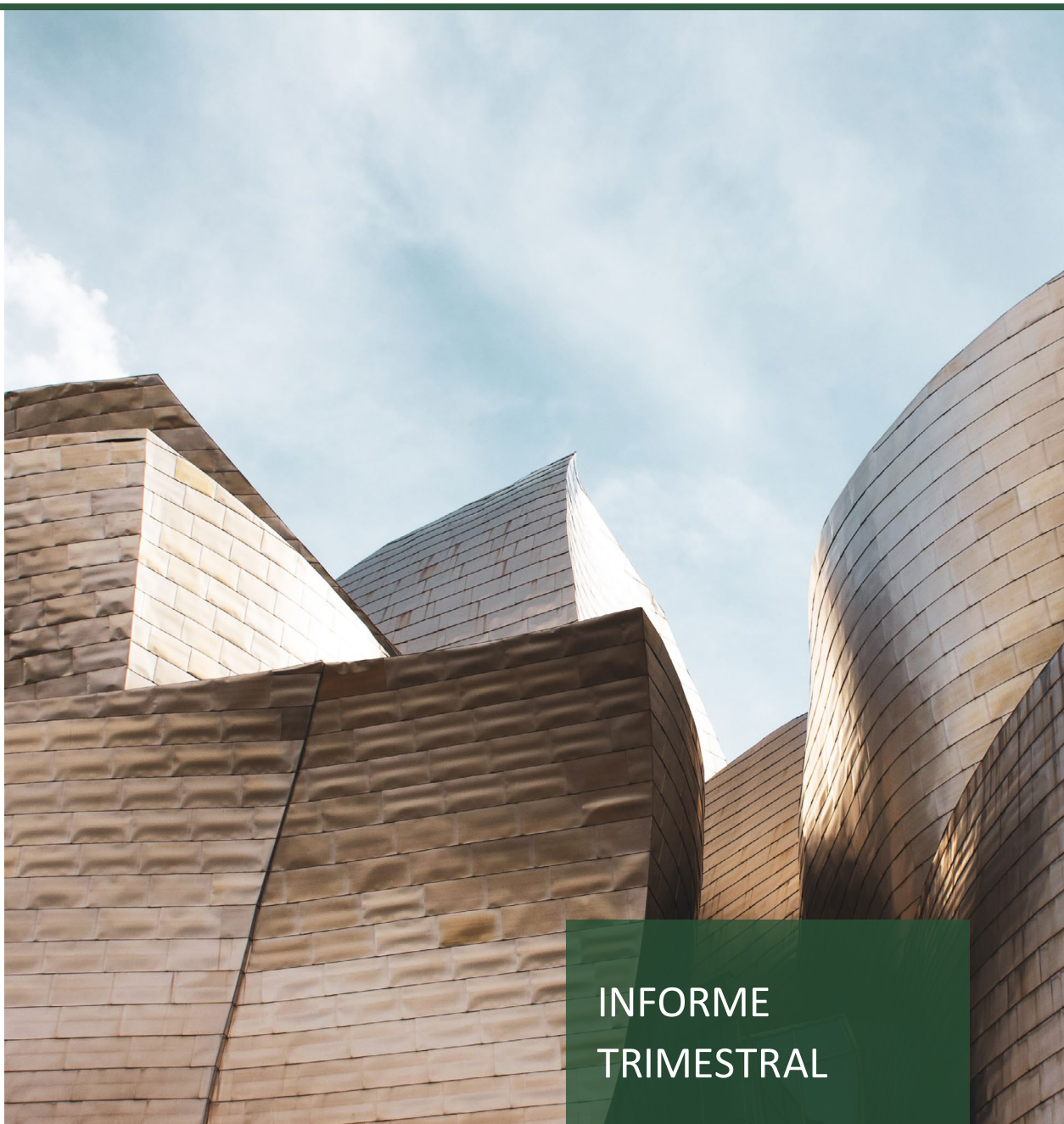


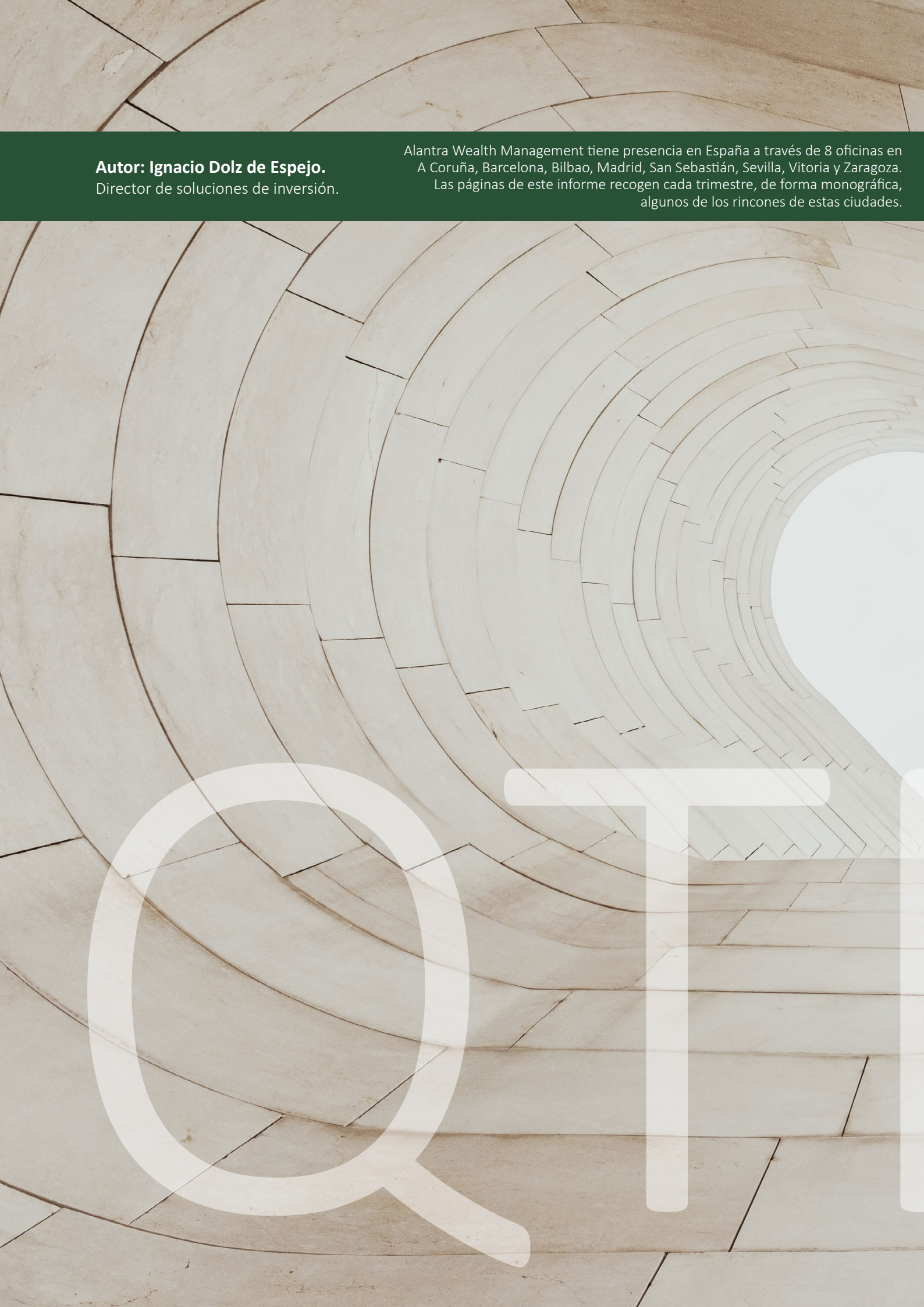
ALANTRA

Wealth Management



INFORME
TRIMESTRAL

MAYO 2021



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

Alantra Wealth Management tiene presencia en España a través de 8 oficinas en A Coruña, Barcelona, Bilbao, Madrid, San Sebastián, Sevilla, Vitoria y Zaragoza. Las páginas de este informe recogen cada trimestre, de forma monográfica, algunos de los rincones de estas ciudades.

Q T

Este trimestre

ALANTRA
Wealth Management

Nuestra visión, de un vistazo	4
Evolución de los mercados y de nuestras apuestas durante el trimestre	10
Contexto macro y visión de mercados	12
Análisis en profundidad	18
El nuevo plan fiscal del Gobierno de Biden	20
China. Situación macro y sus mercados	24
Teoría monetaria moderna	28
La oportunidad de la transición energética	30
Fondos Murano	36
Murano Patrimonio FI	37
Murano Crecimiento FI	40
Sobre Alantra Wealth Management	42



NUESTRA VISIÓN DE UN VISTAZO

El avance de la vacunación en todo el mundo y la esperanza de menores restricciones a la movilidad está acelerando las expectativas de crecimiento, ya fortalecidas por la expectativa de un nuevo plan de inversión en infraestructuras en Estados Unidos (analizado en la página 20) y por el apoyo de los bancos centrales. Como consecuencia, **los precios de los activos se han apreciado sustancialmente.**

En este segundo trimestre, esperamos ver un **repunte de la inflación**, apuntalada por la comparativa con 2020 y los problemas de abastecimiento en la cadena de suministros. Existen argumentos tanto para sostener que va a seguir subiendo como para mantener que solo lo va a hacer de forma coyuntural (discutidos en la página 26). Desde nuestra perspectiva, **creemos el incremento de los precios será temporal**.

Este año ya hemos visto acrecentarse las expectativas de inflación, lo que ha provocado un aumento de la rentabilidad de la deuda gubernamental y, por tanto, una importante corrección de sus precios. Aunque no esperamos que los tipos a largo plazo puedan ascender mucho más, no podemos descartar que, temporalmente, la rentabilidad del bono a 10 años americano supere el 2%, lo que podría llevar a una corrección de los activos de riesgo.

El previsible repunte de la inflación para este segundo trimestre podría continuar después o, tal como nosotros creemos, ser solo coyuntural.

Un escenario con inflación y tipos más elevados podría llevar a un mal comportamiento de la renta fija, por ello nuestras carteras tienen poca duración de tipos y exposición a inflación. También hemos reducido el peso en renta fija privada, a la espera de mejores oportunidades, escenario que discutimos en la página 14.

En renta variable (página 13), creemos que mientras el bono se mueva entre el 1,5% y el 2%, las bolsas seguirán soportadas y continuaremos viendo rotación sectorial entre valores de crecimiento y valor. Sin embargo, si el bono supera el 2% podríamos ver una corrección

temporal de los índices bursátiles, liderada por los sectores de mayor crecimiento, como es el caso del tecnológico. Al respecto, en la página 36 explicamos la oportunidad que vemos **en valores de transición energética**.

En renta fija privada, hemos reducido peso esperando mejores oportunidades; en renta variable, seguimos muy de cerca a las empresas beneficiadas por la transición energética.

Nuestra creencia de temporalidad respecto de la citada corrección se basa en que, aunque los bancos centrales quieren ver una inflación más alta para deflactar la deuda, no desean tipos más elevados que incrementen el coste financiero de los Gobiernos. Si se produce un repunte de tipos, creemos que la Reserva Federal, el BCE y los demás bancos centrales acudirían para intentar controlarlos y, por tanto, soportar indirectamente a los mercados. Por ello, **preferimos mantener una infraponderación táctica para guardar liquidez y poder comprar si el mercado corrige**. En los últimos 15 años, los bancos centrales han incorporado nuevas herramientas a su abanico de instrumentos, y creemos que seguirán incorporando otras. En la página 34 explicamos la teoría monetaria moderna (TMM o MMT, en inglés), completamente rompedora con la tradición económica pero sobre la que los economistas ya están discutiendo.

Además, **estamos estudiando activos que se han quedado atrás en los últimos meses**. Es el caso de la bolsa española, la del Reino Unido y la China (especial en página 30), y del sector farmacéutico.

Ponderación de las carteras respecto a los índices



Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/3/2021.

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

Apuestas importantes

- Mantenemos la neutralidad en renta variable.
- Moderamos la visión positiva en crédito, por rentabilidad / riesgo ya no es tan interesante como hace unos meses.
- Visión positiva en oro y con sesgo comprador en el resto de materias primas.

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/3/2021.

Precios Consumidor (IPC)			
	2020	2021e	2022e
Estados Unidos	1,2	2,3	2,4
Eurozona	0,4	0,9	0,9
Japón	-0,1	0,3	0,3
Alemania	0,5	1,1	1,1
Reino Unido	0,8	1,2	1,2
España	-0,2	0,8	0,8
Italia	0,1	0,6	0,6
Francia	0,5	0,6	0,6
Irlanda	-0,2	0,6	0,6
Portugal	0	1,1	1,1
Asia	2,5	2	2,3

Fuente: FMI. Datos a marzo de 2021.

Mercados de renta variable		
Índice	Último	2021
MSCI World	2.812	4,5%
DJ Stoxx 600	430	7,7%
S&P 500	3.973	5,8%
Nasdaq	13.247	2,8%
Topix	1.954	8,3%
MSCI Em	599	2,3%
CAC 40	6.067	9,3%
DAX 30	15.008	9,4%
FTSE 100	6.714	3,9%
FTSE MIB	24.649	10,5%
IBEX 35	8.580	6,3%
Volatilidad SP500	19,4	-14,7%

Fuente: Bloomberg. Datos a marzo de 2021.

Tipos de interés			
	Último	31 dic 2020	31 dic 2019
US 10Y	1,7404	0,91	1,92
UK 10Y	0,845	0,2	0,82
CHF 10Y	-0,0513	-0,34	-0,1775
JP 10Y	0,095	0,021	-0,02
BD 10Y	-0,292	-0,57	-0,19
FR 10Y	-0,046	-0,34	0,12
IT 10Y	0,668	0,54	1,42
SP 10Y	0,337	0,05	0,46
Spread de crédito	Último	31 dec 2020	31 dec 2019
Global HY spread	308	293	280
EM spread (Hard)	229	218	247
Itraxx Main	48	48	44
Itraxx Xover	252	243	207

Fuente: Bloomberg. Datos a marzo de 2021.

Previsiones PIB FMI

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
PIB mundial	3,4	3,1	3,2	3,7	3,6	2,9	-3,3	6	4,4
Economías desarrolladas	1,8	1,9	1,7	2,3	2,2	1,7	-4,7	5,1	3,6
EE. UU.	2,4	2,5	1,5	2,2	2,9	2,3	-3,5	6,4	3,5
Zona Euro	0,9	1,5	1,8	2,4	1,8	1,2	-6,6	4,4	3,8
Reino Unido	3	2,2	1,8	1,7	1,4	1,3	-9,9	5,3	5,1
Japón	-0,1	0,6	1	1,7	0,8	1,0	-4,8	3,3	2,5
Economías emergentes	4,6	4	4,3	4,7	4,5	3,7	-2,2	6,7	5
China	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,1	2,3	8,4	5,6
India	7,3	7,3	7,1	6,7	7,1	4,8	-8	12,5	6,9
Rusia	0,6	-3,7	-0,2	1,5	2,3	1,1	-3,1	3,8	3,8
Brasil	0,1	-3,8	-3,6	1	1,1	1,2	-4,1	3,7	2,6

Fuente: FMI. Datos a marzo 2021.

Forward Price Earning Ratio

País	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
Europa	16,3	11,9	17,7	17,1	17,9	15,7
EE.UU.	20,9	17,2	21	23,3	24,5	21,5
Japón	15,1	12,2	15,2	17,3	22,7	17,5
Emergentes	13,9	12,4	14,2	14,8	15,5	13,4

Fuente: Morgan Stanley. Datos a 31/3/2021.

Carteras Modelo Alantra WM

	Conservador	Moderado	Medio	Agresivo
2009	6,1%	9,0%	11,5%	16,6%
2010	2,8%	5,1%	9,4%	11,6%
2011	-2,0%	-4,4%	-6,7%	-9,2%
2012	6,8%	8,2%	9,3%	10,9%
2013	5,3%	7,5%	10,2%	18,8%
2014	4,6%	3,9%	5,0%	4,1%
2015	0,9%	0,8%	2,8%	4,6%
2016	0,9%	1,7%	3,6%	4,9%
2017	2,0%	3,3%	4,3%	6,9%
2018	-3,2%	-4,4%	-5,5%	-6,0%
2019	4,5%	6,3%	9,2%	13,1%
2020	2,4%	2,4%	3,2%	2,9%
2021	0,6%	1,7%	3,3%	4,6%
Acumulado	35,9%	48,3%	76,0%	117,3%
TAE	2,5%	3,2%	4,6%	6,4%

Índices

Eurotox	Ibex35	S&P 500	MSCI World (Ic)
21,0%	29,8%	25,2%	27,0%
-5,8%	-17,4%	12,8%	9,6%
-17,1%	-13,1%	0,0%	-7,6%
13,8%	-4,7%	13,4%	13,1%
14,7%	21,4%	29,6%	23,7%
1,2%	3,7%	11,4%	7,7%
3,9%	-7,2%	-0,7%	0,2%
0,7%	-2,0%	9,5%	6,8%
6,5%	7,4%	19,4%	16,3%
-8,7%	-11,5%	1,4%	-2,2%
24,8%	11,8%	28,9%	24,9%
-5,1%	-15,5%	16,3%	11,7%
10,3%	6,3%	5,8%	5,7%
47,6%	-6,7%	346,2%	195,1%
3,2%	-0,6%	12,7%	9,0%

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/3/2021.





EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS Y DE NUESTRAS APUESTAS DURANTE EL TRIMESTRE

El **primer trimestre de 2021** ha destacado por el **buen comportamiento de los activos de riesgo**, a pesar de la importante subida de la rentabilidad de la deuda gubernamental (y, por tanto, caída en precios).

La rápida evolución de la vacunación en algunos países como Estados Unidos, el Reino Unido o Israel, y el consiguiente descenso de la incidencia del virus, junto con el plan de impulso fiscal de Gobierno de Biden están elevando la esperanza de velocidad y fortaleza del crecimiento económico en 2021. En esa línea, las encuestas empresariales del mes de marzo (PMI, ISM...), tanto del sector servicios (que ha sufrido un mayor impacto por las restricciones a la movilidad para evitar el contacto físico) como de los sectores industriales, han arrojado resultados espectaculares, alcanzando, en algunos casos, récords históricos.

Aunque los bancos centrales se han reafirmado en su voluntad de ignorar repuntes de la inflación que consideran “puntuales”, los inversores de renta fija han ido reduciendo posiciones en deuda al esperar tipos algo más altos en un escenario de mayor crecimiento económico, aunque también por estar viendo mermada su rentabilidad real al incrementarse la inflación.

Debemos destacar la **pronunciada diferencia entre la reacción del banco central de Estados Unidos** (que está siendo voluntariamente pasivo) **y el BCE**, que está comprando más de 25.000 millones de euros de bonos a la semana, un 30% más que hace unos meses. Desde una perspectiva técnica, el BCE está controlando la curva de tipos, mientras que la Reserva Federal (Fed), no. Como consecuencia, la pendiente de la curva norteamericana es hoy mucho más alta que en la UE y hay presión al alza en el dólar.

La Reserva Federal (EE. UU.) está controlando la curva de tipos, mientras que el BCE (UE), no lo está haciendo.

Al poner números a los movimientos, los índices de deuda gubernamental corrigen entre el 2% y el 4% en 2021. La deuda con alta calificación crediticia pierde dinero (en Europa, un 0,2%) porque el efecto de la subida de tipos no ha sido suficientemente compensado por la ligera reducción de los diferenciales de crédito. Pero, en el caso del *high yield*, el efecto del crédito es mayor y

ha acabado el trimestre con un 0,8%, concentrado en marzo, cuando se apreció un 1,8%. A medida que el diferencial entre los tipos a 10 años en Estados Unidos y la eurozona crecían (2%, ahora), el gigante americano ha atraído capital, y el dólar se ha apreciado un 3% en marzo para dejar un saldo del 4,1% en el año.

Aun así, **las bolsas han reaccionado bien**, probablemente interpretando que la inflación no se va a descontrolar y que los tipos no van a subir mucho más sin que los bancos centrales intervengan para evitarlo. De este modo, en ambos periodos hemos visto subidas lideradas por los sectores y geografías más cíclicos, debido al impacto que cierta vuelta a la normalidad puede tener en su crecimiento a corto plazo. Los sectores value han tenido el mejor trimestre de crecimiento de los registrados desde 2001. Durante el año, en el ámbito de la UE los bancos, el sector del transporte y el de ocio se han apreciado cada uno un 19%; automóviles, un 24%. En marzo, el S&P 500 subió un 4,4%; el Euro Stoxx 50, un 7,9%; y los emergentes corrigieron algo menos del 1%. En el trimestre, las rentabilidades han sido del 6%, 10,7% y 3,2%, respectivamente. Prácticamente todos los activos de riesgo se han apreciado, pero destacan las materias primas, entre las cuales el crudo se ha revalorizado en 2021 un 22%, y el cobre, un 13%.

En el plano fiscal, cabe destacar la aprobación del **plan de estímulo de Joe Biden**, facilitado por el logro de la mayoría en el Senado tras una rotunda victoria en las elecciones a este órgano en Georgia. La dimensión del plan es de **3 billones de dólares**, esto es, un 8% del PIB de Estados Unidos, y ha sido, en parte, el culpable de un incremento de las estimaciones de crecimiento para 2021 consensuadas por los analistas: en torno al 7%.

Por otra parte, **nos preocupa la situación de los países emergentes**. Se enfrentan a una recuperación más lenta por la falta de acceso a las vacunas pero, además, la subida de los tipos a largo plazo en Estados Unidos y la apreciación del dólar son negativas para muchos de ellos, ya de por sí bastante endeudados en esa moneda. Aun así, cada caso es diferente. Asia está recuperándose con más fuerza, liderada por China, pero la conforman países importadores de materias primas, que se han apreciado con fuerza, y el banco central podría endurecer su política monetaria, lo que ha provocado una corrección. Latinoamérica se beneficia de la recuperación cíclica por ser un gran exportador de *commodities*, pero también es más sensible que Asia a la apreciación del dólar y la subida de tipos, por lo que su salida de la pandemia va a ser más complicada. Además, aunque la mayor parte de los

bancos centrales están siendo ortodoxos subiendo tipos cuando la inflación también lo hace, el ejemplo de Europa y Estados Unidos podría generar turbulencias como la de Turquía, donde su presidente, Erdogan, ha cambiado al gobernador de su banco central por haber sido ortodoxo; como consecuencia, la lira ha caído casi un 20%.

En positivo, destacan la buena reacción general de las bolsas, la apreciación de las materias primas y el plan de estímulo fiscal de Biden; en contraste, preocupa la evolución de los países emergentes.

¿Cómo invertimos durante el primer trimestre?

A principios de año, esperábamos una inflación al alza y tipos más altos en Estados Unidos, por lo que invertimos en estrategias ligadas a la inflación, primero en este país y luego en Europa, y desplegamos **posiciones cortas de deuda americana**. Ambas posiciones nos están recompensando en lo que va de año y son responsables de una parte importante de la rentabilidad acumulada.

Mantuvimos la **prudencia en crédito**, donde redujimos sustancialmente la exposición, así como un **elevado peso en liquidez**, a la espera de oportunidades. Ahora mismo tenemos mucho menos peso en crédito financiero que en 2020.

En **renta variable** mantuvimos un **posicionamiento de neutralidad** y conservamos una clara diversificación sectorial entre segmentos de crecimiento y cíclicos de vuelta a la normalidad, ya que es difícil predecir cómo se van a mover los tipos de interés en 2021.



CONTEXTO MACRO Y VISIÓN DE MERCADOS

El primer trimestre se ha caracterizado por el buen comportamiento de los activos de riesgo, y la distinta actitud de los bancos centrales de EE. UU. y Europa.

¿Qué perspectivas hay?

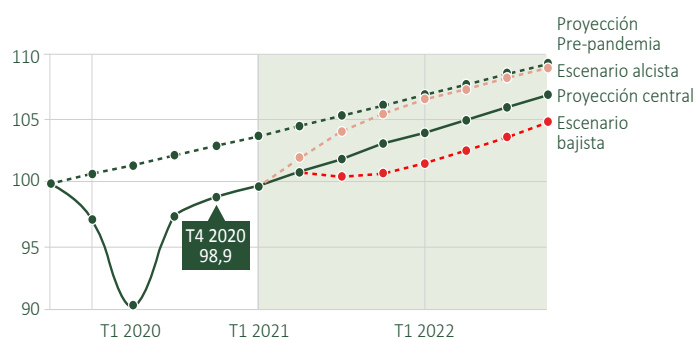
Esperamos un año volátil desde el punto de vista macro, ya que el consenso anticipa que se publiquen datos muy elevados de inflación en Estados Unidos en abril y mayo para luego volver a bajar, pero que podrían llevar a una subida de los tipos de interés.

La Fed tendrá la ardua tarea de convencer a los inversores de que la subida de los precios será algo puntual y que no va a exigir que intervengan para enfriar la economía norteamericana. Mientras que en Europa se espera un pico de inflación del 2,5%, en Estados Unidos se habla de nada menos que un ¡4,1%! Creemos que poder predecir cuál será finalmente el pico que toque la inflación y cómo se moverán los tipos de interés va a ser clave para la evolución de los activos en 2021 y, aunque tenemos nuestra propia opinión, los datos van a ser tan extremos que no es difícil que el consenso, o nosotros, nos equivoquemos. Por eso, a continuación dedicamos unas líneas a explicar los vectores que empujan a los precios en una u otra dirección.

Por una parte, están **las fuerzas que han contenido los precios** desde hace muchos años: el anclaje de las expectativas de inflación por parte de los bancos centrales, una escasez de empleos de calidad que debilita la capacidad de negociación de los empleados y el efecto deflacionista de la tecnología. Además, el sector servicios ha ganado mucho peso en la fuerza salarial de los países desarrollados y, por diferentes motivos, parece menos sensible a brotes de inflación.

Pero, por otra parte, tenemos **factores que apoyan a los precios**, algunos tan innegables como temporales: el efecto base (en primavera de 2020, los precios de las materias primas se desplomaron) y la disrupción de las cadenas de suministro (contenedores, semiconductores, cobre, madera, aluminio...), que ya está afectando a varias industrias; ambos deberían llevar a que la subida de la inflación de primavera fuese temporal. Sin embargo, hay otros factores que podrían ser más estructurales: por una parte, que los bancos centrales, esta vez, sí quieren generar inflación; los grandes planes de inversión fiscal (que tradicionalmente han provocado inflación) y una política monetaria extremadamente procíclica. La historia nos ha demostrado que la inflación tiende a ser “pegajosa” y que cuando, por cualquier motivo exógeno, los precios repuntan, las reivindicaciones sindicales tienden a fijar los salarios al alza. La deflación salarial provocada por la revolución tecnológica sería un contraargumento, pero debemos recordar que la aparición del ferrocarril y de la luz eléctrica fueron también muy deflacionistas y los precios acabaron subiendo de nuevo.

El nivel de crecimiento esperado está mejorando

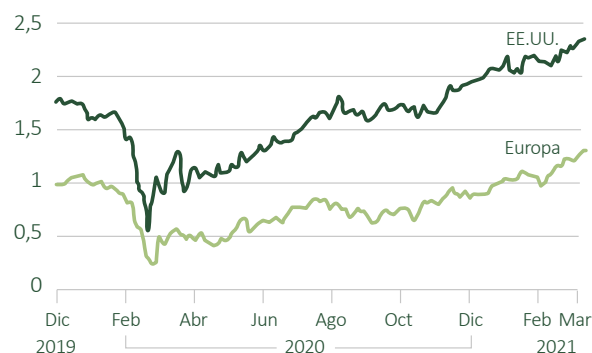


Fuente: OCDE.

Nosotros creemos que, tal como espera el mercado, **los precios repuntarán en abril y mayo para luego moderarse a la baja**, aunque no para volver a la situación previa. Aunque, quizá, la pregunta más importante sea cómo va a reaccionar el mercado y, sobre todo, los tipos de interés a las subidas de precios. Este año, el bono a 10 años americano ha experimentado un crecimiento de su rentabilidad de unos 90 puntos básicos al albor del incremento en las expectativas de inflación hasta niveles cercanos al 2,5%. ¿Cómo reaccionaría a un dato de inflación del 4,1%, aunque fuese temporal? En resumen, creemos que podría llevar al T-note a superar el nivel del 2% temporalmente, incluso a un susto en los mercados, pero en ese caso es probable que la Fed intentase influir para moderarlo, bien cambiando su discurso de “pasividad activa” por uno de mayor implicación, más cercano al del BCE, bien, directamente, comprando deuda para controlar la curva de tipos.

No esperamos una gran subida de los tipos de interés por varios motivos. El primero es que el crecimiento y la inflación esperados deberían estar descontados: a lo largo del mes de abril se han dado a conocer en Estados Unidos datos macro francamente buenos, y la rentabilidad del bono, en lugar de subir, ha caído; además, siempre que los tipos a largo plazo se acercan al 2%, acaban volviendo a bajar. Por último, el bono americano con una rentabilidad superior al 2% podría despertar el apetito de inversores que buscan una rentabilidad estable a largo plazo (planes de pensiones, aseguradoras, etc.). El enorme crecimiento de la deuda ha supuesto un mayor ahorro privado que tiene que buscar rentabilidad. Poder adquirir un bono estadounidense al 2% frente al riesgo a asumir comprando deuda china o noruega con el riesgo que implica es muy atractivo y la rentabilidad del bono americano, tras cubrir la divisa a corto plazo, es cada vez más interesante debido a la pendiente que está adquiriendo la curva de tipos.

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



Fuente: Bloomberg

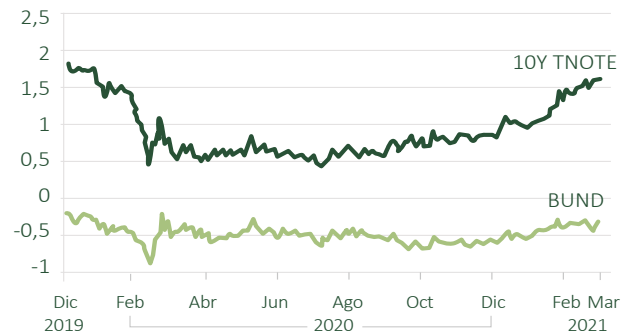
Nuestra perspectiva macro es volátil, con un repunte a corto plazo de los precios que volverán a bajar en junio y sin subidas destacables de los tipos de interés.

¿Cómo estamos invertidos?

Resumen de nuestro Asset Allocation

- **En renta variable**, seguimos neutrales y esperando una oportunidad para incrementar el riesgo y subir bolsa. Tiene sentido que los activos de riesgo coticen a múltiplos elevados en un entorno de tipos de interés reales negativos como el actual y creemos que hay argumentos de sobra para que el activo esté soportado. Pero creemos que las valoraciones son muy exigentes y que este año podríamos ver correcciones temporales que generen oportunidades. Además, las métricas que nos indican cuán posicionados están los inversores en cada activo apuntan a que estamos en un nivel peligroso en el que el mercado puede ser vulnerable a *shocks* exógenos. Seguimos largos de bolsa europea frente a la de Estados Unidos por el perfil más cíclico de la primera, pero no descartamos incrementar niveles si la parte más *value* de la bolsa norteamericana corrige ligeramente.
- En emergentes, preferimos estar infraponderados, ya que estos se suelen comportar mal en entornos de subidas de tipos en Estados Unidos, por el encarecimiento de su coste de financiación.
- Además, algunos activos se han quedado atrás

10 Y TNOTE vs BUND



Fuentes: Bloomberg.

y podrían ser una oportunidad a medio plazo; estamos trabajando en todas ellas: bolsa del Reino Unido, España y China, metales preciosos...

- Mantenemos una **visión neutral en materias primas**, ya que preferimos expresar el efecto de un incremento de la inflación a través de poca duración, exposición a inflación americana y europea y, en renta variable, a través de compañías de cobre y petroleras.
- Con tipos reales contenidos, el oro debería estabilizarse en los niveles actuales.
- Por último, tras un largo periodo en el que estuvimos cortos de **dólar**, mantenemos una exposición neutral, ya que creemos que su valoración no es extrema y que hay argumentos tanto para que se aprecie por el elevado diferencial de crecimiento y tipos frente a la Unión Monetaria como para que se deprecie por el elevado déficit en el que está incurriendo la economía norteamericana.
- **Renta fija**: no creemos que los bancos centrales vayan a dejar que los tipos se vayan mucho más arriba de manera estructural, pero, tal como hemos comentado, esperamos que la inflación siga subiendo y no descartamos un susto con los tipos, por lo que hemos reforzado la apuesta por la inflación a través de *swaps* de Estados Unidos y Europa, tenemos una duración de tipos europea cauta y mantenemos posiciones cortas de deuda americana. Ambas posiciones nos están recompensando en lo que va de año y son responsables de una parte importante de la rentabilidad acumulada.

En renta variable continuamos en niveles de neutralidad y, en renta fija, reforzamos nuestra apuesta por la inflación a través de bonos ligados a ella estadounidenses y europeos.

Mantenemos la prudencia en crédito. Desde finales del año pasado hemos ido reduciendo sustancialmente la exposición: desde el enfoque *top down*, nos cuesta ver oportunidades a estos precios y creemos que la rentabilidad, en muchos casos, no justifica el riesgo asumido, pero *bottom up* seguimos encontrando ideas. Por ejemplo: aunque el crédito ha corrido mucho y la tasa esperada de impagos que esperan hoy las agencias de *rating* es bastante menor que hace unos meses, los sectores más impactados por la COVID-19 siguen siendo los mismos y, por tanto, tienden a pagar más, y nosotros, mediante el análisis, somos capaces de distinguir y encontrar crédito con rentabilidades razonables y un riesgo contenido. Mantenemos un elevado peso en liquidez, a la espera de oportunidades. Creemos que, de producirse una corrección en el crédito por culpa de los tipos de interés, sería temporal, por lo que nos gustaría utilizarla para poder comprar renta fija privada a precios más atractivos. Sectorialmente, seguimos cautos con el crédito financiero y algo más optimistas con la deuda híbrida, pero si cae la deuda subordinada financiera podría ser una buena oportunidad, ya que, a medio plazo, tipos más altos son buenos para los bancos.

Renta variable en profundidad

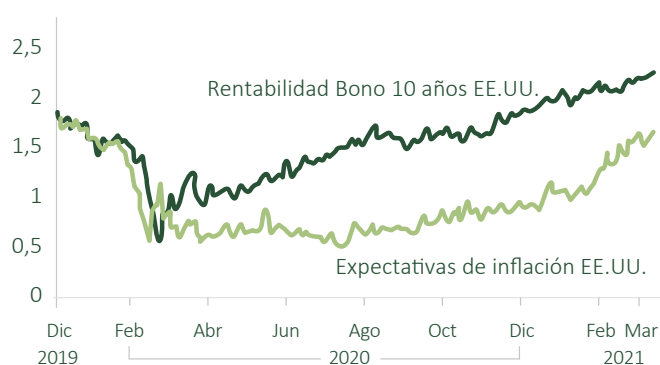
Las expectativas de crecimiento económico y recuperación de beneficios para las empresas en 2021 son muy buenas en comparación con 2020, cuando vimos caídas de beneficios en un rango que va desde el 15% del S&P 500 hasta el 67% en el IBEX 35.

En Estados Unidos, gracias a un mayor ritmo de vacunación y a una reapertura de la economía más temprana, se espera que los beneficios lleguen este año a niveles pre-COVID-19; en Europa, en 2022; y en España no llegaríamos hasta 2023.

Creemos que los beneficios van a resultar clave; si las empresas no cumplen, podrían corregir con fuerza, pero también hay hueco para sorpresas muy positivas. Un *broker* escribía recientemente que si en 2021 vemos en Estados Unidos un PIB nominal del 8,1% (con una inflación del 2,4%) tendríamos un crecimiento de beneficios del 15%. ¿Cómo? Principalmente, gracias al impacto que tendrán la proyectada y aprobada reforma fiscal en el país norteamericano, aunque también deberíamos tener en cuenta el efecto negativo de las subidas de impuestos.

Seguimos manteniendo una **diversificación en carteras**, con exposición a compañías de crecimiento o *growth*, a través de sectores que se van a ver favorecidos en el corto y medio plazo por tendencias como, por ejemplo la transición energética, o aquellas de consumo que deberían beneficiarse de cambios en patrones de comportamiento tras la pandemia. Y, por otro lado, la exposición al ciclo la jugamos apostando fuerte por valores que deberían hacerlo bien con la reapertura de la economía y la vuelta a la normalidad. Así las cosas, hemos ido reduciendo peso

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



Fuente: Bloomberg.

Reducción de los diferenciales de crédito



Fuente: Bloomberg.

en estas últimas, aprovechando para tomar beneficios tras el buen comportamiento que han tenido y posicionando tácticamente las carteras con un sesgo ligeramente más defensivo. De cara al próximo trimestre, consideramos que estamos bien posicionados, dado que tenemos algo de liquidez en los fondos de bolsa y que la parte *value* de nuestra cartera reaccionaría mejor que la de “crecimiento” o “calidad”, aunque veamos precios más altos.

Si la rentabilidad del bono se mantiene en un rango de entre el 1,5% y el 2%, deberíamos seguir viendo **volatilidad sectorial**: subida de la parte más *value* cuando suban los tipos y mejor comportamiento de “crecimiento” y “calidad” cuando baje a la zona del 1,5%. Sin embargo, si hay un susto con la inflación o los tipos se van rápidamente por encima del 2%, creemos que podríamos ver una corrección generalizada, que podríamos aprovechar para incrementar el riesgo de nuestras carteras. En ese escenario de caídas, es reseñable, además del citado mejor *performance* del *value*, que creemos que las compañías de calidad sufrirían menos que las de puro crecimiento, como

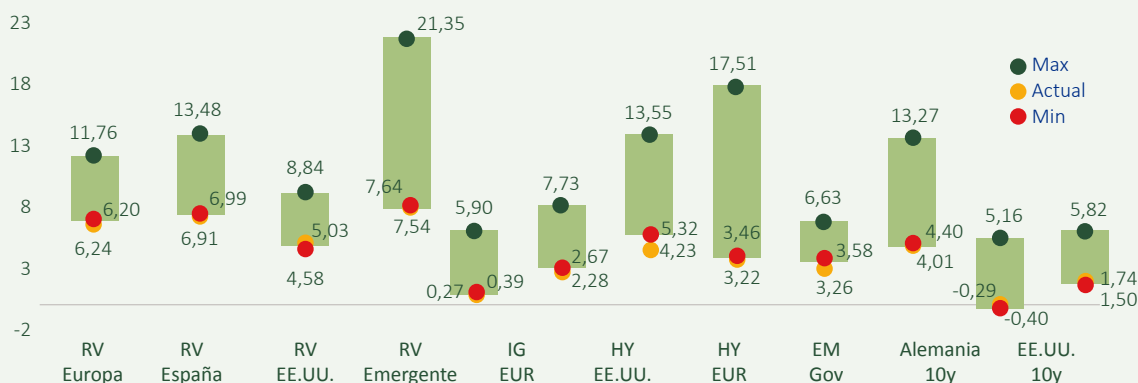
la tecnología, por el diferente perfil de riesgo de unas y otras.

Por último, estamos trabajando en el **sector farmacéutico**. Hoy tenemos poco peso en carteras porque se trata de un sector que ha sufrido una gran disrupción. Antes era muy rentable, pero, hoy, desarrollar una nueva molécula es muy caro y más lento que en el pasado. Por tanto, el retorno sobre el capital del sector ha bajado, de media, del 20% al 10%, y la tendencia continúa, pero el *underperformance* es intenso y tiene sentido tener algo de peso por construcción de cartera, además de que puede haber bastante gasto contenido que se libere cuando las economías reabran.

Nuestro escaso peso en carteras del sector farmacéutico se justifica por el descenso del retorno sobre el capital que ha pasado a ser la mitad, de media.

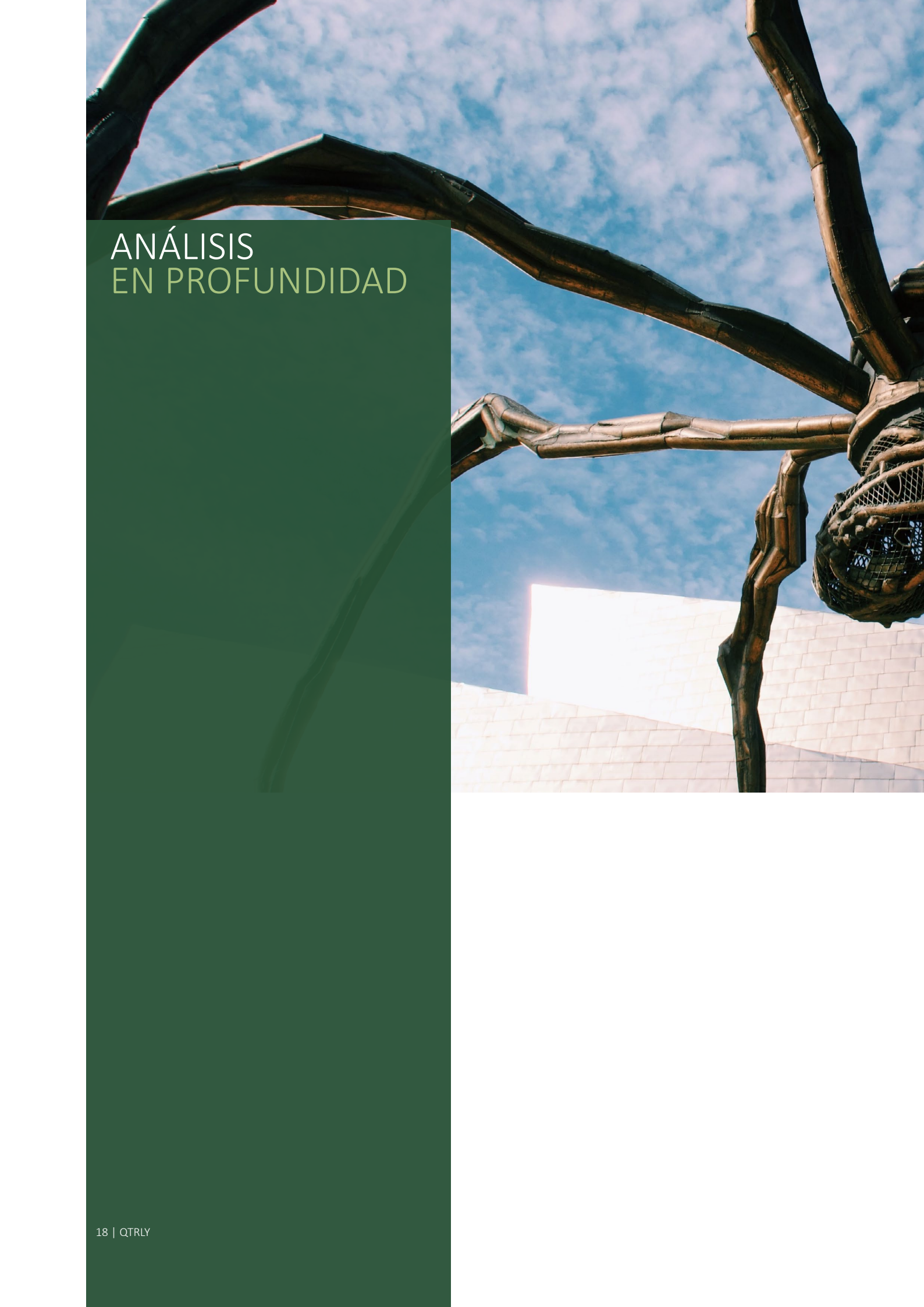
En resumen, creemos que hay un *statu quo* en tipos e inflación, pero es estadísticamente probable que veamos datos de inflación que sorprendan, lo cual podría generar sustos con los tipos que, a su vez, ofrezcan oportunidades que podremos aprovechar para incrementar el riesgo.

La valoración de casi todos los activos es muy elevada



Fuente: Bloomberg. Inversa del PER para mercados de RV con beneficios 2022. TIR de Renta fija para el resto. El cuerpo de la vela representa el percentil 5%-95% con historia desde 2005. (S&P 500 desde 1998)





ANÁLISIS EN PROFUNDIDAD



El nuevo plan fiscal del Gobierno de Biden 18



China. Situación macro y sus mercados 22



Teoría monetaria moderna 26



La oportunidad de la transición energética 28

EL NUEVO PLAN FISCAL DEL GOBIERNO DE BIDEN



Política fiscal en Estados Unidos

Antecedentes: 2020 y 2021

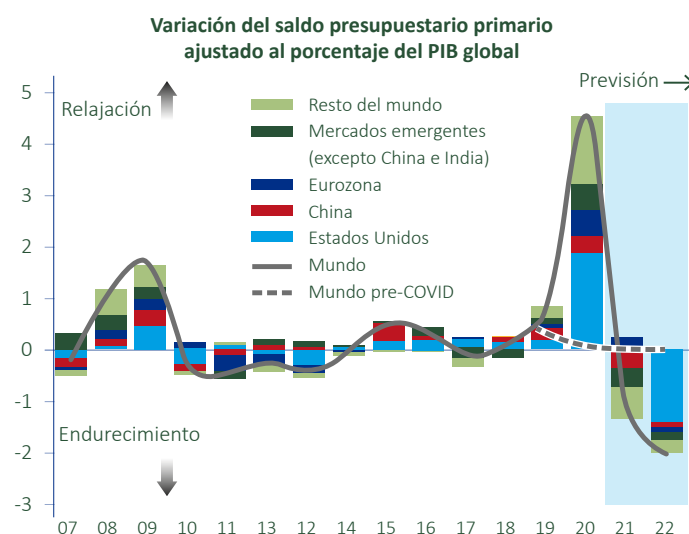
El año pasado, la mayoría de los **Gobiernos** de los países desarrollados se centraron en conseguir que la **capacidad de crecimiento económico** se viera mermada lo menos posible por la crisis global. Es decir, por un lado, que aquellas **empresas** que hubieran tenido que paralizar su facturación y/o actividad siguiesen vivas cuando el confinamiento acabase, para poder contribuir al crecimiento económico y, por otro, que las **familias** mantuviesen la renta disponible gracias a la aprobación de medidas de estímulo fiscal.

Con esos objetivos, **se pusieron en marcha iniciativas** como la aprobación de préstamos directos a empresas, la aportación de garantías gubernamentales para que los bancos pudiesen prestar sin asumir el riesgo íntegro, los pagos directos a los ciudadanos para mantener el nivel de renta, los incrementos de la prestación por desempleo, el diferimiento en el pago de impuestos y los estímulos fiscales para el sector sanitario.

El impacto económico de la pandemia se ha visto aliviado por las medidas de estímulo fiscal aprobadas por la mayoría de los Gobiernos.

En Estados Unidos, las ayudas han sido aprobadas (y descontadas por los mercados) durante el mismo año —2020— y principios del actual —2021—, con la llegada de Biden al Gobierno. Hasta hace bien poco, no se esperaban más inyecciones este año (véase el gráfico), sin embargo, el recientemente elegido presidente anunció un **nuevo plan destinado, sobre todo, a inversión en infraestructuras**, aparte de presentar otro para las familias, de alrededor de \$1,9 billones (españoles).

Grandes recortes del gasto público en términos históricos



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

Reforma fiscal y plan de infraestructuras en Estados Unidos

El nuevo Ejecutivo ha anunciado un nuevo plan de infraestructuras que sería financiado con una significativa reforma fiscal. Se plantea invertir cerca de 2,3 billones (españoles) de dólares a lo largo de los próximos 8 años –con algunos detalles que se prolongarán hasta los 10– y se espera **recaudar** dicha cuantía, **vía impuestos, antes de 2035**.

La inversión se centraría en dos núcleos: uno, de renovación de infraestructuras, nuevas construcciones e investigación y desarrollo, al que se destinarían 1.700 miles de millones, y el otro, de incentivos laborales y mejora del sistema sanitario, que recibiría los 500 miles de millones restantes.

Los detalles finales del plan todavía están por definir, ya que lo expuesto es todavía solo un borrador, pero parece claro que la mayor parte de lo anunciado se podrá llevar a buen puerto, si bien los escollos se localizan en la reforma fiscal, donde serán necesarias negociaciones importantes, incluso dentro del Partido Demócrata. El sector más tradicional no está de acuerdo con la subida de hasta el 28% en el impuesto sobre sociedades.

La financiación de los 2,3 billones (españoles) del nuevo plan pasaría por incrementar el impuesto sobre sociedades, desde el vigente 21%, fijado por Trump en lugar del antiguo 35%, hasta el 28%.

¿En qué consiste el plan de infraestructuras?

Olvidándonos de la parte prevista para incentivos laborales y mejora del sistema sanitario, el nuevo plan de infraestructuras propuesto por Biden busca una **renovación total de las líneas de comunicación y distribución del país** (carreteras, vías de tren, líneas de fibra óptica, tuberías de agua...) donde se prevé una inversión cercana a los 550.000 millones de dólares. Por otro lado, se premiará la **“inversión ecológica”**, donde se destinarán cerca de 380.000 millones, poniendo como objetivo la producción del 100% de la energía de forma limpia para el año 2035. Otros 480.000 millones irán dedicados a proyectos de **investigación y desarrollo** que no estén relacionados con defensa. Por último, otros 380.000 millones serán destinados a la **reconstrucción y modernización de edificios y viviendas**.

El objetivo del plan es llegar a una **huella de CO₂ neutra en tan solo 15 años**. Pero, para conseguirlo, necesitará mejorar muchas de las infraestructuras existentes y construir algunas nuevas, como carreteras, vías férreas, edificios..., las cuales necesitan materiales de industrias contaminantes, como la del hormigón, cemento y metalurgia, aparte de la maquinaria pesada precisa para su ejecución. Para compensarlo, se apostará por la tecnología de captura de carbono (que reducirá las emisiones de CO₂ producidas por las industrias más contaminantes). Todo ello, además de la sustitución de los combustibles fósiles para la producción de energía por centrales eléctricas alimentadas por hidrógeno y otras energías renovables (las compañías de este ámbito recibirán apoyo fiscal).

Tal como ya se ha mencionado, **los próximos ocho años serán testigos de la inversión descrita**, aunque con ciertos “residuos” hasta el décimo. Al respecto, tras estudiar el funcionamiento de planes anteriores, creemos que es posible que la inversión de los primeros años sea menor de la esperada y que vaya aumentando durante los siguientes. Dicho esto, con los incentivos fiscales a la “inversión ecológica” comentados anteriormente, el nivel de inversión se podría agilizar y la cifra podría ser, incluso, algo más alta.

Renovación de infraestructuras, impulso de la industria manufacturera o energías renovables son los principales destinos del nuevo plan.

¿Como se pagará esta enorme inversión?

Biden plantea sufragar todo el gasto a través de una **reforma fiscal** (en vez de hacerlo a través de la emisión de deuda). Así pues, los principales afectados serán las grandes compañías y, sobre todo, las que traten de evadir impuestos ubicando su sede fiscal en paraísos fiscales.

La intención del presidente es subir el **impuesto sobre sociedades hasta el 28%**, desde el 21% actual, lo cual supondría un aumento de la recaudación, en los próximos 10 años, de algo más de 700.000 millones (se calcula que cada punto porcentual de incremento representa algo más de 100.000 millones), pero tras los comentarios de alguno de los congresistas demócratas más centristas en contra de una subida tan sustancial, se espera que esta no supere el límite del 25%. Por otra parte, se podría incluir una **tasa obligatoria del 15%** a las compañías cotizadas con ingresos superiores a 2.000 millones de dólares anuales, incluyendo todos los beneficios obtenidos a nivel mundial.

Por último, propone un tipo **mínimo internacional del 21%**, frente al 10,5% actual, que penalizará a las compañías cuyo domicilio fiscal se sitúe en un paraíso fiscal o cualquier otro territorio con un impuesto sobre sociedades inferior al citado (esto aportaría cerca de 442.000 millones de dólares a lo largo de 10 años). Cada país tendría derecho a recaudar a las empresas que desarrollasen negocios en su territorio y tuvieran su domicilio fiscal en otro país un 21% de los beneficios logrados en su geografía. También se eliminaría la deducción del 10% por la inversión en activos, lo que aumentaría el nivel de tributación de algunas compañías, y no sería posible compensar pérdidas y ganancias entre los diferentes países en los que la empresa desarrollase su negocio, sino que tributaría individualmente en cada nación.

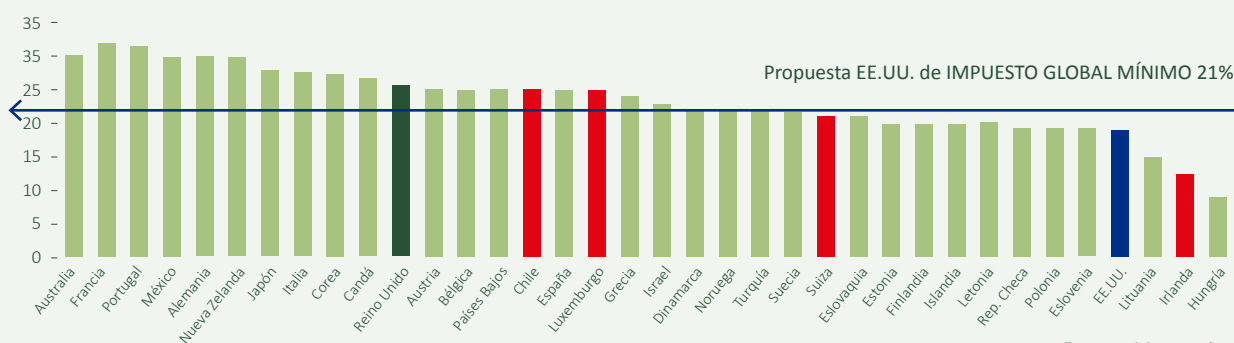
Tal como puede observarse en el primero de los gráficos inferiores, la mayor parte de los países tienen una tasa impositiva superior al 21% al que aspira Biden. Los señalados en color rojo son aquellos considerados como paraísos fiscales para compañía estadounidenses en el lado opuesto se situaría el Reino Unido, que ha subido el impuesto sobre sociedades desde el 19% hasta el 25%.

Conclusión

Este “gran plan” todavía está por definir, ya que todavía debe pasar por el Congreso y, aunque el Partido Demócrata ostenta la mayoría, hay ciertos temas que no terminan de gustar a todos los representantes del Partido. En mayo se darán a conocer más detalles, pero con lo que se sabe hasta el momento ya se presupone como un plan de transformación ecológica, renovación de infraestructuras e inclusión social, financiado por las grandes multinacionales y las compañías evasoras de impuestos.

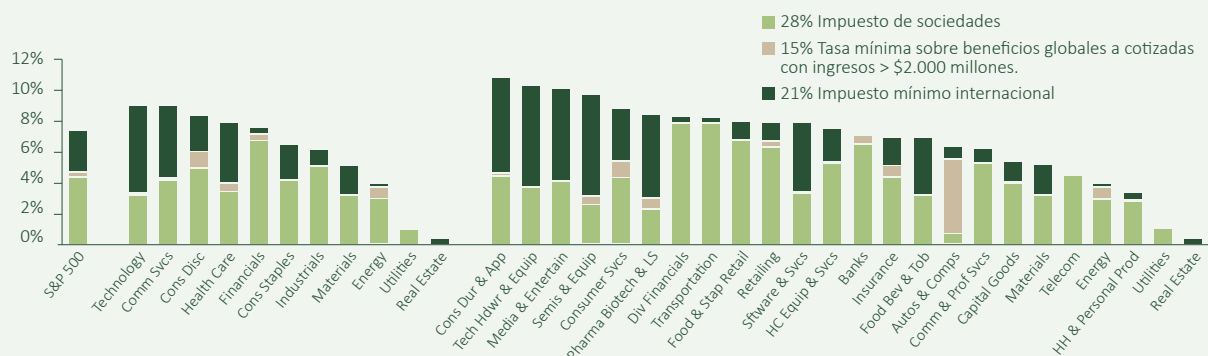
Por último, tal como puede observarse en el último gráfico, no todos los sectores van a verse igual de afectados por la subida impositiva. En color verde oscuro se muestra el porcentaje sobre beneficios que perderán los diversos sectores por la diferencia entre el pago de impuestos en el extranjero (paraísos fiscales) y el tipo del 21% propuesto por Biden, donde las tecnológicas serían las peor paradas. En marrón claro se refleja la tasa obligatoria del 15% sobre los beneficios globales, donde las compañías automovilísticas serán las más perjudicadas. En último lugar, en color verde claro destaca la subida sobre el impuesto sobre sociedades hasta el 28%, donde prácticamente todos los sectores se verían afectados negativamente.

Propuesta de impuesto global mín. del 21% (EE. UU.)



Fuente: Mutuactivos.

Estimación del impacto del impuesto societario propuesto por Biden en los beneficios del sector S&P 200 y el ámbito industrial



Fuente: FactSet, estimaciones UBS. Nota: El impacto de los servicios públicos se basa en el impacto medio del BPA estimado por UBS Analysts. Se asume que la tributación de los REIT es cero.



CHINA.

SITUACIÓN MACRO Y SUS MERCADOS



China. Evolución y Perspectivas

La economía china afronta 2021 con un contenido optimismo, tras cerrar un año calificado por su primer ministro, Li Keqiang, como “extraordinario”, durante el cual la población ha respondido “con tremenda tenacidad”.

El país más poblado del mundo tiene una **economía diversificada**, predominada por los **sectores manufacturero y agrícola**. Respecto de este último, que ocupa al 24% de la población y aporta un **7,1% del PIB**, el principal reto es aumentar su productividad, para lo cual se han diseñado diversos planes enfocados en modernizar la agricultura. Además, el gigante asiático cuenta con importantes reservas de carbón, consume dos tercios de la energía primaria y es el quinto mayor productor de petróleo del mundo, con una cifra de 4,89 millones de barriles al día en 2020.

Siguiendo con porcentajes y cifras, el **39% del PIB chino lo aporta la industria**, que emplea al 28% de la población. Se trata de uno de los centros mundiales de externalización de fabricación, dados sus bajos costes laborales; de hecho, más de la mitad de las exportaciones de este país las realizan empresas con capital extranjero, y, en general, tienen poco valor añadido. La excepción es la electrónica, que supone el 60% del sector industrial, donde la participación del Estado sigue siendo elevada, alcanzando el 39% del PIB.

Finalmente, **el mayor peso del PIB se corresponde con el sector servicios, con un 54%**, y una tasa de ocupación laboral del 47%. Sin embargo, se trata de un sector que mantiene el hándicap de la elevada participación estatal,

lo que se refleja en la monopolización y rigidez regulatoria que le ha impedido progresar.

China está impulsando el crecimiento de la demanda interna frente al sector industrial y exportador.

El Gobierno quiere hacer crecer la demanda interna, por lo que, en los últimos tiempos, ha dedicado esfuerzos a subsectores como las finanzas, la educación, el transporte y el turismo, con el fin de hacer crecer el peso del consumo interno y reducir el de la industria, en un intento de no depender tanto del exterior. Los distintos planes quinquenales elaborados por el Ejecutivo han reducido los estímulos a la industria y las exportaciones para dedicarlos al consumo, pero este cambio de foco ha provocado, a corto plazo, una desaceleración del crecimiento del PIB. Poco a poco, el cambio empieza a tener sus efectos: en 1980, la industria suponía el 48% del peso del PIB; en 2000, descendió hasta el 45%; y, en la actualidad, se sitúa por debajo del 39%. Lo mismo ocurre con la agricultura, que en 20 años ha reducido a la mitad su participación en el compuesto, hasta el 7,1%.

No cabe duda de que China cierra **un difícil año desde el punto de vista sanitario**, siendo el epicentro de la pandemia, **pero, desde el punto de vista económico a nivel local, ha sido realmente extraordinario**. Así lo reflejan los datos: el PIB consiguió crecer, en 2020, un +2,3%, muy por encima del -3,4% mundial. Se trata de un crecimiento anclado en un incremento del 6,8% en gasto

Visión general



Último

PIB-Tasa de crecimiento trimestral	2,6
PIB-Tasa de crecimiento anual	6,5
Tasa de desempleo	5,5
Tasa de inflación	0,4
Tasa de inflación (Mensual)	-0,5
Tasa de interés	3,85
Coefficiente de caja	12,5
Balanza comercial	379
Cuenta corriente	1.302
Cuenta corriente en términos PIB	1
Deuda pública en términos del PIB	52,6
Resultado fiscal en términos del PIB	-3,7

Último

Confianza empresarial	51,9
PMI manufacturero	50,6
PMI no manufacturero	56,3
PMI Servicios	54,3
Confianza del consumidor	127
Venta al por menor (Mensual)	0,56
Impuesto sobre sociedades	25
Impuesto a la renta	45
Casos de Coronavirus	103.113
Muertes por Coronavirus	4.636
Coronavirus recuperado	85.481

Fuente: Trading Economics (s. f.). Consulta: 15/4/2021.

militar y la aprobación de un plan quinquenal centrado en la autosuficiencia en tecnologías, hasta ahora más dependientes de la importación.

El gigante asiático ha tenido un buen año, tanto por cómo se ha recuperado del Covid como por la recuperación de su economía.

Este **crecimiento del gasto** ha sido criticado por analistas, por sus efectos directos en el déficit, que pasó del 1,3% al 6,2%, si bien hay que encuadrarlo en un incremento del resto de economías mundiales superior a estos ratios. En este sentido, **preocupa el nivel de deuda** del país, lastrado por el incremento experimentado en la crisis mundial de 2008-2009 y que, en 2020, se alejó del nivel de contención máxima establecido por el Gobierno en un 250% del PIB, hasta alcanzar un nivel del 270% al cierre del ejercicio.

El **año en curso** se afronta con un **plan quinquenal**, con un **objetivo de crecimiento económico del 6%**, calificado como prudente por algunos analistas que lo elevan hasta el 8% anual. En el caso del objetivo del plan de autosuficiencia tecnológica, con una inversión del 7% anual en I+D muy centrada en sectores de alto valor añadido, como el de los semiconductores, resulta, sin duda, muy ambicioso.

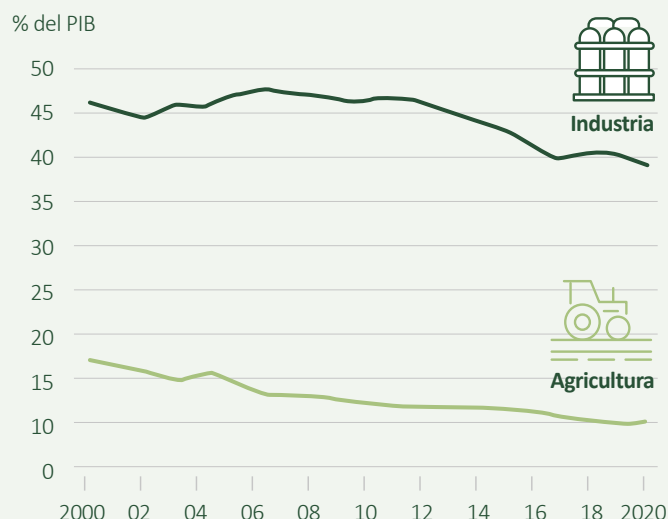
¿Cuál es el **origen de la diferencia en las estimaciones de crecimiento**? Posiblemente el hecho de que China quiera enfriar la economía y reducir el riesgo financiero. El crédito facilitado por los bancos al sector privado ha

crecido un 60% en una década (véase el gráfico), el sector inmobiliario ha volado y el nivel de ahorro se ha reducido casi un 20%.

China, epicentro de la pandemia, fue el primer país en abrir los grifos de gasto y crédito ante el inicio de la recesión y 2021 parece ser el año para empezar a cerrarlos, dado que regresaron a una seminormalidad laboral hace casi un año.

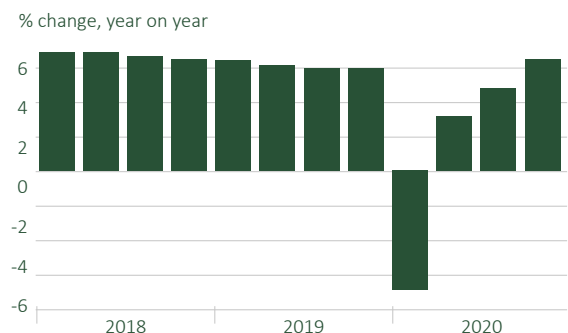
El Gobierno se ha marcado un objetivo de déficit fiscal del 3,2%, frente al 3,6% registrado en 2020. Además, el Banco Central está retirando liquidez para frenar el crecimiento de los préstamos.

Participación de la Industria y Agricultura en el PIB



Fuente: Banco Mundial (datos a cierre de 2019).

Tasa de crecimiento anual del PIB chino (2018-2020)

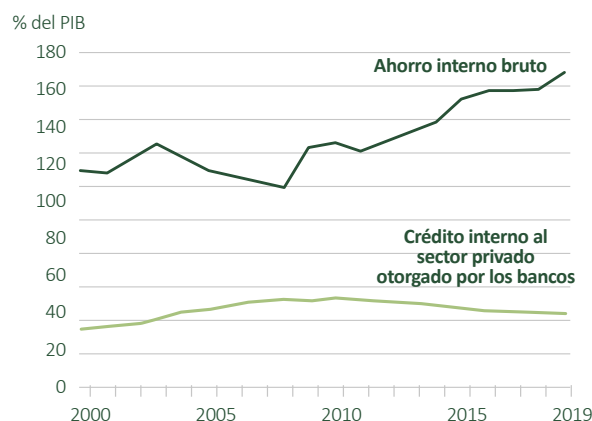


Fuente: National Bureau of Statistics of China

Una retirada de estímulos por parte del Ejecutivo, además de poder influir sobre el PIB, ya lo está haciendo en los mercados. Un primer efecto se ha sentido en el mercado de bonos y en una caída de la divisa china frente al dólar, y, en el caso de las bolsas, el mercado de Shanghái se ha comportado mucho peor que el norteamericano en lo que va de año (véase el gráfico).

Sin embargo, **los activos de riesgo chinos están infraponderados en los índices mundiales, lo que da alas a un potencial buen comportamiento de la bolsa a largo plazo.** En el caso del MSCI Emerging Markets —el principal índice de mercados emergentes—, el gigante asiático representa cerca del 40% de este, cuando hace tan solo 10 años suponía solo el 19%. ¿Es China aún un mercado emergente? En el MSCI All Countries World Index (índice que incluye los mercados desarrollados +

Ahorro y crédito



Fuente: Banco Mundial (datos a cierre de 2019).

emergentes), hoy todavía supone, únicamente, un 5%. Si tenemos en cuenta que el primer país en población del mundo es ya el segundo mercado del globo, tan solo por detrás de Estados Unidos, todo indica que irá adquiriendo más peso rápidamente.

El hecho de que los activos de riesgo chinos estén infraponderados en los índices mundiales permite prever un buen comportamiento de la bolsa a largo plazo.

Evolución del mercado bursátil chino vs MSCI World





鴻安泰臨



TEORÍA MONETARIA MODERNA

Hace más de un año publicábamos en este boletín un artículo sobre las herramientas no convencionales que emplean los bancos centrales y lo rematábamos con una introducción a la **teoría monetaria moderna (TMM;** o MMT, en sus siglas en inglés) respecto a la que, en esta ocasión, profundizaremos más.

En los últimos tiempos, a raíz de dos importantes crisis económicas, **los bancos centrales han utilizado nuevas herramientas para estimular el crecimiento:** desde una política de tipos de interés cero (ZIRP) hasta un control los niveles de la curva de tipos (YCC), pasando por el famoso *quantitative easing* (QE), proceso por el cual dichos bancos crean reservas bancarias (dinero) nuevas en forma de apunte contable para comprar deuda en el mercado, inyectando liquidez en el sistema.

Recientemente se ha acusado a las instituciones norteamericanas de utilizar **otra “herramienta” denominada “helicopter money”**. El término lo acuñó, en 1969, el premio nobel de Economía Milton Friedman, de forma despectiva, como una forma de conseguir que el Gobierno pueda gastar (o reducir impuestos) siendo financiado por la Reserva Federal estadounidense (Fed). Aunque todavía no se ha utilizado así, en los últimos meses el Ejecutivo norteamericano ha podido aprobar nuevos planes de gasto incurriendo en elevados déficits gracias a que la Fed sigue imprimiendo dinero y manteniendo bajos los tipos de interés. Por último, más de un miembro del Partido Demócrata de Estados

Unidos ha sugerido la posibilidad de que la Fed pierda su independencia y financie de manera directa al Gobierno. Ahí nos empezamos a acercar al concepto de *TMM*.

La impresión de dinero por parte de la Fed (EE. UU.), apoyando los planes del Gobierno, sugiere la posibilidad de que esta pierda su independencia.

La TMM, que explicamos a continuación, rompe con todas las teorías económicas aceptadas hasta la fecha, y ha cobrado fuerza porque los bancos centrales llevan años inyectando dinero, pero no han conseguido producir un crecimiento con suficiente velocidad de despegue como para dejar de depender de políticas monetarias acomodaticias y tampoco han generado inflación. Además, **se acusa a los bancos centrales de haber provocado más desigualdad**, ya que, aunque los bajos tipos de interés han provocado subidas de precios muy importantes en los activos de riesgo y ello ha incrementado el valor de los ahorros de los ciudadanos, no han conseguido impulsar un ritmo elevado de crecimiento de la economía ni inflación salarial, por lo se les culpa de que la brecha existente entre la riqueza de las capas más pudientes de la población y las más bajas no se ha reducido.

Resumiendo, la TMM argumenta que un país que puede emitir su propia moneda y endeudarse en ella, además de recaudar impuestos, podría incurrir en el déficit que desease, ya que no tiene necesidad de no pagar su deuda. Puede financiar todo el déficit “imprimiendo” dinero, siempre que hacerlo no dispare la inflación. Para ello, **esta teoría defiende que el banco central no debe ser independiente y tiene que comprar la deuda que emita el Gobierno**. Dando un paso más, argumenta que, actualmente, se está restringiendo indebidamente la oferta de dinero para pagar impuestos y satisfacer las ganas de invertir y ahorrar, y que la deuda es solo el resultado de que el Gobierno no haya “querido” recaudar vía impuestos tanto como ha gastado.

La teoría monetaria moderna argumenta que un país que puede emitir su propia moneda y endeudarse en ella, podría incurrir también en el déficit que quisiera.

¿En qué se basan sus defensores para ser tan radicales y argumentar que se puede imprimir dinero de forma casi ilimitada? Pues en que consideran que no se puede comparar las cuentas de un Gobierno con las de una familia o una empresa, dado que el principal gasto de este es en sus ciudadanos y en inversiones productivas. Tal como decíamos, **el límite es la inflación**. La teoría sostiene que siempre que el dinero generado por el déficit se invierta en proyectos productivos (infraestructuras, construcción, etc.) y el nivel de gasto no sea lo suficientemente intenso como para generar un desequilibrio en cada proyecto o inversión no se generaría inflación, pero también que no hay ninguna relación entre la inflación y el crecimiento de la base monetaria, o, dicho de otra forma, que la inflación no tiene causas monetarias sino reales. Incluso consideran

que el desempleo es el resultado de un Gobierno que gasta demasiado poco en relación con los impuestos recaudados, y propone dar un salario mínimo a todos aquellos ciudadanos que buscan empleo. Se les daría un trabajo social pagado por el Ejecutivo y gestionado por las administraciones locales, y, con esta medida, se generaría una fuerza laboral que el Gobierno podría utilizar convenientemente para combatir un brote de inflación salarial.

Por último, y probablemente el punto más débil de su argumentación, la TMM explica cómo se enfrentarían a un brote de inflación: en lugar de frenarlo subiendo tipos, tal como haría un banco central, sostienen que el Gobierno de turno debería **subir impuestos o reducir el gasto para enfriar la economía**, y, ¿qué Ejecutivo haría eso cerca de unas elecciones?

Nos parece difícil que la TMM se implante en un país desarrollado, pero el mero hecho de que los bancos centrales estén discutiendo otras herramientas como el *helicopter money* y la TMM indica que han venido para quedarse. Es muy probable que Gobiernos y bancos centrales busquen, en el futuro cercano, formas de colaborar para coordinar política monetaria y fiscal, tenga el nombre que tenga lo que acaben implementando. **La monetización del déficit público es algo que se ha venido haciendo desde hace siglos**, como limar las monedas de plata para acuñar más dinero, para financiar su gasto. La monetización de la deuda pública y de los déficits fiscales ha tenido diversos ejemplos a lo largo de la historia económica con resultados, desde luego, muy negativos.

No parece probable que pueda implantarse esta teoría en un país desarrollado, pero el mero hecho de que se esté discutiendo permite deducir que ha venido para quedarse.



LA OPORTUNIDAD DE LA TRANSICIÓN ENERGÉTICA

¿Por qué vemos una oportunidad en invertir en compañías que se beneficien de la transición energética?

La motivación del cambio del modelo energético actual viene derivada, principalmente, del **calentamiento global**. Existe un **gran compromiso por parte de organismos y Gobiernos a nivel mundial para solventar el problema**, siendo el Acuerdo de París (de diciembre de 2015) el primer compromiso universal sobre este aspecto. El objetivo que se persigue es mantener el aumento de la temperatura media mundial, para el año 2050, por debajo de 2°C respecto a los niveles preindustriales, haciendo un esfuerzo adicional por que dicho incremento no supere 1,5°C y apoyando a los países en sus desvelos por conseguirlo. En 2019, el incremento fue de 0,98°C, y el problema radica en que, si no se toman las suficientes medidas durante los próximos años, el objetivo marcado se superaría a partir de 2030 y las consecuencias serían devastadoras para el planeta. Además, **los beneficios de tener éxito en este esfuerzo también contribuirán al crecimiento económico**.

Entendiendo que el concepto de *transición energética* se basa en la reducción de emisiones de CO₂ a la atmósfera, creemos que existen dos formas de avanzar hacia el objetivo: bien a través de la oferta o generación de energía, sustituyendo combustibles fósiles (petróleo, gas, carbón y nuclear) por energías renovables con bajas emisiones o sin emisiones de carbono, bien vía

demanda, gracias a un menor consumo de energía y a la electrificación, principalmente en el sector del transporte. Durante los últimos años, el paulatino incremento de las renovables en el mix de generación eléctrica ha contribuido a contener las emisiones de CO₂. En este sentido, 2020 ha sido un año muy atípico en el que hemos visto una caída del 4% de la demanda de energía primaria y donde las renovables han acelerado su expansión pasando del 27% al 29%.

Para lograr los objetivos de sostenibilidad, existen una serie de palancas clave que explicamos a continuación. Con ese fin, nos ayudamos del informe *anual BP Energy Outlook 2019*. En primer lugar, se requiere de **una reducción del consumo global de energía**; tal como se muestra en el gráfico de la siguiente página, la línea roja que cubre todas las áreas de color, desde los actuales 14.000 millones de toneladas (mt) de toneladas equivalentes de petróleo hasta unos 12.000 mt en 2050. Adicionalmente, el **proceso de electrificación** es de vital relevancia, la electricidad debe ganar una mayor cuota dentro de ese consumo total de energía, pasando del 20% en 2020 al 50% en 2050, según se muestra con el incremento del área intermedia azul en el gráfico; el principal esfuerzo estaría centrado en el sector del transporte. Y, por último, tras haber conseguido la electrificación como paso previo, las **renovables**, en color azul turquesa, irán creciendo, llegando a suponer hasta un 42% del consumo total de energía frente al 6% actual. Como ejemplo de esta transición, podemos utilizar el del uso del vehículo privado, pues la reducción del consumo de energía total sería consecuencia de fomentar el uso del transporte público. A su vez, la electrificación supondría la sustitución del coche con

motor de combustión por el vehículo eléctrico. Por último, pasaríamos a cargar la batería con electricidad generada con fuentes renovables, en lugar de generación fósil.

El éxito en el firme compromiso gubernamental de muchos países y organismos para solventar el problema del calentamiento global contribuirá al crecimiento económico.

Se busca la reducción de la emisión de CO₂ a través de una mejora de la eficiencia, la electrificación y el incremento en renovables

¿Llegamos tarde o todavía hay recorrido?

En Mutuactivos **creemos que hay todavía mucho recorrido y vemos una oportunidad de inversión en este tipo de compañías**. Llevamos años siguiendo esta temática e invirtiendo a través de nuestros fondos en empresas que se benefician de esta transición. El equipo gestor conoce en profundidad las diferentes temáticas que se engloban en este proceso y apuesta por el crecimiento que todavía está por llegar.

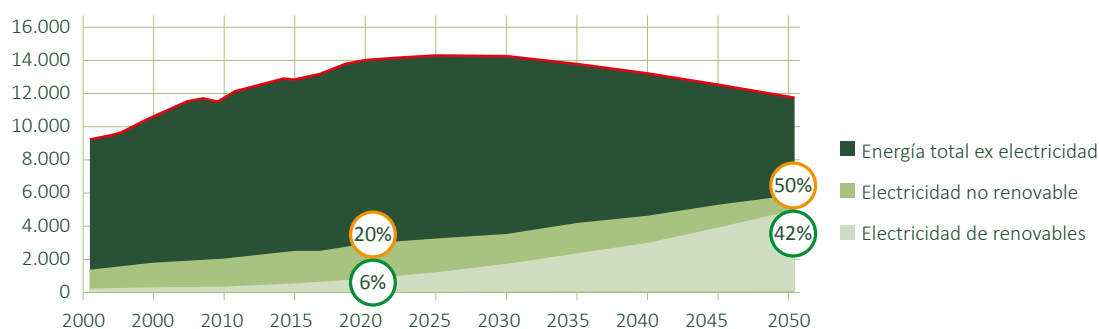
Somos conscientes del buen comportamiento que han tenido las compañías de este sector recientemente, y, aun así, vemos mucho recorrido al alza para los próximos años. A pesar de que el índice S&P Global

Clean Energy haya subido un 140% en 2020, todavía quedan grandes esfuerzos e inversiones que irán acompañadas de estímulos por parte de Gobiernos a nivel global, tal como explicamos más adelante. Hemos participado de las fuertes subidas de muchas de estas compañías en nuestros fondos de renta variable y, siendo consecuentes con nuestra firme apuesta por el sector, **estamos en pleno proceso de lanzar un fondo enfocado exclusivamente a la transición energética, para seguir beneficiándonos de la transformación**.

En cuanto a **dónde invertir**, nosotros segregamos la temática en dos. En el lado de la oferta estarían las **energías renovables**, donde se engloban tanto productores como fabricantes (de equipos, cables, baterías, transformadores...) o redes energéticas; del lado de la demanda estarían, por un lado, las **compañías que promueven la electrificación o que pertenecen al sector de la movilidad**, donde encontramos fabricantes de material rodante, coches eléctricos, infraestructuras, biocombustibles y determinadas *commodities* (cobre o níquel) y empresas relacionadas con la **eficiencia energética**, de materiales de construcción, vinculadas al ahorro energético (iluminación, calefacción...) y, por último, de **mejora de procesos industriales**.

Nuestro interés en las compañías que se benefician de la transición energética no es reciente: llevamos años siguiéndolas de cerca e invirtiendo en ellas.

Reducción de la emisión de CO₂ a través de una mejora de la eficiencia, la electrificación y el incremento de renovables



El peso de la electricidad sobre el conjunto de energía consumida debe pasar del 20% al 50%

Las renovables pueden suponer un 42% del total de energía consumida en 2050 (equivalente a un 85% de la electricidad generada), mientras que es un 6% en 2020 (o 30% de la electricidad)

A nivel global, se está llevando a cabo un importante esfuerzo para conseguir la descarbonización del planeta. Con ese fin, los Gobiernos están participando activamente a través de estímulos y concediendo ayudas a las compañías, tal como se constata en Estados Unidos, Europa y China.

La Unión Europea (UE) se ha marcado el objetivo de alcanzar “emisiones neutras” en 2050. Al respecto, **existe un plan de acción conocido como *Green Deal* o Pacto Verde Europeo, que busca una transformación justa e inclusiva.** Para ello, se crea el Mecanismo para una Transición Justa (MTJ), que destinará al menos 100.000 millones de euros entre 2021 y 2027 en regiones donde sea necesario mitigar el impacto socioeconómico que tendrá dicha transición.

El plan actuará sobre todos los sectores de la economía: el energético buscará la descarbonización (el 75% de las emisiones de gases de efecto invernadero de la UE procedían, en 2019, de la producción y el uso de energía); la construcción renovará edificios para que sean energéticamente más eficientes mientras contribuyen a la reducción de la factura de los hogares; la industria deberá ser más innovadora con el fin de convertirse en más verde, mediante, por ejemplo, el consumo de materiales reciclados; y, por último, la movilidad desempeña un papel fundamental, en cuyo ámbito se reestructurará el transporte con un enfoque más limpio y mediante el despliegue del transporte público.

En una primera fase, la UE marcó, en 2008, una serie

de hitos para 2020 que han sido alcanzados con éxito. El siguiente paquete de medidas a lograr tiene de plazo hasta 2030, e incluye una serie de objetivos más ambiciosos, la reducción de, al menos, un 40% de las emisiones de gases de efecto invernadero con respecto a 1990 (mediante la reducción de emisiones y el aumento de las absorciones); al menos un 32% de cuota de renovables; y, al menos, una mejora de la eficiencia energética del 32,5%. Con estos planes, **además de impulsar el crecimiento de una manera sostenible, se generará empleo y se obtendrán beneficios en materia de salud y medioambiente,** contribuyendo a la competitividad a nivel mundial a largo plazo con innovaciones tecnológicas ecológicas. Por último, para 2050 se pretende alcanzar una economía climáticamente neutra.

El Mecanismo para la Transición Energética de la Comisión Europea destinará un mínimo de 100.000 millones de euros hasta 2027 para mitigar el impacto socioeconómico de la transición.

En Estados Unidos, la Administración Biden dedica una parte de los esfuerzos de su plan de infraestructuras a medidas para abordar el cambio climático, aunque



por el momento la ruta no está definida. Si bien existe compromiso, podría no ser suficiente para alcanzar el objetivo global de emisiones cero en 2050. Según la secretaria de Energía del país, Jennifer Granholm, el esfuerzo sería de tal magnitud que haría falta aumentar 70 gigavatios de energía renovable anual para poder llegar al año 2050 con emisión neta cero de CO₂. Biden quiere promover este ambicioso cambio haciendo un gran esfuerzo en el sector automovilístico, mediante el uso de vehículos eléctricos.

Ahora mismo estamos todavía en el comienzo de la transición y la inversión requerida para la transformación es de enormes magnitudes. La capitalización bursátil de compañías que se engloban en estos sectores es ínfima con respecto al esfuerzo necesario que se necesitará para lograr los objetivos, estimado en cerca de 100 billones de dólares, tal como se muestra en el gráfico, donde la barra azul representa la inversión precisa acumulada hasta el año 2050 dentro de cada subsector y, la azul claro, la capitalización actual de las compañías que cotizan en bolsa. Por tanto, creemos que **aún queda un gran esfuerzo de inversión en la industria para ir alcanzando los hitos de la transformación energética durante los próximos años.**

El reciente plan de infraestructuras de Biden en EE. UU. prevé una importante inversión para abordar el problema del cambio climático apostando, en especial, por el vehículo eléctrico.

Ejemplos de empresas del sector

Red Eléctrica de España (REE). Además de su negocio tradicional, cien por cien regulado, por el que el Estado remunera la inversión a un precio predeterminado, con poco crecimiento de beneficios, tiene un ángulo de transición energética. Deberá conectar los 60 gigavatios que se pretenden desplegar en España durante los próximos años. El Gobierno ya ha aprobado la inversión de 6.500 millones de euros. REE debería invertir unos 1.000 millones anuales (hasta ahora, eran alrededor de 700 millones). Este ángulo le da mayores perspectivas de crecimiento.

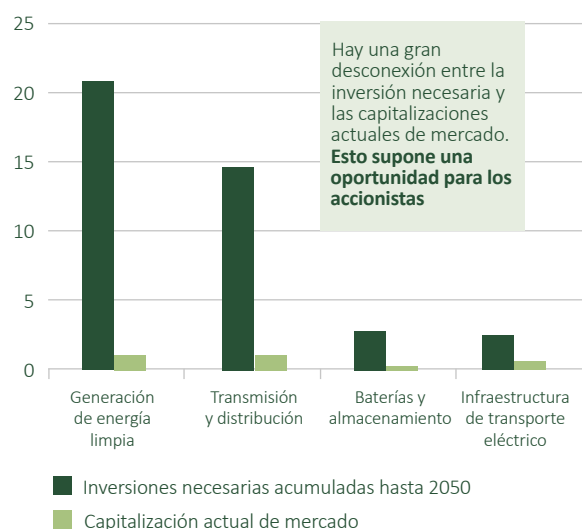
Acciona. Es una compañía española muy diversificada con ángulo ESG (*environmental, social and governance*: 'factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo'), centrada en el sector de servicios públicos,

destacando la construcción y la energía, donde produce, distribuye y comercializa. Se ha visto reforzada al presentar un plan estratégico en el que potencia la parte de renovables, incrementando sus niveles de inversión y dándole una mayor visibilidad mediante la salida a bolsa de la filial de energías renovables.

Greenergy. Se trata de una compañía presente tanto en España como en seis países de Sudamérica, dedicada a producir energía a través del desarrollo, estructuración financiera, construcción, operación y mantenimiento de grandes plantas de energía renovable, principalmente a través de las solares fotovoltaicas. Goza de grandes perspectivas de futuro, con expectativas de construir y poner en producción 2500 megavatios, de forma progresiva, hasta 2023. Tiene una eficiencia en la construcción similar a la de Solaria, con costes bajos y unos márgenes muy atractivos. Tras la reducción de los costes de producción en los últimos años, los márgenes del sector han subido, y esto, unido a la tendencia social hacia un mundo más ecológico y socialmente responsable, lleva a que cada vez sean más las compañías de este tipo que aparecen en el mercado y lo hacen de forma fructífera, con fuertes y rápidos crecimientos. Desde el año 2009, los costes de la energía solar se han reducido a una décima parte, situándose por debajo de los de la eólica, la cual se ha aminorado a algo menos de la tercera parte. En el caso de las baterías, la bajada de costes ha sido algo menos destacable, si bien el descenso ha sido cercano al 50%.

Aker Carbon. Es una compañía de captura de CO₂ que

Inversión necesaria acumulada hasta 2050 con respecto al *market cap* de las compañías (\$tn)



Fuente: BNEF y Bloomberg.

MAYO 2021 | 33

ha pasado a cotizar de manera independiente tras un *spin off* en la empresa Aker Group. Se trata de un negocio poco conocido y que no cubría ningún analista, pero beneficiado por la dinámica que sigue la sociedad hacia un mundo más ecológico. Sin representación en el mercado, se trata de una empresa con huella de CO₂ negativa, con un negocio viable y un atractivo y un potencial muy grandes.

En España tenemos ejemplos de compañías relacionadas con el sector energético con perfiles y proyecciones de crecimiento muy interesantes.





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*).

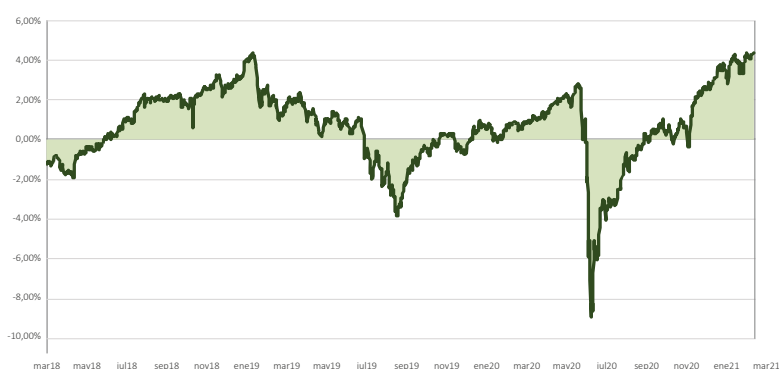
La posición neutral del fondo en alternativos será de un 13% del patrimonio.

INFORMACIÓN DEL FONDO

- Patrimonio del fondo: 172,48 M€
- Duración cartera renta fija: 3,15 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	10,4138
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,6971
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,7652

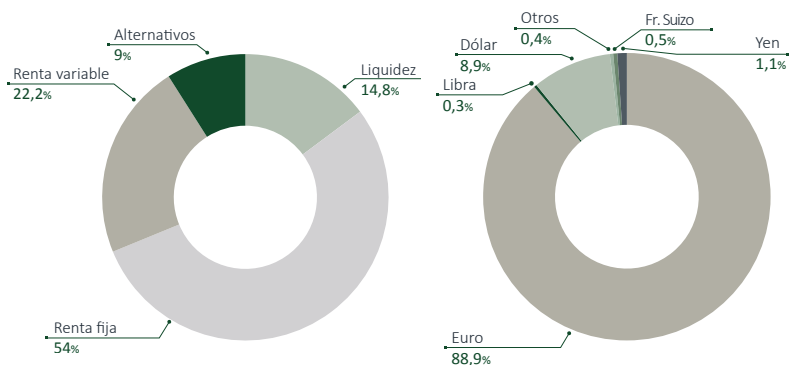
EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2021	-0,26%	0,44%	0,96%										1,14%
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%
	YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento				
	1,14%	4,72%	0,96%	1,40%	1,14%	3,97%	9,83%	4,14%	0,87%				

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



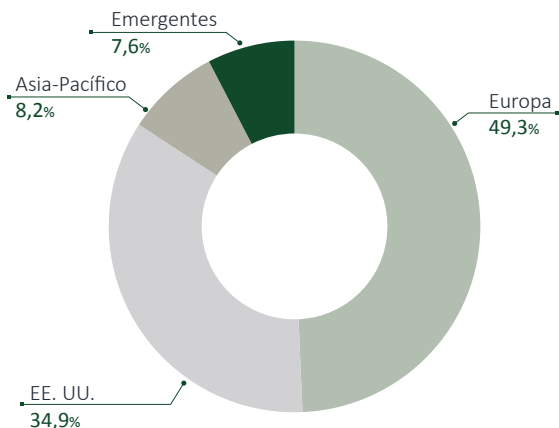
Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

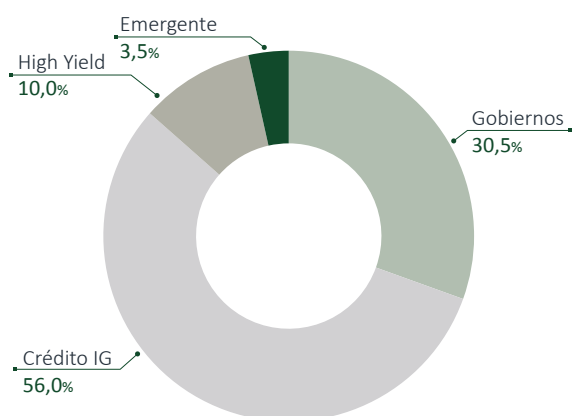
Posición	Peso
MUTUAFONDO FI I EUR	15,33%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO I CLEAN	9,01%
AXA WF GLOBAL INFLAT SHORT DURATION I HG	5,30%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	4,77%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	4,21%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	3,98%
INVECO EURO SHORT TERM BOND C	3,47%
FIDELITY EURO SHORT TERM BOND Y	3,05%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	3,04%
XTRACKERS II EUROZONE INFLATION LINKED	2,54%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

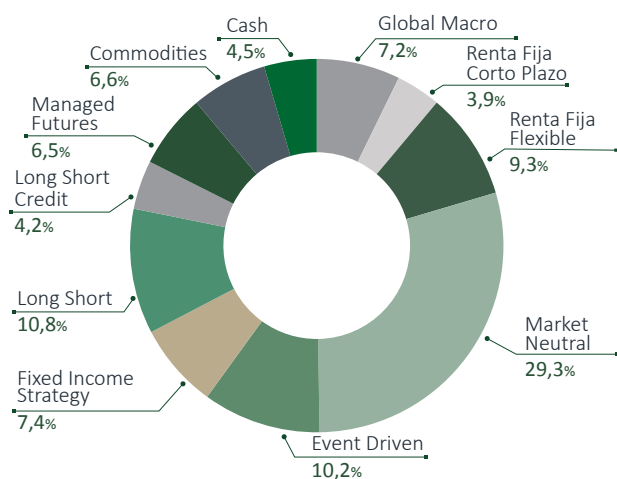
TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	15,47%
AXA WLD-GL INF SH DUR-I EUR	5,35%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	4,81%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	4,25%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	4,01%

TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

Posición	Peso
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	2,48%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	1,56%
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	1,45%
EXANE FUNDS 1 CERES A ACC	1,43%
BMO REAL ESTATE EQ MK NEUTRAL B CLEAN	1,42%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Venta de un 5% de Futuros de Bono a 10 años americano.
- Cierre de la posición larga en futuros de BOBL (5%).
- Venta de la call Eurostoxx marzo 3.600 y compra del strike 3.700 (1,5x veces).
- Subimos el dólar a la neutralidad.
- Compra del ETF Xtrackers Crossover, corto de crédito.
- Venta total de la call de Eurostoxx 3.700 marzo y compra de la call de Eurostoxx 3750 con vencimiento marzo y venta de la put de Eurostoxx 3400 con vencimiento junio.
- Compramos futuros de Treasury note a 10 años.
- Compra de un 1% de FTSE 100.
- Cierre total de la posición corta en futuros de 10 años americano.
- Reducción del peso en IT vendiendo un 1,5% del S&P y comprando Robeco Us Premium.
- Cierre de la posición corta de futuros de mini S&P 500.
- Reducción de la duración a través de la venta de aggregate y compra de inflación.
- Venta táctica de 10Y americano.
- Cierre de la posición corta del 10Y americano.
- Venta total de AXA Longevity.
- Compra de un 3,5% de Schroder Climate Change.
- Aumento de inflación europea.

MURANO CRECIMIENTO FI

OBJETIVO DE INVERSIÓN

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

INFORMACIÓN DEL FONDO

- Patrimonio del fondo: 44,35M€
- Duración cartera renta fija: 3,25 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Global
- Fecha de lanzamiento: 15/11/2017

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

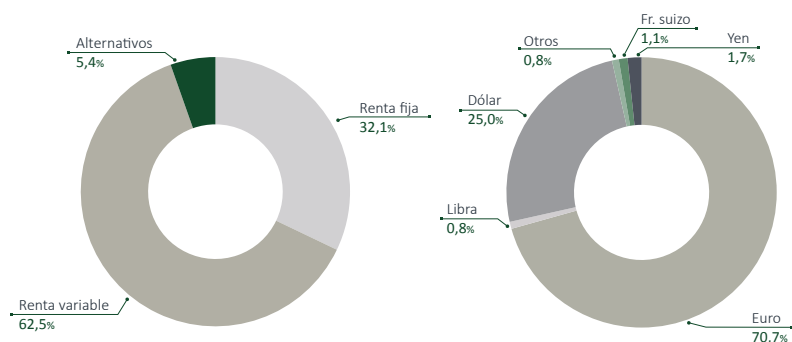
EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2021	-0,25%	1,87%	3,22%										4,89%
2020	-1,17%	-4,58%	-10,29%	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%
	YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento				
	4,89%	21,36%	3,22%	5,15%	4,89%	11,72%	26,37%	10,50%	3,00%				

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



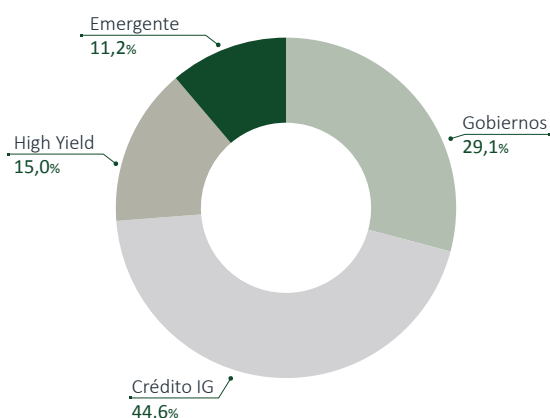
Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

Exposición neta de coberturas.

PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
MUTUAFONDO FI L EUR	8,15%
CALL SXSE 3750 JUN 2021	7,58%
FUT MINI DOW JONES JUN 2021	5,59%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	4,72%
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	4,62%
VONTOBEL IMTX SUSTAINABLE EM I USD	3,62%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,60%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	3,58%
ROBEKO US PREMIUM EQUITY	3,06%
AXA WF GLOBAL INFLAT SHORT DURATION I HG	2,77%

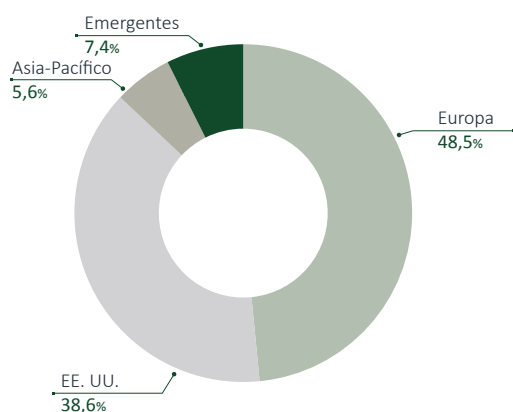
TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	8,16%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	3,60%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	3,58%
AXA WLD-GL INF SH DUR-I EUR	2,77%
DPAM L BONDS UNIVERSALIS UNCONSTRAINED	2,50%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



Fuente: Alantra Wealth Management, marzo 2021.

Posición	Peso
CALL SX5E 3750 JUN 2021	7,59%
FUT MINI DOW JONES MAR 2021	5,68%
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	4,63%
VONTOBEL EMERGING MARKET SUSTAINABLE	3,63%
ROBECO US PREMIUM EQUITY	3,06%

COMENTARIOS DEL TRIMESTRE

- Aumentamos la exposición a Dow Jones un 2,5%, reduciendo el S&P 500.
- Venta de un 5% de Futuros de bono americano a 10 años.
- Venta de la call de Eurostoxx marzo 3.600 y compra del strike 3.700 (1,5x veces).
- Compra de Opciones Put sobre el EUR/USD a 1,19 en marzo.
- Subimos dólar a la neutralidad
- Compra ETF Xtrackers Crossover, corto de crédito.
- Venta total de la call Eurostoxx 3.700 marzo y compramos call Eurostoxx 3750 vencimiento marzo y venta put Eurostoxx 3400 vencimiento junio.
- Compramos futuros de T-note 10 años.
- Compra 2% FTSE 100.
- Cierre total de la posición corta en futuros de 10 años americano.
- Reducción de peso en IT vendiendo DPAM Newgems y comprando Robeco US Premium.
- Venta táctica de 10Y americano.
- Aumentamos la exposición a Dow Jones un 2,5%, reduciendo el S&P 500.
- Venta de un 5% de Futuros de bono americano a 10 años.
- Venta de la call de Eurostoxx marzo 3.600 y compra del strike 3.700 (1,5x veces).
- Compra de Opciones Put sobre el EUR/USD a 1,19 en marzo.

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)



> 1.200
Grupos Familiares

SOLIDA TRAYECTORIA Y EXPERIENCIA



€2.800mn
AUM



18
Socios Ejecutivos



>25
Media años
de experiencia

FORTALEZA DE LOS ACCIONISTAS

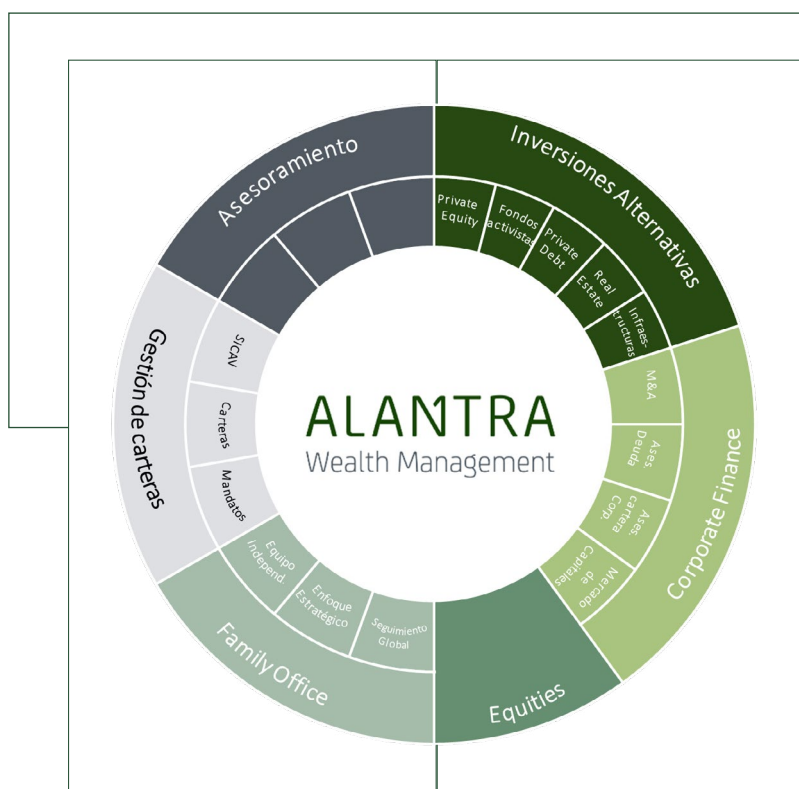
Grupo "MM"	
50.01% del accionariado	
€13.183mn Patrimonio (valor Mercado)	€289,1mn Bº Neto consolidado
€8.367mn AUM	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a diciembre 2020.

Grupo Alantra	
25% del accionariado	
€520mn Capitalización bursátil	Presente en 20 países
€19.900mn Activos Bajo Gestión	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a diciembre 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.

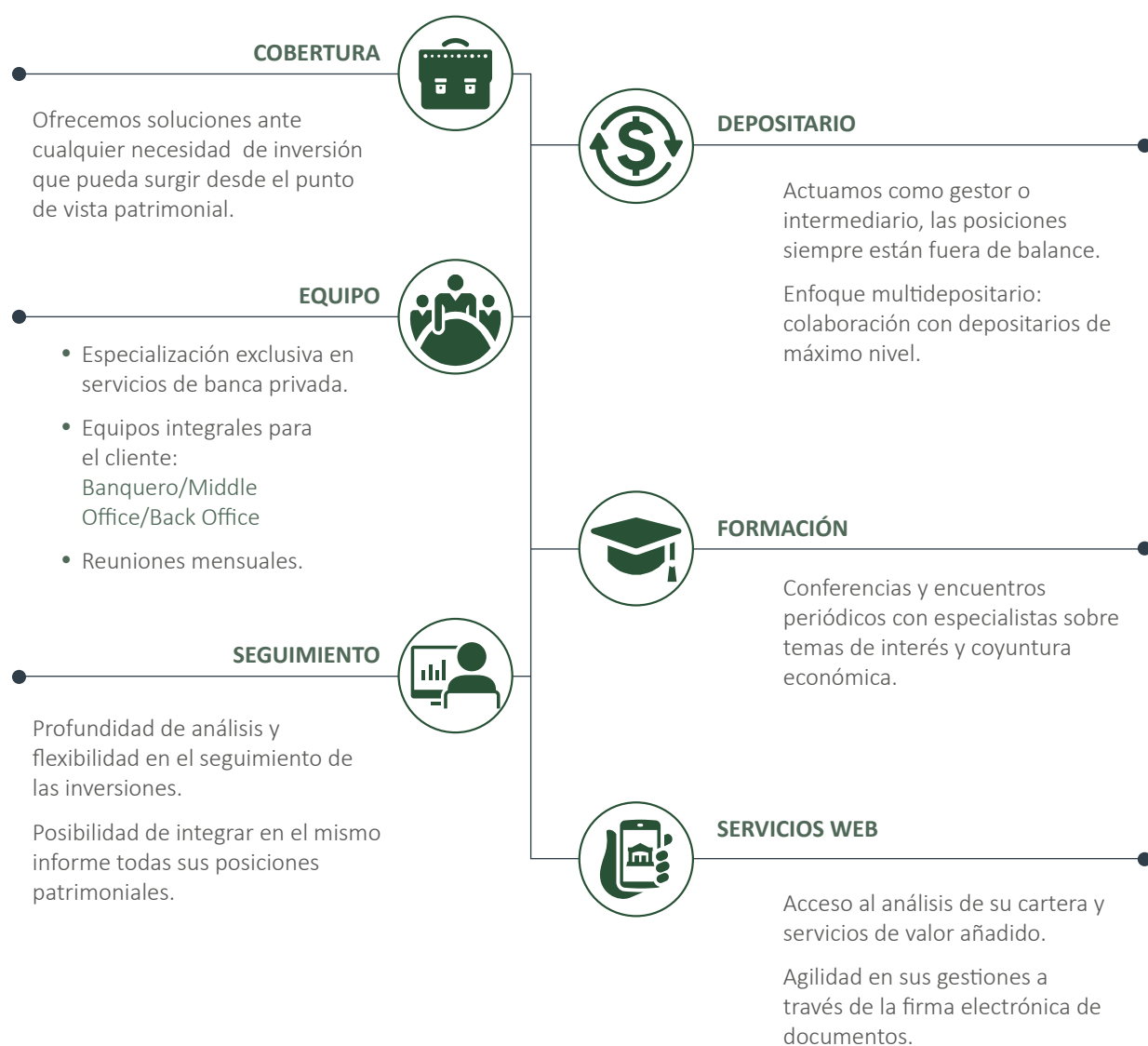
Activos alternativos

- 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 Mejor Gestora Española - Premios European Funds Trophy 2021. Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Europea - Premios Morningstar 2021

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.



ONLY

ALANTRA

Wealth Management

www.alantrawealthmanagement.com