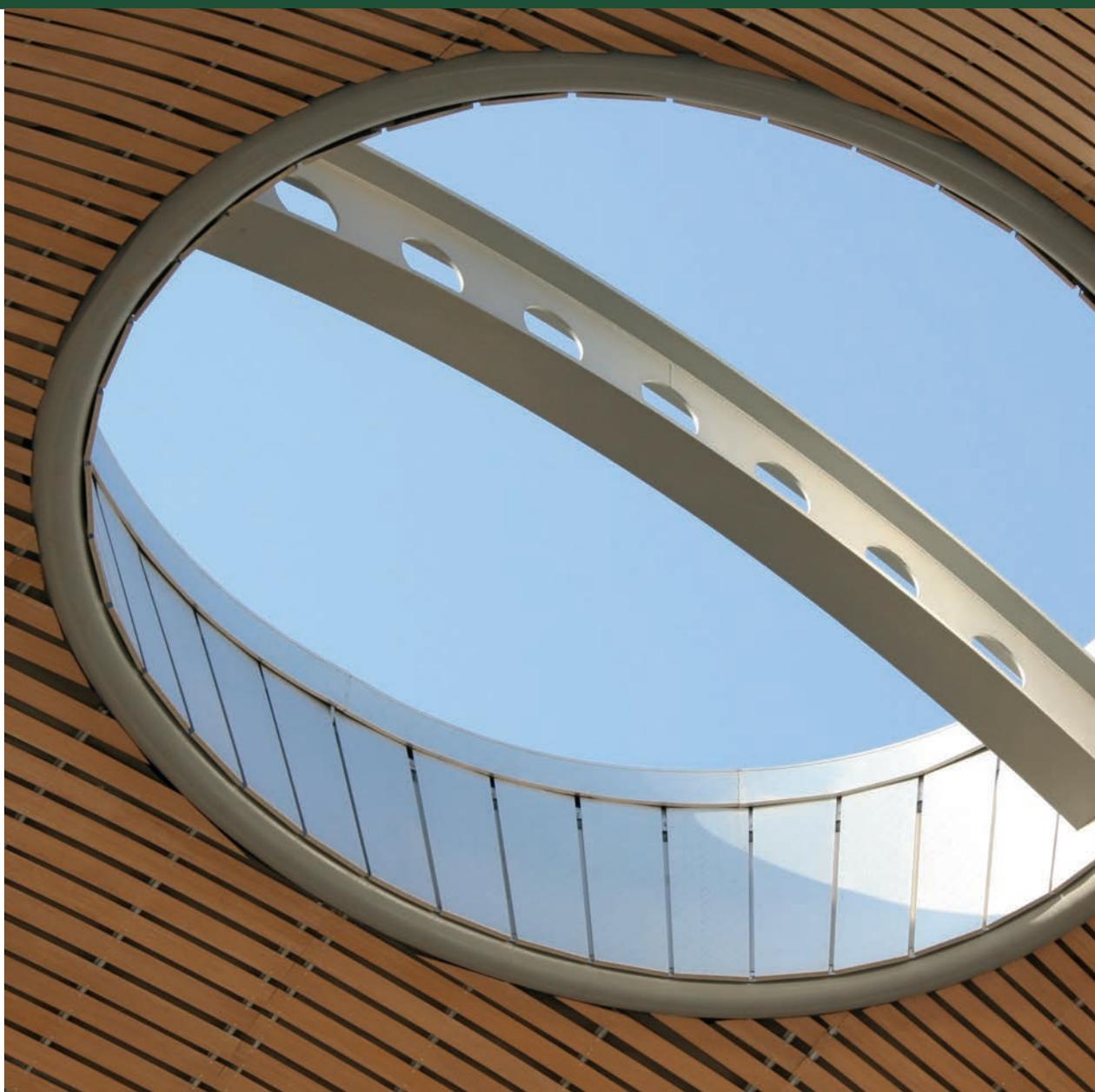


ALANTRA

Wealth Management

QTRLY



**INFORME
TRIMESTRAL**

Febrero 2021

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



Este trimestre

Nuestra visión, de un vistazo	4
Evolución de los mercados y de nuestras apuestas durante el trimestre	10
Contexto macro	12
Macro Global	12
Macro España	15
Visión de mercados	18
Análisis en profundidad	24
La sucesión de Merkel	26
El <i>bitcoin</i> , ¿qué es?	28
Invertir en infraestructuras	34
Fondos Murano	38
Murano Patrimonio FI	39
Murano Crecimiento FI	42
Sobre Alantra Wealth Management	44



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.

Gracias a la aparición de las vacunas, la ayuda de los bancos centrales y la política fiscal de los Gobiernos, a mediados o finales de este año el COVID-19 podría empezar a parecernos solo una horrible pesadilla de la que estaremos despertando. Desde luego, eso es lo que parecen pensar los mercados con el extraordinario rebote experimentado desde marzo; pero nuestra labor como gestores es preguntarnos de nuevo: ¿Dónde invierto ahora?

Este año, parece que vamos a tener más estabilidad política, aunque Alemania dará paso al sustituto de Merkel, lo que puede marcar el futuro inmediato de la Unión Europea (véase “En profundidad”, página 24). Para ello, primero nos hemos cuestionado lo que creemos que va a pasar a finales de año con el crecimiento, la inflación y los tipos de interés. Como resumen, esperamos que el PIB global rebote con fuerza el tercer o cuarto trimestre de 2021; que la inflación, por fin, se eleve este año en Estados Unidos a niveles de entre el 2% y el 3% y, sin embargo, que los tipos de interés se mantengan muy bajos. Esto último se debe a la intercesión de los bancos centrales, que quieren mantenerlos reducidos para facilitar el pago de la enorme deuda gubernamental acumulada y ayudar a pagarla deflactándola. (Véase “[Macro]”, página 12).

Tipos de interés bajos, fuerte rebote del PIB en la segunda mitad del año e incremento de la inflación en EE. UU. es nuestra previsión para este año recién estrenado

Este entorno, apodado “represión financiera” y que ya vimos después de la Segunda Guerra Mundial, es malo para los ahorradores prudentes, ya que la rentabilidad de los activos con poco riesgo es baja y negativa, si tenemos en cuenta la inflación. Los bancos centrales quieren que consumamos o invirtamos para estimular la economía y, para ello, nos dan la perversa alternativa de dejar el dinero en liquidez con rentabilidad negativa, gastárnoslo o invertirlo. Por contra, este entorno es óptimo para los inversores dispuestos a asumir riesgo: un escenario de más crecimiento y una moderada inflación, pero con bajos tipos de interés, es perfecto para la bolsa y el crédito. La mala noticia es que los inversores ya llevan años dando pasos para aumentar el perfil de riesgo de sus carteras y, hoy, todos los activos

están caros en términos históricos. Sin embargo la bolsa, aunque esté cara, destaca por su atractivo relativo: tiene más potencial que otros activos tradicionales.

En estos momentos, creemos que la renta fija privada entraña un riesgo mal remunerado, y estamos reduciendo más el peso en nuestras carteras a favor de la bolsa. En renta variable, donde queremos ser tácticos, no vemos mucho valor en los índices, pero sí en muchas compañías o sectores muy castigados por la pandemia, en temáticas como la transición energética o en empresas que se benefician de la disrupción (analizado en la [página 15](#)). Por último, creemos que los activos reales se pueden comportar bien en este entorno más inflacionista: es el caso de las materias primas.

En renta fija, el riesgo no está bien remunerado y, en renta variable, hay compañías y sectores que ofrecen oportunidades, bien por sufrir el efecto directo de la pandemia, bien por beneficiarse de la transición energética o de las nueva tendencias

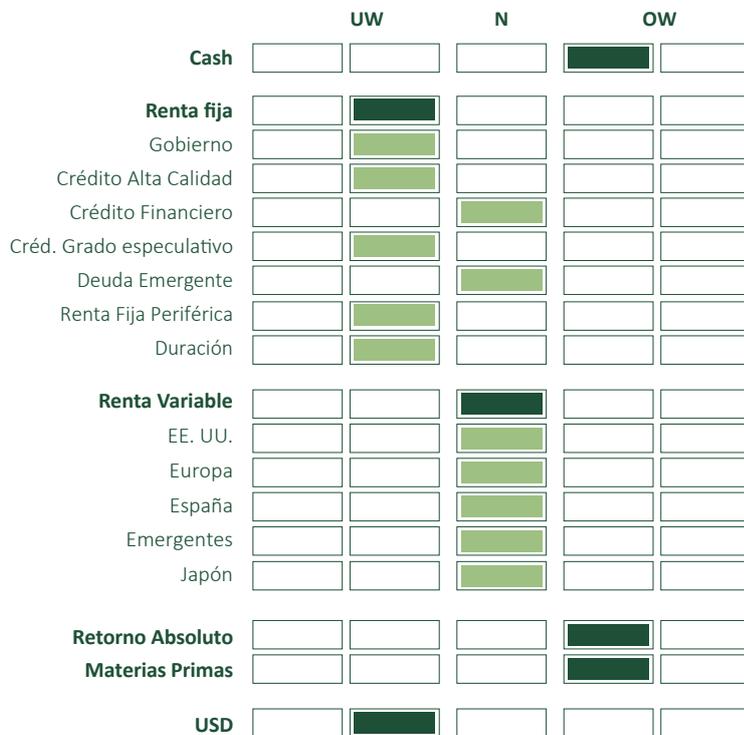
Hay otros activos que también se pueden comportar bien en este entorno y que ayudan a mejorar la eficiencia de las carteras de los clientes: los activos alternativos. En la últimas dos ediciones de esta publicación trimestral, hicimos primero una introducción general y, a continuación, pusimos la lupa en el *private equity*. En esta ocasión, analizamos en profundidad la inversión en infraestructuras ([página 32](#)).

También hemos querido hablar acerca del *bitcoin*. En 2017, el cómico John Oliver lo definió como “todo lo que no entiendes sobre el dinero combinado con todo lo que no entiendes sobre ordenadores”. En esta edición, intentamos explicar, de la manera más sencilla que hemos podido, qué es y representa ([página 28](#)).

Ponderación de las carteras respecto a los índices



Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/12/2020



Apuestas importantes

- Ligeramente infraponderados en duración, con corto del 10 años USA y estrategias de inflación.
- Peso sustancialmente menor en crédito** que en 2020 pero con voluntad de subir si hay una oportunidad, tenemos protecciones de crédito. **Bajamos deuda** subordinada financiera e **incrementamos crédito corporativo.**
- Mantenemos peso Neutral en bolsa con voluntad de subirlo. Apuesta por **transición energética, vuelta a la normalidad y cambios en patrones de consumo.**
- Infraponderación (menor en dólar).**
- Incremento de peso en activos reales y emergentes.**

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/12/2020

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

Fuente: FMI. Datos a octubre de 2020.

Mercados de renta variable		
Índice	Último	2020
MSCI World	2.010	11,7%
DJ Stoxx 600	399	-4,0%
S&P 500	3.756	16,3%
Nasdaq	12.888	43,6%
Topix	1.805	4,8%
MSCI Em	624	18,3%
CAC 40	5.551	-7,1%
DAX 30	13.719	3,5%
FTSE 100	6.461	-14,3%
FTSE MIB	22.233	-5,4%
IBEX 35	8.074	-15,5%
Volatilidad SP500	18,6	65%

Fuente: SYZ AM. Datos a 31/12/2020.

Tipos de interés			
	Último	31 dic 2019	31 dic 2018
US 10Y	0,91	1,92	2,68
UK 10Y	0,2	0,82	1,27
CHF 10Y	-0,55	-0,43	-0,18
JP 10Y	0,02	-0,02	-0,01
BD 10Y	-0,57	-0,19	0,24
FR 10Y	-0,34	0,12	0,71
IT 10Y	0,54	1,42	2,75
SP 10Y	0,05	0,46	1,41
Spread de crédito	Último	31 dec 2019	31 dec 2018
Global HY spread	293	280	449
EM spread (Hard)	218	247	306
Itraxx Main	48	44	87
Itraxx Xover	243	207	353

Fuente: SYZ AM. Datos a 31/12/2020

Previsiones PIB FMI									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PIB mundial	3,4	3,1	3,2	3,7	3,6	2,9	-3,5	5,5	4,2
Economías desarrolladas	1,8	1,9	1,7	2,3	2,2	1,7	-4,9	4,3	3,1
EEE. UU.	2,4	2,5	1,5	2,2	2,9	2,3	-3,4	5,1	2,5
Zona Euro	0,9	1,5	1,8	2,4	1,8	1,2	-7,2	4,2	3,6
Reino Unido	3	2,2	1,8	1,7	1,4	1,3	-10	4,5	5
Suiza	1,9	1	1,4	1,7	2,5	1,5	-2,5	3,6	3,1
Japón	-0,1	0,6	1	1,7	0,8	1,0	-5,1	3,1	2,4
Economías emergentes	4,6	4	4,3	4,7	4,5	3,7	-2,4	6,3	5
China	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,1	2,3	8,1	5,6
India	7,3	7,3	7,1	6,7	7,1	4,8	-8	11,5	6,8
Rusia	0,6	-3,7	-0,2	1,5	2,3	1,1	-3,6	3	3,9
Brasil	0,1	-3,8	-3,6	1	1,1	1,2	-4,5	3,6	2,6

Fuente: FMI. Datos a enero 2021.

Forward Price Earning Ratio						
País	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Europa	16,3	11,9	17,7	17,7	18,9	19,5
EE.UU.	20,9	17,2	21	28,2	23,5	20,2
Japón	15,1	12,2	15,2	23,5	17,1	14,8
Emergentes	13,9	12,4	14,2	20,1	15	13

Fuente: Morgan Stanley. Datos a 31/12/2020.

	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	2,4%	2,4%	3,2%	2,9%	-5,1%	-15,5%	16,3%	11,7%
Acumulado	35,1%	45,8%	70,3%	107,8%	42,5%	-8,6%	356,3%	200,4%
TAE	2,5%	3,2%	4,5%	6,3%	3,0%	-0,7%	13,5%	9,6%

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/12/2020.





EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS Y DE NUESTRAS APUESTAS DURANTE EL TRIMESTRE

A lo largo del cuarto trimestre de 2020, los activos de riesgo continuaron subiendo con fuerza.

La sucesiva aprobación de vacunas contra el COVID-19 y unos resultados de las elecciones estadounidenses que los mercados consideraron positivos, junto con la acomodaticia situación de la política monetaria y el impacto esperado de las medidas de política fiscal aprobadas (12% del PIB mundial), animaron a los inversores a pensar más allá de la pandemia, pese a las malas cifras de contagios.

Sin embargo, el rebote no fue lineal: los activos más cíclicos, los más afectados por el coronavirus y los más *value* se comportaron mucho mejor que los de crecimiento o calidad, revirtiendo, al menos temporalmente, la tendencia de los últimos años: industrias como las aerolíneas, la hostelería y la energía experimentaron subidas espectaculares.

Por su parte, los distintos bancos centrales siguieron comprometiendo voluntad y recursos para mantener una política monetaria ultralaxa y conseguir obtener algo de inflación.

Como consecuencia, a pesar de la espectacular rotación cíclica de noviembre y diciembre, los tipos de interés

en el mercado secundario siguieron contenidos, y las primas de riesgo, tanto de los países periféricos como las del crédito, continuaron contrayéndose, provocando magníficas rentabilidades en los activos de renta fija.

En relación con las vacunas, las de Pfizer y las de Moderna ya se están empezando a aplicar para inmunizar a la población, aunque se enfrentan a los retos de convencer al público de su seguridad y la dificultad de su distribución, ya que ambas necesitan ser almacenadas a temperaturas muy bajas. Como contrapartida, la vacuna del consorcio AstraZeneca–Oxford es algo más tradicional y se puede conservar a temperaturas más normales, aunque ha sufrido retrasos por problemas en la fase de pruebas.

Pese a la existencia de las vacunas y la ya mencionada mejora en cifras macroeconómicas, la economía real aún está siendo severamente castigada por el virus. A lo largo de noviembre y diciembre, los contagios, las restricciones y la economía en general empeoraron: Alemania está sufriendo su peor etapa desde el inicio de la pandemia, lo que ha llevado al país a aplicar importantes limitaciones a la movilidad; Nueva York y Londres han cerrado la restauración; Holanda está imponiendo un cierre a las actividades no esenciales, e Italia y Japón están aplicando medidas parecidas.

Además, el Reino Unido avisó antes de Navidad, de que había detectado una nueva mutación del virus, aunque parece que no lo hace más dañino ni debería alterar la eficacia de las nuevas vacunas. Como consecuencia de las restricciones, los datos de los sectores de servicios, los que más contacto tienen con la población, siguen siendo malos, aunque la estabilización en la actividad manufacturera (más aislada), sostiene, en cierta medida la actividad económica, apoyada también por las medidas de las políticas monetarias y fiscales.

Aunque la llegada de las vacunas a la población y de Biden a la presidencia de EE. UU. ha mejorado el comportamiento de los mercados, los efectos del covid-19 siguen causando estragos en la economía real

Otro hito importante de diciembre fue el acuerdo fiscal en Estados Unidos: finalmente, el Congreso aprobó un plan de estímulo de algo más de 900.000 millones de dólares (que ahora Biden podrá incrementar). El paquete incluye 325.000 millones de dólares en ayudas a pymes, una nueva ayuda puntual de 600 dólares para cada adulto norteamericano más 300 dólares por cada hijo menor de edad, y 300 dólares semanales para los parados. Además, se destinan fondos para ayudar a adaptar los colegios a la nueva situación causada por el covid-19, se extienden las moratorias para evitar desahucios y se ayuda a los empleados de las aerolíneas.

El acuerdo también incluye medidas más “políticas”, como una resolución para evitar que los pacientes deban pagar a los hospitales más de lo que habrían tenido que hacerlo de haber estado cubiertos por sus pólizas y otras para la lucha contra el cambio climático, incluyendo la extensión de los créditos fiscales a los desarrolladores de parques solares y ayudas al I+D en las energías eólica, solar y nuclear, así como para baterías y captura de carbono.

En el último minuto (en Nochebuena), se llegó a un acuerdo comercial entre la Unión Europea y el Reino Unido que, si bien no es bueno, es mejor que un Brexit a las bravas. El país británico ha tenido que ir haciendo

concesiones que han dibujado en una foto final que dista mucho de lo que se vendió a los votantes del Brexit, tanto en términos monetarios, como sobre la frontera irlandesa y respecto de la exigencia de la Unión de tener un campo de juego nivelado que evitase la competencia desleal del Reino Unido.

El acuerdo permite el libre comercio de mercancías a partir del 31 de diciembre (con algunas restricciones), pero no se aplica a los servicios (incluidos los financieros), que quedan pendientes de negociación. La pesca tendrá un periodo de transición de cinco años, en el que el Reino Unido recupera la soberanía de sus aguas y obtiene un incremento de cuotas del 25%; tras este periodo, el acceso de los barcos de la Unión a los caladeros británicos dependerá de negociaciones anuales. El acuerdo también permite los derechos de vuelo y el transporte de mercancías por carretera entre el Reino Unido y la Unión Europea, pero limitando los viajes a un único punto de destino; además, incluye un mecanismo de resolución de conflictos entre ambas partes, que será clave en un futuro al garantizar una competencia en condiciones semejantes. Este último matiz es clave: el Reino Unido podrá decidir su propia normativa en aspectos como el mercado laboral, las exigencias medioambientales o las ayudas a las compañías, pero, si se considera que como resultado compite de manera desleal con la Unión, el arbitraje del mecanismo de resolución impondrá aranceles de manera casi automática.

Por último, conviene señalar que el 16 de diciembre se consiguió aprobar el presupuesto de la Unión Europea para los próximos siete años, junto con el Plan de Recuperación, tras lograr que Polonia y Hungría levantasen su veto. Una vez que sea ratificado por los Estados miembros, 1,8 billones de euros se invertirán en ayudar a estimular la economía, con especial énfasis en los proyectos sostenibles y las energías renovables.

¿Qué hemos hecho en las carteras?

Las decisiones más relevantes del trimestre han sido bajar, de forma sustancial, el peso en la renta fija privada, donde vemos poco valor a estos precios, e incrementarlo en la renta variable, hasta un nivel cercano a la neutralidad. Lo hemos hecho, principalmente, en Europa y de manera asimétrica, comprando derivados que nos permitan participar de forma progresiva en las subidas, pero que limiten el riesgo en caso de corrección.

CONTEXTO MACRO

Macro Global

A lo largo de los últimos meses, el extraordinario apoyo monetario y fiscal de los bancos centrales y los Gobiernos —que han inyectado liquidez en los mercados, en las empresas y en los bolsillos de las familias—, así como el rápido desarrollo y despliegue de las vacunas, han permitido una mejoría de las expectativas de los ciudadanos y los inversores.

Este escenario nos lleva a reflexionar sobre lo que creemos que es el debate más importante en estos momentos: el de los tipos de interés y la inflación. ¿Vamos a ver un repunte de la inflación? De producirse, ¿cómo responderán los tipos de interés?

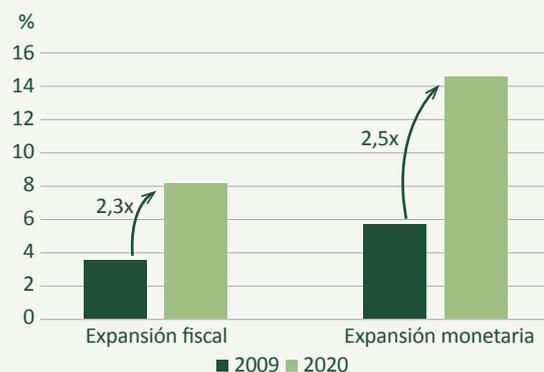
Resumiendo mucho: los mercados descuentan un escenario en el que la inflación norteamericana rondará el 2% en los próximos años, pero los tipos de interés seguirán siendo muy bajos.

Sin duda, este contexto de bajos tipos de interés reales y crecimiento económico moderado, apodado *Goldilocks* (en referencia a la protagonista del cuento *Ricitos de Oro y los tres osos*), sería muy benigno para la bolsa y el crédito corporativo de peor calidad. Por un lado, las empresas se beneficiarían de la recuperación económica, aumentando sus beneficios y reforzando sus balances; por otro, los bajos tipos de interés (reales) mantendrían el atractivo relativo de los activos de riesgo frente a la deuda pública. Aunque, seguramente, este sea el escenario más probable, no

podemos descartar otros, donde la recuperación sea más floja o en los que una mayor inflación genere un repunte de los tipos de interés. Entremos ahora en el debate.

Creemos que el escenario más probable es que la inflación repunte, apoyada en unos precios del petróleo muy superiores a la media del año pasado, pero, también, gracias a una economía en recuperación, una política monetaria extremadamente acomodaticia y un elevado gasto de los Gobiernos (política fiscal). Tal como comentábamos al comienzo, las expectativas de inflación en Estados Unidos ya descuentan una inflación superior al 2% en los próximos años, lo que nos parece un escenario realista.

Expansión fiscal y monetaria de los países de la OCDE (% PIB)



Fuente: B. de Japón, Reserva Federal, B. Cental Europeo, Bruegel Institute.

El mundo volverá a crecer en 2021



Fuente: OCDE.

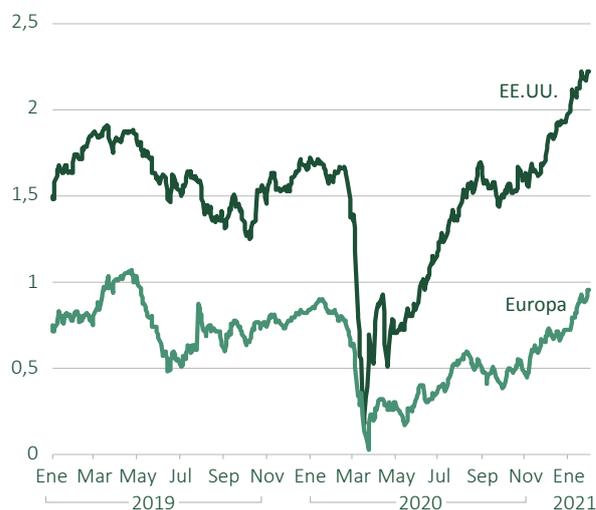
Con todo, lo que no esperamos que repunten son los tipos de interés. Uno de los resultados más visibles de la pandemia ha sido el fuerte aumento del déficit público en la mayor parte de las economías desarrolladas, lo que nos ha llevado a niveles de endeudamiento que no veíamos desde la Segunda Guerra Mundial (en España, por ejemplo, ya ronda el 120% del PIB). Este escenario solo es sostenible en un entorno en el que los tipos de interés se mantengan cercanos a sus mínimos históricos, manteniendo, así, un bajísimo coste de la deuda. Sin embargo, con los tipos de interés en niveles mínimos, el porcentaje del gasto público destinado al pago de intereses apenas ha variado en los últimos años.

Creemos que el escenario más probable es el del repunte de la inflación, pero no que ocurra lo mismo con los tipos de interés, cuya subida tardaría en producirse

Mientras los niveles de endeudamiento público se mantengan en cotas tan elevadas, los bancos centrales tratarán de mantener los tipos de interés artificialmente bajos, incluso si la inflación llegase a repuntar: solo así será posible mantener la estabilidad de las cuentas públicas y reducir, paulatinamente, el stock de deuda en términos reales. A lo largo de los últimos treinta años, los bancos centrales se autoimpusieron un techo del 2% de inflación; cuando esta se acercaba a dicho límite o lo superaba, subían los tipos de interés, para evitar un recalentamiento de la economía.

Sin embargo, diversos factores, como una población más envejecida y menos proclive al gasto, el efecto

Las expectativas de inflación crecen más rápido en EE.UU. que en Europa



Fuente: Bloomberg

de la tecnología y el exceso de apalancamiento de la economía, han provocado un entorno deflacionista o, al menos, uno en el que, para los bancos centrales, es más difícil generar inflación que reducirla. La Reserva Federal norteamericana nos lo aclaró, en la última reunión de banqueros centrales el pasado verano en Jackson Hole (Wyoming, Estados Unidos): a partir de ahora, el objetivo que se ha marcado va a ser mantener la inflación media en torno al 2%, lo que, implícitamente, supone aceptar niveles superiores durante buena parte del ciclo. Por su parte, el Banco Central Europeo se encuentra en un proceso de revisión de sus objetivos de política monetaria, pero ya nos está guiando en la misma dirección.

Un escenario con tipos de interés bajos e inferiores a la inflación es, por definición, uno de tipos de interés



Fuente: Hedgeye.



Tipos reales negativos: expectativas de inflación por encima de los tipos a 10 años



Fuentes: Bloomberg.

reales negativos. Si al tipo de interés de la deuda pública le restamos las expectativas de inflación, el resultado son los tipos de interés reales o, dicho de otra forma, la rentabilidad real esperada para el inversor después de la inflación que descuentan los mercados para ese periodo.

Hoy, los tipos de interés reales son negativos en todo el mundo desarrollado. A modo de ejemplo, el bono del Tesoro español a diez años cotiza con una rentabilidad (anual) del 0,09%, la más baja de nuestra historia. Si asumimos que la inflación media del periodo podría rondar el 1%, la rentabilidad real esperada para quien compre ese bono y lo mantenga a vencimiento rondaría el -1% anual; esto supondría una pérdida de casi un 10% en términos de poder adquisitivo, al cabo de diez años. No parece una gran inversión.

En resumen: esperamos un escenario con un repunte de la inflación, de forma especial en EE. UU., pero donde los tipos de interés se mantengan bajos porque los elevados niveles de deuda lo hacen necesario. Aunque seguramente este sea el escenario más probable, no podemos descartar otros donde la recuperación sea más débil o en los que la mayor inflación genere un repunte de los tipos de interés.

Macro España

La economía española está especialmente afectada por la evolución de la covid-19 y las restricciones a la movilidad, debido a que, entre otros factores, nuestro país está muy expuesto a los servicios presenciales, como el turismo.

La recesión de 2020 ha destruido la mitad del crecimiento conseguido entre 2013 y 2019, y nos está costando recuperar terreno en el plano económico, a pesar del fuerte esfuerzo fiscal de la Administración. En el tercer trimestre de 2020, se percibió una sensible mejoría cuando acabó el confinamiento domiciliario, pero se ha notado una ralentización en el cuarto trimestre si bien algo menor de la esperada (+0,4%), como consecuencia de unas restricciones superiores, lo que nos llevará a un -11% en 2020.

Así, el ritmo de recuperación de la economía española en el tercer trimestre de 2020 fue, en términos relativos a la caída del primer semestre, uno de los menores de la Unión Europea (aunque, en términos absolutos, sí destacó positivamente).

A nivel de gasto, se observó un incremento en cuanto se redujeron las restricciones a la movilidad, pero se estabilizó a mediados de verano y en noviembre,

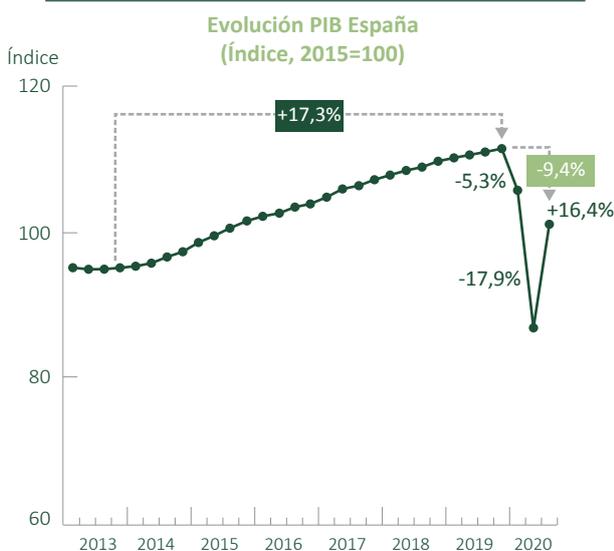
momento en el que empezó a empeorar, a pesar del anuncio de la efectividad de las vacunas. De hecho, indicadores como el gasto con tarjetas de crédito apuntan a un empeoramiento en la recta final del año.

En el gráfico de la página siguiente, podemos observar cómo, a partir de mayo, algunos sectores como la construcción y el transporte empezaron a contratar, pero otros, como la hostelería, continuaron prescindiendo de personal. Queda claro que los sectores sin contacto con el público se recuperan mejor que los que sí lo tienen, más afectados por las restricciones. En esa línea, la inversión vivió, en el tercer trimestre, un crecimiento significativo del 21,7% inter trimestral, destacando el comportamiento de los bienes de equipo; además del efecto base por la fuerte caída en el segundo trimestre, dicho crecimiento estuvo apoyado en la inversión en sanidad y en la relativamente buena evolución de las exportaciones de bienes.

Entre los efectos negativos que ha tenido la pandemia, se puede señalar que el turismo extranjero continuó en niveles mínimos en el tramo final del año, mostrando caídas del gasto realizado por visitantes extranjeros cercanas al 90% en octubre y noviembre. Algunas previsiones apuntan a que, aunque en 2021 podríamos

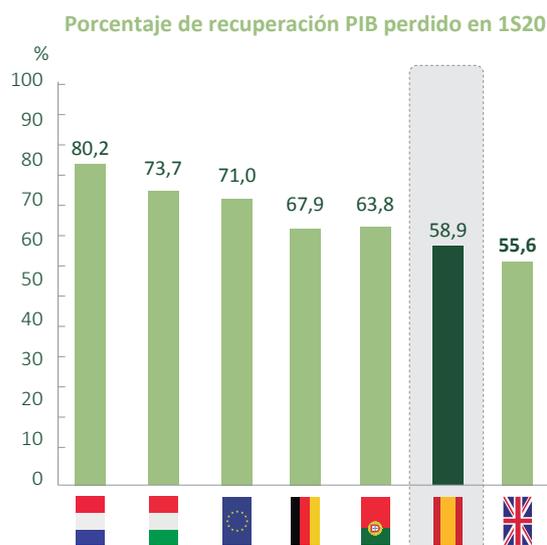
El PIB español alcanzó un crecimiento intertrimestral de +16,4% en 3T20, recuperando de ese modo ~60% de la caída observada en el primer semestre

A pesar de la importante recuperación en 3T20, el PIB todavía mostraba un descenso de -9,4% frente a 4T19



Este descenso de -9,4% frente a 4T19 representaba aproximadamente la mitad del crecimiento entre 4T13 y 4T19

Entre las principales economías europeas, España presentó una de las menores recuperaciones en 3T20



España se situó -12,1 p.p. por debajo de la recuperación media de los países de la Eurozona

rondar un 70% del impacto del turismo en el PIB comparado con 2019, no recuperaremos los niveles previos al COVID-19 hasta 2024.

Por su parte, las finanzas públicas continúan recogiendo los efectos del impulso fiscal llevado a cabo para paliar los efectos de la actual crisis sanitaria, elevando la deuda pública hasta el 117,2% del PIB el pasado noviembre, lo que supone unos 23,5 puntos porcentuales más que a finales de 2019 (95,5%).

La economía española se recupera más lentamente que la media de la UE, en parte por la importancia de servicios presenciales como el turismo extranjero, que continúa en niveles mínimos

Creemos que la economía española estará soportada en 2021 por el estímulo fiscal (incluido el apoyo de la Unión Europea) y por una demanda contenida del consumidor, que debería llegar cuando la vacunación empiece a mejorar el ánimo y la capacidad material de los ciudadanos para salir a la calle. Una mejor situación patrimonial de los hogares en comparación con la anterior crisis, la flexibilización de los costes para las empresas, junto con unos bajísimos tipos de interés y unos precios del petróleo relativamente contenidos también suponen apoyos al crecimiento económico.

Del lado negativo, tenemos amenazas como la propia pandemia y la destrucción de empresas —que ya no estarán ahí para volver a contratar—, así como una posible ralentización en la recuperación del turismo

y el impacto de un euro cada vez más fuerte. El rápido ascenso de la tercera ola de contagios vuelve a incrementar la incertidumbre sobre la capacidad de recuperación, aunque, una vez que pase su pico y avance la vacunación, podríamos empezar a notar algo de dinamismo a finales de febrero o en marzo, si bien la evolución de los últimos días y las medidas anunciadas podrían retrasar esa ganancia de dinamismo hasta comienzos del segundo trimestre de 2021.

Con todo ello, creemos que, en 2021, la economía española presentará una recuperación de entorno al 5,7,% frente al 7,2%-9,8% estimado del Gobierno, según el escenario presentado en octubre del pasado año. Y aunque sus cálculos también destacaron en su momento por ser algo más optimistas que la media del consenso, es muy posible que el propio Ejecutivo los revise a la baja, dada la evolución actual de la pandemia), tras el choque experimentado el año anterior (-11,0%), apoyado por la demanda interna y gracias al impulso fiscal y la ayuda de la Unión. Para llegar a esa cifra, estamos suponiendo que el avance en la vacunación permitirá la relajación de algunas de las medidas impuestas para combatir el covid-19 a partir del tercer trimestre y asumiendo una llegada de fondos en 2021 de en torno a los 14.000 millones de euros, con un impacto en el PIB de, aproximadamente, el 1,3%.

Evolución afiliación por sección de actividad



Fuente: M. de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.
Elaboración SEEC.





VISIÓN DE MERCADOS

Efecto en los activos

La contrapartida a esa situación de alto endeudamiento público es una elevada tasa de ahorro privado, lo que tiene como consecuencia un contexto en el que los tipos de interés se sitúan en mínimos históricos, limitando mucho el potencial de la renta fija a medio plazo. La falta de rentabilidad en la deuda pública —el activo refugio por excelencia— hace que el ahorro se desplace hacia otros activos de mayor riesgo, aumentando su demanda y reduciendo su rentabilidad. Este es el caso de la deuda privada, que también cotiza en mínimos históricos de rentabilidad y, en algunos casos, permite obtener financiación a tipos negativos.

Los diferenciales de crédito están casi a niveles pre-COVID-19 (*crossover* y subordinado financiero)

La aparente cercanía de una salida de esta crisis, tras el anuncio de las vacunas de Pfizer y Moderna, debería permitir una paulatina vuelta a la normalidad en los próximos meses, esperanza que ha empujado con fuerza las bolsas desde finales de octubre (noviembre fue el mejor mes en la historia del IBEX 35, con una revalorización del 25%). En un entorno de normalización económica y tipos de interés en mínimos históricos, donde la renta fija tiene un potencial muy limitado, la variable parece el único activo que todavía ofrece un potencial interesante (aunque con más riesgo). Sin embargo, al hablar de las bolsas, normalmente nos referimos a índices que están compuestos por decenas de compañías; algunas, seguramente, sean demasiado caras, pero hay otras, sobre todo en los sectores de la vieja economía, donde el potencial es muy significativo. Aquí es donde nuestro proceso de selección de valores, que se basa en el análisis fundamental de las compañías en las que invertimos, nos da una ventaja competitiva en los mercados.

En realidad, ningún activo tiene una rentabilidad esperada interesante, en términos históricos

Esperamos un entorno de inflación al alza y tipos bajos y, por tanto, tipos de interés reales negativos. Ese escenario implica que la deuda pública es poco atractiva en estos momentos, pero hemos decidido mantener un nivel neutral en duración o sensibilidad a tipos de interés, ya que no preveemos un repunte de estos. Tras el fuerte *rally* de los activos de riesgo, nos encontramos una renta fija privada con unos diferenciales de crédito que, en muchos casos, no pagan por el riesgo (mantenemos, por tanto, la prudencia) y unas bolsas a las que puede quedar recorrido, no por su valoración absoluta, pero sí en términos relativos a otros activos y gracias al bajo nivel de los tipos de interés. En este escenario, hemos decidido elevar, de forma estratégica, el peso en bolsa a la neutralidad, aunque, tácticamente, mantenemos una ligera infraponderación, a la espera de que una potencial corrección del mercado nos dé una oportunidad.

A pesar de todo ello, es probable que mantengamos posiciones cortas en la deuda norteamericana, donde sí vemos algo de hueco para tipos ligeramente más elevados. Acompañaremos este enfoque con *swaps* de inflación, que nos permitirán beneficiarnos de unos precios más elevados y nos servirán de cobertura si la inflación sube más de los que nosotros esperamos.

Anteriormente, comentábamos que esperamos un dólar débil: el elevado nivel de déficit público, generado por la Administración del ya expresidente Trump, unido al plan de inversión en infraestructuras de su sucesor, Biden

(casi dos billones de euros), garantizan que Estados Unidos mantendrá un elevado déficit, lo que debería asegurar un dólar débil. Sin embargo, como gran parte del mercado ya se ha posicionado para esta situación, recientemente hemos incrementado ligeramente nuestro peso en dólares. Ya no esperamos una gran caída, y tener dólares en cartera suele funcionar como una buena cobertura ante escenarios de incremento del riesgo.

Creemos que la renta variable todavía ofrece un potencial relativo interesante, aunque con riesgo

Renta fija en profundidad

Tal como ya hemos descrito, nuestro escenario base contempla la aceleración en el crecimiento, una mayor inflación y tipos razonablemente estables. Queda claro que la deuda pública, a estos niveles de tipos, difícilmente servirá como un activo que proteja de las caídas, por lo que preferimos mantener o, incluso, elevar nuestra exposición a la inflación. Creemos que esta debería desbocarse, antes de que los bancos centrales suban los tipos o capitulen en su intento de controlar el mercado comprando deuda y, por tanto, parece mejor cobertura.

Después del episodio de primavera, los diferenciales de crédito casi han vuelto a niveles pre Covid (en el gráfico los de high yield y subordinados financieros)



Elevada valoración de todos los activos

	12 m foward P/E ratio					Bonos gubernamentales				Crédito				
	S&P 500	MXAPJ	Topix	MSCI EM		US 10y	German 10y	Japan 10y	UK 10y	US IG	US HY	EUR IG	EUR HY	EM (5)
Métrica de valoración	12 m foward P/E ratio					GS fair value yield -Actual yield				Spread				
Actual	22,5x	17,7x	17,2x	17,8x	15,7x	69 bp	111bp	36bp	118bp	106bp	374bp	100bp	343bp	352bp
Valoración Vs últimos 10 años	99%	98%	100%	99%	100%	83%	86%	51%	83%	100%	83%	96%	82%	38%

Fuente: Goldman Sachs, 2020.

Por otra parte, nos preocupa la valoración del crédito: se ha producido una fuerte apreciación del activo, a la vez que ha aumentado el potencial de morosidad. Hasta ahora, ha sido contenido por las ayudas estatales y los bajos tipos de interés, pero el riesgo real es elevado, por el continuo deterioro de las cuentas de las compañías. Sin embargo, un mayor deterioro de los ingresos, una mayor carga de deuda o un potencial repunte de los tipos podrían deteriorar rápidamente las cuentas de muchas compañías; los diferenciales son ya muy escasos en relación con el riesgo asumido y difícilmente servirían como colchón ante potenciales pérdidas.

Por tanto, mantenemos una exposición cauta al activo, pero, si se produce una corrección, aunque no sea muy acusada, podríamos incrementar ligeramente el riesgo con mucha facilidad, ya que tenemos elevados niveles de liquidez y coberturas de crédito. Así, hemos optado por seguir bajando el peso en crédito y aumentar los niveles de liquidez de las carteras. Aunque todavía existe potencial, sobre todo en la deuda subordinada,

pensamos que es el momento de ser pacientes. El año pasado, por estas fechas, la situación de los mercados de renta fija era muy parecida; sin embargo, las fuertes caídas de marzo nos permitieron comprar deuda privada en muy buenas condiciones, lo que explica que algunos de nuestros fondos de renta fija terminasen el año con rentabilidades de en torno al 5%.

Nos mostramos cautos, reduciendo el peso en crédito y aumentando los niveles de liquidez de la cartera

Dentro de las carteras, destaca la reducción de peso que hemos ido realizando a lo largo del trimestre en crédito financiero (explicado más adelante) y el incremento del peso relativo en crédito corporativo, especialmente en híbridos. En este contexto, los bancos pueden sufrir, ya que el nivel de morosidad debería ir aumentando

Los diferenciales que paga el crédito high yield están por debajo de la tasa esperada de impagos



y lastrando las cuentas de las entidades financieras. Creemos que dicho impacto puede hacer más daño a los bancos que a la deuda híbrida (normalmente emitida por compañías de elevada solvencia) y ambos cuentan con diferenciales de crédito semejantes.

Nuestra capacidad de análisis compañía a compañía nos permite comprar deuda híbrida y *high yield* corporativo, si consideramos que la empresa en cuestión tiene unas cuentas saneadas. Esto es especialmente interesante en un ciclo atípico como este, en el que el número de empresas que han visto bajar su calificación crediticia de *investment grade* a *high yield* en 2020 triplica al de 2019, pero en el que también hay muchas que han mejorado su *rating* porque no se han visto muy afectadas por el covid-19, aunque hayan recibido ayuda estatal y se hayan beneficiado de tipos tan bajos: nuestro análisis paga. Sectorialmente, nos gustan compañías muy seleccionadas dentro de sectores que están sufriendo, como la industria del automóvil o la del petróleo, así como otras que están capeando mejor el temporal, como la construcción, las infraestructuras, los materiales y el transporte, donde esperamos mejores dinámicas cuando se acelere el crecimiento.

Asimismo, hemos analizado en profundidad el papel comercial. La necesidad de rentabilidad a corto plazo de los inversores profesionales y la idea de que el Estado actuaría como prestamista de último recurso el tiempo suficiente como para que los pagarés venzan están incrementando la financiación por esta vía y, por tanto, incentivando la emisión de deuda a corto plazo. Esta situación provoca que la deuda de las compañías sea más sensible a variaciones de los tipos de interés, por lo que aumentan las posibilidades de generar empresas zombis, que solo sobreviven gracias a la ayuda estatal; además, puede facilitar una falta de reestructuración o fomentar la necesidad de levantar más capital.

Sin embargo, aquí también encontramos oportunidades: hay empresas, como algunas promotoras españolas, que, por tener activos poco atractivos, han sido penalizadas y deben emitir con prima respecto a otras, pero que tienen poca deuda y cuentan con líneas de crédito aseguradas.

Crédito financiero

Tal como hemos expuesto, estamos bajando el peso en crédito financiero, que ha corrido mucho; por ejemplo, los CoCos se han comportado mejor que las acciones cotizadas. El crédito bancario se ha beneficiado, al igual que el resto de la renta fija, de las múltiples y significativas medidas en política monetaria y fiscal, que tratan de paliar la situación económica, y de las condiciones financieras.

Además, se han adoptado medidas regulatorias y macroprudenciales que han reducido, por el momento, el impacto del deterioro de la calidad crediticia y el volumen de provisiones. De hecho, en los últimos trimestres, se ha incrementado el nivel de capital (CET1) de los bancos europeos.

En 2020, ha habido un mejor comportamiento relativo de los CoCos que de las acciones de los bancos

El estrechamiento de *spreads* en deuda es mucho más fuerte que la recuperación del *equity*.

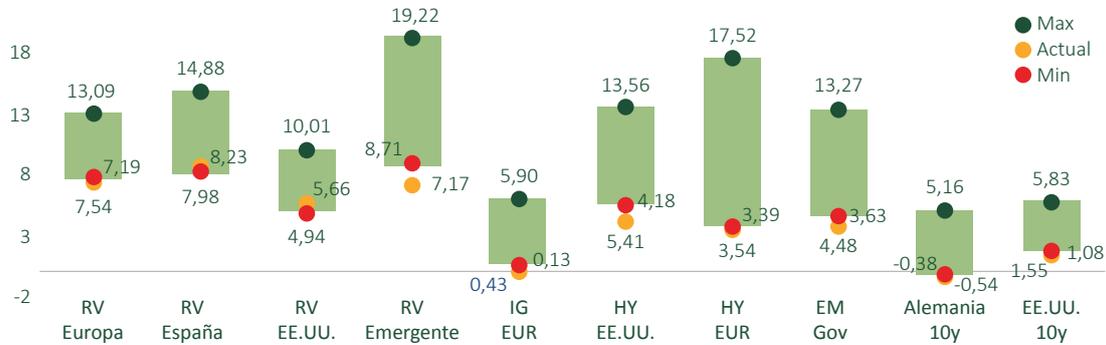
A pesar del apoyo fiscal, la morosidad corporativa va a seguir creciendo, así como los *non-performing loans* de las entidades financieras. Estos últimos ya son elevados en proporción al capital, y las provisiones, en muchos casos, poco elevadas. Aunque los bancos parten de buenos niveles de capital (podrían recibir mayor soporte regulatorio y del Estado), creemos que la prima pagada, en algunos casos, no compensa el riesgo asumido. Por ahora, la primera línea de defensa de los bancos irá debilitándose: sus beneficios operativos antes, al mismo tiempo o con posterioridad a las provisiones irán reduciendo el exceso de capital frente a los requerimientos.

Estamos analizando el cociente entre ambas variables, así como el total de préstamos para analizar el colchón de cada entidad financiera; cuanto mayores son ambas variables, más tranquilos estamos. Además, los bancos juegan en un entorno de tipos de interés bajos y una curva plana que no les favorece, lo que les ha hecho

La deuda financiera se ha comportado mucho mejor que las acciones cotizadas del sector



Aunque la bolsa parece estar cara en términos absolutos, tiene atractivo en relativo a otros activos



Fuente: Elaboración propia.

contraer mucho sus márgenes y beneficios. Por último, las entidades financieras se enfrentan a una paradoja: por una parte, deben intentar pagar dividendos a sus accionistas, ya que, de lo contrario, una industria con tan bajo crecimiento carece de atractivo, pero, al mismo tiempo, el incremento de las distribuciones mediante dividendos y recompras de acciones reduce su colchón.

más elevados. Preferimos emisiones en moneda local en dólares o euros, porque estos últimos tienen mayor duración de tipos y menores diferenciales.

El alto nivel de morosidad corporativa, que seguirá creciendo, no compensa el riesgo, lo que nos hace bajar el peso en crédito financiero

En términos relativos, la renta variable tiene atractivo

Por su parte, la renta fija emergente se ve favorecida por un mayor rendimiento relativo, por la debilidad del dólar frente al resto de divisas, por un mayor crecimiento global y por la reciente apreciación de las materias primas, que podría continuar. Además, en este caso, sí hay cierto colchón, gracias a diferenciales de crédito

Renta variable en profundidad

Las estimaciones de beneficios para 2021 no han variado desde septiembre, cuando se descontaba una recuperación en V, dependiente, sobre todo, de la recuperación de los sectores cíclicos; sin embargo, desde entonces, las bolsas se han apreciado con fuerza y, por tanto, se ha producido una expansión de múltiplos o encarecimiento de las valoraciones. Si nos fijamos en múltiplos como el PER (precio por unidad de beneficio), las bolsas cotizan cerca de máximos históricos, y la experiencia nos dice que el retorno esperable en un futuro, partiendo de este nivel de valoraciones, no es

Consenso estimaciones de BPA del S&P 500



muy alto. A pesar de ello, es razonable argumentar que utilizar solo múltiplos históricos no tiene demasiado sentido en el entorno de los tipos de interés actual. Si, cuando la rentabilidad del bono a diez años estaba en el 4% (el equivalente a un PER de 25 veces), la bolsa cotizaba a 13 veces los beneficios (lo que implica una prima de riesgo del 3,5%, aproximadamente), y con el bono americano a diez años cotizando al 1% (un PER de 100 veces), se podría argumentar que aquella debería cotizar a un múltiplo de 22 veces.

El consenso de los analistas estima un beneficio de 190 dólares para el S&P 500 en 2022, si la economía ya debería haber vuelto a la normalidad. Si a ese número le asignamos un múltiplo de 22 veces, el precio objetivo, a dos años vista, sería de 4.250, lo que supone un potencial del 11% desde los niveles actuales. Por supuesto, este es un ejercicio teórico que depende mucho del cumplimiento de dichas expectativas de beneficios, que implican una vuelta a la senda de crecimiento anterior a la crisis de el covid-19, y también del mantenimiento del actual contexto de tipos de interés.

Aunque es cierto que los cíclicos han subido con muchísima fuerza este trimestre, el resto de los sectores también se han apreciado, por lo que no ha habido una compensación en la valoración de los índices; no ha sido tanto una rotación como un mayor impulso o viento de cola de lo que se había quedado atrás. Por tanto, los sectores de crecimiento o calidad (no *value*) están aún más caros que en septiembre.

Nuestra apuesta se basa en una combinación de compañías que se adapte a cualquier escenario, se produzca o no la mejora prevista

Sectorialmente, apostamos por una combinación (*barbell*) de compañías que se adapte bien a cualquier entorno (por si el escenario se desvía del que prevemos). Por un lado, tenemos compañías que hemos denominado de vuelta a la normalidad, como Merlin, IAG o Accor, que se beneficiarán de la reactivación cíclica; por otro, contamos con otras de alta calidad y crecimiento, en especial en los sectores ligados a la transición energética (como Aker Carbon Capture) y disrupción tecnológica (como Google o Ubisoft), cuyo fuerte crecimiento de beneficios servirá para amortiguar un potencial repunte de tipos.

También, subiremos el peso en emergentes, que se beneficiarán de un dólar más débil y un bajo nivel de los tipos de interés. Dado que estos países se financian principalmente en dólares, estas dos condiciones rebajan la factura de la deuda.

Otros Activos

Por último, hemos decidido subir el peso en materias primas y activos reales. Un escenario con una inflación más elevada suele servir de catalizador para que este tipo de activos se comporte bien. Es el caso de las materias primas, donde un dólar débil suele favorecer su apreciación, ya que sus precios se fijan en esa moneda. Por el contrario, el oro tiene una elevada correlación con los tipos reales y, aunque hemos comentado que esperamos que sigan siendo negativos, no creemos que lo vayan a ser mucho más.

También debería ser un entorno positivo para otros activos reales, como las infraestructuras, el inmobiliario o el *private equity*: los bajos tipos de interés facilitan el apalancamiento de este tipo de operaciones, que normalmente necesitan mucha financiación, y una inflación más elevada debería ayudar a que crezcan sus ingresos. Son activos que siempre suelen funcionar bien en entornos de inflación creciente.



ANÁLISIS
EN PROFUNDIDAD



La sucesión de Merkel

26



El *bitcoin*, ¿qué es?

28



Invertir en infraestructuras

34



LA SUCESIÓN DE MERKEL

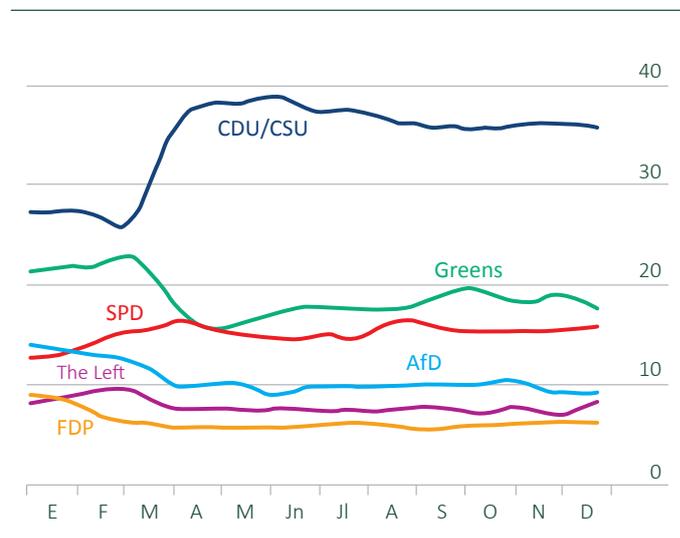
En Alemania, la **CDU** (Unión Cristiano-Demócrata) ha elegido, el pasado 16 de enero, a **Armin Laschet**, el candidato más cercano a Merkel, como nuevo responsable del partido. Derrotó, con 521 votos (52,8%), a Friedrich Merz, que obtuvo 466 (47,2%). Merz defendía un partido algo más inclinado a la derecha en valores sociales, para restar votos a la AfD (Alternativa para Alemania), y más liberal y euroescéptico en lo económico. La votación inicial se registró entre tres candidatos, incluyendo a Norbert Röttgen (presidente de la Comisión de Asuntos Exteriores del Bundestag), quien, en la primera vuelta logró solo el 23% de los votos, frente al 39% y 38% de los otros dos candidatos.

Por su parte, Laschet es un abogado católico del noroeste alemán, que preside, en coalición con los liberales, Renania del Norte-Westfalia, antigua región industrial reconvertida en centro logístico por su frontera con Bélgica y Holanda, así como el *lander* más poblado de Alemania. Su gestión durante la crisis de el covid-19 ha sido criticada y se le ha acusado de haber ganado las elecciones del partido únicamente porque los delegados de la CDU prefieren que se produzca la menor cantidad de cambios posibles para mantener su estatus, y Laschet era, de los tres candidatos, el más centrista y continuista con la política de Merkel.

Pese a todo ello, **no es seguro que Laschet acabe siendo la alternativa definitiva a Merkel por la coalición CDU/CSU en las elecciones del próximo 26 de septiembre**, porque el candidato del segundo partido,

Markus Söder, también se ha propuesto para el cargo. Söder, líder del CSU y presidente del *lander* de Baviera, es bastante más carismático y mucho más popular que Laschet, tanto en el seno de la propia coalición como entre la población alemana en general. La decisión de cuál de los dos se presentará a las generales probablemente dependa del éxito de ambos partidos en las elecciones en los *länder* de Baden-Wurtemberg y Renania-Palatinado, que se producirán antes de abril. Se rumorea que el actual ministro de Sanidad, Jens Spahn, también podría presentarse a las elecciones de abril de la CDU, pero parece muy poco probable. A su vez,

Intención de voto en Alemania (2020)



Fuente: *The Economist*, 2 de enero de 2021.

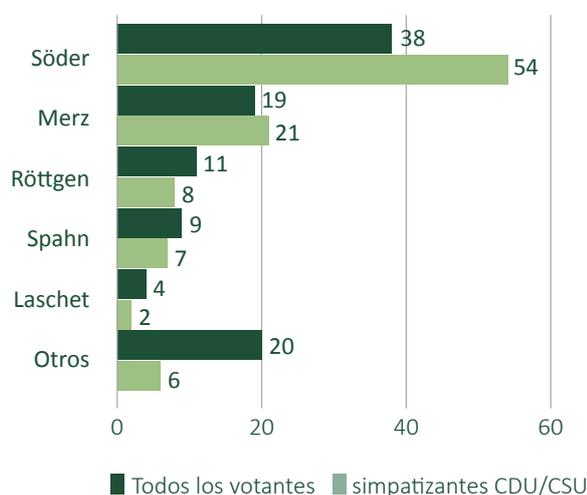
los socialdemócratas del SPD ya han nominado a Olaf Scholz, actual vicecanciller y ministro de Finanzas, como su candidato.

La principal baza de Laschet para ser elegido frente a Söder es que se trata del candidato del mayor de los dos partidos (CDU vs. CSU), pero también ha sido alabado por su capacidad de negociación con otros partidos, así como por su gran pragmatismo y su capacidad para convertir a sus oponentes en miembros de sus gabinetes. También ha sabido compensar el ser un defensor de la industria alemana y de sectores como el del carbón, el hierro y el acero, con la defensa de los requerimientos climáticos de los electores. Por ahora, Laschet se debe centrar en unir su partido, ya que, tal y como hemos comentado, solo ha podido derrotar a Merz por un margen muy estrecho, lo que demuestra que una parte de aquel quiere girar más hacia la derecha tras los quince años de Merkel.

El principal reto al que ahora se enfrenta Laschet, nuevo líder de la CDU, es la unión de su partido, pues no hay consenso en que vaya a ser la mejor alternativa a Merkel

La política alemana ha cambiado mucho desde principios de 2020: por aquel entonces, la coalición CDU/CSU, de centro derecha, estaba perdiendo relevancia. A partir de

¿Qué canciller maximizaría las posibilidades del CDU/CSU's de ganar las elecciones federales de 2021?



Fuente: Deutsche Bank.

ese momento, la gestión de la pandemia que ha llevado a cabo la canciller (el 18 de marzo la declaró el mayor reto del país desde la Segunda Guerra Mundial), su acertada presidencia rotativa de la Unión Europea (acuerdo comercial con el Reino Unido incluido) y su intercesión para conseguir aprobar el Fondo de Reconstrucción de la Unión han elevado la intención de voto a la coalición CDU/CSU de forma considerable (véase el gráfico). En consecuencia, el futuro líder, ya sea Laschet (CDU) o Söder (CSU), tendrá difícil emular a Merkel.

Parece que el **escenario más benigno para los mercados financieros y los diferenciales periféricos** sería que, en abril, se eligiera a Laschet como candidato a las generales, debido a su perfil moderado y continuista de Merkel, y que, en septiembre, se firmase una **repetición de la gran coalición entre la alianza CDU/CSU y el SPD, con Olaf Scholz como ministro de Finanzas** (artífice del apoyo de Alemania a la política fiscal europea). No está claro que vaya a conseguirse llegar a la gran coalición, pues los resultados de las encuestas apuntan a que la SPD no cuenta con el respaldo suficiente para ello. Otra posible coalición en las elecciones generales al Bundestag del 26 de septiembre sería la denominada *coalición Jamaica*, por la coincidencia de los colores de los partidos con la bandera del país caribeño: la CDU/CSU (color negro) con los verdes y los liberales (FDP) (amarillo). En las últimas elecciones, fracasó el intento de alianza y sería necesario que los liberales superasen el 5% del umbral mínimo para entrar en el Bundestag.

Del futuro canciller dependerá, en parte, el ritmo de integración de la Unión Europea, incluyendo una mayor unión fiscal y bancaria, el apoyo al Banco Central para que pueda seguir una política monetaria acomodaticia contra los "halcones" alemanes, el avance o retroceso en las políticas ESG (siglas en inglés de 'medioambientales, sociales y de gobierno corporativo') y las relaciones con Rusia y China. Si Armin Laschet es el candidato a las generales, y se repite la coalición entre la CDU/CSU y el SPD, **no debería haber grandes cambios en las prioridades políticas alemanas.**



EL BITCOIN, ¿QUÉ ES?

En 2017, el cómico británico John Oliver definió el *bitcoin* como “todo lo que no entiendes sobre el dinero, combinado con todo lo que no entiendes sobre ordenadores”. En este artículo, vamos a intentar explicar, de la manera más simple que hemos podido, qué es y qué representa.

¿Qué es el *bitcoin*? Un resumen

El *bitcoin* es un método de pago basado en la tecnología blockchain (o ‘cadena de bloques’, en castellano), un sistema de codificación de la información que está detrás de las monedas virtuales. Funciona como el libro de contabilidad de una empresa, en el que se registran todos los pagos de forma segura; sin embargo, en este caso, cada bloque de la cadena contiene la información codificada de la última operación, por lo que, si se juntan dichos bloques, se forma una cadena que acumula todas las operaciones realizadas.

Para efectuar las transacciones, no se requiere de un intermediario externo, sino que son los propios elementos de toda la red (nodos) los que las validan, sin que sea necesaria la intervención de regulador alguno. Este sistema tiene enormes ventajas, ya que cuenta con una autenticación colectiva de las transacciones (*public ledger*) muy segura: en caso de que surgiesen problemas, con que un solo nodo sobreviviera, la información de todas las transacciones se conservaría y el servicio seguiría funcionando.

Por tanto, estamos ante un medio de pago muy seguro y descentralizado.

¿Quién y cuándo lo creó?

Satoshi Nakamoto (Japón, 1945), figura de la cual se sabe muy poco, si bien es probable que haya sido el seudónimo adoptado por un grupo de informáticos antisistema, creó el *bitcoin* en 2009. Su principal aportación frente a los anteriores intentos de monedas digitales fue la eliminación del sistema centralizado de control, creando ese libro mayor que se distribuiría por la Red. El 3 de enero de ese año, la portada de la revista *The Times* fue: “*Chancellor on brink of second bailout for banks*” (El ministro de Economía del Reino Unido, al borde del segundo rescate bancario).

A modo de grito de batalla, Nakamoto grabaría esa frase y la fecha en el código fuente del *bitcoin*: se hacía patente, en su opinión, la importancia de una criptomoneda libre del control del Gobierno y los bancos centrales. Tal como veremos más adelante, este es uno de los grandes atractivos del *bitcoin* hoy en día.

El *bitcoin* es una moneda virtual que nace como una alternativa al control gubernamental y de los bancos centrales sobre las monedas nacionales

¿Cómo funciona?

Para comprenderlo, empecemos por el *blockchain*. Se trata de un sistema informático descentralizado que agrupa la información en bloques de datos, los cuales se suceden unos a otros (con una marca temporal) y en el que, cada vez que uno de estos bloques es aprobado (más abajo explicamos cómo), se vuelven inamovibles.

Uno de los atractivos de utilizar *blockchain* es que todas las partes pueden contribuir y confiar en un único registro de propiedad, sin necesidad de que esa confianza sea entre ellos ni en un intermediario único. Este sistema sin supervisor aumenta la transparencia, facilita la auditabilidad y reduce el potencial de fraude.

A 1 de enero de 2021, la *blockchain* del *bitcoin* era un archivo de libro mayor que pesaba 311 *gigabytes*.

El *blockchain* se inventó para el *bitcoin*, pero es una tecnología *per se*, que ya se utiliza en multitud de industrias y, probablemente, va a pesar mucho en el futuro, en todo el mundo, por sus importantes ventajas: trazabilidad, portabilidad de documentos históricos y validación. Por ejemplo, en 2018, cuando se detectó la presencia de la bacteria *E. coli* en lechugas procedentes de algunas zonas de Estados Unidos, la cadena de supermercados Walmart tuvo que retirarlas en su totalidad.

Para evitar esta situación, hoy en día, esta empresa exige a los proveedores de varios de sus productos perecederos que graben los pasos que va dando el producto en una

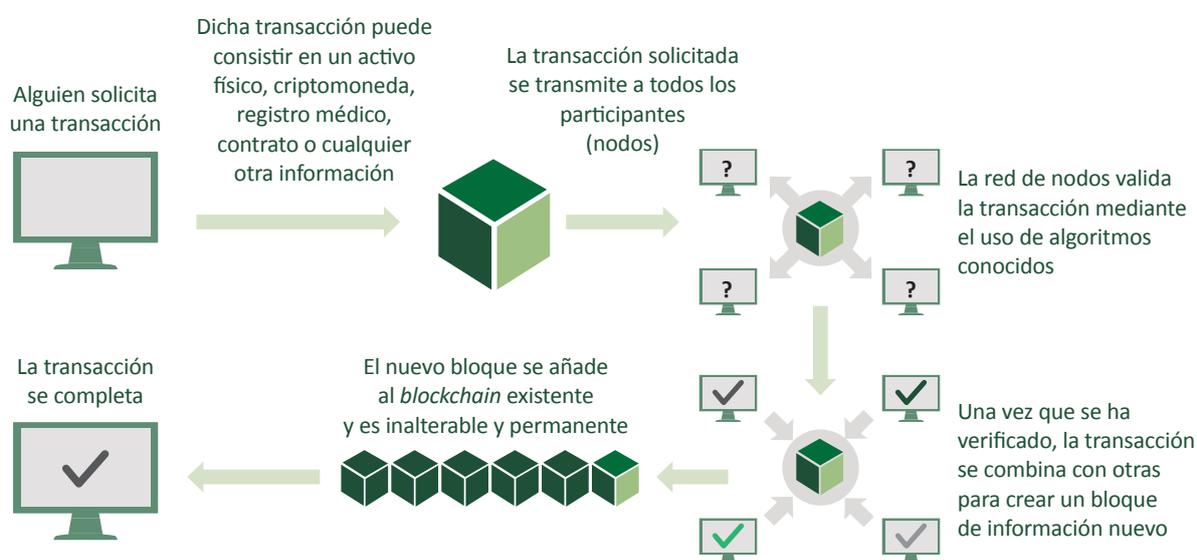
base de datos de tipo *blockchain*. De este modo, ahora, cuando aparece un producto contaminado, Walmart puede eliminar solo los que se infectaron en una zona específica de una granja en particular.

Del mismo modo, se está empezando a utilizar en el ámbito del comercio internacional, donde se registran todos los contratos y manos por los que pasa un producto, desde el lugar donde se produce hasta el punto de venta. Por último, el *blockchain* podría ser muy interesante en los servicios financieros, por su capacidad de registrar todas las operaciones.

¿Cómo se relacionan el *bitcoin* y el *blockchain*?

Para poder responder a esta pregunta, se debe abordar, en primer lugar, el concepto de minería de *bitcoin*. Un minero de *bitcoin* es una persona, con conocimientos de informática y suficiente capacidad de computación disponible (ordenadores), que valida y registra las transacciones que se acumulan en el *blockchain*, actividad de gran complejidad debido a la forma en la que los bloques se encriptan (operación *hash*). Para hacerlo, se debe llevar a cabo un proceso matemático complejo que requiere de un esfuerzo de computación muy intenso, llamado *proof of work*, necesario para validar la transacción y generar la recompensa al minero. Hoy en día, se tarda unos 10 minutos en validar un bloque y, si los ordenadores empezasen a resolver los algoritmos

Como funcionan las transacciones en *Blockchain*



Fuente: *Blockchain: the internet of asset transformation*, Invesco, 2018.

mucho más rápido, estos se endurecerían.

Este esfuerzo computacional consume una gran cantidad de electricidad (comparable, en la actualidad, a la que consume toda Holanda en un año), con las implicaciones económicas y medioambientales que ello conlleva. Sin embargo, es precisamente esto lo que la protege de un potencial efecto monopolizador de su regulador y emisor.

La creación de nueva moneda u oferta monetaria de *bitcoin* se hace remunerando a los mineros que trabajan para la red, pero de manera limitada, que es otra de sus grandes virtudes. Cuando se creó la criptomoneda, se limitó el número de *bitcoins* que se podrán minar (21 millones). Esta característica contrasta con la oferta monetaria “ilimitada” de los bancos centrales y le aporta valor al *bitcoin* como recurso escaso. Recordemos que esta moneda digital se creó, en parte, como alegato contra la capacidad de los bancos centrales de imprimir dinero sin límites. Se calcula que dicho máximo se alcanzará entre los años 2120 y 2140; actualmente, hay 18,6 millones de *bitcoins* emitidos, pero su valor es muy superior al de hace 5 años.

La cantidad de bitcoins que puede existir es limitada, lo cual le otorga valor como recurso escaso en comparación con el oro o las monedas nacionales

Además, este sistema no es totalmente rígido: permite la introducción de cambios, aunque que deben ser refrendados por más del 50% de los mineros. Si esto ocurre, se produce una bifurcación o *fork* del código (es decir, se generan dos cadenas), lo que normalmente ocurre cuando hay que hacer una actualización de Software. Si la mayoría de los mineros se pasa al nuevo *software*, la cadena de mayor longitud sería la que se va a quedar como predominante (que es lo normal, ya que los cambios se consensúan antes). No obstante, también hay bifurcaciones en las que la moneda menor sobrevive (*hard forks*); ejemplos de ello son la aparición de *Bitcoin Cash* o *Ethereum Classic*.

¿Puede considerarse que el *bitcoin* es dinero?

Para valorarlo, debemos analizar si cumple las características básicas del dinero:

- **Ser un medio de pago universalmente aceptado por todos los individuos, para facilitar los intercambios.** En el caso del *bitcoin*, podríamos asumir que, por su credibilidad y cantidad de personas que lo utilizan, sí podría conseguir convencer a los usuarios para utilizarlo como medio de pago. Pero su complejidad, el elevado coste de transacción y la lentitud de las validaciones hace que no sea posible emplearlo en operaciones menores.
- **Considerarse una unidad de medida en la que se expresen los precios de los bienes y servicios, y que no muestren grandes oscilaciones.** Es posible que algunas empresas pronto expresen sus precios en *bitcoins*, pero, obviamente, estarían sujetos a una volatilidad significativa.
- **Configurarse como repositorio de valor,** es decir, tener unas características de durabilidad o permanencia en el tiempo que permitan el ahorro. Este factor es difícil de medir: por su volatilidad, parece que no es un repositorio de valor; no obstante, por su tendencia al alza a largo plazo, podría considerarse que sí. La posibilidad de perder la información donde viajan los *bitcoins* u olvidar la contraseña de acceso a estos también aporta desconfianza.

A pesar de lo anterior, el *bitcoin* no es emitido por un banco central, tal como ya se ha explicado, lo que significa que, aunque es posible definirlo como dinero, no es una moneda *per se*. Podría considerarse una moneda virtual, concepto que el Banco Central Europeo define como “un tipo de dinero digital no regulado, el cual es emitido y generalmente controlado por sus desarrolladores, y utilizado y aceptado entre los miembros de una comunidad virtual determinada”.

Si no es dinero, ¿podría ser un activo refugio, parecido al oro, y servir de cobertura contra la inflación? ¿Es posible que haga competencia al dólar como moneda de reserva? El *bitcoin* como activo

Al igual que el oro, el *bitcoin* ha evolucionado, desde su uso como moneda hasta su utilización como valor refugio (oro digital). Es fácil de almacenar y de transmitir (más que el oro), relativamente seguro, divisible y, quizá lo más importante, existe un número finito de *bitcoins*, lo que le otorga valor frente a las monedas de los bancos centrales, que pueden imprimir dinero con escasas limitaciones.

Por tanto, se ha convertido en una alternativa al oro, sobre todo para los que desconfían de los bancos centrales. Sin embargo, el 9 de marzo de 2020, en los peores momentos de la pandemia, el *bitcoin* no funcionó como activo refugio: mientras se desplomaban las

bolsas, y el oro y la deuda pública americana subían con fuerza, la criptomoneda cayó casi un 10%, más que la bolsa inglesa o la italiana, por lo que perdió la fe de los inversores, que esperaban apreciarle una subida en ese tipo de entorno.

Pese a ello, la criptomoneda tiene otra cualidad muy interesante comparable al oro: como cobertura contra la inflación. En un mundo en el que los Gobiernos se han lanzado a gastar y a endeudarse, y en el que los bancos centrales están imprimiendo dinero sin freno y comprando deuda pública, existe una elevada probabilidad de que aumente la inflación. En este contexto, el *bitcoin* ha seguido subiendo por “contraste”, al haberse creado en el sector privado y tener, en teoría, una oferta monetaria limitada.

Las últimas estadísticas apuntan a que existen 198.000 toneladas de oro en circulación y unas 57.000 bajo tierra (*Goldhub*). Al valor actual, estas cantidades suponen, aproximadamente, 17 billones de dólares. En el caso del *bitcoin*, hoy en día su valor actual es de, aproximadamente, 600.000 millones de euros.

Frente al dólar, que lleva siendo la moneda de reserva internacional casi cien años¹, más que ninguna otra en la historia, el *bitcoin* también tiene un camino potencial por recorrer. Tal como hemos comentado, la Reserva Federal está devaluando el billete verde a base de imprimir dinero y Estados Unidos cada vez está más endeudado, lo que representa un peligro para la moneda, que se enfrenta a la posibilidad de que el mercado pierda su fe en que el país que la emite pueda pagar sus deudas como corresponde.

En estos momentos, todo apunta a que Estados Unidos, de la mano de su nuevo presidente, Biden, se va a endeudar aún más, y que la Reserva Federal va a seguir imprimiendo dinero, lo que está sirviendo como reclamo para el *bitcoin*. Esta situación se convierte en una buena advertencia a los bancos centrales: no deben asumir que sus monedas son el único repositorio de valor que la gente va a aceptar. Si las naciones siguen endeudándose y los bancos centrales imprimiendo dinero, potenciarán la aparición de alternativas. Si, además, empiezan a producirse más sucesos como el del Capitolio de hace unas semanas, la situación no hará sino acentuarse.

Al contrastar el valor del *bitcoin* con el de las monedas, incluida la de reserva, o el del oro, queda claro que la criptomoneda tiene características únicas y diferenciales que la convierten en un activo por sí misma. Tanto las monedas como el oro y el *bitcoin* comparten una

característica común: ninguna de las tres es un repositorio de valor *per se*, lo que significa que únicamente se pueden intercambiar por bienes y servicios, mientras haya personas dispuestas a aceptarlas. Las promesas que aparecen en los billetes solo son válidas por la fe que se tiene en los bancos centrales, al igual que el valor que posee el oro, que solo lo tiene por la demanda para joyería y su oferta limitada. Las criptomonedas también dependen de la aceptación de la población y, en estos momentos, su demanda es creciente.

Algunos inversores ilustres han empezado a invertir en bitcoins desde hace poco tiempo, ¿por qué?

A diferencia de la última vez en que los precios del *bitcoin* se dispararon, en esta ocasión, parece que estos han sido estimulados por el interés de reputados inversores financieros. A continuación, exponemos algunos de ellos y los motivos de sus inversiones.

Larry Fink (BlackRock), el mayor gestor de activos del mundo, dijo, el pasado diciembre, que el *bitcoin* se podría convertir en un mercado global. Ruchir Sharma, estrategia de la gestora de Morgan Stanley, argumenta que la creciente deuda de Estados Unidos aumenta el atractivo de las criptomonedas. Steve Russell, de Ruffer, defiende que el *bitcoin* es un “activo” con cierta capacidad de permitir el ahorro o de ser depósito de valor y que combina algunas de las características del oro y la tecnología. Paul Tudor Jones (Tudor Investment Corporation), que gestiona 38.000 millones de dólares, dijo recientemente que sus fondos podrían empezar a comprar un pequeño porcentaje en *bitcoins*. Bill Miller, reputado inversor *value*, afirmó que la probabilidad de que estas monedas acaben teniendo valor cero es mucho menor que antes. Stanley Druckenmiller, discípulo de George Soros, ha comentado que le atrae la idea de utilizar el *bitcoin* como cobertura contra el mundo financiero en lugar del oro o, simplemente, contra la inflación.

La creciente deuda de EE. UU., su consideración como activo y su capacidad de cubrir la inflación, son los argumentos esgrimidos por reputados inversores que están apostando por la criptomoneda

¹ En los acuerdos de Bretton Woods (1944), el patrón dólar pasó a sustituir al patrón oro.

Riesgos del *bitcoin*: volatilidad, mala fama, soporte y regulación

Si bien, tal y como se ha comentado, el *bitcoin* cuenta con una serie de ventajas frente a las alternativas más tradicionales, la inversión en esta criptomoneda lleva asociada una serie de riesgos y características negativas de peso significativo. Citamos algunas:

- **Su mala fama.** Sus fundadores fueron personas extrañas: *techies*, libertarios y *ciberpunks* con mala reputación. Además, los primeros que utilizaron de manera habitual el *bitcoin* fueron los delincuentes, aprovechando la confidencialidad de las operaciones. Sin embargo, se estima que solo el 1% de las transacciones están hechas por potenciales delincuentes o blanqueadores de capitales, y no sabemos cuál es el porcentaje de dinero normal o de oro que se emplea para ese tipo de operaciones. Criminalizar algo porque algunos lo utilizan mal parece caprichoso.
- **El riesgo sobre el soporte de almacenamiento de datos.** Hay multitud de historias de gente que ha perdido fortunas en criptomonedas por no recordar sus claves o haber perdido el soporte en el que estaban almacenadas. Las personas no quieren ser su propio banco, con el riesgo de perder un disco duro o unas contraseñas; quieren que alguna entidad fiable los guarde por ellos.
- **La regulación.** En la actualidad, los organismos reguladores, los Gobiernos y las agencias supranacionales están preocupados con la emergente competencia a la moneda tradicional, debido a su capacidad de controlar la economía y a su uso como vía para ocultar transacciones. Reflejamos aquí algunas declaraciones recabadas en los últimos meses: “Es algo que no encaja de manera clara o fácil dentro de nuestro esquema regulatorio, pero tiene una escala potencialmente sistémica”; “Hay que abordar y aclarar, con tranquilidad y tiempo, graves inquietudes que

afectan al proyecto”; “Las iniciativas de criptomonedas deben garantizar la confianza del público mediante el cumplimiento de los más altos estándares regulatorios y sujetas a supervisión y control prudentes”; “Debe avanzarse hacia la creación de un entorno que permita recoger los beneficios de esta tecnología y que minimice los riesgos”; “Es necesaria, de forma inmediata, una regulación más exigente por su extrema volatilidad y la actividad criminal asociada a este mercado”; “Se trata de un activo altamente especulativo que ha permitido actividades extrañas y un lavado de dinero absolutamente recriminable”; “Cualquiera que invierta en *bitcoin* tiene que estar preparado para perder todo su dinero”.

- **Su volatilidad.** El *bitcoin* tiene una volatilidad extrema: ha multiplicado su valor por 7 desde marzo de 2020 (aunque ese mes había caído un 50%) hasta principios de enero de 2021. En dos días se corrigió un 25% (durante el fin de semana del 10 y 11 de enero).
- **El propio sistema de codificación.** El *blockchain* que soporta el *bitcoin* es un sistema potente, seguro y descentralizado, pero también lento, caro y poco eficiente; el consumo energético es extremadamente alto y creciente, y acabará generando problemas.

Conclusión

No es necesario comparar el *bitcoin* (o las criptomonedas) con nada: tiene suficientes características específicas por sí mismo, entre las que destacan una oferta limitada y la ausencia de un supervisor nacional. Se trata de un activo muy volátil, que está viendo incrementada su demanda como repositorio de valor ante la avalancha de dinero que están imprimiendo los bancos centrales y la elevada deuda que están generando los Gobiernos.

Si se incrementase la inflación y cayese el dólar, en 2021, el *bitcoin* seguirá, probablemente, subiendo de precio.





INVERTIR EN INFRAESTRUCTURAS

Contexto económico

El crecimiento de la inversión en infraestructuras, la necesidad de fondos y de contar con inversores privados, así como sus características diferenciales, han convertido este tipo de inversión en un activo *per se* para los inversores institucionales.

En la actualidad, hay **invertidos** cerca de **500.000 millones de dólares** en infraestructuras, y las necesidades globales superan el doble de ese importe. Además, la práctica ha demostrado a los Gobiernos que facilitar la coinversión en este tipo de activos conlleva un efecto multiplicador en sus economías, por lo que, poco a poco, van facilitando los entornos regulatorios, que siguen siendo el gran reto de las infraestructuras.

Características de rentabilidad y riesgo, y correlación con otros activos

En términos históricos, invertir en infraestructuras ha devuelto una **rentabilidad del 5,7%**, algo superior a la de la bolsa y muy por encima de la de la renta fija. Sin embargo, la volatilidad histórica es inferior a la renta variable. Este mejor ratio rentabilidad-riesgo tiene una trampa: es una prima a cambio de la **iliquidez**. Pero aún es más importante que no tiene mucha correlación con la bolsa, ni con la renta fija ni con el *private equity*, el

inmobiliario o las materias primas. Sus características de estabilidad y retorno constante de flujos lo hacen único.

Otra discusión habitual del activo es cómo se comportan las infraestructuras en distintos momentos del ciclo, tanto de crecimiento como de inflación y tipos de interés. La historia ha demostrado que este activo lo hace casi igual de bien que la bolsa cuando el PIB, la inflación o los tipos crecen, cuando se contrae, se comporta mejor.

La inversión en infraestructuras cuenta con una volatilidad histórica inferior a la de la renta variable

Necesidades medias anuales de infraestructuras (billones USD, en dólares constantes de 2017)



Fuente: McKinsey Global Institute, J.P. Morgan Asset Management. Datos 31/05/2020.

Instalaciones y servicios esenciales para la productividad económica y social



Distribución agua /energía



Generación de energía renovable y convencional



Aeropuertos, puertos, líneas de ferrocarril, autopistas



Almacenaje, parkings

Como decíamos, para conseguir esas características únicas, este activo exige **invertir a largo plazo**, sin que podamos ver nuestro dinero en unos cuantos años. Y, para ello, los inversores deben hacer un análisis cauto del tamaño y el plazo de sus inversiones antes de decidirse a dar el paso, y no todos pueden o deben invertir. En el gráfico inferior podemos ver las características más importantes de las infraestructuras comparadas con otros activos alternativos: aporta diversificación (por su falta de correlación con otros activos), goza de una buena ratio rentabilidad-riesgo (por su elevada rentabilidad y baja volatilidad) y ofrece **ingresos estables**.

¿Qué son exactamente las infraestructuras y cómo clasificarlas?

Son instalaciones y servicios esenciales para la productividad económica y social, y engloban **cuatro grandes grupos**: distribución, como la canalización de gas; social, como hospitales; generación, como energías renovables; y transporte, como puertos y almacenaje (*parkings*). En el cuadro inferior se detalla más, aunque existen diversas formas de sectorizarlos.

También se pueden clasificar en función del riesgo asumido entre inversión core, de valor añadido o tipo *private equity*. En este tipo de activo, el contrato es muchas veces más importante que la infraestructura a construir, ya que este puede firmarse con un Gobierno (y ser regulado o no), con una empresa privada (en cuyo caso el riesgo pasa a estar en la solvencia de la contrapartida) o, simplemente, dependiente de los precios de mercado de, por ejemplo, las materias primas.

Las infraestructuras *core*, normalmente, tienen *cash flows* recurrentes de activos plenamente operativos y provienen, en general, de contratos regulados sin riesgo, más allá de un potencial cambio de regulación o de un fallo en el cálculo de los costes o el apalancamiento del proyecto.

Las infraestructuras de valor añadido utilizan flujos de activos parcialmente regulados. En este caso, los gestores intentan mejorar el valor del activo: desarrollarlo, reestructurarlo..., por lo que la pericia del gestor resulta clave para la rentabilidad final del activo.

Por último, las infraestructuras tipo *private equity* no provienen de activos regulados ni predecibles. Los gestores aplican técnicas de *private equity*.

Características de los Activos Alternativos

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

Fuente: Elaboración propia.

En este tipo de inversiones, la clave de la rentabilidad final radica en la habilidad del gestor

¿Qué tamaño tienen las infraestructuras en comparación con otros activos?

En un análisis de McKinsey de 2019, se calculó que este *asset class* supone el 8% de los fondos totales dedicados a la inversión en activos alternativos (el *private equity* significa un 59%, y la deuda privada, un 13%). Sin embargo, el ritmo al que está creciendo es el más elevado de todos: de 2013 a 2018 lo hizo un 10,5%, frente al 7,8% del *private equity* y el 8,9% de la deuda privada. Pero, además, los dos últimos años de ese periodo creció al 17,2%, un ritmo elevadísimo que demuestra la necesidad fundamental de infraestructuras, así como la predisposición a invertir en ellas.

Infraestructuras cotizadas

Otro debate habitual es si los fondos que invierten en compañías cotizadas dedicadas a infraestructuras y tienen la ventaja de no exigir al inversor iliquidez durante varios años, aportan o no las mismas características que las no cotizadas. Pues bien, estos tienen muy poca superposición con la renta variable global, invierten en el mismo tipo de activos a largo plazo que las infras no cotizadas y, por tanto, gozan de sus mismas características y una enorme diversificación. Pero, al invertir a través de compañías cotizadas, no se obtienen las características de menor volatilidad y correlación propias de las no cotizadas. Como conclusión, la iliquidez aporta una prima de rentabilidad, menor volatilidad y diversificación.

En resumen

Las infraestructuras, cada vez más, parecen un activo *per se*, tanto por el crecimiento que acumulan como por unas características que las diferencian del resto de activos: rentabilidad razonable, menor volatilidad que la bolsa y poca correlación. Sin embargo, para beneficiarse de estas características, conviene invertir en infraestructuras no cotizadas, pues estas, por el hecho de moverse diariamente, son más volátiles.





MINISTERIO DE AGRICULTURA



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: 164,38 M€
- Duración cartera renta fija: 3,96 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	10,2961
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,5657
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,6286

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO

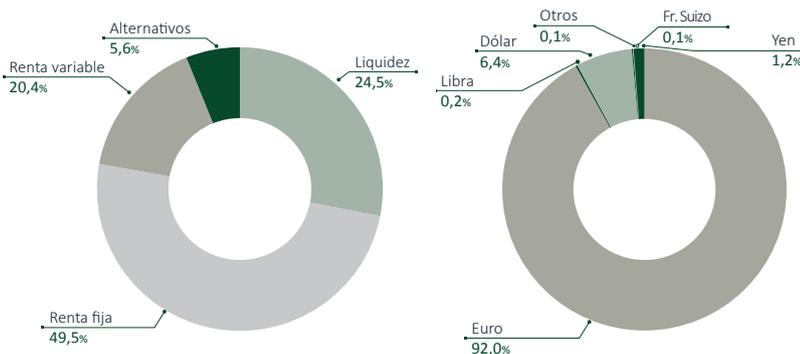


RENTABILIDADES

	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%	-0,54%	2,53%	0,80%	-1,24%
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
	1,24%	1,23%	0,80%	3,35%	2,79%	3,80%	1,24%	2,96%	0,66%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



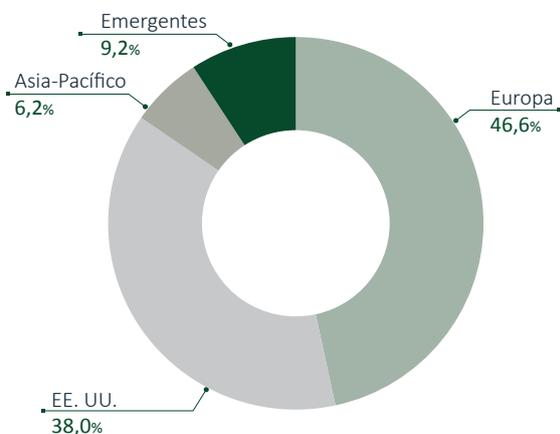
Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

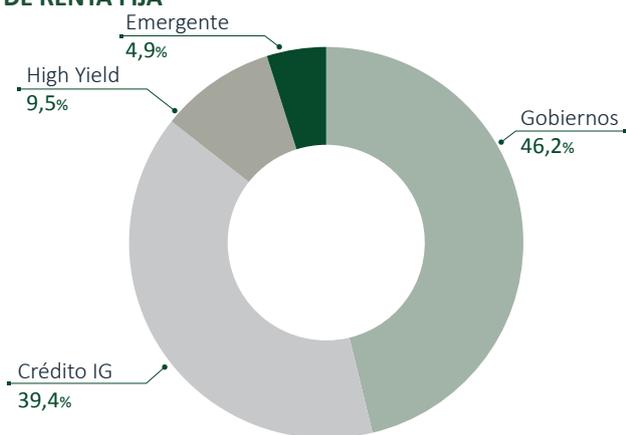
Posiciones General	
Posición	Peso
MUTUAFONDO FI L EUR	13,30%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	12,53%
AXA WF GLOBAL INFLAT SHORT DURATION I HG	5,03%
AMUNDI 3M I	4,32%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	3,71%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND DEA	3,70%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,66%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	3,23%
FIDELITY EURO SHORT TERM BOND Y	3,21%
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	3,06%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA

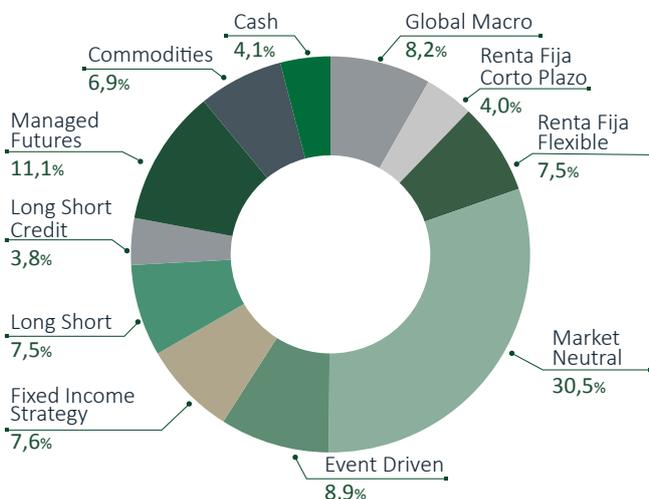


Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

Renta fija

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	13,30%
AXA WLD-GL INF SH DUR-I EUR	5,03%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	3,71%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND	3,70%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,66%

TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



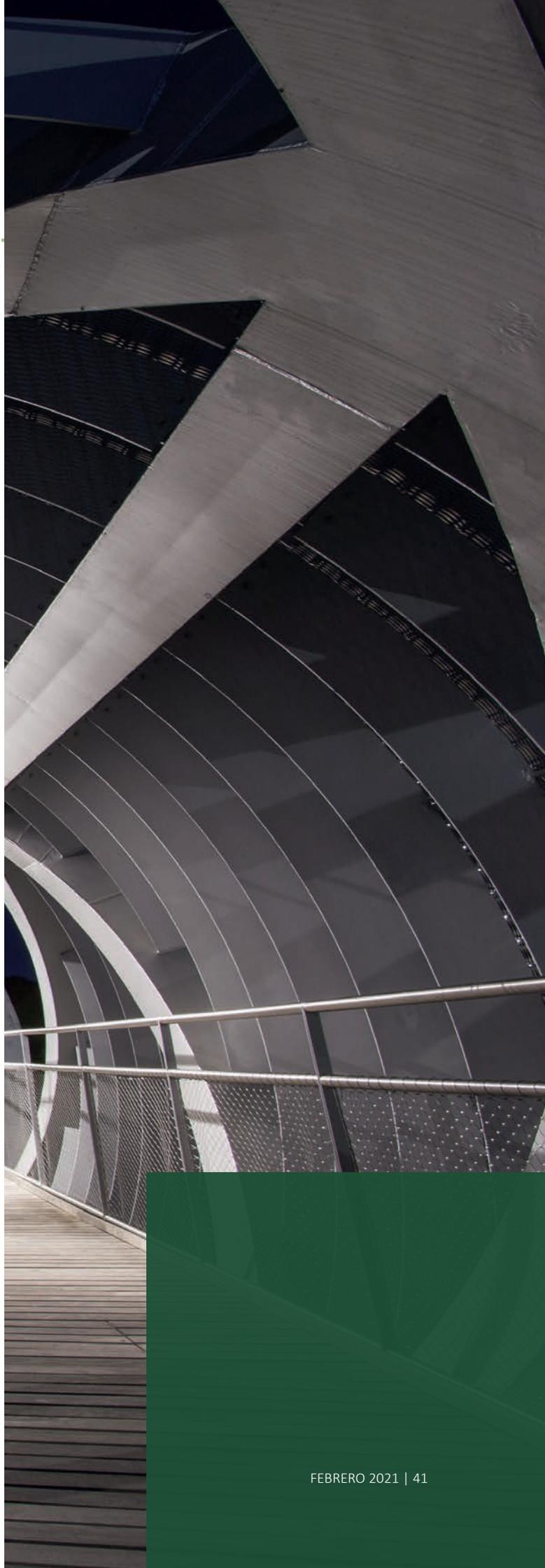
Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

Retorno absoluto

Posición	Peso
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	2,73%
BSF EUROPEAN ABSOLUTE RETURN D2 EUR CLSD	1,22%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	1,17%
PICTET TOTAL RETURN AGORA I EUR	0,67%
UBS ETF CMCI COMPOSITE SF ETF	0,44%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Venta de un 1,4% del fondo DPAM NEWgem y compra de Dow Jones.
- Venta total del iShares Global Aggregate y compra de un 4% del SPDR Euro Aggregate.
- Compra de un 2,5% del AXA Global Inflation Short Duration.
- Venta total del Mutua Renta fija Flexible (5%) y compra del Mutuafondo FI.
- Aumentamos la exposición a Renta Variable tácticamente mediante futuros del Eurostoxx al 18%.
- Ajuste geográfico del último incremento.
- Toma de beneficios en dividendos europeos.
- Subimos el peso en bolsa a la neutralidad.



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: 40,40M€
- Duración cartera renta fija: 4,11 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Global
- Fecha de lanzamiento: 15/11/2017

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



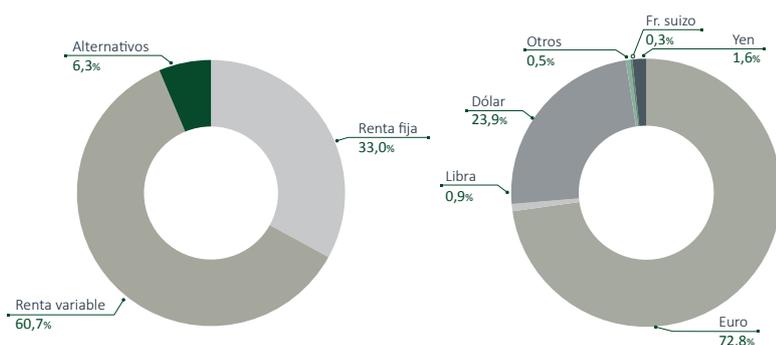
Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0168214007	1,35%+7% éxito	10,1438
CLASE B	ES0168214015	0,8%+7% éxito	
CLASE C	ES0168214023	0,58%+7% éxito	10,3891

RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2020	-1,17%	-4,58%	-10,20%	5,65%	2,51%	2,52%	0,66%	2,58%	-1,34%	-2,18%	7,02%	-1,74%	1,93%
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
	1,93%	1,92%	1,74%	8,89%	6,51%	8,50%	1,93%	5,35%	1,68%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



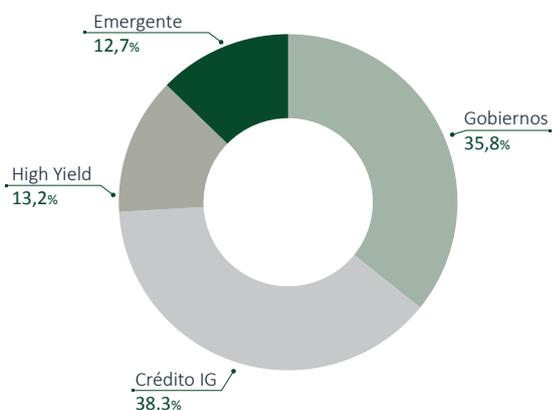
Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	9,53%
FUT DJ EURO STOXX 50 MAR 21	7,02%
MUTUAFONDO FI L EUR	6,72%
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	4,73%
CALL SXSE 3600 MAR 2021	4,61%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	4,06%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	3,88%
VONTOBEL MTX SUSTAINABLE EM I USD	3,74%
AXA WF-FRM LONGEV ECO-ICUSD	3,67%
FUT MINI DOW JONES MAR 2021	3,04%

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA

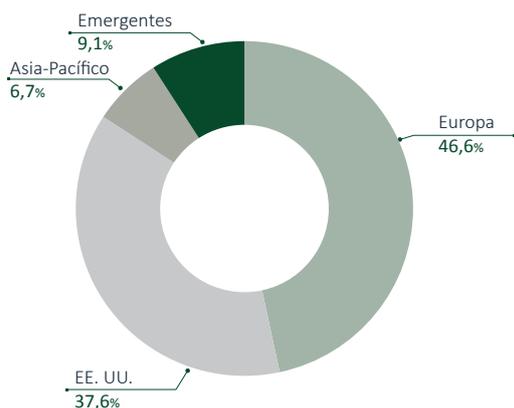


Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

Renta fija

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	6,72%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	4,06%
DPAM L BONDS UNIVERSALIS UNCONSTRAINED	2,79%
AXA WLD-GL INF SH DUR-I EUR	2,53%
JUPITER JGF DYNAMIC BOND	2,26%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2020.

Renta variable

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	9,53%
FUT DJ EURO STOXX 50 MAR 21	7,02%
CALL SX5E 3600 MAR 2021	4,61%
VONTOBEL EMERGING MARKET SUSTAINABLE	3,74%
AXA WF-FRM LONGEV ECO-ICUSD	3,68%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Venta de un 1,7% del fondo DPAM NEWgem y compra de Dow Jones.
- Venta total del iShares Global Aggregate.
- Compra de un 0,9% en Futuros de Eurostoxx Banks dividend 2022 DBE22 (290 contratos).
- Compra de un 0,5% del Vontobel EM Sustainable Leaders.
- Aumentamos exposición a Renta Variable tácticamente mediante futuros del Eurostoxx al 54%.
- Ajuste geográfico del último incremento.
- Toma de beneficios en dividendos europeos.
- Compra de puts Euro Stoxx 50 Diciembre 3400.
- Cierre de la posición en futuros de dividendos de bancos europeos y compra de futuros de Eurostoxx.
- Subimos el peso en bolsa a la neutralidad.

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



€2.650mn
AUM



18
Socios Ejecutivos



>25
Media años
de experiencia

FORTALEZA DE LOS ACCIONISTAS

Grupo "MM" 50.01% del accionariado	
€13.183mn Patrimonio (valor Mercado)	€289,1mn Bº Neto consolidado
€8.637mn AUM	0 Endeudamiento Financiero

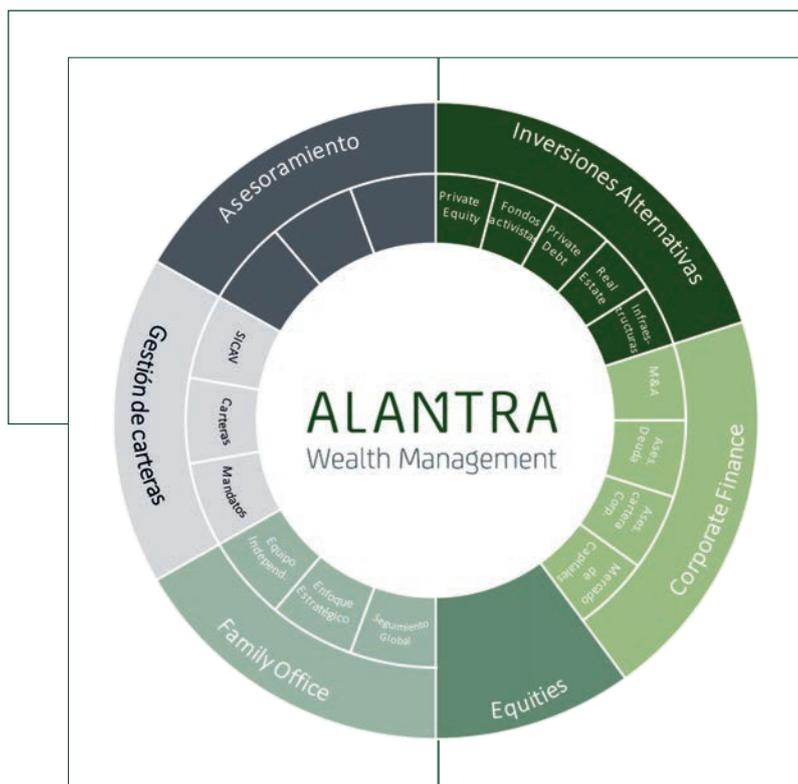
Cifras a diciembre 2020.

Grupo Alantra 25% del accionariado	
€405mn Capitalización bursátil	Presente en 21 países
€15.900mn 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.

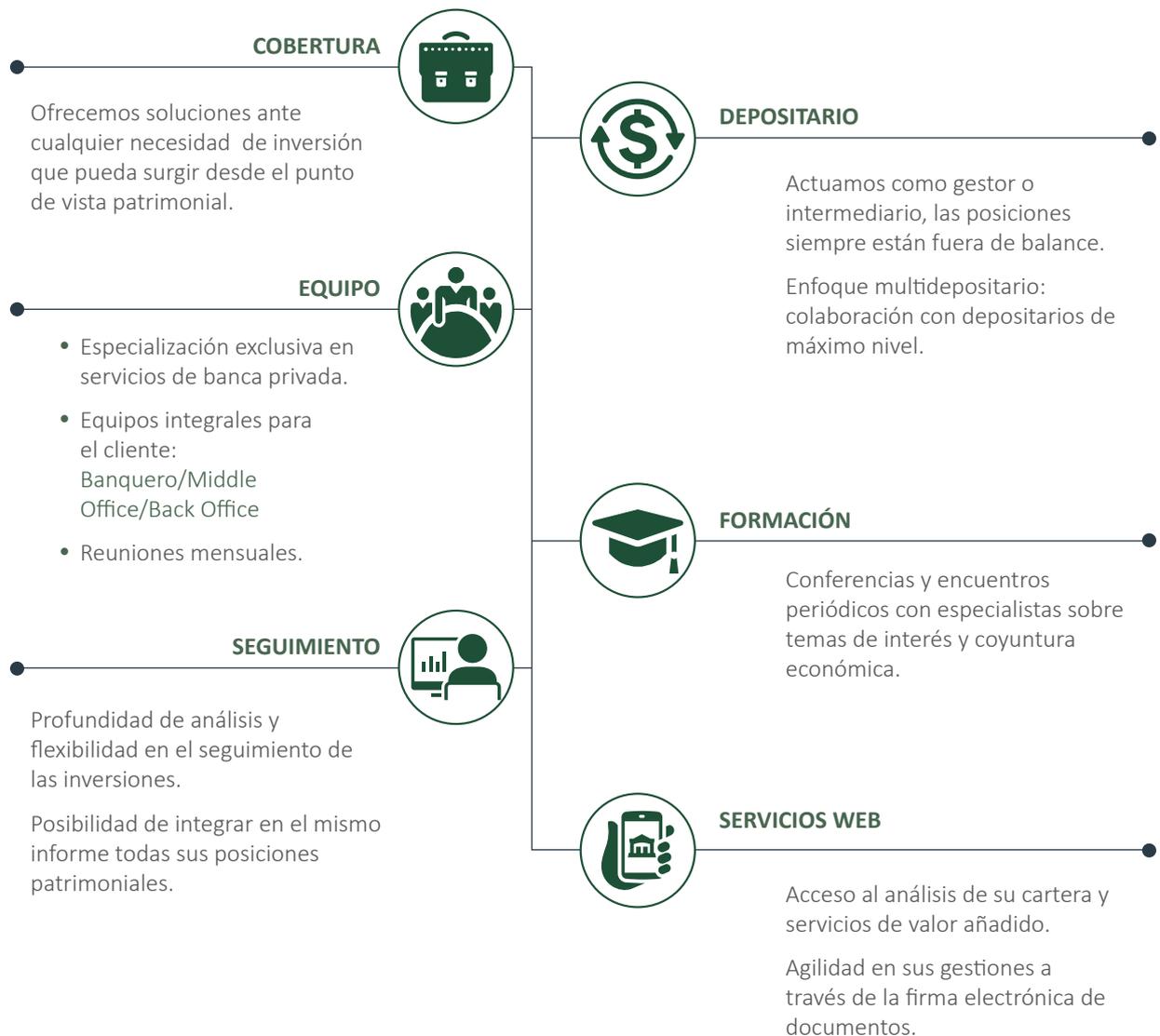
Activos alternativos

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

¹ Premios Expansión AllFunds 2018: Mejor Gestora Nacional, Mejor Gestora de Renta Fija, Mejor fondo de inversión de renta variable España (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

- Asesoramiento global sobre el conjunto del patrimonio
- Gestión directa con entidades y proveedores
- Monitorización de resultados y riesgos
- Informe agregado de posiciones

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.



DRIVY

ALANTRA

Wealth Management

QTRLY

www.alantrawealthmanagement.com