los efectos negativos de la crisis sobre los bancos. El objetivo ha sido apoyar la calidad de los activos, su solvencia y su nivel de liquidez, además de asegurar la concesión de crédito a la economía y una correcta transmisión de la política monetaria.
- El efecto de dichas medidas ha sido una estabilización del mercado de capitales, y una reapertura del mercado primario de financiación para bancos y de los instrumentos de capital. Varias entidades bancarias han logrado emitir, en los últimos meses, deuda TIER II y AT1.
- Existen rumores sobre la creación de un “banco malo” en la Unión Europea (UE). Si bien no esperamos que ocurra a corto o medio plazo, porque exigiría la creación previa de un fondo de garantías paneuropeo, supondría mutualizar el riesgo bancario en la UE. En todo caso, el mero hecho de que se discuta es positivo para el sector.

Tal como hemos comentado, los movimientos regulatorios han ido dirigidos a fortalecer los balances de los bancos. Por tanto, la probabilidad de quiebra de las entidades es mucho menor hoy que en 2008. Aunque sufrirán para ganar dinero, para la deuda es más importante el balance y el riesgo que la cuenta de resultados. Hoy estamos más positivos en la deuda financiera que en las acciones.

La probabilidad de quiebra bancaria en la actualidad es muy inferior que en 2008

La deuda financiera ofrece un extra de rentabilidad, probablemente por la aversión al activo de algunos inversores, por su negativo protagonismo en la última crisis y por la complicada estructura de la deuda financiera. En renta fija financiera, los niveles de volatilidad son menores que en las acciones, incluso en los instrumentos híbridos de capital, como los bonos convertibles contingentes/AT1, y contamos con el colchón del rendimiento del cupón. Aun así, son instrumentos volátiles y no aptos para un inversor con un perfil de riesgo bajo.

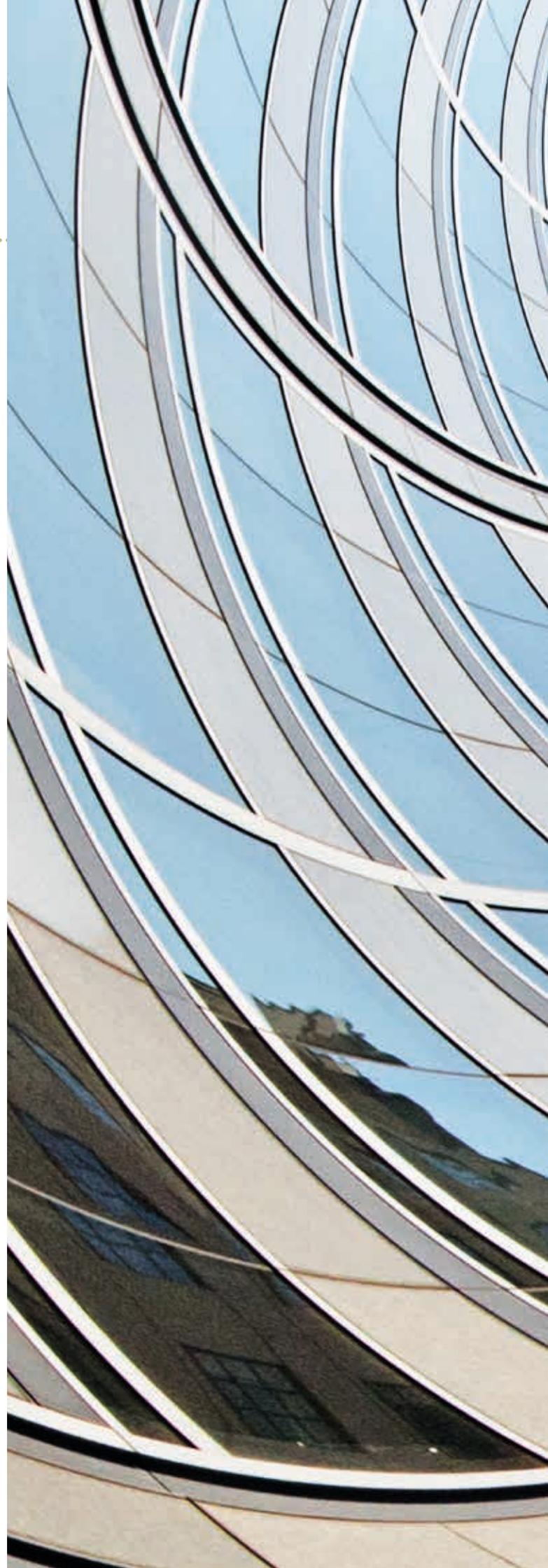
Antes de la corrección, fuimos muy cautos, manteniendo elevados niveles de liquidez, al no encontrar valor en el crédito.

Con las caídas, consideramos que los diferenciales ofrecidos por la deuda privada eran muy atractivos y aumentamos sustancialmente el peso en crédito, especialmente el de entidades financieras (incluyendo Cocos), por su mayor rentabilidad y nuestra tranquilidad en cuanto a su seguridad. Aprovechamos las caídas para diversificar las carteras comprando deuda de entidades de Centroeuropa, de Reino Unido, emisiones en dólares, deuda con mayor grado de prelación, etcétera. Con el fuerte rebote que se ha producido, empezamos a ser más selectivos en las compras, si bien consideramos que siguen ofreciendo valor.

Pese a que seguimos apostando por el crédito financiero, estamos reduciendo paulatinamente el peso en Cocos o AT1. Es el tipo de deuda más semejante a la renta variable.

Es el instrumento de deuda que más subordinación tiene ya que está creado para poder absorber pérdidas si una entidad lo necesita. Como consecuencia, tiene un nivel de riesgo especialmente elevado en una recesión; el previsible aumento de los impagos aumenta la probabilidad de que la solvencia se vea afectada. Pese a que el activo nos gusta y a que durante la corrección de marzo incrementamos el peso en él con decisión, ha corrido mucho y hemos decidido bajar tácticamente el peso: podríamos reducir en emisiones donde la ecuación rentabilidad/riesgo no nos parezca interesante.

A cambio, probablemente aumentemos el peso en emisiones LT2: es, deuda financiera de mayor calidad que los Cocos (menor grado de subordinación) donde el deterioro de la solvencia tendría que ser bastante mayor que en los AT1 para que la emisión se vea afectada.







INVERSIÓN *VALUE*, PROBLEMAS DEL ESTILO Y NUESTRO ENFOQUE

El estilo de inversión *value*

A lo largo de los últimos años, las estrategias denominadas *value* han funcionado peor que los índices de referencia. Este estilo de inversión ha sido liderado por Warren Buffett a nivel mundial y, en España, por algunos gestores muy conocidos. Tanto el uno como los otros también han tenido malos resultados durante las caídas, pero tampoco lo han hecho bien durante el reciente rebote. Algunos inversores se preguntan si el *value* ha muerto. Nosotros no creemos que sea el caso, pero hay matices muy interesantes. En las próximas líneas intentaremos explicar qué es el estilo de inversión *value* y por qué ha tenido un resultado mediocre, y analizaremos si es posible o no que vuelva a tener un buen comportamiento. Por último, expondremos cuál es nuestro estilo de inversión en renta variable.

¿Qué es el estilo de inversión *value*?

Se trata de una estrategia que implica comprar valores que, aparentemente, cotizan por debajo de su valor intrínseco o valor teórico contable (*book value*, en inglés). Los inversores *value* consideran que el mercado no es eficiente y que puede no valorar correctamente el precio de una compañía, dado que reacciona exageradamente a las noticias, haciendo que los fundamentales de las empresas no estén correctamente representadas en su valor en bolsa. Por tanto, permite comprar compañías a un precio inferior a su valor real. A nivel mundial, algunos de los inversores *value* más conocidos son Benjamin Graham, Warren Buffett, David Dodd y Charlie Munger, entre otros.

Esta estrategia inversora se enfoca en comprar valores que cotizan por debajo del *book value*

Para calcular el valor real de una empresa, utilizan técnicas de análisis fundamental, que suponen modelizar sus ingresos y beneficios a largo plazo, y emplear métricas de valoración, como el precio/valor en libros (cociente entre la capitalización de la compañía y su valor intrínseco), el PER (cociente entre la capitalización de la empresa y sus beneficios), el análisis histórico del *free cash flow* (caja generada por una compañía después de los gastos operativos y los de capex o inversión) o el descuento de flujos futuros a valor real. Estos son solo algunos de los métodos más habituales, pero hay muchos más.

Los inversores *value* suelen hablar del “margen de seguridad”: al comprar por debajo del valor intrínseco de las compañías, en teoría, tienen más probabilidades de acabar ganando dinero al vender y menos de perder dinero si el valor no se comporta como se esperaba.

¿Por qué el *value* ha tenido malos resultados recientemente?

Este estilo de inversión ya ha mostrado un mal comportamiento prolongado en otros momentos de la historia. En los años noventa, los valores TMT (tecnología, media y telecomunicaciones) experimentaron una rentabilidad espectacular y dejaron atrás al resto de sectores. En la década de los sesenta, los inversores se enamoraron de las Nifty Fifty: compañías modernas de crecimiento rápido como Xerox, IBM e Eastman Kodak, que se pusieron de moda dejando atrás el análisis fundamental. Pero, en ambos casos, el *value* ha acabado rebotando con fuerza.

El problema es que, en esta ocasión, el estilo *value* se ha comportado mal durante un largo periodo de tiempo y no ha tenido un rendimiento mejor que los índices durante la reciente corrección ni en el rebote posterior. Existen explicaciones muy debatidas sobre los motivos del mal resultado. Entre ellas:

- Los bancos centrales están comprando una inmensa cantidad de activos, provocando movimientos tectónicos de índices y sectores, y reduciendo la diferenciación en el comportamiento de las empresas de la misma industria, con independencia de su valoración. Con tipos de interés cercanos a cero y poca inflación, y la expectativa de que la situación se prolongue mucho en el tiempo, el mercado considera que debe asignar una prima a los valores de crecimiento, penalizando a los que cotizan a múltiplos atractivos, pero con poco crecimiento de beneficios.
- Además de los bajos tipos de interés, la curva de tipos apenas tiene pendiente, limitando profundamente la capacidad de generar beneficios a los bancos. Pese a que cotizan a múltiplos muy atractivos, destruyen valor al no cubrir con sus beneficios el coste de su capital. Por otra parte, el mercado está dando una prima a los valores capaces de generar crecimiento, al tener este mayor valor hoy que cuando se podía adquirir un activo sin riesgo con una rentabilidad superior al 5%.
- La emergencia de las grandes tecnológicas: además de tener un impresionante crecimiento de beneficios y muy poca deuda, se han convertido en grandes oligopolios que, seguramente, puedan seguir así mucho tiempo. La aparición de la COVID-19 no ha truncado su espectacular ascenso en bolsa, sino más bien al contrario. Las tendencias digitales se han acelerado y los ayudarán a crecer más. Su rentabilidad en los mercados ha sido tan espectacular que las FAANG (Facebook,

Apple, Amazon, Netflix y Google) ya pesan aproximadamente un 20% en el índice americano, aumentando el problema del *performance* relativo.

- El crecimiento de las técnicas cuantitativas ha podido alterar el comportamiento tradicional de los mercados.
- Las valoraciones tradicionales con métodos como el valor teórico contable pueden estar quedándose obsoletas. La propiedad intelectual, la investigación en I+D o el valor de las marcas no aparecen en el balance de una compañía de manera tan clara como los activos tangibles. Asimismo, hoy en día, las compañías de servicios, donde poseen mucha más relevancia los factores citados, tienen un peso muy elevado en los índices comparado con que el que tenían en el pasado.
- La emergencia de la inversión ESG (*environmental, social and governance*, factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo) muy centrada en la exclusión de sectores enteros que no cumplen ciertos requisitos, ha penalizado a industrias como la del tabaco, de energía y de materiales.

Algunos de estos factores acabarán por revertir, pero, hoy en día, son un problema.

El reciente mal comportamiento del *value* no es nuevo y revertirá, como otras veces

¿Es posible que el *value* vuelva a comportarse bien?

Sí, es posible. El análisis fundamental no funcionó bien durante las caídas de marzo y abril por la fuerte exposición cíclica de los sectores más baratos, como bancos, materias primas, aerolíneas, etc., y el magnífico *performance* de los más caros, como el tecnológico, que salen ganando de esta situación. En el rebote, donde los mercados podrían haber impulsado esas industrias, las dudas sobre lo duradero que será el impacto del confinamiento y la situación futura de los sectores más expuestos les ha seguido penalizando. Además, la política monetaria ultra laxa que se está aplicando mantiene los tipos a niveles deprimidos, impidiendo que los bancos hayan podido disfrutar suficientemente del *rally*.

Cuando se encuentre una solución definitiva para la COVID-19 o, simplemente, cuando se perciba que el confinamiento no va a volver a producirse, deberíamos ver una fuerte recuperación de los sectores más expuestos y, probablemente, también tipos algo más altos, favoreciendo el buen comportamiento en los mercados de este tipo de compañías. Pero, por ahora, creemos que es mejor analizar cada valor en función de sus propias características, su solvencia y su resiliencia, más que buscar, simplemente, compañías baratas.

¿Cuál es nuestro estilo de inversión en renta variable?

Antes de contestar a esta cuestión, debemos aclarar que nuestro proceso de inversión en bolsa emana de algunos de nuestros principios de gestión: trabajo en equipo, análisis fundamental y alineación de intereses.

Al igual que todos los gestores, nosotros intentamos comprar empresas que coticen en bolsa a un precio inferior a su valor fundamental, es decir, que tengan potencial. Desde ese punto de vista, se podría considerar que somos inversores *value*; pero nosotros no solo nos centramos en el descuento sobre el valor en libros, sino que damos mucha importancia a la creación de valor. Consideramos que una compañía que cotice a múltiplos elevados, pero que sea capaz de generar un crecimiento de beneficios elevado, puede tener más potencial que otra con múltiplos de valoración más atractivos, pero con escaso crecimiento de sus beneficios. Para dicho análisis, muy profundo, nos apalancamos mucho en las capacidades que nos otorga la experiencia del equipo de seis gestores con especialización sectorial.

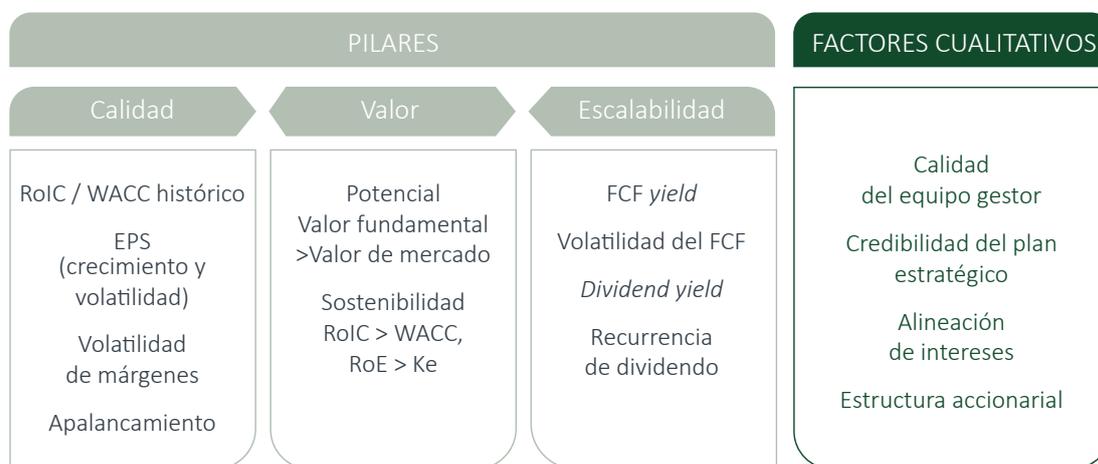
Además de a la valoración y la capacidad de generar valor, damos mucha importancia a la calidad y la estabilidad.

- Con el criterio de valoración (y generar valor), analizamos el potencial de la empresa teniendo en cuenta múltiples variables.
- Con el de criterio de calidad, medimos si la compañía es sostenible: si su apalancamiento es razonable, si históricamente ha cubierto su coste de capital o si ha sido muy volátil, entre otras cuestiones.
- Por último, examinamos la estabilidad de la empresa midiendo la caja que genera después de gastos operativos y capex: el *free cash flow*. Nos interesa que este sea elevado y recurrente, y que se transforme en un buen dividendo.

Valoramos el potencial, la calidad y la estabilidad de las empresas

Para nosotros son importantes los tres criterios, no solo la valoración. Una compañía puede estar cotizando a un precio aparentemente muy atractivo, pero si es muy volátil o está en un sector en disrupción, y no cubre su coste de capital o tiene un mal equipo de gestión, mañana, probablemente, cotice a un precio más bajo y aún más atractivo.

¿Qué es lo que miramos en una compañía?



Clasificamos cualquier tipo de compañía en función de estos pilares





INVERSIÓN TEMÁTICA

Creemos que las compañías que se benefician de los cambios en los ámbitos de consumo puede ser claros ganadores a largo plazo. Este grupo incluye no solo a las grandes compañías tecnológicas sino también a compañías en sectores en transformación; muchas de ellas se agrupan en lo que recientemente se ha denominado “megatendencias”.

De un tiempo a esta parte, invertir en megatendencias se está convirtiendo en una moda, pero ¿qué son exactamente? Podríamos definir las como un ‘conjunto de aspectos de la sociedad que se dirige, inexorablemente, hacia una dirección, transformando los comportamientos, los valores y los hábitos de consumo de manera global’.

Así pues, este tipo de inversión intenta aprovecharse de la velocidad de esos cambios sociales para encontrar una serie de movimientos tectónicos (lentos pero masivos) que permitan invertir en empresas que se vayan a beneficiar de ellos, logrando un fuerte crecimiento. La mayor parte de estas tendencias tiene un importante impacto social, medioambiental y/o tecnológico.

Las megatendencias intentan aprovecharse de esos cambios sociales para invertir en empresas que se vayan a beneficiar de ellos

A pesar de todo, la realidad no es tan sencilla: no todas las tendencias tienen un buen comportamiento en bolsa, y menos aún en el corto plazo. En este artículo vamos a explicar cuáles nos parecen más interesantes, para concluir que consideramos que la mejor aproximación a las megatendencias es tratar de aprovecharse simultáneamente de la mayor parte de ellas.

Muchas innovaciones defraudan en una primera fase de progreso por ser demasiado tempranas, por no ser rentables, por falta de penetración, etc. Además, una vez que algunas de ellas superan sus problemas iniciales y se acelera la captación de clientes, el inversor suele tardar en reaccionar ante esta nueva información (tal como indica el hiperciclo de Gartner). En consecuencia, muchas veces es mejor no invertir al principio y esperar a que dichas innovaciones estén en una fase más madura. Ejemplos sencillos de industrias en fase de “desilusión” son el coche autónomo, el almacenamiento de energía (baterías), la realidad virtual o la impresión 3D. Sin embargo, otros que han pasado por esa fase y ahora están creciendo con fuerza son el *gaming*, la energía limpia o la ciberseguridad.

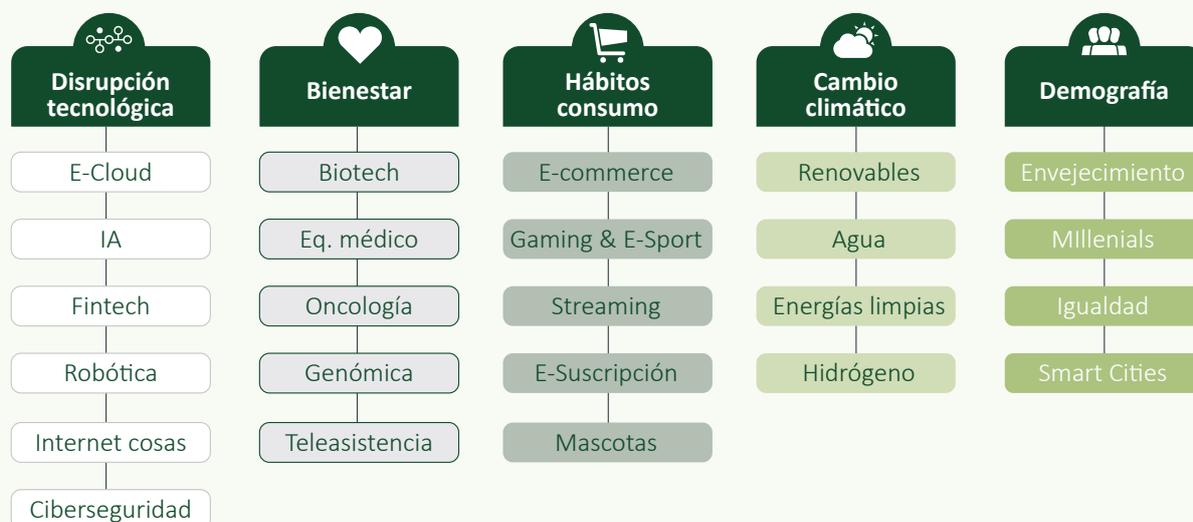
A lo largo de este año tan complicado, algunas inversiones temáticas se han quedado muy por detrás de la rentabilidad de la bolsa mundial; otras, respecto de las que podríamos pensar que deberían haberlo hecho muy bien, a la hora de la verdad, apenas han batido los índices. Incluso en tecnología, este año industrias como el *gaming*, la nube, la biotecnología o la ciberseguridad lo están haciendo excepcionalmente bien, y otras como el *blockchain* o la digitalización han tenido resultados discretos.

Por tanto, hay que saber elegir bien el caballo para ganar la carrera, y si las reglas permiten que nos subamos a varios de los caballos que más prometen, ¿por qué no hacerlo?

Es aconsejable apostar por varias megatendencias a la vez

Hemos elegido tres grandes tendencias como núcleo de nuestra inversión a largo plazo: la disrupción tecnológica, el bienestar y los cambios en los hábitos de consumo. Junto a estos, dos satélites: el cambio climático y la demografía. Hoy nos centraremos en la disrupción tecnológica.

Temáticas para la nueva economía



Fuente: Alantra Wealth Management..

La tecnología ha pasado a formar parte de nuestras vidas, transformando nuestros hábitos y la forma de trabajar. Sin embargo, la evolución digital de las empresas más tradicionales no está siendo tan rápida, y eso está provocando que, en algunos casos, dicha transformación irrumpa en una industria y provoque disrupción. La mejora en la experiencia está siendo ralentizada por los antiguos modelos y arquitecturas, que no pueden aprovechar todo su potencial. Se trata de una disrupción de los modelos antiguos, que en algunos casos son difícilmente compatibles con las expectativas actuales de las personas, que se acaban decantando por el nuevo o el valiente. Hay sectores enteros en plena transformación, con ganadores y perdedores; es el caso del financiero, del consumo, de las telecomunicaciones y de la sanidad. Sin duda, esta reorganización será una oportunidad increíble para los que tomen la iniciativa.

Por último, la COVID-19 ha supuesto una gran oportunidad para la tecnología, que ha avanzado años en pocos meses. Hay sectores enteros de la población que se han acercado a algunas tecnologías durante esta crisis, y el resto ha acelerado su adopción. La conectividad, el comercio *online*, la necesidad de redes más potentes y seguras, y la capacidad de almacenamiento probablemente han multiplicado su ritmo de crecimiento, generando grandes oportunidades.

La transformación de sectores enteros es una excelente oportunidad

En el pasado trimestre, ya hablamos de las megatendencias de movilidad y el envejecimiento poblacional. En esta ocasión, queremos centrarnos en ideas dentro de sectores que están provocando disrupción y que, por tanto, creemos que tienen un gran futuro. En concreto, hablaremos de cuatro: inteligencia artificial, la nube, digitalización y *fintech*, y ciberseguridad.

Inteligencia artificial (IA)

El número de datos generados en 2020 será de 44 *zettabytes*, lo que equivale a todas las conversaciones que han tenido lugar sobre la Tierra desde la aparición del hombre. Hace falta una alta capacidad computacional para tratar esos datos, y ahí es donde entra en juego la IA. Con ella, se pretende crear máquinas capaces de simular la inteligencia humana y que puedan interpretar esos datos. Esos procesos, también llamados *deep learning*, están basados en redes de neuronas artificiales que permiten un aprendizaje automático por experiencia,

inspirado en el funcionamiento de las neuronas biológicas humanas. Mientras llegamos a ese punto, el sector está avanzando a pasos agigantados con el *big data*, que también permite el tratamiento automatizado de la información.

La nube

Consiste en guardar información y datos lejos del domicilio físico del usuario, normalmente en Internet, y permite un acceso fácil y seguro desde cualquier lugar o dispositivo. En ocasiones, este término también hace referencia a servicios o *software* que se pueden ejecutar sin necesidad de instalación. La gran ventaja para el usuario es que permite una fácil integración y accesibilidad a un bajo coste, eliminando el gasto de mantenimiento local.

Digitalización y *fintech*

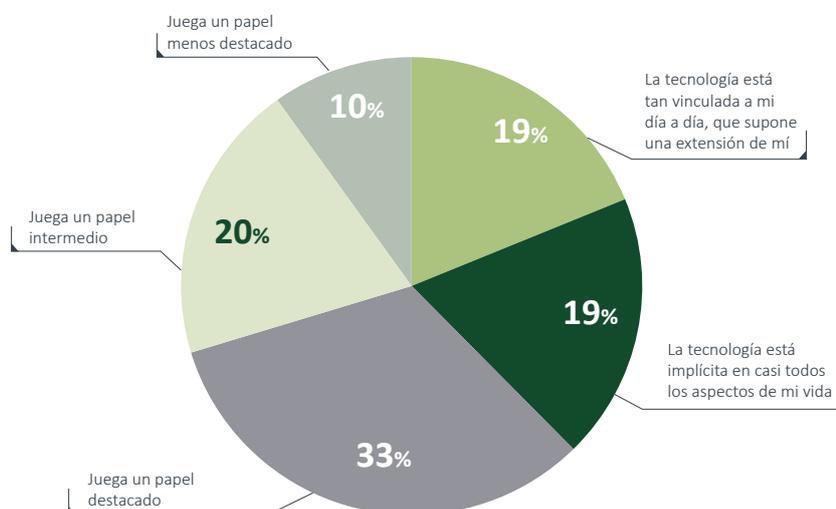
El mundo de las finanzas se está digitalizando de alguna manera: están aumentando los pagos digitales frente al dinero físico y se están creando nuevos negocios financieros digitales más eficientes. La tecnología está bancarizando el tercer mundo y ya está forzando la cooperación dentro del propio sector financiero.

Ciberseguridad

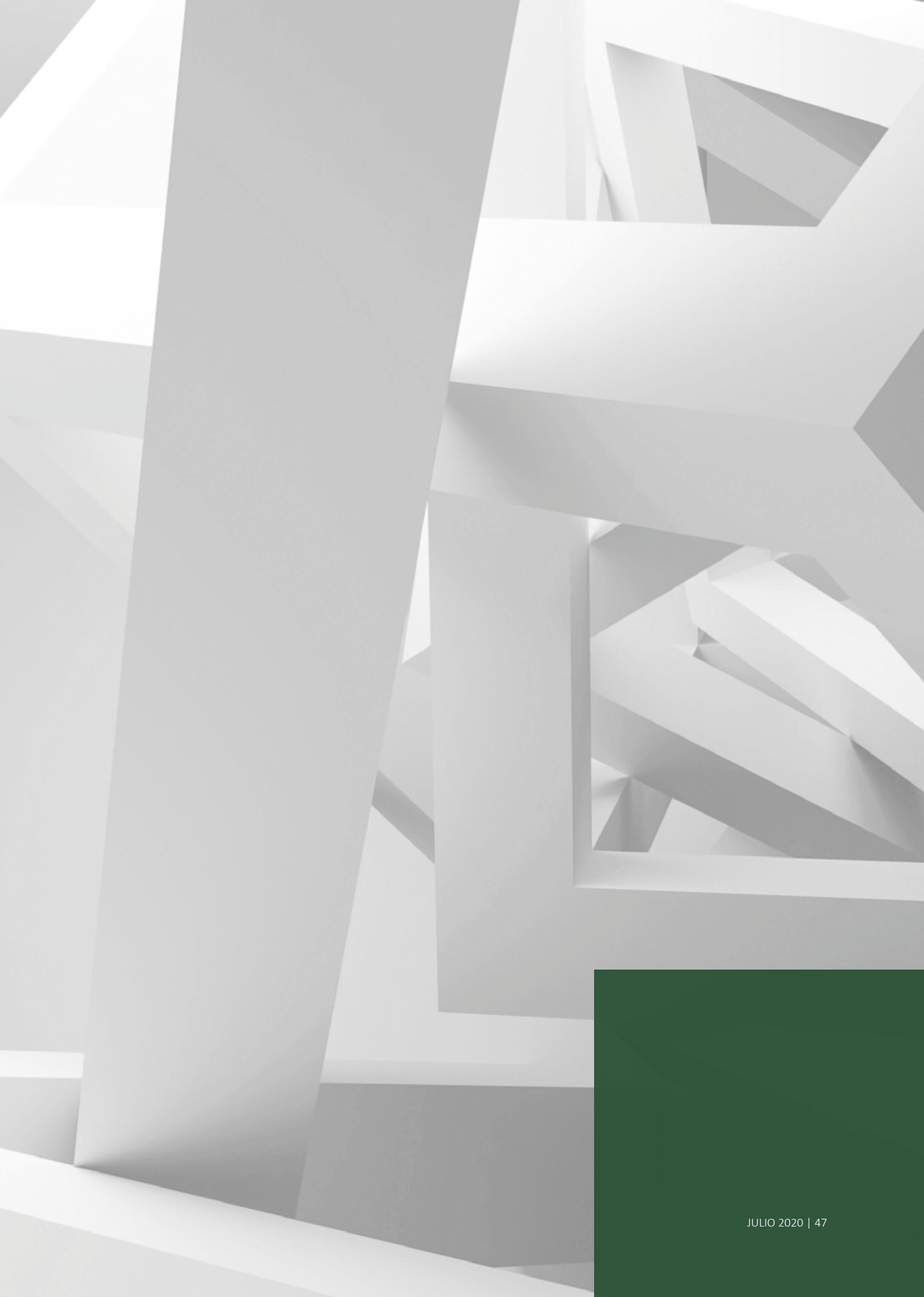
En un mundo cada vez más digital, en el que no deja de aumentar el número de personas que trabajan desde casa, la seguridad informática es clave. Con tantos datos *online* y almacenados fuera de los propios servidores de las compañías, estas no se pueden arriesgar al daño reputacional que supondría la exposición de los datos de sus clientes, por tanto, están dispuestas a pagar cifras cada vez más altas para protegerse.

El **52% de los consumidores** afirma que la tecnología juega un papel destacado o está arraigada en casi todos los aspectos de su vida.

Además, un **19%** confirma que la tecnología está implícita en muchos aspectos de su día a día, y por lo tanto, la consideran como una extensión de ellos mismos.



Fuente: Dynatrace.





ELECCIONES EN EE. UU.

Quedan menos de cuatro meses para las elecciones presidenciales estadounidenses, y las encuestas, de momento, se decantan por el candidato demócrata, Joe Biden, frente a la reelección del actual presidente, Donald Trump. La elección de Biden como candidato, la gestión de la crisis del coronavirus y las recientes protestas raciales parecen estar cambiando la intención de voto, y Biden se presenta como el principal favorito en las encuestas. Las elecciones se celebrarán el 3 de noviembre y en ellas se votará:

- La composición de un tercio del Senado (dos senadores por estado). En la actualidad, está integrado por 53 republicanos y 47 demócratas, por lo que la mayoría podría cambiar con facilidad.
- La constitución de los 435 miembros del Congreso, proporcional en función de la población.
- La elección del presidente de Estados Unidos.

El 3 de noviembre, los estadounidenses elegirán senadores, congresistas y Presidente

¿Qué está ayudando a Biden?

Biden ha puesto como cabeza de lanza la unidad del partido y se ha presentado como opuesto a Bernie Sanders, con un perfil mucho más socialista e intervencionista. Biden se apalancó sobre la posibilidad de que un candidato demócrata tan a la izquierda facilitaría la reelección de Trump, tal como pasó en 1972, cuando Richard Nixon fue reelegido frente al candidato demócrata George McGovern y, en 1984, en la reelección de Ronald Reagan frente a Walter Mondale.

La victoria de Biden en las primarias de Carolina del Sur el pasado 29 de febrero llegó gracias a la ayuda del congresista afroamericano Jim Clyburg, quien empujó al electorado étnico a unirse a él en el apoyo a Biden. Este factor rompió la tendencia negativa de Biden tras las derrotas encajadas en Iowa, New Hampshire y Nevada, que le habían colocado al borde del abandono de su candidatura. Días después, en el supermartes, la candidatura de Biden se había convertido en la más fuerte. Las manifestaciones contra la crueldad policial tras la muerte de George Floyd el pasado 25 de mayo están fortaleciendo a Biden, preferido por gran parte de las minorías étnicas.

La gestión frente a la COVID-19 ha debilitado la candidatura de Trump. La debilidad económica debilita su perfil.

El candidato demócrata tiene a su favor la debilitación de Trump

Algunos factores clave

- 1) Según las encuestas, Biden tiene más posibilidades de ganar las elecciones, pero aún queda mucho tiempo y el presidente tiene más armas que el candidato.
- 2) Mientras Trump continuaría con Mike Pence como vicepresidente, la candidatura de Biden todavía no está clara. La prensa dice que la elección de una candidata mujer y de color le ayudaría mucho, atrayendo voto femenino y de minorías étnicas.
- 3) Una recuperación de la economía antes de noviembre, aun no siendo en V, beneficiaría mucho a Trump. Va a ser el factor clave, muy por encima de otros como la desigualdad social, las relaciones con China y el sistema sanitario. En los últimos cuarenta años, casi todos los presidentes de Estados Unidos han vuelto a ser reelegidos para un segundo mandato. Fue el caso de Reagan, Clinton, Bush hijo y Obama. Las excepciones fueron Carter, en 1980 (que perdió frente a Reagan), y Bush padre, en 1992 (que perdió frente a Clinton); ambos perdieron con la economía en recesión. Trump hará todo lo que pueda para ayudar a que la economía despegue antes de noviembre.
- 4) La posible subida de impuestos que propone Biden puede resultar un arma de doble filo frente a las políticas de Trump y el cheque de más de mil dólares que han recibido los americanos.
- 5) En contra de lo que se podría percibir en Europa, el discurso agresivo contra China es apoyado por demócratas y republicanos, pero es Trump quien lo va a dirigir de aquí a noviembre. Probablemente opte por mantener la paz para ayudar a que la economía se recupere... hasta el último momento.
- 6) Según la mayor parte de los *brokers*, para el mercado es alcista que gane Trump. Pero cuando fue elegido se pensaba lo contrario y el mercado se comportó excepcionalmente bien.

- 7) Los sectores beneficiados por una victoria de Trump (y perjudicados si gana Biden) serían el energético, el financiero y el inmobiliario.

El resultado de las elecciones se verá muy influido por el devenir de los acontecimientos

Tareas para el futuro presidente

Desafortunadamente para el vencedor, la victoria conllevará un camino de rosas, pero marchitas y cargadas de espinas, que serán los conflictos por resolver durante el próximo mandato: en primer lugar, cómo resolver la crisis sanitaria en la que se encuentra inmersa el país, incluyendo reducir el número de infectados y fallecidos por el virus, pero también el desarrollo y la distribución de una vacuna para inmunizar a la sociedad/población, así como el fortalecimiento de la sanidad pública para afrontar posibles rebrotes y futuras pandemias o crisis sanitarias.

En segundo lugar, la reconstrucción económica, partiendo de los peores números de tasas de desempleo de las últimas décadas y con muchos sectores dañados por los confinamientos y las restricciones de movilidad.

Tras lo ocurrido con George Floyd, se ha reavivado la llama en contra del racismo y las diferencias sociales, salariales y laborales relacionadas con la etnia. Su gestión no será fácil.

En último lugar, la imagen que quiera mostrar Estados Unidos al mundo. Del "America First" de Trump al caso de Biden, más abierto al mundo, más proclive a una economía consciente del medioambiente y con un programa volcado en educación e investigación.



INTRODUCCIÓN A LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS

¿Por qué incluir activos alternativos en una cartera?

- Los elevados niveles de valoración de las bolsas y los bajos niveles de los tipos de interés hacen pensar que la rentabilidad de las carteras que sólo estén invertidas en activos financieros líquidos probablemente sea menos atractiva que los últimos años.
- La incertidumbre macro, las valoraciones y la falta del colchón que la rentabilidad de la deuda gubernamental suele suponer para una cartera mixta tradicional, hacen pensar que el balanceo entre rentabilidad y riesgo tampoco será tan atractivo como hasta ahora.
- Para asumir la misma rentabilidad que en el pasado, deberemos asumir bastante más riesgo. Una forma de hacerlo es dedicando una pequeña parte de la cartera, que no necesitemos a largo plazo, a activos alternativos, que otorgan un extra de rentabilidad a cambio de asumir iliquidez.
- Además, la menor correlación de algunos activos alternativos con los activos tradicionales hace que incluirlos en las carteras mejore su robustez. Los inversores con un peso importante en activos ilíquidos sufrieron durante la crisis de 2008, pero menos que los inversores que sólo tenían activos tradicionales (para los mismos niveles de riesgo). Las carteras con activos alternativos se han comportado mejor tanto con mercados al alza como a la baja.
- En resumen, incluir un pequeño porcentaje de activos alternativos en una cartera asumiendo su falta de liquidez empuja hacia arriba la frontera eficiente (combinación óptima de activos en base a su rentabilidad, riesgo y correlación).

¿Qué es el Private Equity?

Es una estrategia de inversión que busca participar en el crecimiento de compañías no cotizadas a través de inversiones a largo plazo. Es un activo ilíquido que ofrece gran potencial de revalorización en el largo plazo y aporta diversificación fuera de los mercados públicos. Por norma general, los fondos de Private Equity sólo están disponibles para los inversores más sofisticados, exigen importes mínimos elevados y frecuentemente, presentan restricciones de liquidez.

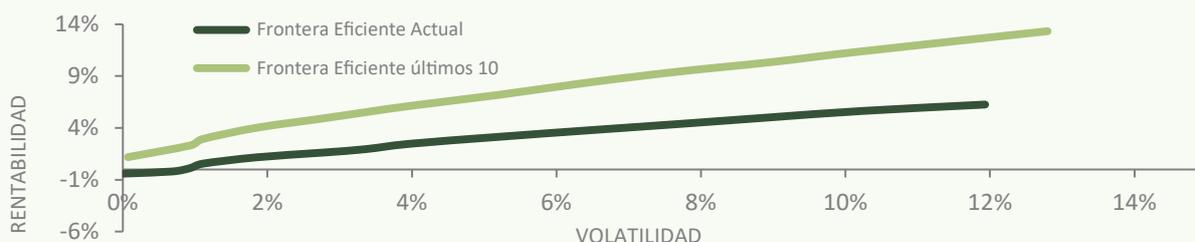
¿Qué es la deuda privada?

También llamada crédito no líquido o secundario. Son fondos que conceden créditos al sector privado. Normalmente aportan una rentabilidad superior a los productos tradicionales de deuda debido a la iliquidez, la complejidad y el nivel de riesgo del prestatario.

¿Qué son los activos reales?

Bienes físicos tangibles que tienen valor por sí mismos, como por ejemplo bienes inmuebles infraestructuras o recursos naturales. Su inclusión en carteras aporta mayor diversificación debido a su correlación relativamente baja con activos financieros y el cupón que suelen pagar.

Comparativa de la actual frontera eficiente con la de los últimos 10 años



La frontera eficiente refleja la distribución óptima de activos que permite obtener la máxima rentabilidad para una volatilidad dada. De cara a preservar el capital y buscar la forma más eficiente de gestionar una cartera, es recomendable explorar otras alternativas que incorporen otra tipología de activos a las carteras de activos tradicionales.

Fuente: Alantra Wealth Management.

Características

	Diversificación	Rentabilidad	Protección contra la inflación	Altos rendimientos ajustados al riesgo	Ingresos estables
Capital privado	●	●		●	
Fondos de cobertura	●			●	
Inmobiliaria	●		●		●
Infraestructuras	●		●		●
Deuda privada	●			●	●
Recursos naturales	●		●		

Fuente: Alantra Wealth Management.

A close-up photograph of several overlapping, curved, yellow architectural elements, possibly part of a modern building's facade or interior design. The elements are layered, creating a sense of depth and movement. The lighting is warm, highlighting the texture and color of the material.

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: 138,72 M€
- Duración cartera renta fija: 4,71 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	9,9196
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,1589
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,2183

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO

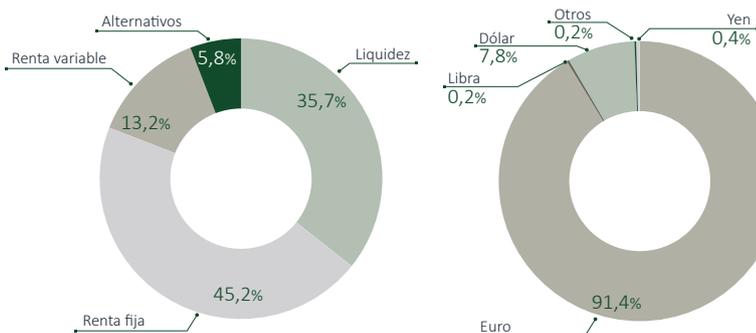


RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2020	-0,12%	-1,57%	-5,17%	2,36%	1,17%	1,02%							-2,46%
2019	2,20%	0,54%	0,24%	0,49%	-0,97%	1,09%	0,11%	-0,09%	0,34%	0,07%	0,42%	0,43%	4,96%
2018	0,50%	-1,14%	-1,09%	0,71%	-1,04%	-0,59%	0,91%	-0,49%	0,18%	-2,30%	-0,15%	-1,56%	-5,94%
2017	0,12%	0,55%	0,96%	0,41%	0,37%	0,10%	0,14%	-0,16%	0,53%	0,49%	-0,25%	0,39%	3,69%
2016							-0,07%	-0,06%	-1,05%	0,20%	-0,60%	0,94%	-0,65%

	YTD	TAE 2020	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
	-2,46%	-4,88%	1,02%	2,21%	4,62%	-2,46%	-1,21%	-0,80%	-0,20%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



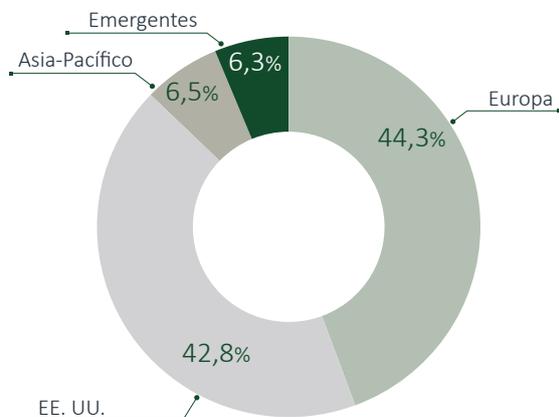
Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

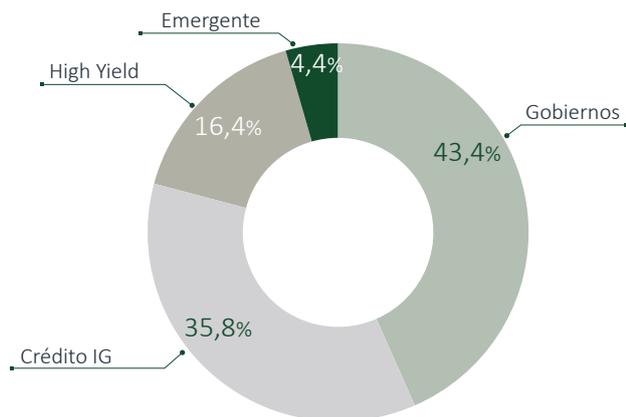
Posiciones General	
Posición	Peso
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	14,70%
MUTUAFONDO FI L EUR	8,55%
AMUNDI 3M I	5,09%
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	5,01%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	4,33%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	3,71%
SPDR TRUST SP 500 SERIES 1 ETF	3,25%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	3,24%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND DEA	3,15%
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	2,66%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA

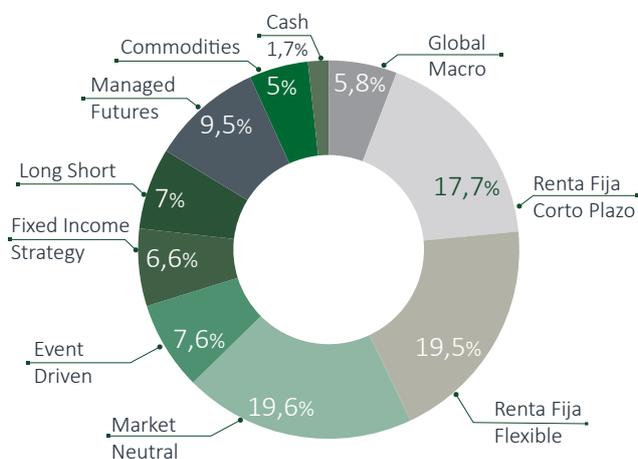


Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

Renta fija

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	19,02%
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	11,15%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	9,63%
DPAM L BONDS UNIVERSALIS UNCONSTRAINED	8,24%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND	7,00%

TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Aprovechamos para tomar posiciones en crédito, principalmente IG.
- Compra de primarios como Red Eléctrica 0,875% C25, Repsol 2% C25 o Naturgy 1,25% C25.
- Compras en secundario como AT&T 2,875% C25, AIB 1,875% C24, Swiss RE 4,25% C24, EDF 5.25% C23 o Naturgy 4.125% C22, entre otros.
- Compra de un 5% en Mutuafondo FI.
- Cambio del ETF Inflacion por el fondo Axa Global Inflation.
- Bajada de exposición en Renta Variable hasta el 8,1% dejando una sobreponderación en USA.
- Venta del ETF FTSE 250.
- Subida de la exposición en Renta Variable con Ishares MSCI World.
- Compra de un 5% en Mutuafondo RF Flexible.
- Compra de un 1% en Axa Longevity y un 1% en Robeco Global Cons Trends.
- Compramos un 1% en futuros de dividendo de Eurostoxx vencimiento 2023.
- Incremento del peso en Renta Fija Investment Grade con compra de emisiones de Amadeus, Telefonica, Daimler y E.on.
- Incrementamos la exposición en Renta Variable con opciones sobre SX7E 2,56% nominal.
- Venta de futuros de Eurostoxx 0,7% nominal.
- Cambio de ACS por Naturgy.
- Recogida de beneficio en las opciones sobre SX7E vendiendo totalmente la posición.
- Compra de opciones stoxx 50 julio 3100 5pbs.
- Incremento del peso en dólar hasta la neutralidad.
- Compra de emisiones de Eifagge, Aramco y DuPont.

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: 34,22M€
- Duración cartera renta fija: 4,96 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Global
- Fecha de lanzamiento: 15/11/2017

Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0168214007	1,35%+7% éxito	9,3973
CLASE B	ES0168214015	0,8%+7% éxito	
CLASE C	ES0168214023	0,58%+7% éxito	9,5748

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO

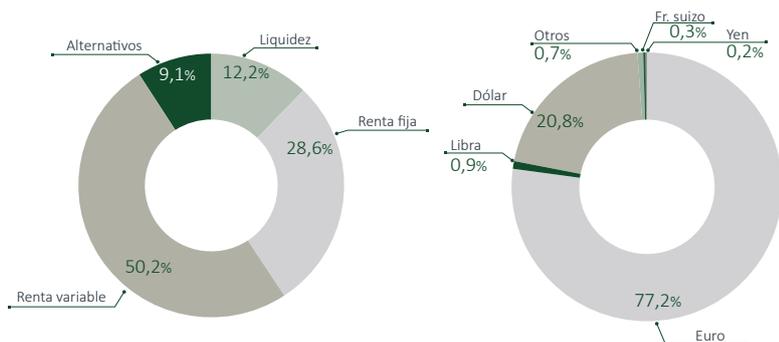


RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2020	-1,17%	-4,58%	-10,29%	5,65%	2,51%	2,52%							-6,06%
2019	4,93%	1,46%	0,84%	1,37%	-2,97%	2,45%	0,49%	-1,10%	1,54%	0,37%	1,55%	1,13%	12,54%
2018	1,40%	-2,07%	-2,20%	2,22%	-0,98%	-0,67%	2,13%	-0,61%	0,78%	-4,96%	0,59%	-4,26%	-8,59%
2017											0,11%	0,37%	0,47%

	YTD	TAE 2020	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
	-6,06%	11,79%	2,52%	5,10%	11,04%	-6,06%	-2,28%	-2,91%	-1,12%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



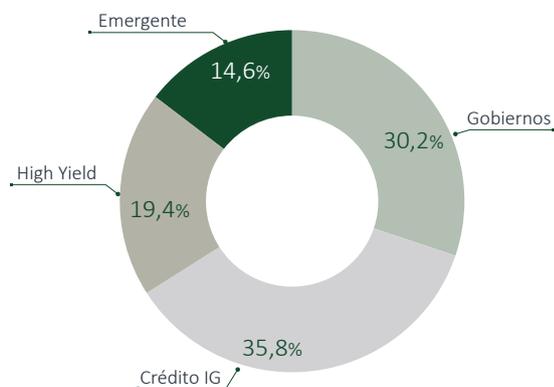
Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	10,10%
INVESCO MARKETS III PLC EQQQ NASDAQ ETF	6,58%
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	5,66%
MUTUAFONDO FI L EUR	4,82%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	4,57%
CALL SX5E 3200 SEP 2020	4,05%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	3,44%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,39%
PUT SX5E 3050 DIC 2020	3,25%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	3,21%

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA

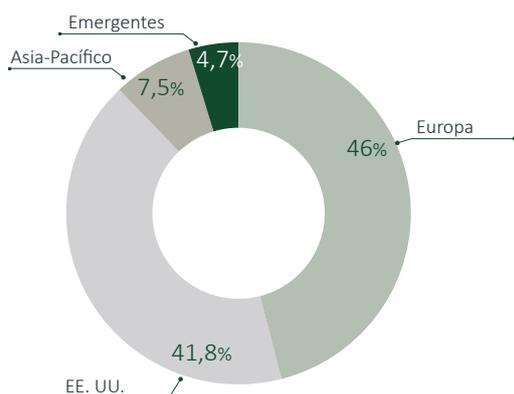


Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

Renta fija

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	16,99%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	11,94%
DPAM L BONDS UNIVERSALIS UNCONSTRAINED	11,32%
AXA WORLD GLOBAL INFLATION BONDS I	10,30%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	6,70%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2020.

Renta variable

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	21,31%
INVESCO MARKETS III PLC EQQQ NASDAQ ETF	13,88%
CALL SX5E 3200 SEP 2020	8,47%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	7,26%
PUT SX5E 3050 DIC 2020	6,80%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Compra de call Eurostoxx 50 Jun 3300 y venta de put Eurostoxx 50 Junio 2750.
- Cambio del fondo Vontobel Emerging Markets por la versión sustainable.
- Incremento de Renta Variable mediante futuros y posterior take profit con plusvalías de doble dígito.
- Compra de ishares MSCI World.
- Incremento del peso en Renta Fija Investment Grade con compra de emisiones de Amadeus, Telefonica, Daimler y EON.
- Incrementamos de la exposición en Renta Variable con opciones sobre SX7E 7,17% nominal.
- Venta de futuros de Eurostoxx 2% nominal.
- Cambio de ACS por Naturgy.
- Recogida de beneficio en las opciones sobre SX7E vendiendo totalmente la posición.
- Compramos un 1% del ETF Europa del Este.
- Compra de opciones Eurostoxx 50 julio 3100 15pbs.
- Incremento del peso en dólar siguiendo infrponderados.

SOBRE ALANTRA WEALTH MANAGEMENT

ESPECIALIZACIÓN EN BANCA PRIVADA



>70
Profesionales



8 oficinas
en España

(A Coruña, Bilbao,
Barcelona, Madrid,
San Sebastián, Sevilla,
Vitoria y Zaragoza)



> 1.100
Grupos Familiares

SOLIDA TRAYECTORIA Y EXPERIENCIA



€2.300mn
AUM



18
Socios Ejecutivos



>25
Media años
de experiencia

FORTALEZA DE LOS ACCIONISTAS

Grupo "MM"	
50.01% del accionariado	
€12.000mn Patrimonio (valor Mercado)	€266,9mn Bº Neto consolidado
€6.500mn AUM	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a abril 2020.

Grupo Alantra	
25% del accionariado	
€454mn Capitalización bursátil	Presente en 21 países
€14.800mn Activos Bajo Gestión	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a junio 2020.



PROPUESTA DE VALOR



Activos tradicionales

- Nuestras capacidades de gestión residen en Mutuactivos¹, una de las mejores gestoras de Grupos no bancarios.
- Máxima alineación con el cliente ya que Mutuactivos gestiona el propio patrimonio del Grupo “MM” reflejando su enfoque patrimonialista y de largo plazo.

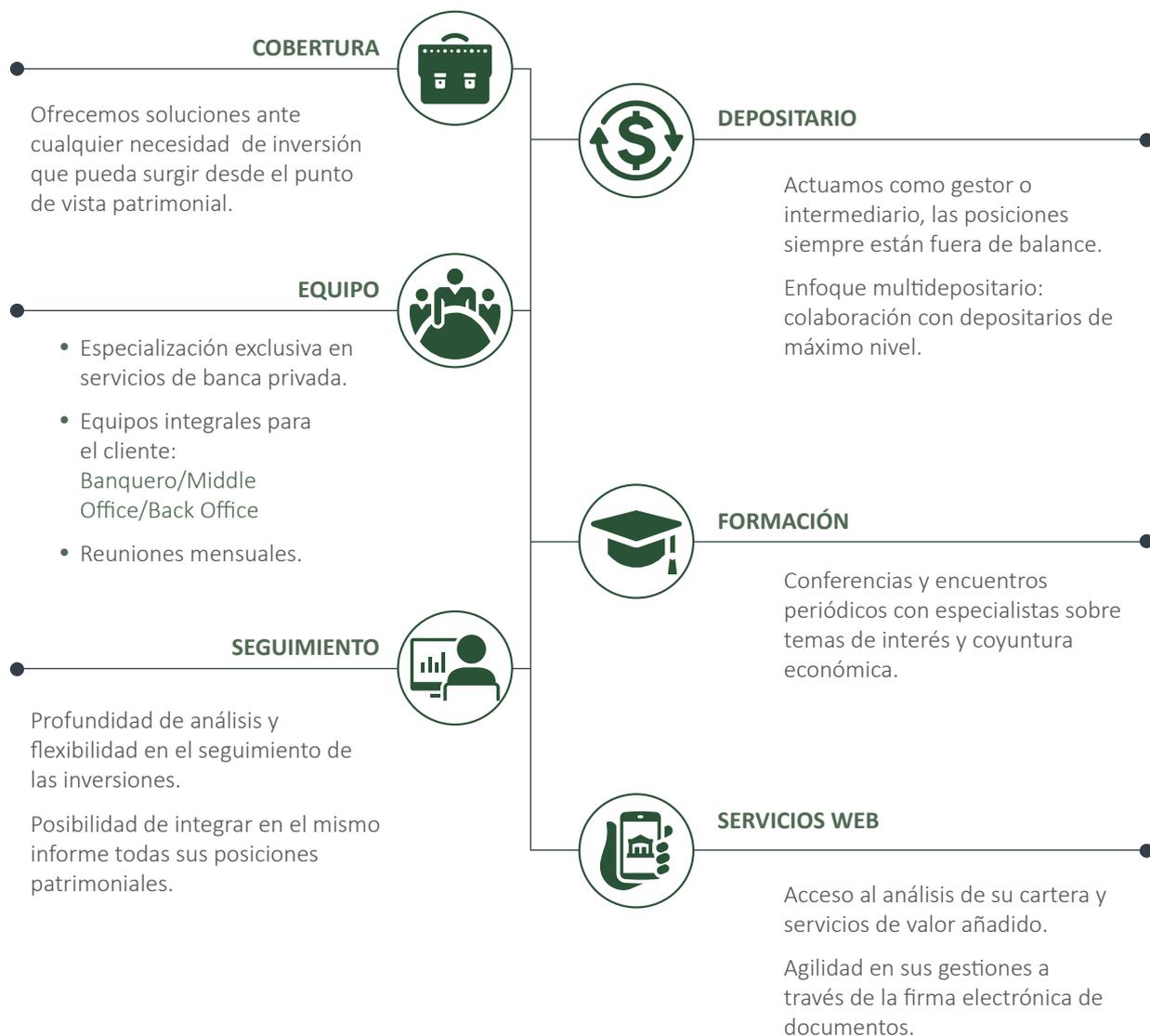
Activos alternativos

- La visión de largo plazo nos permite incorporar en las carteras Activos Alternativos.
- Estas capacidades residen tanto en el Grupo Alantra, líder en España, como en Mutuactivos.
- Para conseguir rentabilidad y optimizar el riesgo, creemos importante incluir en la cartera cierto peso en estos activos.
- Mantenemos alianzas con otras entidades siempre que aporten valor a las carteras de nuestros clientes.

¹ Premios Expansión AllFunds 2018: Mejor Gestora Nacional, Mejor Gestora de Renta Fija, Mejor fondo de inversión de renta variable España (Mutufondo España) y finalista en la categoría de mejor gestora de fondos de pensiones

SOBRE ALANTRA WEALTH MANAGEMENT

MODELOS DE SERVICIO





MODELOS DE RELACIÓN

Asesoramiento y Gestión

Gestión de Carteras <ul style="list-style-type: none">• Gestión dinámica con ajustes tácticos en los diferentes activos• Personalización de la gestión• Operativa delegada	Asesoramiento <ul style="list-style-type: none">• Experiencia de los Asesores Financieros• Implantación de ajustes tácticos en cartera• Agilidad en la operativa a través de la firma electrónica
---	--

Equipo Independiente

Servicios de Family Office

- Equipo especializado
- Reflexión estratégica
- Riguroso proceso de Asesoramiento
- Seguimiento y Reporting

Operamos con toda la tipología de contratos que recoge la normativa Mifid II: asesoramiento independiente, gestión de carteras, asesoramiento, RTO, etc.

Somos transparentes en la comunicación de la remuneración pactada.

Por eso informamos a priori en nuestras propuestas y anualmente a nuestros clientes de los gastos y costes soportados.

Información relevante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIIC, 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

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

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.



PR
LY

ALANTRA

Wealth Management

QTRLY

www.alantrawealthmanagement.com