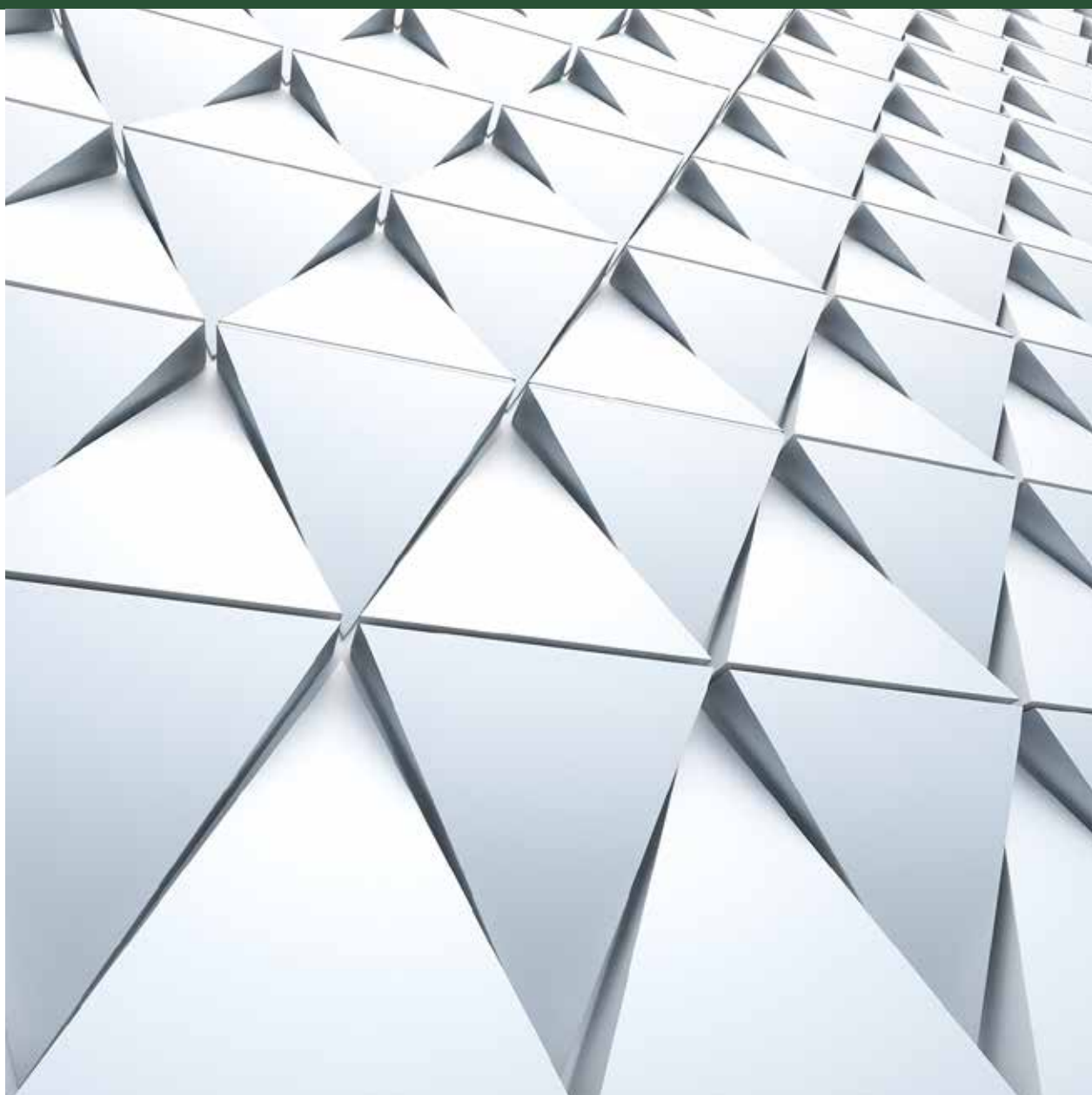


ALANTRA

Wealth Management

QTRLY



**INFORME
TRIMESTRAL**

Octubre 2020

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

Q T I

Este trimestre

Nuestra visión, de un vistazo	4
Evolución de los mercados y de nuestras apuestas durante el tercer trimestre	10
Contexto macro política económica	12
Visión de mercados	20
Análisis en profundidad	26
Elecciones en EE.UU.	28
Negociaciones entre Reino Unido y UE	32
Compañías de “vuelta a la normalidad”	36
¿Qué es el <i>Private Equity</i> ?	40
Cambios en los patrones de consumo	44
Fondos Murano	48
Murano Patrimonio FI	49
Murano Crecimiento FI	52
Sobre Alantra Wealth Management	56



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.

Vivimos en un mundo extraño por culpa de la COVID-19. Como la economía está sufriendo con dureza las consecuencias del confinamiento, Gobiernos y bancos centrales han actuado con agilidad y contundencia para frenar el impacto. Los bancos centrales han bajado los tipos de interés y están comprando deuda pública para permitir que unos Ejecutivos muy endeudados, paradójicamente, se financien a tipos cada vez más bajos.

La Reserva Federal ya ha dicho que dejará que la inflación supere el 2% sin subir los tipos de interés, por lo que debemos acostumbrarnos a tener tipos reales negativos

El reto a medio plazo que esta situación nos plantea a los inversores es la necesidad de buscar rentabilidad para compensar un escenario en el que, si no asumimos riesgo, nos descapitalizaremos, especialmente si la inflación repunta ligeramente. ¿Cómo lo afrontamos?

Como siempre, con prudencia tras la rápida apreciación del crédito y con el soporte que supone para las bolsas tener tipos tan bajos, somos más positivos con la renta variable y algo menos con el crédito

Diversos factores apuntan a que la volatilidad está asegurada y queremos ser tácticos con nuestra exposición a bolsa, escogiendo bien el momento de incrementar el peso.

Tenemos por delante eventos geopolíticos relevantes como las elecciones norteamericanas, donde se abren multitud de escenarios, incluida la posibilidad de no saber quién será el nuevo presidente hasta semanas después de las elecciones (“En profundidad”, página 28), pero también el *brexit* volverá a las portadas, ya que el Reino Unido saldrá de la Unión Europea el 1 de enero. Debe sacar adelante un acuerdo comercial con ella, pero está tramitando una ley para poder “ignorar” el Acuerdo de Retirada firmado por ambas partes en enero. ¿Se está preparando para un *brexit* sin acuerdo comercial o es solo una técnica de negociación? (“En profundidad”, página 32).

En los peores momentos de la pandemia, apostamos por el **crédito** como estrategia para buscar rentabilidad con un perfil de riesgo moderado y el apoyo de los bancos centrales. Tras la importante rentabilidad experimentada por el activo, creemos que, en algunos casos, los diferenciales de crédito no pagan el riesgo asumido, aunque el apoyo de los bancos centrales da soporte al activo. Hemos ido bajando el riesgo de crédito, aumentando la liquidez y haciendo coberturas. No obstante, seguimos encontrando ideas en las que el binomio estabilidad-riesgo es atractivo, si bien queremos reducir tácticamente el riesgo de crédito para desplazarlo hacia la renta variable.

En bolsa, nuestra estrategia es estructurar las carteras de una forma polarizada (**barbell**), de modo que los riesgos de unas posiciones se vean compensados con los de otras. Nuestras carteras tienen una importante presencia de tres temáticas en las que encontramos valor: estamos invirtiendo en compañías que se van a ver beneficiadas por el proceso de transición energética, apostamos por empresas que se benefician de nuevas tendencias en movilidad, entretenimiento y nuevos hábitos de consumo (“En profundidad”, página 44) y, por último, en compañías con negocios tradicionales que, teniendo posiciones de liderazgo en sus respectivos sectores y balances fuertes, se han visto muy afectadas por la pandemia. Pensamos que sus valoraciones se deberían recuperar cuando se produzca la vuelta a la normalidad (“En profundidad”, página 36).

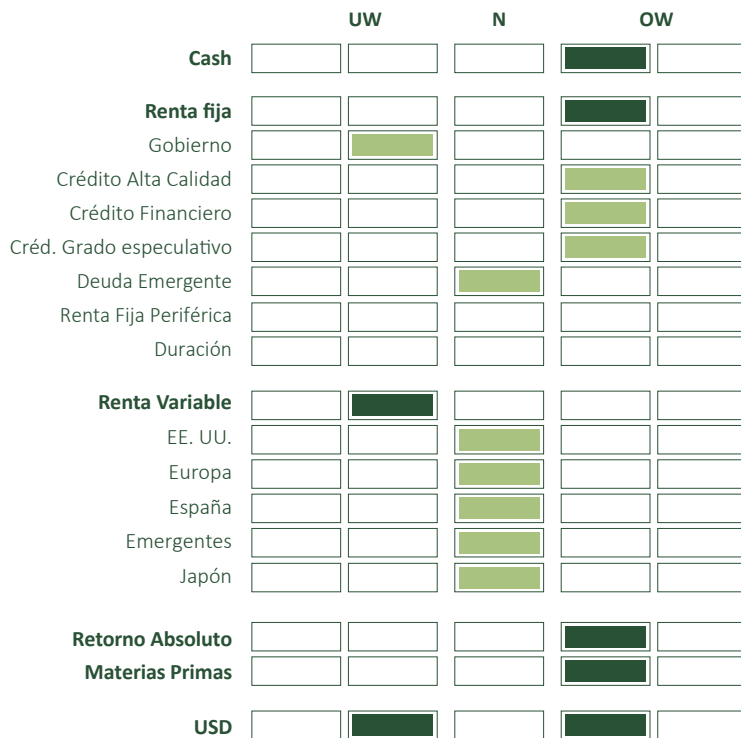
Seguimos teniendo una **visión negativa del dólar**, lo que debería dar soporte a las materias primas y, especialmente, al oro, que suele comportarse bien cuanto más bajos son los tipos reales. También creemos que los emergentes se verán beneficiados por un dólar más débil.

Consideramos que otra opción para mejorar la ecuación rentabilidad-riesgo de nuestras carteras es incorporar activos alternativos: ayudan a diversificar y aumentan su rentabilidad potencial. En los últimos trimestres, hemos hablado bastante de este tipo de activos y, en esta edición, profundizamos en el *private equity* (“En profundidad”, página 40).

Ponderación de las carteras respecto a los índices

RENDA VARIABLE	RENDA FIJA	DIVISAS Y OTROS
<ul style="list-style-type: none"> • Seguimos infraponderados con intención de subir el peso. • Queremos utilizar la elevada volatilidad de la bolsa para ser tácticos y jugar la opcionalidad. • Centramos el tiro en compañías con un ángulo especial: las que se benefician de cambios en los hábitos de consumo, empresas beneficiadas por el Plan de Reactivación de la UE o compañías de elevada calidad muy impactadas por la crisis y que se recuperarán cuando la pandemia quede atrás. • Evitamos compañías sin un balance fuerte. 	<ul style="list-style-type: none"> • Incrementamos la duración de tipos. • Reforzamos el peso en swaps de inflación. • Apostamos por un incremento de la pendiente de tipos en EE. UU. • En crédito, hemos aumentado la liquidez y realizado coberturas, pero seguiremos bajando el peso. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mantenemos una infraponderación en el dólar. • Los activos reales aportan diversificación y protección contra la inflación. • Seguimos apostando por el oro y otras materias primas.

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/09/2020



Apuestas importantes

- Infraponderación en renta variable con intención de subir el peso
- Moderamos nuestra visión positiva en crédito. Por rentabilidad /riesgo ya no tan interesante como hace unos meses
- Visión positiva en oro y sesgo comprador en resto de materias primas

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

En caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/09/2020

Índices

	Eurostoxx	IBEX 35	S&P	MSCI World (lc)
2009	21,0%	29,8%	25,2%	27,0%
2010	-5,8%	-17,4%	12,8%	9,6%
2011	-17,1%	-13,1%	0,0%	-7,6%
2012	13,8%	-4,7%	13,4%	13,1%
2013	14,7%	21,4%	29,6%	23,7%
2014	1,2%	3,7%	11,4%	7,7%
2015	3,9%	-7,2%	-0,7%	0,2%
2016	0,7%	-2,0%	9,5%	6,8%
2017	6,5%	7,4%	19,4%	16,3%
2018	-8,7%	-11,5%	1,4%	-2,2%
2019	24,8%	11,8%	28,9%	24,9%
2020	-13,6%	-24,3%	-4,0%	-6,2%
Acumulado	29,7%	-18,2%	276,7%	152,2%
TAE	2,3%	-1,7%	12,2%	8,4%

Fuente: Alantra Bloomberg. Datos a 30/09/2020

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: Alantra Bloomberg. Datos a 30/09/2020

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: Alantra Bloomberg. Datos a 30/09/2020

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 octubre 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 30/09/2020.

	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 30/09/2020.

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 2020.

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: SYZ AM. Datos a 30/09/2020.

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: SYZ AM. Datos a 30/09/2020



EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS Y DE NUESTRAS APUESTAS DURANTE EL TERCER TRIMESTRE

En términos generales, el tercer trimestre de 2020 ha sido bueno para los **activos financieros**. Los mercados han reaccionado positivamente a una cierta normalización de la actividad económica tras el confinamiento y al continuado apoyo de bancos centrales y Gobiernos en términos de política monetaria y fiscal.

Lideradas nuevamente por el sector tecnológico americano, las bolsas mundiales han continuado con la senda alcista iniciada a finales de marzo, revalorizándose durante el trimestre un 6% en moneda local, recuperando, de este modo, las pérdidas incurridas durante el primer trimestre.

Por su lado, la **renta fija**, tanto pública como privada, también ha experimentado un buen comportamiento en general, mejor cuanto menor fuera su calidad crediticia. Así, mientras el índice más amplio (*Global Aggregate*) se ha revalorizado un 2,66% en dólares, el crédito *high yield* americano o los CoCos han ganado cerca del 4%.

Estos buenos datos están parcialmente sesgados por el efecto de la **depreciación del dólar**. La caída del dólar (-4,16% frente al euro durante el trimestre) reduce la rentabilidad en euros de los activos denominados en dólares. En consecuencia, aunque el principal índice de

la bolsa americana, el S&P 500, o el índice de renta fija global del párrafo anterior se revalorizaron un 8,93% y un 2,66% respectivamente durante el trimestre, el retorno en euros de estas inversiones fue del 4,48% y un -1,61%.

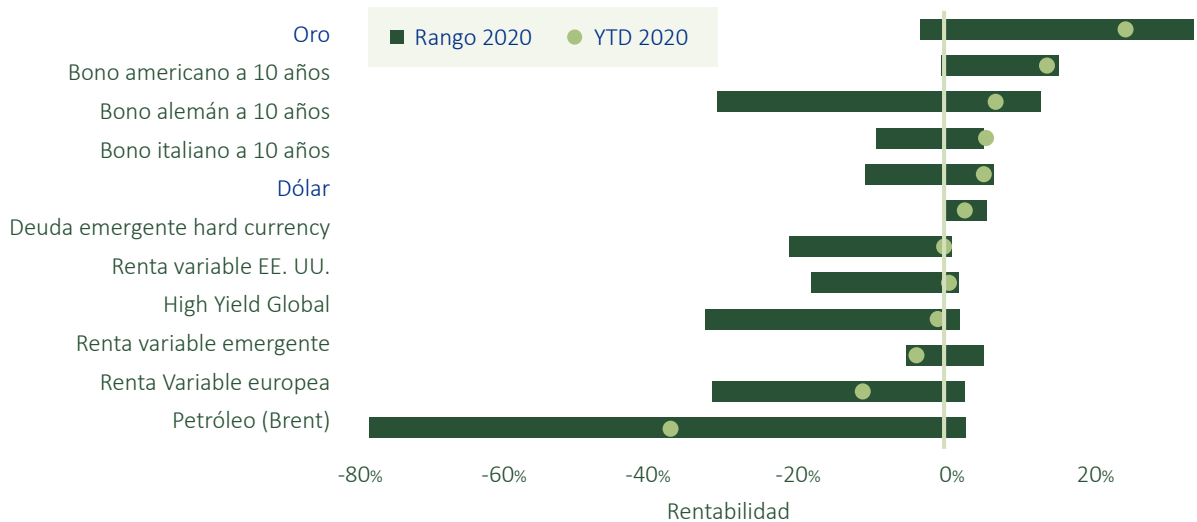
Esta depreciación del dólar también explica, al menos en parte, la buena evolución de los activos reales, como materias primas, incluido el oro, o los bonos ligados a la inflación.

La debilidad de la divisa estadounidense también ayuda a explicar el comportamiento tan dispar de las bolsas americanas y las europeas. La apreciación de nuestra moneda frente a la norteamericana reduce la competitividad global de las empresas europeas, impactando negativamente en sus expectativas de beneficios y en sus valoraciones.

Los buenos datos del tercer trimestre se han visto afectados por el efecto de la depreciación del dólar

Dicho esto, el dispar comportamiento de los mercados en ambos lados del Atlántico también obedece a

Banda de movimiento de los activos en 2020 y situación actual



Fuente: BlackRock.

factores como las diferencias en la composición de los índices, las distintas actuaciones en política económica o los diversos ritmos en la evolución de la pandemia.

En cuanto a la composición sectorial se refiere, cabe destacar la creciente relevancia de las cinco compañías de mayor capitalización en la bolsa americana. Las llamadas **FAGMA** (Facebook, Apple, Google, Microsoft y Amazon), cuya capitalización bursátil suponía un 8 % de la bolsa americana a finales de 2014 y, ya pesan casi un 24%. Lógicamente, los cambios en los hábitos de consumo durante la pandemia han beneficiado la actividad de estas cinco empresas. Si excluyéramos su contribución a la revalorización del índice americano, el comportamiento de las bolsas europeas y americanas no habría sido tan dispar.

Otras apuestas que nos han ayudado han sido tener poco peso en dólar y en bancos —activos que se han comportado mal—, y aumentar el peso en oro, en EE. UU. y en el sector tecnológico (en bolsa).

Por último, nuevamente tenemos que volver a hacer referencia al **mal comportamiento de la bolsa española** (-6,63% incluyendo dividendos en el caso del IBEX-35). Además de la mayor exposición relativa de nuestra economía a esta crisis, la explicación se encuentra en la estructura sectorial del índice, con un peso muy elevado de compañías ligadas al turismo y al sector financiero.

La mala evolución del IBEX contrasta con la reducción

de la prima de riesgo española (típicamente definida como la diferencia de rentabilidad entre el bono a 10 años español frente al alemán), que se ha estrechado 15 puntos básicos durante el trimestre. Esta divergencia se explica no por la diferente percepción de la economía española entre accionistas y bonistas, sino por la intervención del Banco Central Europeo en los mercados de bonos. A pesar de que el Tesoro ha tenido que aumentar significativamente su programa de emisiones de deuda para hacer frente al fuerte incremento del déficit público, los nuevos programas de compra de bonos del Banco Central Europeo y, en particular, el PEPP y el nuevo TLTRO, han sido más que suficientes para absorber ese incremento en la oferta.

¿Y nuestras carteras?

Aunque hemos sido bastante tácticos, hemos seguido apostando por la **prudencia en bolsa** y una importante sobreponderación en crédito. Si bien lo ganado con la segunda apuesta no ha compensado lo que podríamos haber obtenido con más peso en renta variable, sí nos ha ayudado a tener un comportamiento bastante razonable asumiendo un bajo nivel de riesgo. Otras apuestas que nos han ayudado han sido tener poco peso en dólar y en bancos —activos que se han comportado mal—, y aumentar el peso en oro y en el sector tecnológico (en bolsa).

CONTEXTO MACRO Y POLÍTICA ECONÓMICA

¿Cuándo volveremos a la normalidad?

No somos expertos en la materia, por lo que en las siguientes líneas resumimos lo que al respecto ha publicado la consultora estratégica global McKinsey en septiembre. En el informe, se prevén dos escenarios diferentes y complementarios de lo que podría suponer el fin de la pandemia.

Por una parte, plantean el fin epidemiológico, que se alcanzaría cuando se logre la **inmunidad de grupo**, es decir, cuando una proporción de la sociedad suficiente amplia como para evitar la transmisión masiva sea inmune a la COVID-19. Dicha inmunidad se puede conseguir gracias al desarrollo de anticuerpos, cuando parte de la población haya pasado la enfermedad (poco probable a corto plazo, según los últimos estudios) y, sobre todo, con una vacuna. Cuando llegue, la situación de emergencia pasará y probablemente necesitemos vacunarnos regularmente de una enfermedad que irá mutando como la gripe.

La segunda alternativa o **“transición a la normalidad”** (y, según McKinsey, probablemente alcanzable antes) ocurrirá cuando podamos hacer una vida casi normal gracias a herramientas como el testeo preciso masivo y rápido, mejores y más efectivos tratamientos, fortalecimiento de los sistemas sanitarios y vacunación de la población de mayor riesgo. En este escenario, todavía no haremos una vida como la de antes, pero retomaremos actividades como volar, hacer turismo y llenar los restaurantes.

McKinsey considera que el calendario dependerá de cada país. Así, en el caso de Estados Unidos y la mayor parte del mundo desarrollado, creen que el fin epidemiológico llegará en el tercer o cuarto trimestre de 2021, con la posibilidad de que alcancemos la transición a la normalidad antes —según ellos, en el primer o segundo trimestre de 2021—. Cuanto más tardemos, mayor será el impacto en la economía, y resulta clave no quedarse retrasado frente al resto de países desarrollados,

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.

Factores que podrían reducir la mortalidad relacionada con la COVID-19



Fuente: McKinsey

especialmente para España, una de las naciones del mundo al que más está dañando esta crisis, debido al peso que el sector servicios tiene en nuestro PIB.

El tercer o cuarto trimestre de 2021 se configura como el plazo para el fin de la pandemia, en la mayor parte del mundo, según McKinsey

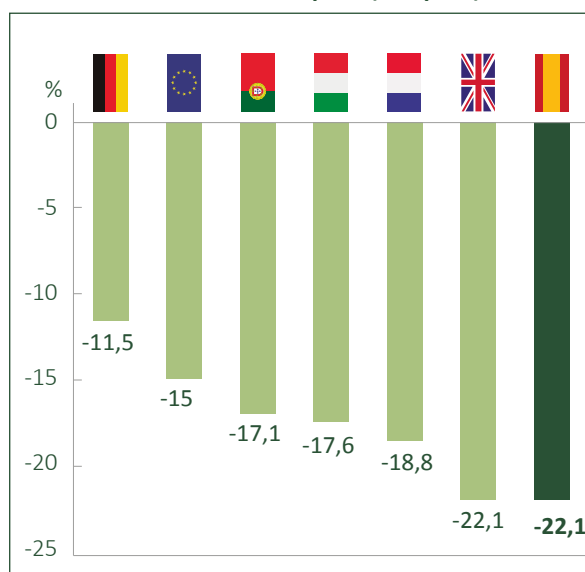
Macro global

Tras un segundo trimestre del año en el que la economía mundial sufrió una contracción histórica motivada por los confinamientos, los datos macro más recientes (a nivel mundial) apuntan a que las expectativas habían sido demasiado pesimistas y a **una fuerte recuperación en la mayoría de los países**. Los datos de crecimiento del PIB y los beneficios empresariales fueron mejores de lo que se esperaba, aunque siguieron siendo francamente malos. Parece que con la paulatina desaparición de los confinamientos, la actividad se reactivó muy rápido en mayo y junio, y todo apunta a que el tercer trimestre va a ser muy fuerte, excepto en los países de Europa donde se está produciendo una segunda ola y nuevos confinamientos. Probablemente, en el cuarto trimestre el ritmo de mejoría se suavice porque ya se han obtenido las “ganancias más fáciles” y como consecuencia de la segunda ola y nuevos confinamientos localizados. Por otra parte, **los datos de China**, que va uno o dos trimestres por delante del resto del mundo en su recuperación, **son esperanzadores**.

Macro en España

Todos somos conscientes de la delicada situación de nuestro país. Somos uno de los más expuestos al sector servicios y al turismo, y, además, **uno de los que más impacto está sufriendo de la COVID-19**. Como consecuencia, el confinamiento de primavera y la “desaparición” del turismo extranjero se está cobrando un peaje muy doloroso. Nuestro PIB cayó un 22% acumulado los dos primeros trimestres de este año, situándose a la cabeza de la contracción experimentada por las economías europeas.

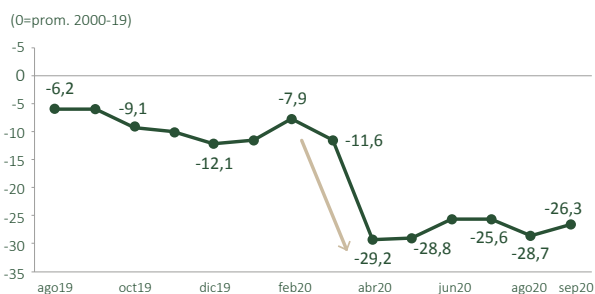
Evolución del PIB acumulado en las principales economías europeas (1-sep-20)



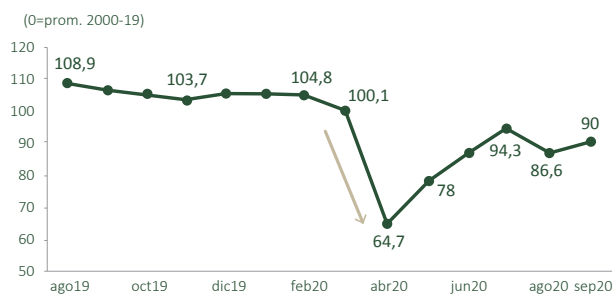
Fuente: Grupo Mutua.

Este cuarto trimestre, indicadores "adelantados" como el gasto con tarjetas muestran una **estabilización** (freno en la recuperación). En concreto, la reapertura pudo permitir un incremento del PIB de alrededor del 12%, moderándose el cuarto hasta solo un 3,1% (sin tener en cuenta los nuevos confinamientos). De este modo, el PIB español cerraría 2020 con una caída del -12,0 % y se recuperaría parcialmente en 2021 (+6,8%)

Confianza del consumidor



Indicador de expectativas laborales



Fuentes: Ministerio de Seguridad Social, Banco de España, Comisión Europea, Elaboración SEEc.

En comparación con las principales economías europeas, España presentó uno de los peores registros, con una contracción superior en 7,1 puntos porcentuales a la media de la eurozona (solo igualada por el Reino Unido)

Algunos datos que apuntan a que la recuperación se ha estancado o ralentizado:

- La reducción de afiliados se ha ido moderando gradualmente a medida que se reactivaba la economía, pasando de una caída del -4,6% en mayo al -2,7% en agosto de este año. Sin embargo, los indicadores de confianza han mostrado un nuevo deterioro en sus últimos datos.
- El número de personas en ERTE se redujo significativamente hasta principios de julio, mostrando un dinamismo inferior al final del verano.
- Las finanzas públicas continuaron recogiendo durante el segundo trimestre los efectos del choque, tanto por las medidas adoptadas para paliar la crisis como por la fuerte caída de ingresos y PIB. Con la profundización de la recesión y el impacto de nuevas medidas de confinamiento, es previsible que el deterioro se acentúe en los próximos meses.
- La recuperación parcial iniciada en el sector

manufacturero tras la fuerte caída de abril se ha erosionado durante el verano, afectada por la peor evolución de la pandemia, lo que, unido a la reducida utilización de la capacidad instalada, sugiere un débil comportamiento de la inversión en bienes de equipo.

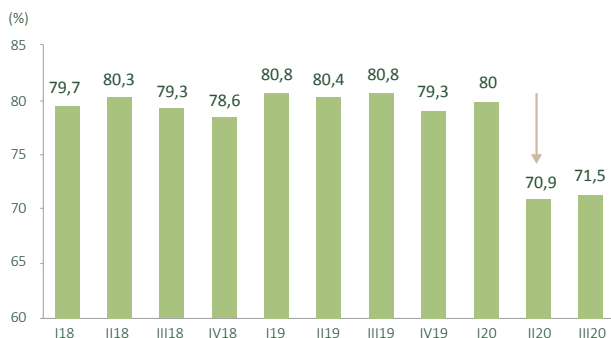
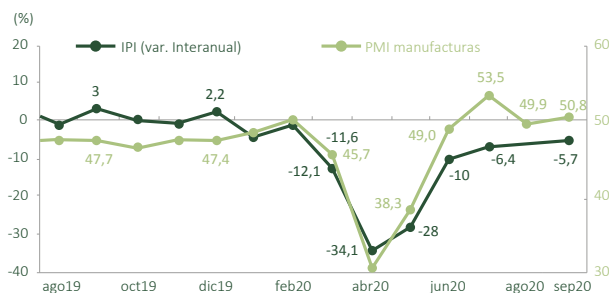
- El turismo extranjero continúa muy lejos de presentar buenos resultados, tal como lo demuestra el dato de julio, cuando se redujo un -75,1% la entrada de turistas (- 7,4 millones). Las restricciones implantadas por varios países dificultarán la recuperación del sector en los próximos meses.

La buena noticia quizá sea que, a diferencia de lo que ha ocurrido en otras crisis, esta recesión no nos ha llevado de manera automática a acumular un importante déficit comercial, sino que este ha seguido moderándose favorecido por los precios del petróleo y la reducción de los flujos comerciales (exportamos poco, pero importamos aún menos).

Política económica

La rápida y decidida actuación de los bancos centrales, con bajadas en los tipos de interés y nuevos programas de recompras de bonos, y de los Gobiernos, con programas de estímulo fiscal cuyo tamaño supera con diferencia cualquier precedente histórico, ha servido para mitigar los impactos de la crisis, contribuyendo al **mantenimiento de la capacidad de consumo de las familias y evitando que muchas empresas se vieran abocadas a la quiebra por falta de liquidez.**



% de utilización de la capacidad instalada**IPI y PMI manufacturas**

Fuentes: Eurostat, BdE, INE e IHS Markit. Elaboración SEEC

A pesar ello, la incertidumbre respecto a la evolución de la pandemia y sus efectos en la economía todavía persisten. El efecto económico más inmediato es la pérdida de confianza de empresas y familias, que se traduce en un fuerte incremento en la tasa de ahorro y, en consecuencia, una caída en el consumo y la inversión privada. Esta situación hace prever que, mientras no hayamos superado esta crisis, tanto Gobiernos como bancos centrales van a tener que seguir apoyando a la economía.

En términos de política económica, cabe destacar, durante el tercer trimestre, dos eventos de gran trascendencia para el futuro: **la aprobación del Fondo de Recuperación Europeo y la evolución de los objetivos de la Reserva Federal (FED)**.

El citado fondo fue aprobado —junto con el Presupuesto de la Unión Europea para los próximos siete años— por parte del Consejo Europeo, a mediados de julio, tras una negociación relativamente rápida para los estándares de la Unión. Se trata de un programa de hasta 750.000 millones de euros que combina transferencias a fondo perdido y créditos blandos de larga duración a los países más afectados por la pandemia. Más allá de su relevancia económica, que para España podría suponer transferencias por valor de 140.000 millones de euros (el 14% de nuestro PIB) a lo largo de varios años, lo relevante es que supone el primer paso hacia la integración fiscal de la eurozona, ya que será financiado mediante emisiones de bonos por parte de la Comisión, con el respaldo solidario de todos los miembros de la Unión.

En julio, el Consejo Europeo aprobaba el ambicioso Plan de Recuperación que supondrá unos 140.000 millones de euros para nuestro país

Será la Comisión la que emitirá, en nombre de la Unión Europea, bonos a distintos plazos; después, distribuirá a los Estados miembros 390.000 millones en forma de concesiones y 360.000 millones en préstamos blandos que no tendrían que empezar a repagarse hasta 2028 y serían devueltos durante un periodo que abarcará hasta 2058. La mayor parte iría a los países que más lo necesitan, por lo que España e Italia saldrán beneficiados en términos brutos y los países de Europa del Este en porcentaje de su PIB.

El Plan es extremadamente relevante porque, al emitir y transferir dinero a los países que lo necesitan en nombre de toda la Unión, fortalece la solidez de esta de cara al exterior. Ya no sería tan importante la situación financiera de un país concreto, sino si el presupuesto de la Unión se va a reenfoque hacia el que más lo necesite soportando así sus cuentas. Se trata un avance importante hacia la unidad fiscal y una buena noticia para España. En términos netos, el importe total que recibiremos, que supone el citado cerca del 14% de nuestro PIB, cubriría gran parte del aumento del déficit que se va a producir como consecuencia del incremento del gasto y la caída de la recaudación.

Durante la negociación hubo variaciones importantes para poder acomodar la visión de los países más reacios, los llamados frugales. Como consecuencia, se ha reducido el porcentaje del total que llegará en forma de concesiones que no habrá que devolver y se ha negociado un **sistema de “freno de emergencia”**, por el que cualquier país puede frenar las transferencias si considera que otro Estado miembro no está cumpliendo con las promesas de reformas. Además, se ha negociado una vía para parar los flujos si alguna nación no cumple con la ley.

El nuevo Plan se suma a los 540.000 millones ya aprobados para el SURE (plan de ayudas para el empleo), ESM (mecanismo de rescate) y el BEI (préstamos puente a empresas), así como al Presupuesto de la

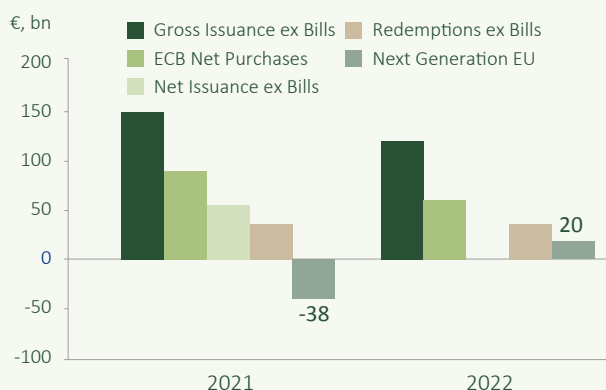
Unión Europea para los próximos siete años (cerca de 1.100.000 millones). Parece que la austeridad con la que la esta afrontó la última crisis ha quedado en el pasado.

Por otra parte, cabe destacar el discurso del presidente de la FED de Estados Unidos en la reunión del pasado mes de agosto en Jackson Hole. En él, Jerome Powell da un giro muy importante a lo que ha sido uno de los pilares de la política monetaria norteamericana y de gran parte de los países desarrollados desde mediados de los años noventa. Si, hasta ahora, la FED había fijado un límite del 2% para la inflación, a partir de ahora dejará que supere ese nivel, de modo que la inflación media, a largo plazo, se mantenga en el entorno del 2%. En palabras de Powell, “hasta que la inflación llegue al 2% de media y las expectativas de inflación a largo plazo están ancladas a ese nivel”.

Este pequeño cambio en la definición del objetivo de inflación tiene consecuencias muy importantes para las expectativas de esta y para los tipos de interés reales. El mercado empieza a descontar un escenario en el que la FED mantendrá anclados los tipos nominales en los plazos más cortos de la curva mediante intervenciones en el mercado, aunque la inflación supere la anterior barrera del 2%.

Una de las críticas que se ha hecho a la FED es que no está claro que el cambio suponga una modificación importante de su política y si su Comité está totalmente de acuerdo con una modificación de régimen significativa. A largo plazo, los mercados necesitarán más claridad acerca de qué significa el límite del 2% de inflación “de media”. De lo contrario, existe el riesgo de un endurecimiento prematuro de las condiciones financieras. Nosotros creemos que lo aclararán cuando sea necesario, y que los tipos se mantendrán estables, porque, de lo contrario, la Reserva Federal intervendrá comprando bonos, al menos en los plazos más cortos.

Potenciales emisiones netas negativas de deuda por parte de España en 2021, incluyendo las compras del BCE y el Plan de Recuperación



Los mercados necesitan claridad respecto al significado del límite de inflación del 2 % “de media” fijado por la Reserva Federal

Esta nueva política monetaria de la FED tiene ciertos paralelismos con la aplicada en Estados Unidos tras la Segunda Guerra Mundial, cuando el banco central mantuvo los tipos de interés a largo plazo anclados mediante intervenciones en el mercado, con el objeto de permitir la financiación del esfuerzo bélico a pesar de los elevados niveles de inflación.

Por su parte, el **Banco Central Europeo** se encuentra en un proceso de **revisión de sus objetivos de política monetaria**. Aunque todavía mantiene el objetivo del 2% para la inflación, hay motivos para pensar que también lo flexibilizará. Esperamos que anuncie una nueva ampliación del Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP), que podría rondar los 500.000 millones de euros y se implementaría a partir de 2021.

Los bancos centrales han bajado los tipos de interés y están comprando deuda pública para permitir que unos Gobiernos muy endeudados, paradójicamente, se financien a tipos cada vez más bajos. La FED ya nos ha dicho que dejará que la inflación supere el 2% sin subir los tipos de interés, por lo que debemos acostumbrarnos a tener tipos reales negativos.

Importes finales de los distintos componentes del Plan

Previsiones PIB FMI	Final Agreement
Recovery and Resilience Facility (RRF)	672,5
<i>of which loans</i>	360
<i>of which grants</i>	312,5
ReacEU	47,5
Horizon Europe (Research)	5
InvestEU	2,1
Rural Development	7,5
Just Transition Fund (JTF)	10
RescEU	1,9
External Action (INDICI)	3,5
Others (SSI, SIF, Special Humanitarian, Aid, etc.)	-
Total	750
<i>of which grants (in total)</i>	<i>390</i>

Fuente: Goldman Sachs

Geopolítica

De cara al próximo trimestre, además del seguimiento de la evolución de la pandemia y el desarrollo de posibles vacunas, tendremos que estar pendientes de varios temas de especial relevancia para los mercados.

El principal, seguramente, va a ser el **resultado de las elecciones estadounidenses** del próximo 3 de noviembre. En función de quién gane la presidencia y cual sea la composición final de las dos cámaras del Congreso, podríamos ver un cambio relevante en la política fiscal norteamericana. Un presidente que cuente con el apoyo del Congreso podría propiciar un nuevo programa de estímulos que favorecería el crecimiento económico, pero seguramente aumentaría el déficit y el nivel de endeudamiento público. A corto plazo, esto podría ser bueno para la bolsa, pero no tanto para los bonos.

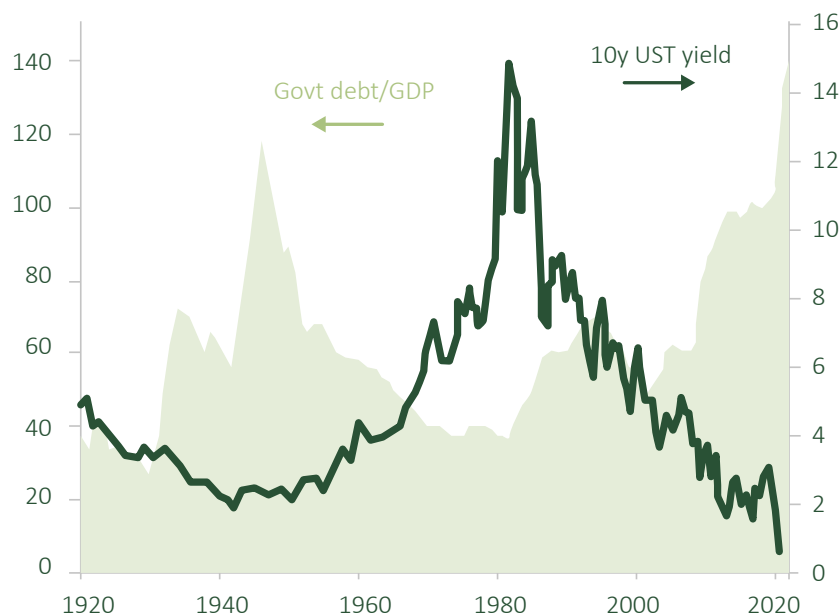
Por otro lado, el mercado podría ver con preocupación unas elecciones cuyo resultado sea incierto, tal como ocurrió en las elecciones del año 2000 (cuando George W. Bush ganó a Al Gore tras la decisión del Tribunal Supremo de interrumpir el recuento de votos en Florida). Creemos que esta incertidumbre sería transitoria y el consecuente aumento de las primas de riesgo podría suponer una oportunidad de inversión.

El cuarto trimestre tendrá un especial protagonismo el resultado de las elecciones a la presidencia en Estados Unidos, del próximo 3 de noviembre

También tenemos que estar pendientes de **la evolución de las negociaciones en el Congreso de un nuevo programa de estímulo fiscal (CARES 2)**. La cercanía de las elecciones y las discrepancias entre republicanos y demócratas respecto a la cuantía del programa (los primeros quieren 750.000 millones y los segundos hasta 3 billones) están retrasando el acuerdo, pero es muy probable que veamos algún avance antes de fin de año. Profundizamos más en este tema en la sección “En profundidad” de este boletín.

Por último, también deberemos estar al tanto de **la evolución de las negociaciones sobre el *brexit***. Johnson está tramitando una nueva ley, la Internal Market Bill, que desafía lo acordado con la Unión Europea en el Acuerdo de Retirada firmado en enero, lo cual puede ser una técnica agresiva de negociación para conseguir un buen acuerdo comercial con la Unión o una estrategia para, de salir sin un acuerdo, hacerlo sin una frontera en Irlanda. Sin embargo, la comunidad internacional ha criticado mucho el proyecto y la Unión Europea lo ha denunciado. Profundizamos en este asunto en la sección “En profundidad” de este documento.

Cuanto más se debe, cuesta menos



Fuente: OMB, Federal Reserve, OECD



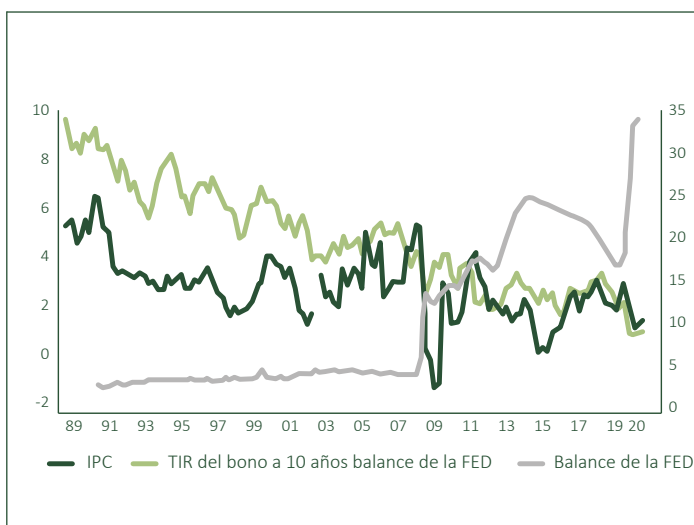
VISIÓN DE MERCADOS

1. Estrategia general y distribución de activos

Gran parte de nuestra estrategia emana de nuestra visión de que los tipos reales (descontando la inflación) van a ser negativos durante bastante tiempo. Los mercados están claramente dominados por la intervención de los bancos centrales y todo apunta a que estos van a mantener los tipos de interés en mínimos históricos, incluso si la inflación repunta.

Tal como ya hemos comentado en la sección dedicada a macro, los bancos centrales quieren asegurar un entorno de tipos bajos para que los Gobiernos puedan financiarse razonablemente, y quieren generar algo de inflación para poder reducir el importe de la deuda en términos monetarios. Por tanto, si los tipos se mantienen bajos y la inflación repunta ligeramente, tendremos **tipos de interés reales negativos durante bastante tiempo**. La primera consecuencia es que el ahorrador conservador se puede descapitalizar; la segunda es que desincentiva el ahorro e impulsa a los inversores a asumir más riesgo para mantener la rentabilidad. ¿Cómo lo afrontamos?

EE. UU.: tipos de interés, inflación y balance de la FED



Fuente: Bloomberg.

Como siempre, con **prudencia**, pero tras la rápida apreciación del crédito y con el soporte que supone para las bolsas tener tipos tan bajos, somos **más positivos con la renta variable** y algo menos con el crédito, aunque siendo muy tácticos. En un contexto de mayor volatilidad en los mercados, hemos adoptado una gestión más táctica que nos permita adaptarnos con mayor rapidez a los cambios. El citado rebalanceo de activos, consecuencia de los bajos tipos de interés, desplaza a muchos inversores fuera de su entorno de confianza natural: hay muchos de perfil conservador invertidos en activos de riesgo a cuyos movimientos no están acostumbrados; son manos inexpertas o "turistas" que podrían cambiar de opinión rápidamente y vender generando movimientos bruscos del mercado, lo cual supondría una mayor volatilidad para los mercados de renta variable, sobre todo en un contexto de mayor incertidumbre económica y política como el actual. Esto nos lleva a pensar que la **volatilidad** de la renta variable va a permanecer alta y que nuestra gestión debe tener un componente más táctico.

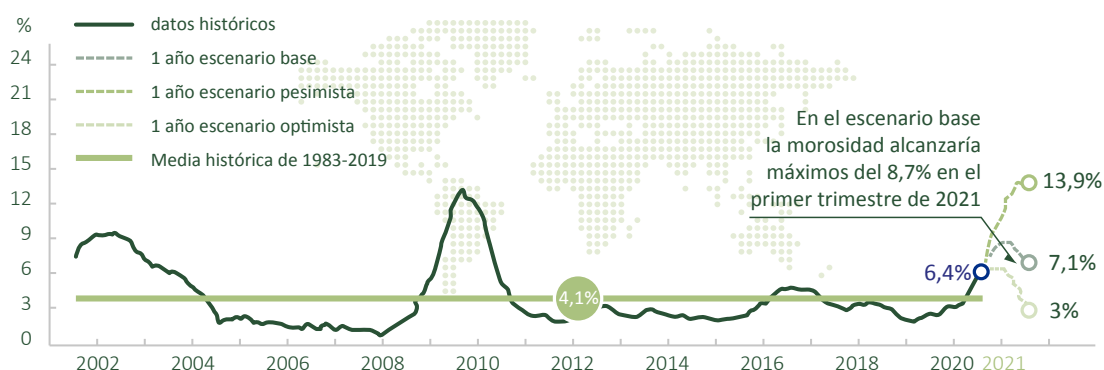
En los peores momentos de la pandemia, apostamos por el **crédito** como estrategia para buscar rentabilidad con un perfil de riesgo moderado y el apoyo de los bancos centrales. Tras la importante rentabilidad experimentada por el activo, creemos que, en algunos casos, los diferenciales de crédito no pagan el riesgo asumido, aunque el apoyo de los bancos centrales da soporte al activo. Hemos ido bajando el riesgo de

crédito, aumentando la liquidez y haciendo coberturas. Diversos factores apuntan a que la volatilidad está asegurada y queremos ser tácticos con nuestra exposición a bolsa, especialmente escogiendo bien el momento de incrementar el peso. Tenemos por delante eventos geopolíticos relevantes como las elecciones norteamericanas (podríamos no saber quién será el nuevo presidente hasta semanas después de las elecciones) y esto nos podría dar una oportunidad para comprar bolsa a precios más atractivos. En esta, nuestra estrategia es estructurar las carteras de una forma polarizada (*barbell*), de modo que los riesgos de unas posiciones se vean compensados con los de otras.

En la actualidad, creemos que los diferenciales de crédito no pagan el riesgo asumido, a pesar del soporte de los bancos centrales

En cuanto a **divisas**, pensamos que el dólar se va a mantener débil a medio plazo, en la medida en que pensamos que la FED y el Tesoro americano van a ser más agresivos que sus homólogos europeos, tanto en política monetaria como fiscal. A corto plazo, sin embargo, la incertidumbre electoral y el posicionamiento del mercado nos llevan a ser menos negativos con el dólar.

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



Premisas macro	Tasa de desempleo* (%)				Diferencial HY* (bps)			
	Nov 2020	Feb 2021	May 2021	Ago2021	Nov 2020	Feb 2021	May 2021	Ago2021
periodo de 3 meses que termina en:								
Escenario base	8,7	8,7	7,8	7,6	536	577	489	450
Escenario pesimista	10,9	12,4	12,6	12,9	1,302	1,149	871	730
Escenario optimista	8,5	8,3	7,5	7,1	462	490	406	392

* Estas tasas US son promedios de tres meses

Un **dólar débil** debería dar soporte a las materias primas y, especialmente, al oro, que suele comportarse bien cuanto más bajos son los tipos reales. También creemos que los emergentes se verán beneficiados por un dólar más débil.

Asimismo, debería verse favorecidos los mercados emergentes, aunque aquí hay que ser selectivos porque, en algunos casos, la falta de medios puede hacerlos más vulnerables ante la pandemia.

Consideramos que otra opción para mejorar la ecuación rentabilidad-riesgo de nuestras carteras es incorporar activos alternativos, especialmente si son reales: ayudan a diversificar, protegen de la inflación y podrían ayudar a incrementar la rentabilidad potencial.

Tras el *rally* de los mercados, las oportunidades son menos obvias, lo que también nos ha llevado a aprovechar algunas ineficiencias del mercado para estructurar posiciones con un perfil de retorno-riesgo que consideramos atractivo, típicamente mediante el uso de derivados. En este sentido, destacamos aquí las posiciones alcistas en futuros de dividendos sobre índices y sectores (Euro Stoxx 50, IBEX-35, bancos).

2. Renta fija

Seguimos largos en renta fija, aunque hemos **moderado** nuestra visión. Este entorno de bajos tipos de interés limita el atractivo de esta renta, como instrumento de inversión y desde el punto de vista de la construcción de carteras. Por ello, aunque nuestro proceso de inversión *bottom up* todavía nos permite encontrar algunas inversiones atractivas en el ámbito de la renta fija corporativa, creemos que es momento de reducir el riesgo y aumentar la liquidez de las carteras.

Mantenemos posiciones largas en **duración** (riesgo de tipos de interés) por dos motivos. Por una parte, la duración nos aporta protección contra una corrección del crédito; por otra, pensamos que los programas de compras de los bancos centrales van a mantener los tipos bajos. Además, hemos desplegado posiciones largas sobre inflación, particularmente en Estados Unidos, y hemos implementado posiciones de apuntamiento (*steepening* o incremento de la pendiente de la curva de tipos de interés) en los plazos largos de la curva americana, donde pensamos que la actuación de la FED va a tener menores efectos.

Queremos seguir reduciendo el peso de la deuda periférica en cartera, especialmente la española; aunque las compras de bonos del Banco Central Europeo sostienen nuestra deuda, creemos que el reducidísimo diferencial entre la deuda alemana y la española (prima de riesgo) no representa adecuadamente la complicada

situación económica de nuestro país, especialmente tras el mayor impacto relativo que está teniendo aquí esta segunda ola de la COVID-19, que puede frenar la recuperación general y dañar nuestra imagen para el turista internacional. En nuestros fondos de renta fija, la presencia de deuda corporativa americana e inglesa (cubierta a euros) ya supone cerca del 25%.

Hemos aprovechado el estrechamiento de las primas de riesgo de crédito y periféricas para ir reduciendo nuestra exposición a estos activos, aumentando la liquidez

Hemos aprovechado el estrechamiento de las primas de riesgo de crédito y periféricas para ir reduciendo, poco a poco, nuestra exposición a estos activos, aumentando la liquidez. Consideramos que las primas de riesgo son, en muchos casos, demasiado bajas y no compensan suficientemente el riesgo, por lo que preferimos esperar a mejores oportunidades para volver a invertir. En algunos casos, hemos estructurado coberturas de crédito mediante *credit default swaps* (CDS) de deuda de alta calificación crediticia, y estamos buscando el momento para hacerlo también en deuda *high yield*.

Seguimos buscando valor en el *bond picking*, en analizar las compañías de manera individual y detallada, y decidir dónde nos compensa asumir riesgo; cada vez somos más selectivos con los primarios. Aunque nos gusta utilizar ese método para comprar cartera por las reducidas comisiones y porque no existen problemas de liquidez, muchas emisiones ya no ofrecen atractivo. Mientras que en los peores momentos de primavera acudíamos a gran parte de los primarios, por el generalizado atractivo descuento que ofrecían casi todas las nuevas emisiones, ese ya no es el caso y somos muy selectivos.

Somos positivos con la deuda híbrida. Es deuda de emisores de alta calificación crediticia, pero con menor prelación de pago que la deuda senior. A cambio de esa mayor subordinación, se obtienen diferenciales mucho más elevados en emisores, normalmente, de mucha calidad. Dicho eso, es un activo que los inversores solían dejar de lado por su complejidad, pero en el que ahora el mercado cada vez está más comprado. También preferimos híbridos a deuda *high yield*. Recordemos que el *high yield* no tiene apoyo de los bancos centrales y las compañías que emiten deuda *investment grade* sí (aunque nosotros compremos los híbridos).

El trimestre pasado ya moderamos nuestra visión en la

deuda subordinada financiera, pero, en la práctica, no hemos bajado mucho el peso, sino que hemos modificado la composición de la cartera, vendiendo la deuda de los emisores que pueden estar en una situación más delicada o que son bancos de países que están sufriendo mucho esta crisis. Se ha vendido sobre todo periferia y se ha bajado ligeramente el peso en AT1, porque el Banco Central Europeo no los compra. Pero, como decíamos, apenas bajamos el peso en subordinados financieros: no tenemos concentración de emisores, hemos hecho una buena selección de nombres, hay muchas ayudas al sector (TLTRO, Tiering, retraso en el reflejo de mora en balance, ERTE, créditos ICO...) y, al final, pagan bien. En resumen, **nos cuesta reducir el peso global en deuda financiera.**

¿Y si hay consolidación? Con el actual enfoque regulatorio, el Banco Central Europeo parece más abierto a operaciones corporativas. Por ejemplo, ante una operación potencial, antes exigía determinada solvencia a cada una de las entidades a fusionar, mientras que ahora acepta la media de solvencia de ambas. También permite utilizar el fondo de comercio negativo (diferencia entre el valor contable y el de cotización) para hacer frente a reestructuraciones, por lo que, como gran parte de la banca europea cotiza por debajo del valor contable, hay un gran incentivo, si bien es mucho mayor para fusionar entidades del mismo país debido, por un lado, a la capacidad de generar sinergias reduciendo duplicidades y, por otro, porque sigue sin existir un fondo de garantía de depósitos paneuropeo, lo que genera muchas dudas a la hora de fusionar entidades de diferentes países.

Hemos modificado la composición de la cartera, bajando apenas el peso en subordinados financieros

3. Renta variable

Los bajos tipos de interés aumentan el atractivo relativo de la renta variable. Por un lado, porque la baja rentabilidad de la renta fija expulsa al ahorro hacia activos de mayor riesgo, en busca de rentabilidad. Por otro, porque la rentabilidad implícita en la renta variable gana atractivo en términos relativos frente a las alternativas de renta fija. Por tanto, el mercado parece dispuesto a aceptar valoraciones más elevadas por los negocios que crecen, lo cual ha creado una enorme diferencia de valoración entre los negocios de crecimiento y los que no lo son, bien porque son cíclicos impactados

por la recesión, bien por estar sometidos a procesos de disrupción. Nuestra estrategia en renta variable es la de estructurar las carteras de una forma polarizada entre ambos (*barbell*), de modo que los riesgos de unas posiciones se vean compensados con los de otras.

Por un lado, estamos invirtiendo en compañías que se van a favorecer de un proceso de transición energética que parece imparable, sobre todo en Europa. Sabemos que gran parte de los fondos del Fondo de Recuperación Europeo se van a destinar a proyectos verdes relacionados con este tema. Además, la regulación sobre responsabilidad social corporativa (RSC o ESG, en inglés) favorece cada vez más a estos sectores.

Por otro lado, queremos sacar partido del cambio en los ámbitos de consumo, invirtiendo en nuevas tendencias en movilidad, entretenimiento y consumo (lo desarrollamos en la sección “En profundidad”).

Sin embargo, no queremos que se confunda con nuestra visión de la tecnología. Creemos que la parte de las subidas del sector son razonables por su crecimiento relativo, balances saneados y modelos de negocios. Pero, la valoración de algunas compañías es muy exigente, y ya no tienen tanta caja como antes. Creemos que el gran riesgo para el sector sería una gran mejoría económica, porque podría generar una rotación muy acelerada hacia los sectores más cíclicos, y un incremento de la inflación podría provocar un incremento del coste de capital que afectaría a los múltiplos de valoración.

Finalmente, estamos invirtiendo en otras empresas con negocios más tradicionales que, teniendo posiciones de liderazgo en sus respectivos sectores y fortaleza de balance, se han visto muy afectadas por la pandemia, previsiblemente de manera transitoria. Consideramos que sus valoraciones se deberían recuperar cuando se produzca la vuelta a la normalidad (lo desarrollamos en la sección “En profundidad”).

Si analizamos ahora las carteras geográficamente no tenemos un sesgo claro, porque creemos que en estos momentos lo importante son los sectores o temáticas. Pero si es cierto que queremos seguir poniendo el acento en EE. UU. en empresas de crecimiento (aunque reduciendo exposición y con algunas apuestas value como bancos), y en Europa preferimos los citados valores de vuelta a la normalidad y los volcados a la gran inversión en renovables que es va a producir.

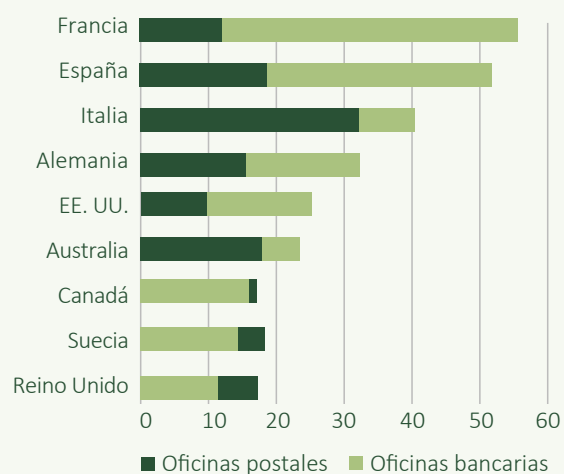
Tras el fuerte castigo sufrido por el IBEX (por su exposición sectorial, por el elevado peso del turismo en nuestra economía y por la mala gestión de la crisis), en estos momentos creemos que vuelve a ganar atractivo por valoración. Pero la situación es tan delicada que lo estamos haciendo mediante una apuesta por un

incremento en los dividendos esperados por el mercado.

En emergentes, vemos valor. Entendemos que el dólar seguirá débil, lo cual les beneficia, y las valoraciones son muy atractivas, pero existe mucha incertidumbre debido a las elecciones americanas. Por eso, preferimos esperar para decidir si aumentamos el peso y dónde en función del ganador.

Vamos a hacer una pequeña apuesta por los bancos en Estados Unidos por varios motivos: como hemos comentado, creemos que cuando la economía mejore, veremos un incremento de la pendiente de la curva americana, lo que les favorece. También son entidades más fuertes y con más potencial que las europeas: tienen más cuota de mercado, tienen más personal, (y por tanto mayor potencial de sinergias), menor peso de hipotecas residenciales, mayor del consumo (similar a Europa en empresas, pero con más PYME). Por todo ello, tienen un mayor margen de intereses. Y de cara a esta crisis, no tienen riesgo hipotecario porque se lo transmiten a las empresas garantizadas por el gobierno (Freddie Mac y Fannie Mae). Y por todo lo anterior, también tienen retornos sobre el capital mejores que los de las entidades del viejo continente. En resumen: los bancos de EE. UU. lo han hecho mucho mejor que los europeos en bolsa, y cotizan a múltiplos bastante más elevados. Pero son más rentables, más sólidos, tienen más potencial de sinergias y mayor probabilidad de ganar dinero porque pueden ver antes un aumento de la pendiente de tipos.

Número de oficinas bancarias y postales por cada 100.000 habitantes








Fuente: Autonomous Research; UN Population Division.





ANÁLISIS EN PROFUNDIDAD



	Elecciones en EE. UU.	28
	Negociaciones entre Reino Unido y la UE	32
	Compañías de “vuelta a la normalidad”	36
	¿Qué es el <i>Private Equity</i>?	40
	Cambios en los patrones de consumo	44

ELECCIONES EN EE. UU.

A pocos días de que se celebren las elecciones presidenciales estadounidenses, las encuestas, de momento, se decantan por el candidato demócrata, Joe Biden, frente a la reelección del actual presidente, Donald Trump.

En los comicios del 3 de noviembre se votará:

- La composición de un tercio del Senado (dos senadores por estado), que está integrado por 53 republicanos y 47 demócratas, por lo que la actual mayoría podría cambiar con facilidad.
- La constitución de los 435 miembros de la Cámara de Representantes, proporcional a la población de los 50 estados.
- La elección del presidente de Estados Unidos.

Aquí nos vamos a centrar, de manera muy sintética, en los posibles escenarios poselectorales, en un sufragio en el que hay nuevos factores: la COVID-19 y el voto por correo

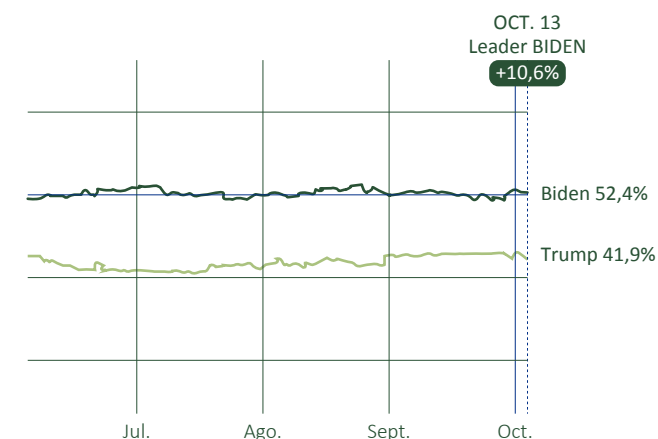
Diversas encuestas muestran que más de un 30% de la población votará por correo y que un 36% de los estados admiten que este voto llegue con posterioridad

al día de las elecciones, especialmente algunos claves como Florida. Si a esto se añade que un porcentaje muy elevado del voto por correo parece ser demócrata, cabe la posibilidad de que el resultado electoral que se muestre la noche de los comicios cambie tras el recuento del voto por correo.

El importante porcentaje de voto por correo en estos comicios podría mantener la incertidumbre sobre el resultado durante días o semanas

A su vez, si los datos sobre hacia dónde se inclina el voto por correo son correctos, es posible que, la noche electoral, el Partido Republicano obtenga un mejor resultado y que, a medida que se vaya haciendo el

Joe Biden sigue a la cabeza en las encuestas (octubre)



Fuente: Fivethirtyeight

recuento pendiente, el apoyo a Biden crezca. De ser así, Trump ya ha dicho que no quiere esperar al voto por correo, alegando que considera que podría ser fraudulento.

Este escenario, relativamente probable —salvo que Biden gane el día de las elecciones por un amplio margen— podría llevar al país norteamericano a una situación complicada. Los partidos podrían iniciar acciones legales en estados claves, solicitar recuentos e, incluso, presentar recursos legales que pueden llegar al Tribunal Supremo. Podría haber acusaciones de fraude y eliminación de votos, así como disputas legales similares a las del año 2000, en las que, tras un mes de batallas legales por los recuentos de papeletas en Florida, el Alto Tribunal dio la victoria a Bush frente a Al Gore. Remontándonos más atrás, en 1876, Rutherford Birchard Hayes no fue nombrado presidente hasta cinco meses después del día de las elecciones, periodo en el que el S&P cayó un 12%.

Las últimas encuestas apuntan a una mayor ventaja de Biden frente a Trump (10% frente al 8% de hace un par de semanas), perspectivas algo mejores para los demócratas en el Senado, así como que un porcentaje significativo de las personas que van a votar por correo van a adelantar su voto para que llegue antes del día de las elecciones. Todos estos factores parecen reducir el riesgo de que Estados Unidos no conozca a su presidente el 4 de noviembre. Además, dado el buen comportamiento reciente de los mercados, parece que estos prefieren una victoria demócrata clara por la menor incertidumbre.

Así las cosas, consideramos que el factor más negativo para los mercados sería un escenario de incertidumbre

con posterioridad al día de los comicios, por lo que, si se tarda semanas o hasta un mes en conocer al ganador, los mercados no se lo van a tomar bien. Pero, además, será importante ver el color de las cámaras: no es lo mismo una victoria de Trump o de Biden con ambas cámaras del color de sus partidos que con una situación en la que sea necesario negociar y pactar consensos.

El escenario no será el mismo si la victoria se obtiene con la mayoría sobre una sola de las cámaras que si se logra en ambas

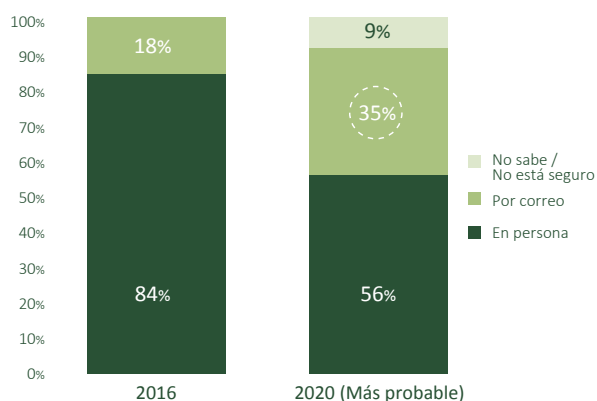
Las elecciones al Senado parecen estar muy empatadas. Además, al no renovarse nada más que un tercio de este y al defender los republicanos más asientos que los demócratas (23 vs. 12), es muy posible que se produzca un giro hacia un Senado demócrata.

Si gana las elecciones Biden, pero los republicanos retienen la Cámara de los Representantes o el Senado, no tendría el mismo poder que si las gana las con una mayoría demócrata en ambas cámaras. De empatar, el voto del vicepresidente sería el que daría la mayoría en la cámara.

La Cámara de Representantes se elige por número de habitantes y, salvo que haya un gran giro, lo más probable es que los demócratas mantengan su mayoría, con independencia del voto a la presidencia.

Si gana Trump, en principio tendremos más de lo mismo, aunque como los presidentes suelen elegir su segundo mandato para aprobar medidas menos populares, al no temer ya unas nuevas elecciones, es difícil saber qué esperar.

El voto por correo puede generar problemas: más de un 30% piensa usar este canal



Fuente: Morgan Stanley

Si fuese reelegido Trump, es complicado saber qué esperar, ya que, habitualmente, en los segundos mandatos suelen aprobarse las medidas menos populares

En caso de que gane Biden con las dos cámaras demócratas (ola azul), podría impulsar todas las medidas que ha propuesto. Aquí resumimos algunos de

los cambios que podrían llegar en ese caso y que son relevantes para los inversores:

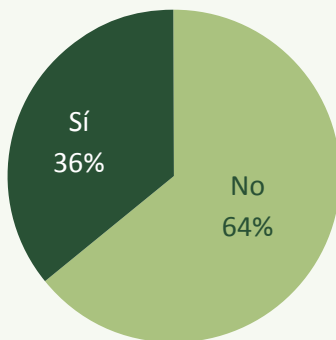
- A nivel doméstico, un Gobierno demócrata probablemente eleve el salario mínimo interprofesional y mejore la protección de los “falsos autónomos”, como los conductores de Uber o los ciclistas de las empresas de reparto.
- Reversión de la mitad de la bajada del impuesto sobre sociedades que aprobó Trump, lo que supondría subirlo al 28%, pero también elevar las cotizaciones a la Seguridad Social para salarios superiores a 400.000 dólares anuales. Asimismo, incrementaría el tipo máximo del impuesto sobre la renta al 39,6% (Trump lo redujo al 37%) y elevaría el impuesto a las filiales en el extranjero del 11% al 21%.
- El impacto de ambas medidas sería teóricamente negativo para el S&P 500, conllevando una reducción estimada de los beneficios de las compañías en 2021 del 9%. Pero como, al mismo tiempo, Biden está proponiendo un superplán de inversión en renovables, si el gasto (entre 1,7 y 5 billones de dólares) sobrepasa el incremento de los impuestos, el efecto “teórico” en el ámbito corporativo podría ser, a corto plazo, bastante neutral.
- Beneficio para las empresas que se dedican a energías verdes, gracias al Green New Deal (‘Nuevo Pacto Verde’) de Biden, ya que este pretende

que Estados Unidos tenga emisiones cero en 2050 y “realice una inversión histórica en energía limpia, investigación e innovación climática, e incentive el uso rápido de innovaciones de energía limpia en toda la economía, especialmente en las comunidades más afectadas por el cambio climático”. Por el contrario, las compañías más contaminantes saldrían, a priori, perdiendo.

- Hacer frente a China, algo en lo que ambos partidos están de acuerdo, para frenar su crecimiento desleal, pero la aproximación de los demócratas sería probablemente distinta, buscando negociar con otros países con el fin de hacer un frente común. Para ello, están buscando reconstruir las relaciones de Estados Unidos con sus aliados y reforzar alianzas como la OTAN, la Organización Mundial del Comercio y los tratados del clima.
- Impacto para el sector tecnológico, ya que los demócratas han verbalizado claramente su intención de incrementar la regulación de los gigantes del sector, barajando, incluso, su ruptura forzosa en varias empresas.

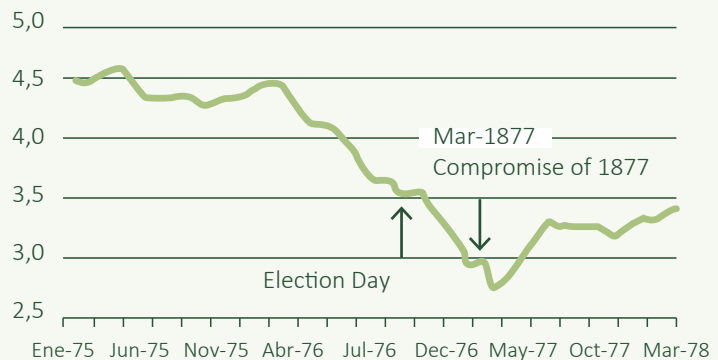
Una victoria de los demócratas traería consigo la subida de impuestos, pero también importantes planes de inversión

Un 36% de los estados aceptan que los votos por correo lleguen después del día de las elecciones



Fuente: Morgan Stanley.

En 1876 se tardó 5 meses en nombrar al presidente y el S&P cayó un 12% en ese periodo



Fuente: Daily Express.





NEGOCIACIONES ENTRE REINO UNIDO Y UE

Repaso a la situación

En enero de 2020, el Reino Unido y la Unión Europea (UE) firmaron un tratado (el Withdrawal Agreement o WA [‘Acuerdo de Retirada’]), con la intención de afrontar la necesidad de un control de mercancías entre ambas partes pero evitando la creación de una frontera real en Irlanda, que pondría en peligro la reciente y frágil paz que allí reina en la actualidad. El previsible abandono del mercado único y la unión aduanera por parte de Gran Bretaña, al final del periodo de transición (el próximo 31 de diciembre), implica cierto control de mercancías en el comercio entre Irlanda del Norte y Gran Bretaña (la isla principal), en el mar de Irlanda. Cabe recordar que Irlanda del Norte es parte del Reino Unido, pero está físicamente unida a la República de Irlanda, que seguirá siendo parte de la UE.

Con el Acuerdo de Retirada aprobado en enero, Irlanda del Norte mantiene un pie en ambos sistemas, pero con una “frontera” en el mar de Irlanda que no le gusta a Boris Johnson

En la actualidad, existe un proyecto de ley en curso —el Internal Market Bill o IMB (‘Proyecto de Ley del Mercado

Interior’)—, para regular y mantener el libre comercio entre Inglaterra, Escocia, Gales e Irlanda del Norte. De aprobarse, permitiría romper el protocolo aduanero respecto a Irlanda del Norte firmado con la UE en enero (WA), si finalmente el Reino Unido abandona la UE sin un acuerdo comercial. Eso ocurriría el citado 31 de diciembre.

El IMB otorga al Gobierno del Reino Unido la capacidad de:

- Anular cualquier requerimiento necesario para exportar bienes de Irlanda del Norte a Gran Bretaña.
- Decidir qué mercancías, de las que van de Gran Bretaña a Irlanda del Norte, pueden acabar entrando en la República de Irlanda y, por tanto, se someterían a control aduanero.
- Decidir unilateralmente si informar a la UE sobre ayudas estatales que afecten a compañías de la región y deberían regularse por normas de la UE.

Reacciones al IMB

Las reacciones al proyecto de ley han sido muchas y variadas. Por una parte, Theresa May, John Major, Gordon Brown, David Cameron y Tony Blair están de acuerdo en que la actitud de Johnson pone en peligro al Reino Unido. Por otra parte, el Congreso estadounidense ha dejado claro que no ratificará el importantísimo nuevo tratado de libre comercio entre Estados Unidos y el Reino Unido si el *brexit* acaba afectando a los acuerdos de paz alcanzados con el Good Friday Agreement, que mantienen el frágil equilibrio en Irlanda del Norte desde 1998.

Diferencia entre Gran Bretaña y el Reino Unido

Gran Bretaña, Reino Unido e islas británicas

- Isla de Gran Bretaña e islas menores cercanas
- Isla de Irlanda e islas cercanas asociadas
- País Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte
- Isla Británica
- Dependencias de la Corona



El acuerdo de retirada prevé una frontera virtual en el mar de Irlanda

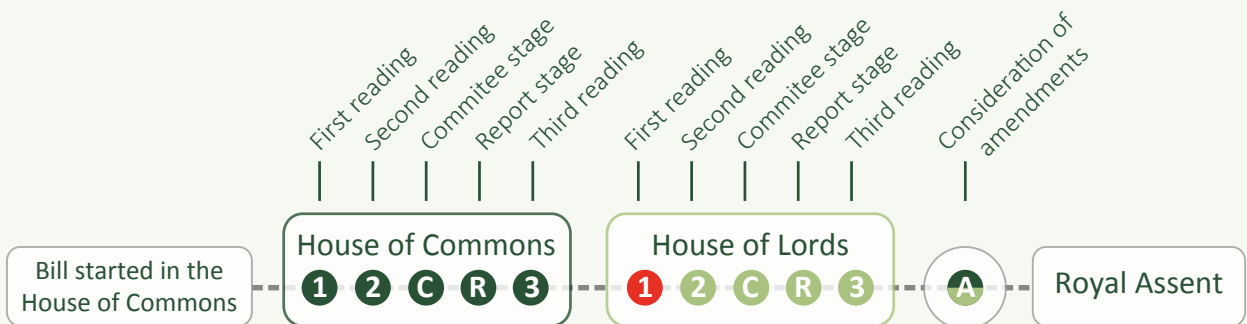


The Economist ha publicado que el Reino Unido siempre ha sido un garante de la ley internacional y que esta actuación fomentará que otros a quien no les gusta, como Rusia o China, la respeten menos.

De aprobarse el IMB tal como está redactado ahora mismo, el Reino Unido estaría rompiendo, de manera unilateral, un tratado internacional. Sin embargo, Johnson argumenta que esta ley solo se ha creado como medida de emergencia para Irlanda del Norte, por si no se logra firmar un acuerdo comercial, pero, en realidad, el método de resolución de conflictos ya fue pactado: los desacuerdos deberían ser discutidos en un comité conjunto entre la UE y el Reino Unido, y no de forma unilateral.

Estados Unidos ha dejado claro que no ratificará el nuevo tratado de libre comercio con el Reino Unido si se aprueba el Internal Market Bill, porque podría afectar a la paz en Irlanda del Norte

Proceso de aprobación del Internal Market Bill. El 19/10 se pasa a la fase dos del Senado (House of Lords)



Fuente: www.Paliament.uk

¿Cuál es la situación hoy? ¿Qué quiere Boris Johnson?

Hoy se sigue intentando negociar un acuerdo comercial *postbrexit* entre el Reino Unido y la UE que debería terminar antes de noviembre. Michel Barnier, el negociador europeo para el *brexit*, ha reconocido que ese es el plazo máximo realista para llegar a un acuerdo aplicable el próximo 1 de enero. Al respecto, si bien ambas partes reconocen que un acuerdo es posible, también son conscientes de que es muy difícil.

La primera posibilidad y la más lógica es que, con el IMB, Johnson esté intentando maniobrar para negociar con más fuerza con la UE y lograr concesiones en los tratados que se siguen discutiendo y deberían ser ratificados en octubre; la segunda es que se esté preparando para una salida de la UE, un *brexit* duro sin un acuerdo comercial con los socios europeos. En principio, es poco probable, pero cada vez lo es menos, a medida que transcurre el tiempo.

¿Qué podría pasar?

A la luz de las fechas y los obstáculos, lo más lógico y posible, a pesar de su dificultad, es esperar un escenario muy positivo: lograr un acuerdo comercial “redondo” antes de fin de año, que debería abolir el IMB.

Desde una perspectiva negativa, podríamos tener un *brexit* con un acuerdo comercial malo y con la UE pleiteando contra el IMB o, incluso, un *brexit* sin acuerdo comercial.

¿Está en precio?

Da la sensación de que el mercado está ignorando el riesgo de un escenario negativo y que asigna muchas probabilidades al positivo. Pero el castigo a la libra es espectacular... No tendría por qué corregir mucho si hay un mal acuerdo (ha habido momentos muy malos durante estos cinco años y contra el euro está en mínimos del periodo). A su vez, si finalmente se lograra un buen acuerdo, tampoco parece que fuese un gran punto a favor, con todo lo que le queda al Reino Unido por delante y la delicada situación económica actual.

Es difícil estimar si un escenario negativo está en precio, pero el castigo a la libra ya ha sido muy contundente







COMPAÑÍAS DE “VUELTA A LA NORMALIDAD”

Vuelta a la normalidad

Tal como ya hemos comentado, nuestra estrategia en renta variable es la de estructurar las carteras de una forma polarizada (barbell), de modo que los riesgos de unas posiciones se vean compensados con los de otras. Estamos reforzando por tanto el peso en tres tipos de compañías: por un lado, en aquellas que se van a beneficiar del proceso de transición energética, por otra parte en aquellas que sacan partido de los grandes cambios en los ámbitos de consumo y, por último, en negocios tradicionales que, manteniendo posiciones de liderazgo en sus respectivos sectores y contando con fortaleza de balance, se han visto muy afectados por la pandemia. Creemos que la valoración de estas últimas debería recuperarse rápidamente cuando se produzca la vuelta a la normalidad. Vamos a profundizar en este último grupo.

Queremos simultanear nuestra apuesta en temáticas de crecimiento con la compra de empresas baratas, pero intentando no caer en trampas de valoración. Antes de tomar la decisión de apostar por este último grupo de compañías, hemos meditado mucho sobre la idoneidad o no de invertir en aquellas cíclicas o baratas *per se*, y hemos decidido no hacerlo. En las siguientes líneas explicamos los peligros de esta estrategia y por qué hemos decidido capturar la oportunidad reforzando nuestra **apuesta por la temática de “vuelta a la normalidad”**.

En nuestra búsqueda de compañías baratas intentamos evitar aquellas que lo son *per se*

En los últimos años, las **estrategias más value** se han comportado mucho peor que las de crecimiento por muchos motivos. Entre ellos, destaca que, en este entorno de tipos de interés extremadamente bajos, los inversores están dispuestos a pagar por las compañías múltiplos más elevados de lo habitual, con tal de asegurarse crecimiento, penalizando, a cambio, a aquellas que cotizan a múltiplos atractivos, pero con escaso incremento de beneficios. Además, la disrupción que se está produciendo en algunos sectores es tremenda: la emergencia de la inversión socialmente responsable (ISR o ESG) ha penalizado a industrias como las del tabaco, la energía y los materiales. Una curva de tipos plana y la disrupción tecnológica han castigado a los bancos, y la necesidad de inversiones enormes en el sector automovilístico lo ha hecho con las grandes marcas del sector.

Algunos de estos factores acabarán por revertir, si bien no sabemos cómo ni cuándo, pero, hoy en día, son un problema estructural. Cuando mejore la economía, también lo deberían hacer las expectativas de inflación, lo cual, habitualmente, es positivo para los sectores más cíclicos debido a la mejora en ingresos, ya que suele

conllevar una mayor capacidad de fijación de precios y un mayor diferencial entre los tipos a largo y a corto, lo cual, en este caso, es positivo para los bancos. Pero, por otro lado, si los tipos de interés se mantienen bajos durante mucho tiempo, los inversores pueden estar dispuestos a seguir pagando múltiplos elevados por comprar crecimiento. Cuando se produzca la supuesta rotación del *growth* al *value*, ¿esta rotación será agresiva?, ¿simplemente subirá menos la tecnología?, ¿tal vez reboten los sectores en disrupción? Son preguntas complicadas, y creemos que tenemos más probabilidad de acertar en nuestra simple apuesta de que la normalidad acabará volviendo, y algunas empresas rebotará con fuerza en ese momento.

Antes o después volveremos a la “normalidad”

Hemos querido mirar más allá o, mejor dicho, más a **corto plazo**. Hay algunos sectores que, si bien no están sometidos a un proceso de disrupción, cotizan a múltiplos francamente atractivos e históricamente bajos. Sus compañías se han visto muy castigadas por los efectos de la pandemia y, si todo vuelve a la situación anterior, podrían comportarse muy bien en bolsa. Hablamos de empresas de transporte de personas, hoteles, ocio...

Cuando se encuentre una **solución definitiva** para la **COVID-19** o, simplemente, cuando se prevea que el confinamiento no va a volver a producirse, deberíamos

ser testigos de una **fuerte recuperación de los sectores más castigados**, favoreciendo el buen comportamiento en los mercados de este tipo de compañías. Dicha recuperación se producirá en dos ámbitos para las compañías: recuperando ingresos hasta acercarse a la situación previa a la pandemia, y en bolsa; entonces, analistas e inversores mirarán más allá del coronavirus y valorarán las empresas con base en los beneficios medios históricos (normalizados) y no teniendo en cuenta esta situación, teóricamente coyuntural.

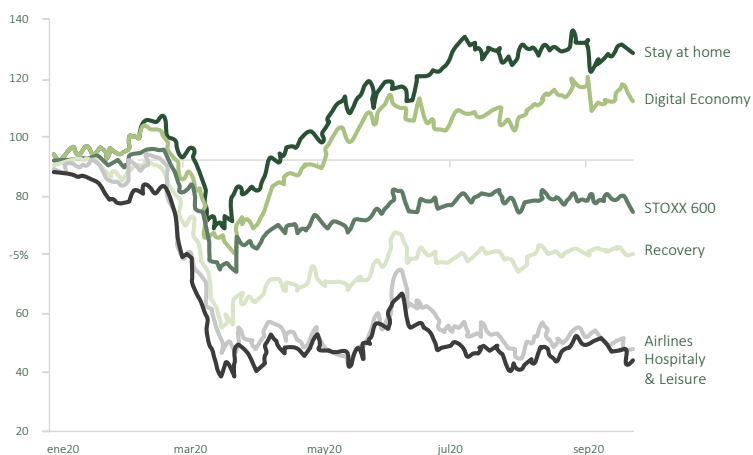
Tal como ya hemos comentado, creemos que la vacuna probablemente llegará a lo largo de 2021. Y, si no es el caso, la mejora de los tratamientos médicos o la inmunidad colectiva harán que, en ese mismo periodo, la enfermedad pase de ser una pandemia a un problema. Si tenemos razón, en algún momento de los próximos meses la población podrá volver a hacer una vida normal, y hay negocios, (no solo cíclicos puros) que van a recuperar “cierta normalidad”, incluso aunque entremos en una fase de recesión más larga. **El aumento de la confianza económica** también debería ejercer cierta presión al alza sobre los rendimientos de la deuda pública, empujar las curvas de tipos y respaldar el argumento de la inversión en acciones de valor.

Características de este tipo de compañías:

- Históricamente, los valores cíclicos obtienen mejores resultados al inicio de nuevos periodos económicos y de beneficios. En este caso, estamos apostando por lo que se ha visto más impactado por la pandemia, que debería recuperar su situación

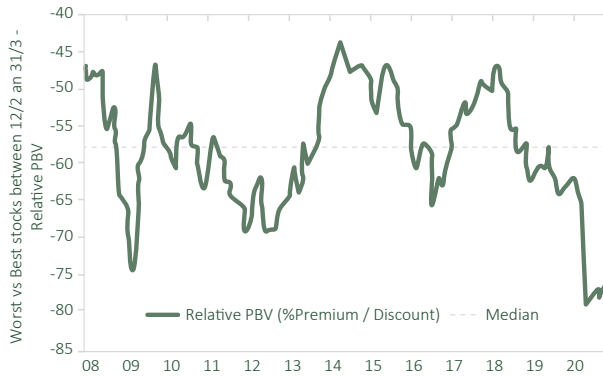
Las compañías más afectas por la COVID se han comportado muy mal desde el inicio de la pandemia

Desde nuestra perspectiva el *trade* “vuelta a la normalidad” es una de las últimas fuentes de ciclicidad barata, pero, en este caso, evitando entrar en sectores en disrupción estructural y apostando por aquellos que están deprimidos sólo por una crisis teóricamente coyuntural. Vamos a aumentar el peso en este tipo de compañías.

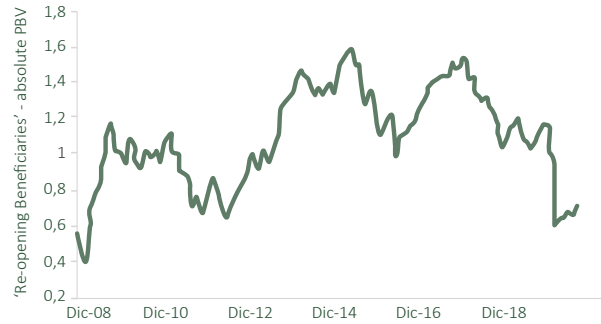


Stay at home: GSXESTAY; Digital Economy: GSSBDIGI; STOX 600: SXXP; Recovery: GSSTRCOV; Airlines: GSSBTAA; Hospitality & Leisure: GSSBHOLR

Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research.



Valoración relativa por precio / Valor teórico contable o valor en libros de las compañías que más cayeron al inicio de la pandemia frente a las que mejor se comportaron. Las “malas” no se han recuperado y el descuento está en mínimos de 12 años



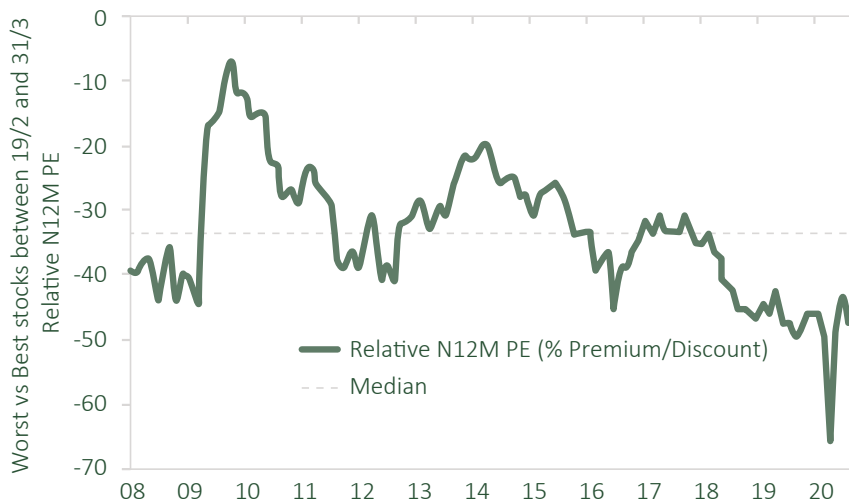
La valoración por valor en libros para el grupo de compañías de “vuelta a la normalidad” es muy atractivo

de manera acelerada y que cotiza a múltiplos muy atractivos.

- **Los plazos son decisivos.** Aunque muchas compañías que están sufriendo seguirán ahí dentro de un año, es posible que, para entonces, hayan tenido que ampliar capital, diluyendo a los accionistas actuales. Por tanto, creemos que resulta clave buscar empresas con una posición de caja holgada y poca deuda, capaces de aguantar más de un año en esa situación. Consideramos que es mejor analizar cada valor en función de sus propias características, su solvencia y su resiliencia, que buscar, simplemente, compañías baratas. Algunas empresas de “vuelta

a la normalidad” que tenemos o hemos tenido en cartera son inmobiliarias como Merlin Properties o Great Portland Estates, aerolíneas como IAG o Ryanair, operadoras de aeropuertos como AENA o Aeropuerto de Zúrich, de catering como Compass u operadores de turismo como Accor.

- En el caso de detectar compañías fuertes pero que, probablemente, deban ampliar capital, es posible que una buena idea para participar desde ahora en su mejoría sea **comprar su bonos**. Si cotizan con descuento y si, tras analizar en profundidad la empresa, consideramos que es lo suficientemente fuerte como para ampliar capital sin problemas, sus bonos deberían apreciarse.



Creemos que el PER no es un buen indicador. Para calcularlo, normalmente se utilizan los beneficios estimados para los meses siguientes, y esos seguirán deprimidos, por lo que el descuento no es tan grande como utilizando el valor en libros



¿QUÉ ES EL *PRIVATE EQUITY*?

¿Qué es el *private equity* o capital privado?

En nuestro último informe trimestral, argumentamos que los elevados niveles de valoración de las bolsas y los bajos tipos de interés hacen pensar que la rentabilidad de las carteras que solo estén invertidas en activos financieros líquidos sea, probablemente, más baja que en los últimos años o bien la volatilidad asumida sea mayor. Una de las formas de conseguir rentabilidades semejantes es contraer más riesgo; otra, asumir la iliquidez de los activos alternativos y, a cambio, obtener una mejor combinación de rentabilidad y riesgo.

En ese mismo boletín también explicamos brevemente qué son los activos alternativos —básicamente, inversiones en activos habitualmente “reales” y no tradicionales, como *private equity*, infraestructuras o inmobiliario—. Se trata de un tipo de inversión que carece de liquidez durante un periodo de alrededor de diez años y en la cual suele darse una elevada alineación de intereses con los equipos gestores, dado que invierten importes relevantes de su patrimonio en los fondos que gestionan.

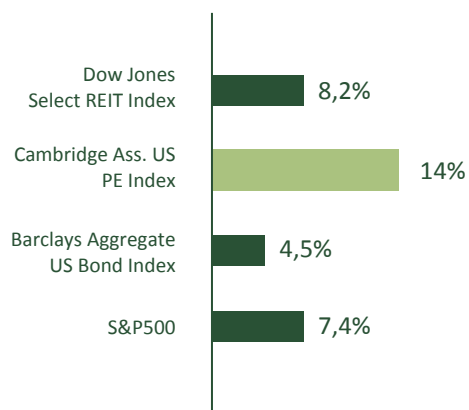
Entre los activos alternativos, distinguimos como grandes categorías el *private equity* o capital privado, la deuda privada, las infraestructuras y el inmobiliario. En estos momentos, hemos puesto a disposición de nuestros clientes un fondo de capital riesgo (FCR) que invierte, de manera ordenada y diversificada, en las

cuatro categorías. En esta ocasión, vamos a abordar la primera de ellas.

Hemos puesto a disposición de nuestros clientes un fondo que invierte simultáneamente en *private equity*, deuda privada, infraestructuras e inmobiliario

El *private equity* es un proceso de inversión por el cual se toman participaciones, normalmente de control, en

Retorno de PE vs Otros Activos - 10 años



Fuente: Carlyle, Cambridge Associates, Thomson One.

compañías no cotizadas. El objetivo es obtener un buen retorno sobre la inversión, aplicando la experiencia y las capacidades operacionales del equipo gestor especializado, para optimizar la gestión de la compañía y venderla en un plazo que, generalmente, oscila entre cinco y siete años. Los inversores más habituales de este tipo de activo son los institucionales y la banca privada, ya que, normalmente, es preciso aportar sumas elevadas para acceder a estos fondos y la inversión es ilíquida durante un periodo prolongado.

¿Por qué invertir en *private equity*?

Por rentabilidad y diversificación. Se trata de un activo que, históricamente, ha sido más rentable que las bolsas a cambio de iliquidez. Además, cuando se ha añadido a una cartera como complemento o sustituto de otros activos, ha demostrado su capacidad para reducir la volatilidad total de dichas carteras, manteniendo o incluso incrementando su rentabilidad. Sin embargo, no se trata de un activo homogéneo, y la rentabilidad de cada inversor dependerá de múltiples circunstancias.

Algunos críticos argumentan que, como los fondos de *private equity* apalancan las compañías que compran, su principal fuente de extrarrentabilidad proviene de dicho apalancamiento y no del buen hacer de los gestores. Sin embargo, el papel del equipo gestor en este activo

no se limita únicamente a participar en la decisión de comprar o vender, sino que apoya, con su experiencia, la gestión diaria de la empresa participada, contribuyendo a crear valor, lo cual resulta clave en estas inversiones. De hecho, los gestores de estos fondos, generalmente, se especializan en un segmento específico.

El papel que desempeña el equipo gestor de fondos de capital privado contribuye a crear valor en las empresas participadas

En cuanto a los **tipos** de *private equity*, cabe distinguir dos clasificaciones, en función de **la fase (de madurez)** en la que esté la empresa en la que se invierte o según el **tipo de inversión (estilo de entrada en el capital)** que se lleve a cabo:

- Con base en la **madurez** de la compañía, se puede hablar de *venture capital* (fase más incipiente) y los *buyouts* (más madura). En el primer caso, se suele hablar de empresas con pocos ingresos, sin capacidad de apalancamiento y que, normalmente, todavía pierden dinero. En el segundo, se trata

Distintos tipos de inversión en *private equity*



Fuente: MCH

de compañías más maduras con flujos de caja teóricamente estables.

- Con base en el **estilo de la entrada en el capital** de la empresa, se habla de primarios (compra de compañías de manera tradicional), secundarios (compras a partícipes de otros fondos que necesitan liquidez, normalmente a cambio de un descuento) y de coinversión (el que controla la empresa es otro gestor al que se acompaña participando en el capital de esta).

¿Por qué es muy difícil acceder a los mejores fondos sin un fondo de fondos?

Porque, por una parte, las rentabilidades de los mejores gestores de *private equity* se desvían mucho, en general, respecto de la media y son recurrentemente buenas. Además, acceder a los mejores gestores suele ser muy complicado debido, por un lado, a los elevados importes exigidos en cada fondo, y por otro, a que los mejores fondos tienen prácticamente comprometido el capital de los nuevos fondos a inversores que están satisfechos por su performance en fondos anteriores.

¿Cómo funciona el proceso de inversión y desembolso en un fondo de *private equity*?

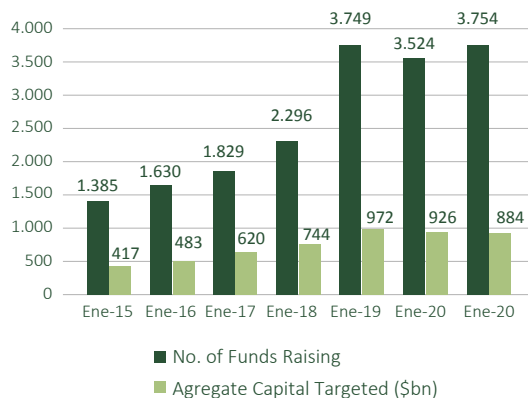
Cuando un cliente decide entrar en un fondo de *private equity*, “compromete” un capital: es el máximo que quiere invertir en este. A diferencia de los fondos de bolsa, en el caso del *private equity*, a partir de ese momento el equipo gestor tiene que buscar las inversiones que

quiere acometer. Por tanto, no exigirá al cliente que desembolse todo el capital comprometido, sino que irá pidiendo (*capital calls*) el dinero a medida que lo vaya necesitando. Una particularidad de los fondos de *private equity* es que, como el periodo de inversión es muy intenso en plazo, al tener que analizar multitud de compañías objetivo, las comisiones se cobran sobre el capital comprometido y no sobre el desembolsado. Esto, junto con la lógica falta de rentabilidad durante los primeros meses, suele generar un impacto negativo en forma de elevados costes (y rentabilidad) en la fase inicial del ciclo de vida de los fondos de *private equity*, si bien este efecto, conocido como curva J, se diluye posteriormente.

El desembolso del capital comprometido por el inversor será paulatino, a medida que vaya siendo necesario

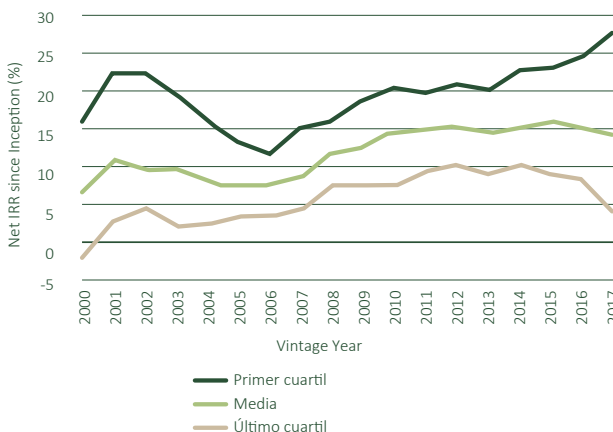
En un fondo de *buyouts*, lo normal es que el capital se invierta totalmente a lo largo de los primeros tres a seis años. A medida que se van comprando empresas, se pasa a una etapa de generación de valor en la que el equipo gestor intentará optimizar la situación de la compañía para poder venderla más cara. Para ello, tratará de hacerla crecer, consolidar otras empresas del mismo sector, reducir costes... De este modo, a medida que las compañías estén preparadas, irán pasando a la fase de desinversión. En esta, algunas se podrán vender de forma oportunista, muy rápidamente, pero lo habitual

Volumen acumulado y comprometido cada año en fondos de PE



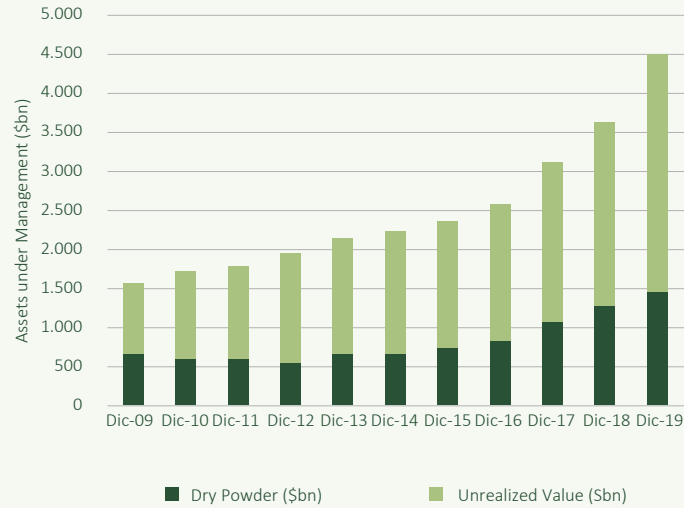
Fuente: Preqin Pro

En PE hay una gran diferencia entre los mejores fondos y la media



Fuente: Preqin Pro

Private Equity: Activos bajo gestión 2009-2019



Fuente: Preqin Pro

es que la citada fase comience alrededor del quinto año y se prolongue hasta el final. Al respecto, una cuestión importante es que, como la inversión se va a haciendo poco a poco y el periodo de madurez típico de una empresa es unos cinco años, normalmente no se pide a los clientes todo el capital comprometido, ya que pueden tener salidas que compensen la necesidad de nuevas peticiones de dinero.



CAMBIOS EN LOS PATRONES DE CONSUMO

Una casa estadounidense hizo hace poco un análisis interesante: tan solo el 4% de las compañías listadas norteamericanas han generado riqueza en 90 años. La rentabilidad de una estrategia de comprar y mantener un valor típico del mercado de Estados Unidos entre 1926 y 2019 ha sido de -2,8%, y en un contexto internacional, en el periodo 1990-2018, el retorno habría sido del -14,9%. ¿Sorprende? No debería. En 1969, Stanley Kubrick decidió poner el nombre de Pan Am al transbordador espacial que sale en la película *2001: Odisea del espacio*, porque era la aerolínea que creía que tenía más posibilidades de seguir en funcionamiento muchos años después, pero, apenas solo dos después del estreno, en 1971, quebró.

El mundo cambia; y la tecnología y nuestros hábitos de consumo, también. **Cuando finalmente pase la COVID-19, el mundo no será igual**; impactos como el de esta pandemia cambian las cosas para siempre. Por eso creemos que merece la pena dirigir parte de nuestra cartera de **inversión hacia las tendencias más innovadoras**, para estar por delante. El miedo y el confinamiento han tenido un impacto importante en la forma de vivir de la sociedad, y algunos cambios van a ser muy importantes y rápidos. Y, como estos giros aún

se están produciendo, muchas empresas todavía tienen la oportunidad de aprovecharlos. Según la consultora McKinsey, los efectos más directos que esta pandemia va a tener en el consumidor afectan a una mayor tendencia *online*, al impacto sobre la fidelidad a las marcas de calidad, a la necesidad de una mayor higiene y a la configuración del hogar como centro de vida.

La mayoría de los cambios en los hábitos de consumo producidos con la irrupción de la pandemia no serán pasajeros

La sociedad actual se preocupa más por la salud, la higiene y la calidad de vida, y los Estados van a acometer un **gasto sanitario** mucho más elevado. Por su parte, el **teletrabajo** ha venido para quedarse y está cambiando nuestra forma de relacionarnos en casa, en la oficina y con la hostelería; intensifica la necesidad de ciberseguridad, de servicios en la nube y de ancho de banda, e incrementa demanda de *hardware*. La parte de la sociedad (personas mayores, en especial) hasta ahora más reacia a las nuevas tecnologías se ha visto obligada a utilizarlas, haciendo la compra desde casa, realizando

videollamadas o consultando su extracto bancario a través de Internet. Las generaciones más jóvenes han cambiado el consumo de televisión y cable por *streaming* y prefieren el *gaming* a salir con sus amigos o ir al fútbol... Muchos de estos cambios, para bien o para mal, ya no tienen vuelta atrás.

Creemos que las compañías que se beneficien de los cambios en los ámbitos de consumo pueden ser claras ganadoras a largo plazo. Queremos aprovecharnos de la velocidad de estos cambios sociales para encontrar una serie de **movimientos tectónicos** (lentos pero masivos) que permitan invertir en ese tipo de empresas, que lograrían un fuerte crecimiento.

Nuestra estrategia de inversión busca aprovechar estos cambios y apostar por las empresas que se verán beneficiadas por las nuevas tendencias

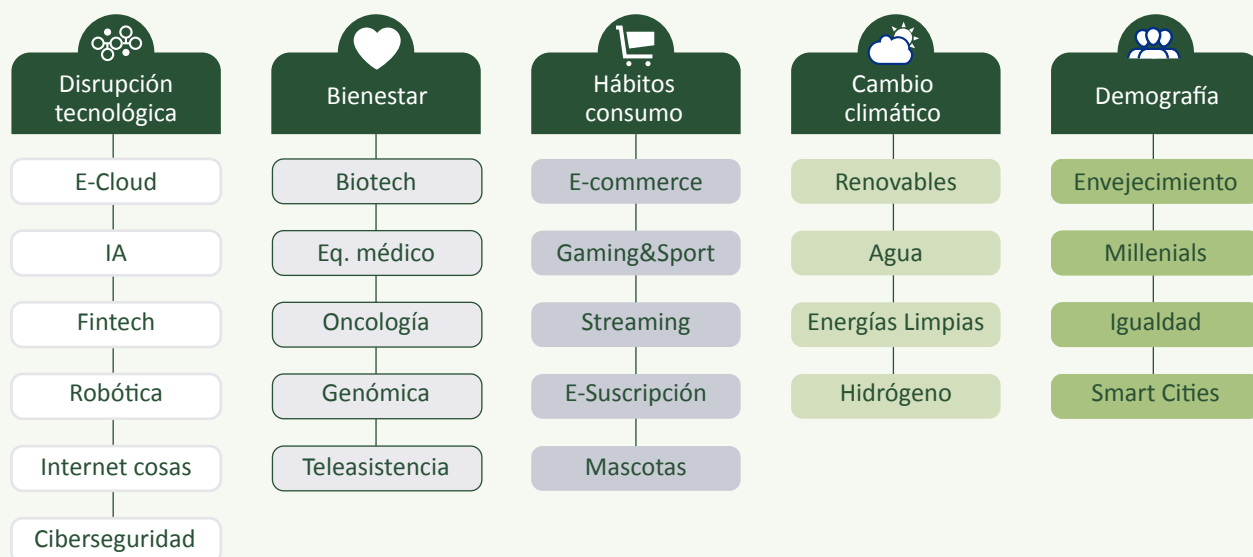
Comercio online. Tal como ya hemos comentado, cada vez más personas compran *online*, pero, además, también aumentan cada vez más el porcentaje de la cesta de la compra en Internet. Otro canal en auge son nuevos productos en la Red o el crecimiento de otros que no funcionaban. Un ejemplo de los primeros serían las plataformas web de comercio agrícola; y, de los segundos, el fortísimo incremento de la venta *online* de **ropa y calzado**, que, hasta hace bien poco, no terminaba de funcionar. Por último, respecto a la acusación a las

grandes plataformas que siempre ha existido de que destruyen el negocio minorista, si bien es cierto que muchos negocios tradicionales han desaparecido, también lo es que está a su alcance la posibilidad de ceñirse a utilizar las **grandes plataformas** para la venta online, sin necesidad de tener que poseer y pagar una estructura comercial. De hecho, la red minorista de nueva creación que está apareciendo alrededor de negocios como Amazon es espectacular.

Gaming. Esta industria de ocio *online*, hasta ahora muy volátil, con unos resultados muy irregulares para las productoras de juegos, poco a poco ha ido mejorando. Existen varios motivos. Por una parte, muchas productoras han ido convirtiendo sus éxitos en **franquicias** que van actualizándose con el tiempo. Por otra, la posibilidad de realizar descargas *online* ha eliminado la necesidad de remunerar al intermediario, haciendo los productos más baratos y con mayor margen. Otros factores que han influido en el incremento de los márgenes han sido la aparición de los juegos como fenómeno social —**e-sports**—, que permite monetizarlos con publicidad, y la novedad de los juegos “gratis”, en los que se paga por mejoras y que se han convertido en una gran fuente de ingresos.

Streaming. Las plataformas *online* de contenidos están ganando muchísima popularidad. Su precio relativamente bajo, la calidad, la constante actualización y la facilidad de uso (multiplataforma) han contribuido al éxito. Existen dos grandes tipos de servicios: vídeo y música. En el primero, **Netflix** es claramente el líder, pero hay competidores como Hulu, Facebook o Amazon Prime

Temáticas para una nueva economía

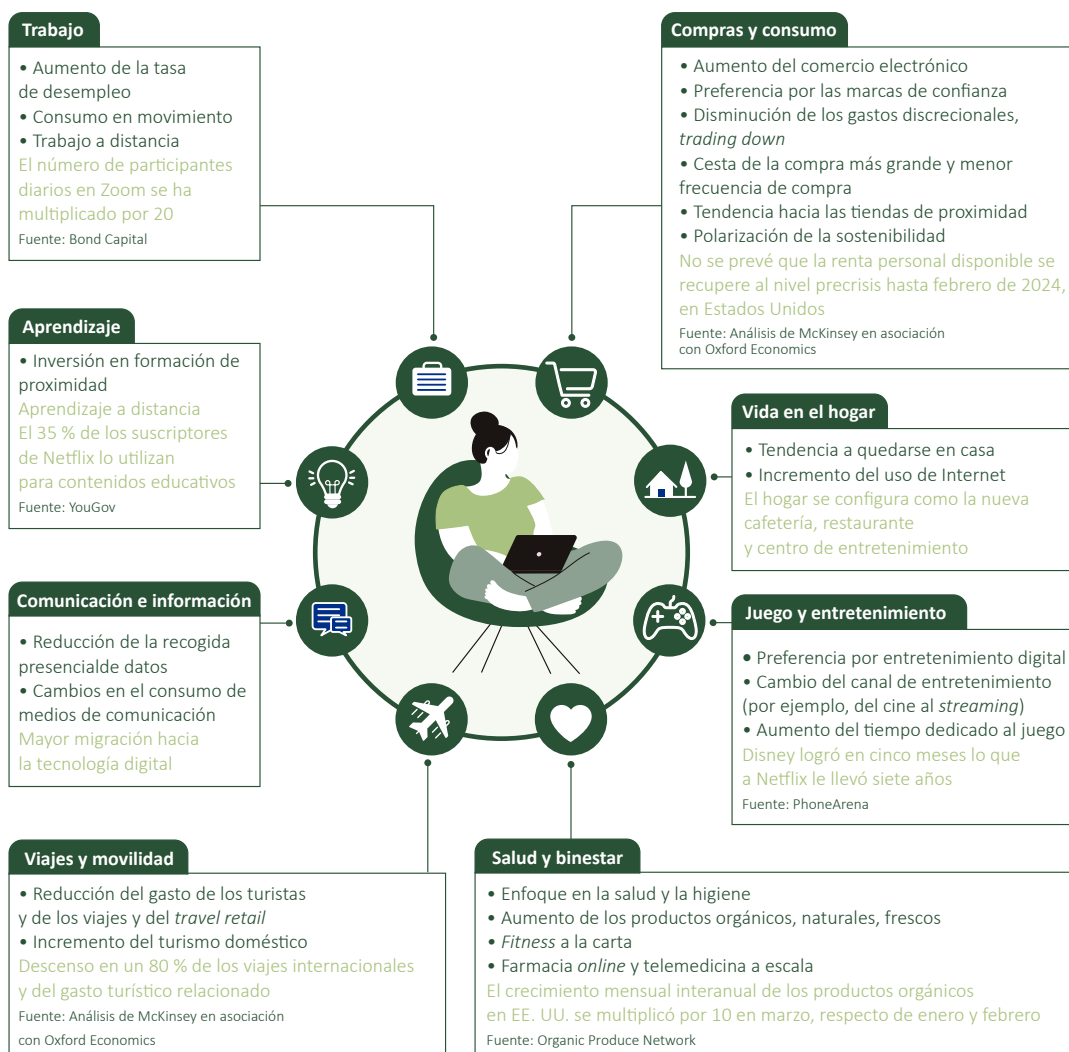


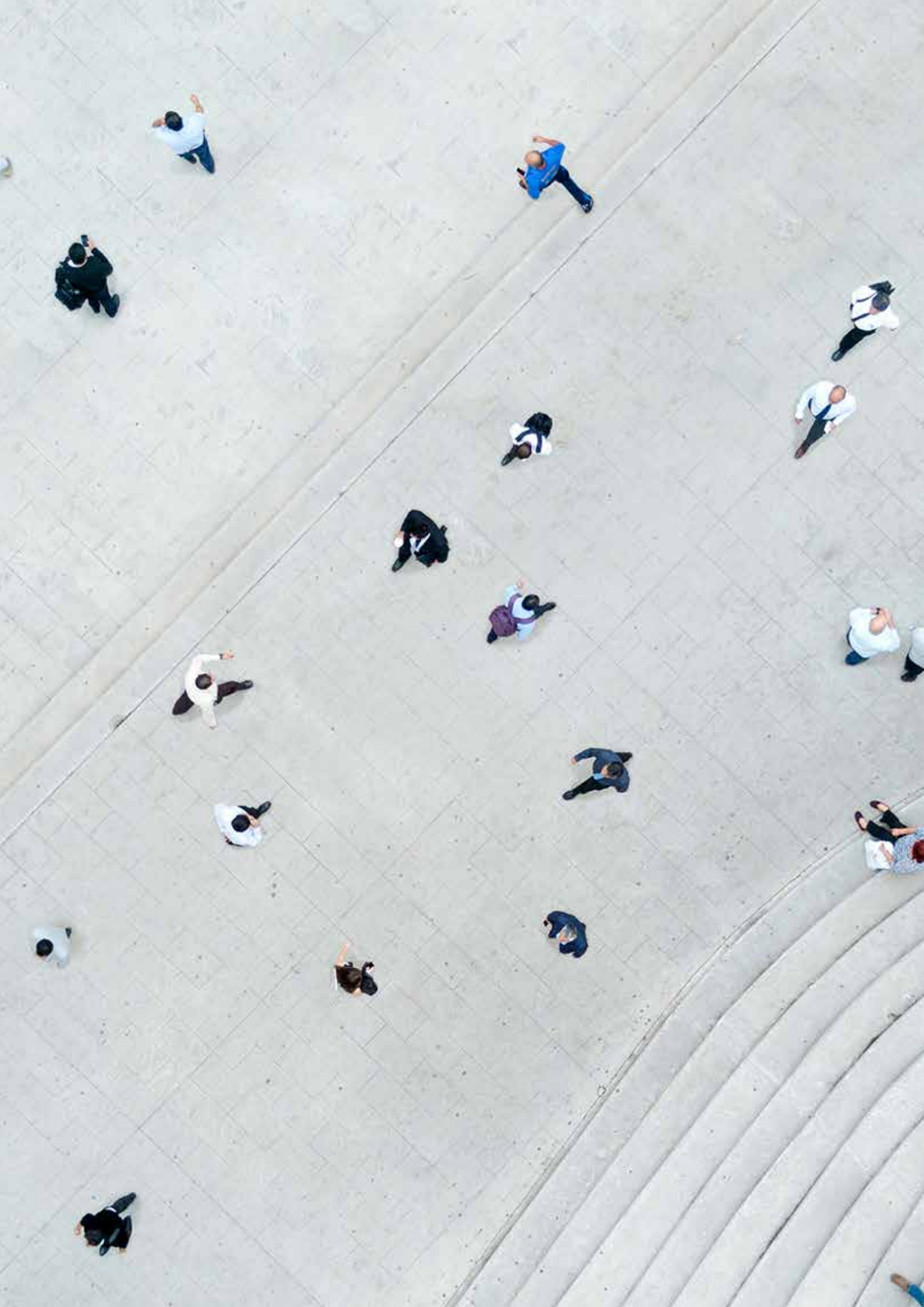
que están disputándole la corona. Muchas empresas se benefician de una tendencia que está cambiando la forma de ver la televisión... y el cine. Durante el confinamiento, se han estrenado películas directamente en algún servicio de *streaming*, en vez de en el cine. En el caso de la música, el líder es **Spotify**, seguido por Apple, pero hay otro tipo de ganadores, como los dueños de los contenidos (Universal Music) o sus accionistas (Tencent, Vivendi...). Por último, la aparición de las plataformas está facilitando a los cantantes y compositores autoproducir sus obras.

Mascotas. Aunque pueda parecer un ámbito anecdótico, reviste una gran importancia. De hecho, hoy en día, en el **65% de los hogares estadounidenses hay una mascota** y, si ese ratio se acaba extrapolando al resto del mundo, el negocio va a ser muy grande. Pero, además, el gasto

en animales de compañía está cambiando. Ha aparecido el “seguro” que permite planificar el gasto que van a suponer un animal y ha provocado la aparición de hospitales veterinarios, cambiando la configuración tradicional del veterinario local como negocio. Al mismo tiempo, en la sociedad actual se trata a las mascotas como “algo más que un animal”, por lo que el **gasto anual** en ellas **es cada vez más elevado**. Finalmente, este negocio se está volcando hacia el mundo *online*, permitiendo la disrupción en forma de nuevos negocios entrantes y la salida de los que no son capaces de adaptarse. En los últimos años, un porcentaje cada vez mayor de la comida de perros y gatos se compra *online*, y los accesorios, aunque en menor medida, siguen el mismo camino.

Cambios provocados por la Covid 19







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: 149,25 M€
- Duración cartera renta fija: 4,12 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Internacional
- Fecha de lanzamiento: 20/07/2016

Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0164723001	1%+5% éxito	10,0163
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,2683
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,3327

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO

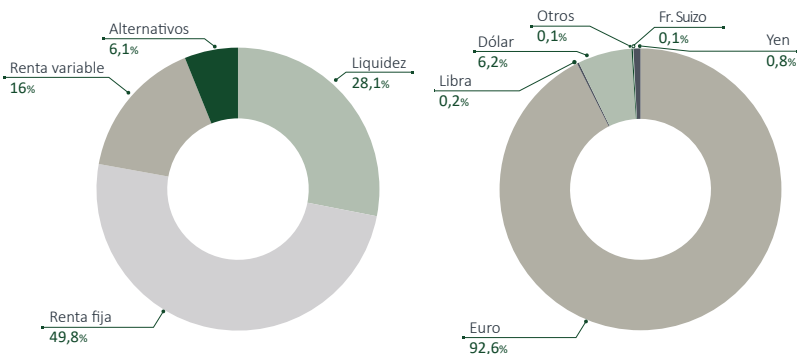


RENTABILIDADES

	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%	0,73%	0,66%	-0,41%				-1,51%
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
	-1,51%	-2,01%	-0,41%	0,25%	0,97%	5,64%	-0,60%	0,16%	0,04%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS

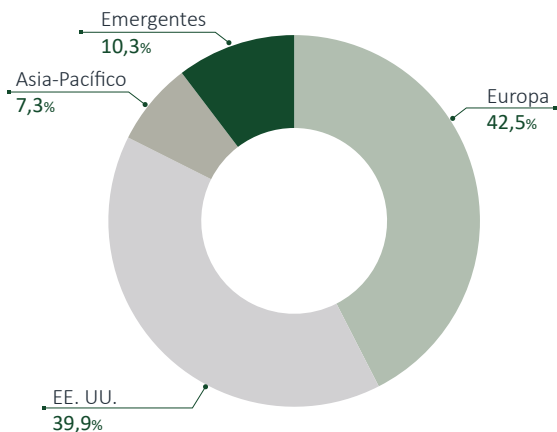


PRINCIPALES POSICIONES

Posiciones General	
Posición	Peso
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	13,71%
MUTUAFONDO FI L EUR	10,19%
AMUNDI 3M I	4,73%
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	4,68%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	4,11%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	3,48%
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	3,16%
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	3,15%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	3,06%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND DEA	2,97%

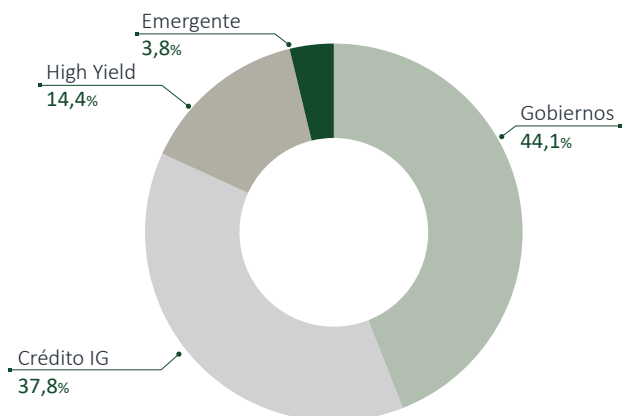
Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020. Exposición neta de coberturas.

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020.

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA

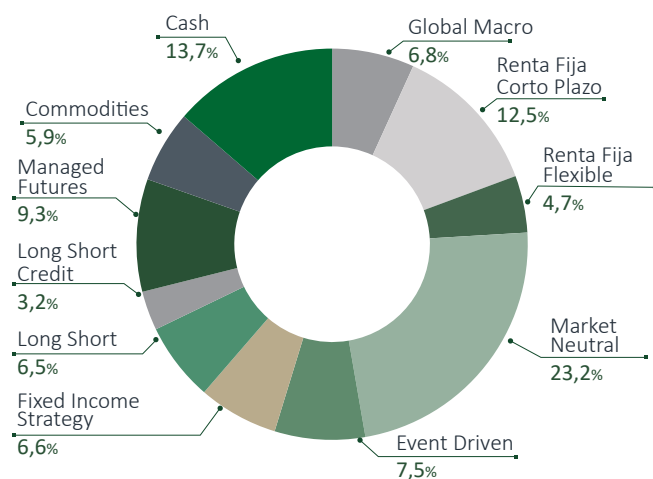


Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020.

Renta fija

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	10,20%
ISHARES GLOBAL AGGREGATE BOND UCIT ETF	4,69%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	4,11%
DPAM L BONDS UNIVERSALIS UNCONSTRAINED	3,48%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND	2,98%

TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020.

Retorno absoluto

Posición	Peso
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	3,14%
BSF EUROPEAN ABSOLUTE RETURN D2 EUR CLSD	1,37%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	1,22%
PICTET TOTAL RETURN AGORA I EUR	0,69%
UBS ETF CMCI COMPOSITE SF ETF	0,44%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Subimos la exposición en Renta Variable rebalanceando la exposición para equiponderar los pesos en Europa y EE. UU.
- Venta del CoCo de Bankia 6%.
- Transferimos parte de la exposición de 10 años USA al fondo PIMCO Euro bond.
- Compra de oro y del fondo AXA global Inflation.
- Compra táctica de un 1% de futuros Eurostoxx Banks.
- Cerramos los futuros de EuroStoxx Banks.
- Incremento de la exposición a USD comprando opciones 6%.
- Bajada táctica del peso en Renta Variable al 15%.
- Venta de credito en directo.

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: 35,91M€
- Duración cartera renta fija: 4,35 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Global
- Fecha de lanzamiento: 15/11/2017

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



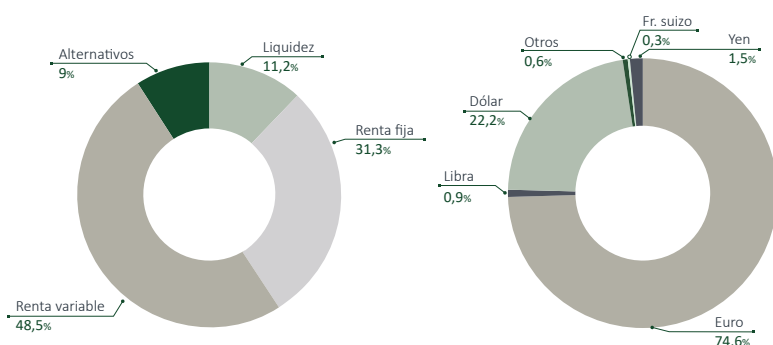
Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0168214007	1,35%+7% éxito	9,5549
CLASE B	ES0168214015	0,8%+7% éxito	
CLASE C	ES0168214023	0,58%+7% éxito	9,7543

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%	0,66%	2,58%	-1,34%				-4,30%
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
	-4,30%	-5,69%	-1,34%	1,21%	1,87%	13,12%	-1,35%	-1,09%	-0,38%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



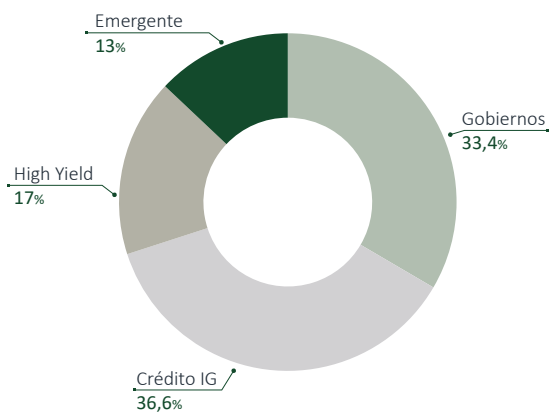
Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

Posiciones general	
Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	10,14%
MUTUAFONDO FI L EUR	7,45%
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	5,61%
AXA WF-FRM LONGEV ECO-ICUSD	3,95%
PUT SX5E 3050 DIC 2020	3,21%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,25%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	3,10%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	3,06%
AXA WF GLOBAL INFLAT SHORT DURATION I HG	2,83%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	2,81%

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020.

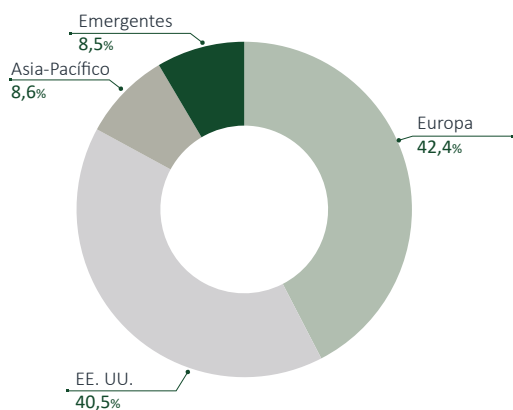
Renta fija

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	7,64%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,34%
DPAM L BONDS UNIVERSALIS UNCONSTRAINED	3,18%
AXA WORLD GLOBAL INFLATION BONDS I	2,90%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	1,88%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Venta del CoCo de Bankia 6%.
- Compra de un 1% del fondo PIMCO Euro bond.
- Compra táctica de un 4% de futuros de Eurostoxx banks.
- Cerramos los futuros de EuroStoxx Banks.
- Incremento de la exposición a USD comprando opciones 22%.
- Bajada táctica del peso en Renta Variable al 45%.
- Venta de crédito en directo.

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2020.

Renta variable

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	10,40%
AXA WF-FRM LONGEV ECO-ICUSD	4,06%
PUT SX5E 3050 DIC 2020	3,21%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	2,88%
FUT SX5E DIVIDEND DIC 23	2,59%

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



€2.400mn
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

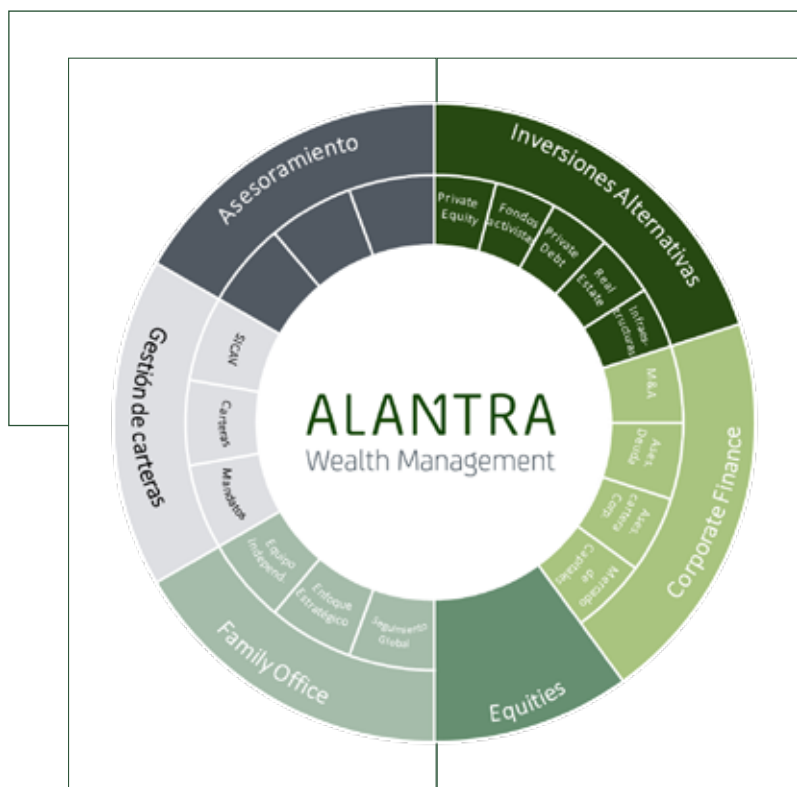
Cifras a abril 2020.

Grupo Alantra 25% del accionariado	
€443mn Capitalización bursátil	Presente en 21 países
€15.600mn Activos Bajo Gestión	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a septiembre 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.

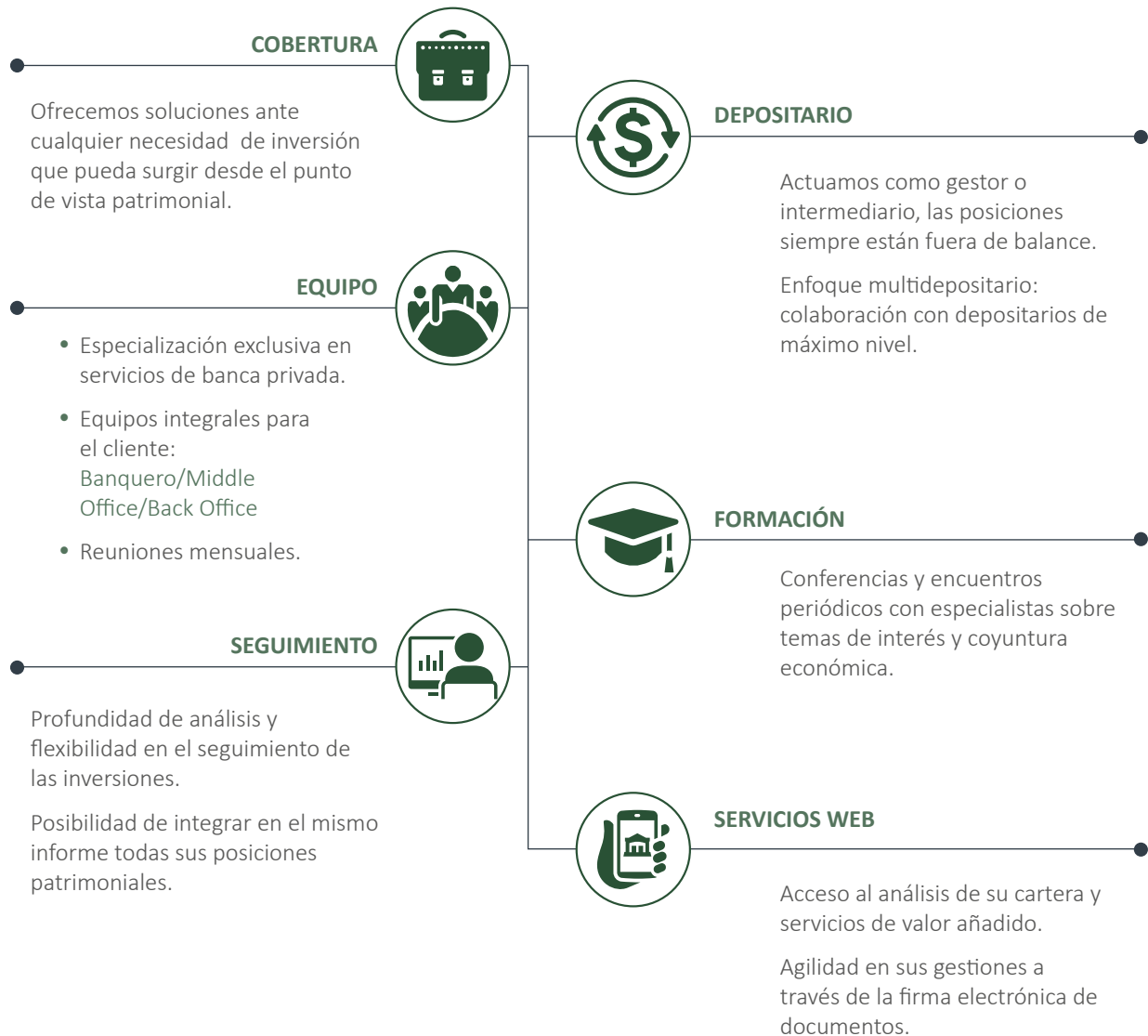
Activos alternativos

- La vision 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 (Mutuafondo 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

- Gestión dinámica con ajustes tácticos en los diferentes activos
- Personalización de la gestión
- Operativa delegada

Gestión de Carteras

- 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

- Gestión dinámica con ajustes tácticos en los diferentes activos
- Personalización de la gestión
- Operativa delegada

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
PLY

ALANTRA

Wealth Management

QTRLY

www.alantrawealthmanagement.com