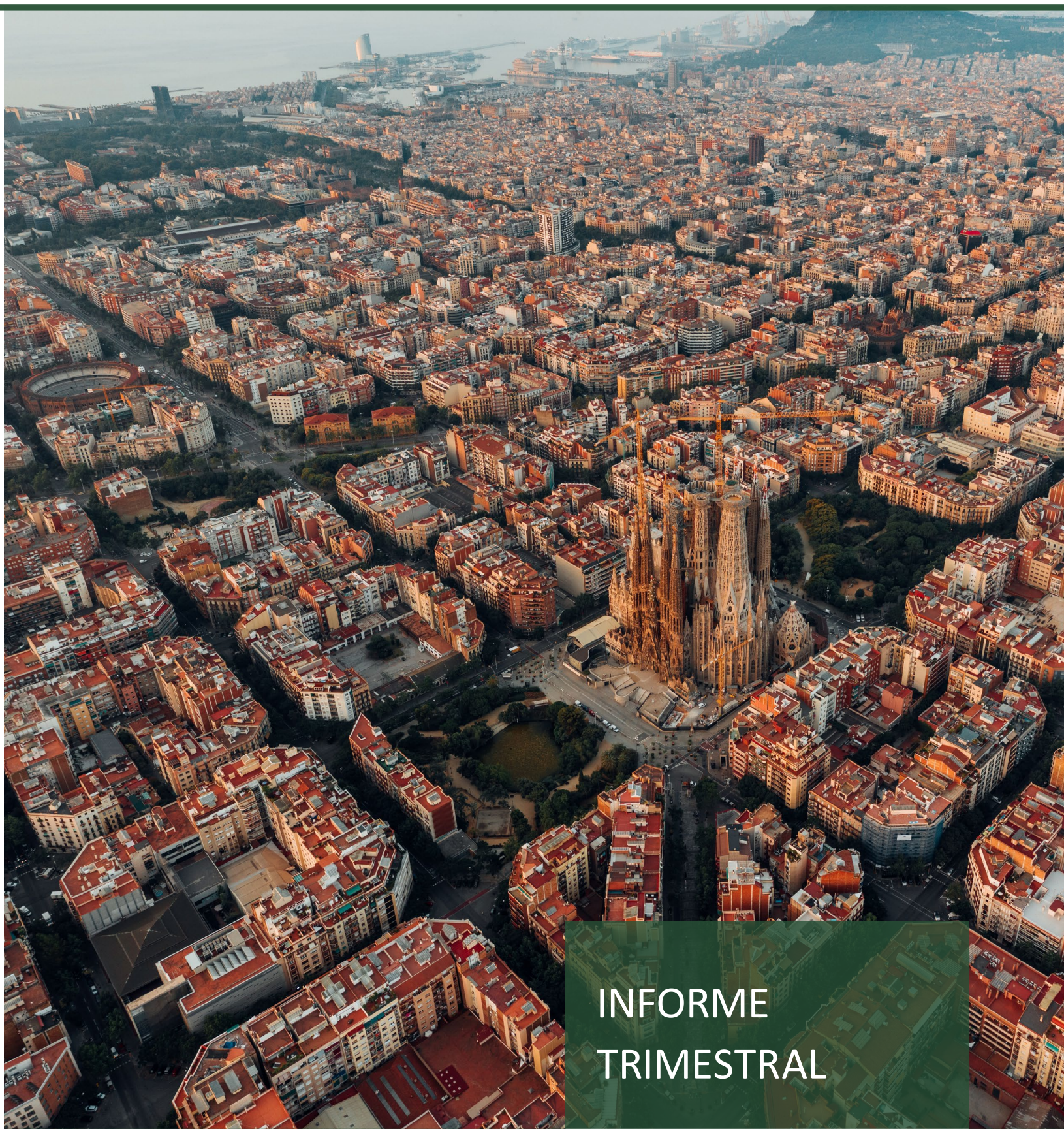


ALANTRA

Wealth Management



INFORME
TRIMESTRAL

JULIO 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.



Este trimestre

ALANTRA
Wealth Management

Nuestra visión, de un vistazo	4
Evolución de los mercados y de nuestras apuestas durante el trimestre	11
Contexto macro y visión de mercados	12
Macroeconomía: crecimiento e inflación	12
Bancos centrales y tipos de interés	17
Renta fija	22
Renta variable	27
China	29
Japón	31
Resumen y <i>asset allocation</i>	32
Análisis en profundidad	34
Tensiones en el mercado de microchips.	
Oferta y demanda	35
Dos visiones sobre el mercado del cobre	42
Plan de homogeneización del impuesto de sociedades	53
Fondos Murano	58
Murano Patrimonio FI	58
Murano Crecimiento FI	64
Sobre Alantra Wealth Management	69

NUESTRA VISIÓN
DE UN VISTAZO



Gracias a la reapertura, a la inmunización progresiva de la sociedad frente a el covid-19 y a unas condiciones fiscales y monetarias muy beneficiosas, esperamos un fuerte crecimiento de la economía mundial **ver macro en página 12** Pero algunos indicadores adelantados ya empiezan a relajarse y la variante delta del COVID-19 está dañando las expectativas, lo que apunta a una desaceleración para el año venidero. Aquí será clave que la economía, tras el impulso recibido, mantenga un crecimiento sano y no tan anémico como el de los años anteriores.

Además, creemos que Europa cobrará protagonismo al incrementar su mejoría a medida que se levanten las restricciones impuestas por la situación imperante.

A partir de septiembre, podremos comprobar si, al fin, la inflación en Estados Unidos (EE. UU.) se relaja o no **ver inflación en página 14** Aunque todavía se mantendrá relativamente alta, lo lógico es que vaya disminuyendo de forma gradual, al dejar de compararse la situación actual con la del peor momento de la pandemia y desaparecer la mayor parte de los cuellos de botella. Sin embargo, existen factores importantes —como las estrecheces del mercado laboral, el precio de los coches usados y el alquiler de la vivienda— que podrían alterar las expectativas y, por ende, generar sorpresas en los próximos meses.

La paulatina vuelta a la normalidad tras el COVID-19 se perfila como raíz de la recuperación económica y el crecimiento a nivel mundial. En EE. UU., será clave que la inflación experimente una bajada gradual.

Nuestra previsión es que, poco a poco, los tipos a 10 años en el país norteamericano se acerquen al 2% en 2021; no tiene demasiado sentido que una economía con un crecimiento tan elevado tenga tipos a 10 años por debajo del 1,5%. **Ver tipos en página 22.** Los bancos centrales han conseguido convencer al mercado de que serán capaces de controlar los precios. Sus mensajes, junto con algunos factores técnicos, han provocado una importante caída



de las expectativas de inflación, y de la rentabilidad de la deuda estadounidense a largo plazo. A pesar de ello, no creemos que sean sostenibles estos niveles tan deprimidos.

Aunque mantenemos nuestra inversión en inflación —menor que la de unos meses atrás—, vamos a incrementar la apuesta por unos tipos más elevados en EE. UU. **Ver renta fija en página 22**, puesto que consideramos que a las expectativas de inflación les queda menos recorrido al alza que a estos últimos.

Prevedemos el acercamiento al 2% de los tipos a 10 años en la economía estadounidense. Aunque continuamos con nuestra inversión en inflación, incrementaremos la apuesta por tipos más elevados.

En crédito, mantenemos elevados los niveles de liquidez para poder comprar si el mercado nos concede una oportunidad. Creemos que, a pesar de que los diferenciales marquen mínimos, el activo seguirá muy soportado por las compras de los bancos centrales, pero se encuentran tan comprimidos que puede haber correcciones. Sin embargo, también tenemos coberturas que nos permiten seleccionar compañías o sectores concretos con mayor tranquilidad. **Ver crédito en página 24**

A largo plazo, vemos una oportunidad en la deuda gubernamental china, por su mayor *carry* y su baja correlación con la deuda de otros países desarrollados, y queremos, poco a poco, incrementar nuestro peso en este sector. **Ver especial en página 29**

Mantener elevados niveles de liquidez para contar con coberturas nos garantiza un colchón y nos aporta tranquilidad a la hora de elegir. Poder comprar crédito si hay una corrección.

En cuanto a bolsa, permanecemos neutrales. El activo cotiza a unos múltiplos elevados en términos absolutos, pero atractivos



en relativo. No obstante, creemos que existe poco margen para una mejora de las expectativas de los beneficios empresariales y parece complicado que asistamos a una expansión de los múltiplos, más aún cuando la Reserva Federal estadounidense está pensando en empezar a recortar su balance. **Ver renta variable en página 27**

Mantenemos nuestra estrategia bursátil polarizada. Compensamos la apuesta por el ciclo europeo con otra por el crecimiento en EE. UU. Sectorialmente, creemos que los movimientos de la deuda seguirán generando cierta rotación y la queremos aprovechar sin poner en peligro las carteras.

Hemos incrementado el peso en Japón. Se trata de un mercado que se ha quedado rezagado, que cotiza a múltiplos atractivos —en términos relativos— y que está bastante poco presente en las carteras de los inversores institucionales. Además, la inversión en divisa local aumenta el sesgo defensivo de la apuesta, ya que el yen es un activo refugio que se suele comportar bien cuando se experimentan caídas importantes de la bolsa.

Seguiremos nuestra línea de actuación en materia bursátil: neutrales y con una estrategia polarizada.

También mantenemos nuestra visión neutral frente al dólar, aunque lo percibimos más soportado por el buen momento que está viviendo la economía estadounidense.

Hemos aumentado el peso en Japón debido a las condiciones propias de su mercado y a las del yen, considerado activo refugio.



Ponderación de las carteras respecto a los índices

RENTA VARIABLE

- Mantenemos la neutralidad en renta variable. La bolsa está muy soportada por el fuerte crecimiento económico y de beneficios y por tipos reales negativos, aunque los beneficios perderán fuerza y los múltiplos dejan poco margen para un mayor re-rating.
- Mantenemos una estructura polarizada entre cíclicos y crecimiento por su sensibilidad a variaciones de los tipos.
- Subimos Japón a sobreponderar por valoración, exposición cíclica y posicionamiento.

RENTA FIJA

- Esperamos tipos más altos de cara a final de año: aumentamos la apuesta de apuntamiento en la curva americana aumentando el corto de duración.
- Inflación: seguimos largos, pero hemos reducido posición. (deberíamos ver subida de tipos reales).
- Mantenemos un elevado porcentaje de liquidez en crédito para poder comprar si hay oportunidades.
- Incrementamos peso en renta rija gubernamental China.

DIVISAS Y OTROS

- Nos mantenemos neutrales en dólar. La renta variable japonesa la compramos en yenes.
- Hemos vendido gran parte de la posición de oro a lo largo del trimestre.

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/6/2021.

En el cuadro inferior mostramos gráficamente nuestro posicionamiento respecto al del índice de referencia. Estamos sobreponderados en crédito, estamos neutrales en duración e infraponderados en renta variable.

	UV		N	OW	
Cash					
Renta fija					
Gobierno					
Crédito Alta Calidad					
Crédito Financiero					
Créd. Grado especulativo					
Deuda Emergente					
Renta Fija Periférica					
Duración					
Renta Variable					
Estados Unidos					
Europa					
Emergentes					
Japón					
Retorno Absoluto					
Materias Primas					
Dólar					

Apuestas importantes

- Mantenemos la neutralidad en renta variable.
- Subimos RV Japón a ligera sobreponderación.
- Expectativas de inflacion con menos recorrido que los tipos. Mantenemos la apuesta pero en menor medida.

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/6/2021.



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 abril 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 junio 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 junio 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 junio 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 30/6/2021.

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%
2021	0,6%	1,7%	3,3%	4,6%	10,3%	6,3%	5,8%	5,7%
Acumulado	35,9%	48,3%	76,0%	117,3%	47,6%	-6,7%	346,2%	195,1%
TAE	2,5%	3,2%	4,6%	6,4%	3,2%	-0,6%	12,7%	9,0%

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/6/2021.





EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS Y DE NUESTRAS APUESTAS DURANTE EL TRIMESTRE

Evaluación del cierre del semestre de 2021

El primer semestre de 2021 lo hemos cerrado con unas rendimientos muy positivos en los mercados de renta variable, así como negativas, en general, para los de renta fija y los monetarios.

Las bolsas mundiales acumulan unas ganancias de en torno al 14%, en las que los sectores más cíclicos y los más favorecidos por la recuperación económica tras la pandemia —como la banca, los ámbitos industriales o los ligados al consumo discrecional— lideran dicho movimiento.

Esta mayor exposición cíclica ha favorecido en particular a las bolsas europeas (+16% con dividendos en este período) que, por primera vez en varios años, baten al parque americano (+15%), lastrado por el mayor peso de ciertos sectores de crecimiento —principalmente, el tecnológico— y la apreciación del dólar estadounidense. El IBEX 35 —que, a principios de año, lideraba la tabla al verse favorecido por una exposición superior al sector bancario— cierra el semestre en un 11%, frenado por el repunte de casos de la variante delta de el COVID-19 y los escándalos corporativos.

El primer semestre de 2021 se ha cerrado muy bien gracias a la paulatina recuperación de la pandemia.



Tal como ya hemos comentado en ocasiones anteriores, el repunte de la actividad económica y de las expectativas de inflación ha derivado en un aumento de la rentabilidad de los bonos y, en consecuencia, en una caída generalizada de los precios. Este movimiento ha afectado más a la deuda pública —que acumula unas pérdidas de casi el 3% durante el año— que a la corporativa. Esta última, aunque se ha visto perjudicada por los tipos al alza, se ha beneficiado de la contracción de las primas de riesgo derivada de la menor amenaza de impago que, por lógica, acompaña a la recuperación económica.

Sin embargo, quizá lo más llamativo del segundo trimestre ha sido la reacción del mercado de deuda a unos datos de inflación que han superado, con creces, las expectativas. A este respecto, profundizaremos en artículos posteriores de esta revista.

La recuperación económica y las amplias expectativas de inflación han derivado en el aumento de la rentabilidad de los bonos y, por ende, en la caída generalizada de los precios de la renta fija, que acumula unas pérdidas de casi el 3%.

Aunque las bolsas siguen marcando máximos y algunos de los indicadores clásicos de aversión al riesgo señalan niveles de euforia, como la encuesta de Investors Intelligence, la ratio put/call o la volatilidad (VIX), también es cierto que varias de las burbujas que comentábamos con anterioridad se han ido desinflando sin que, hasta la fecha, eso haya supuesto un impacto significativo en los mercados.

Así, por ejemplo, la fuerte caída del bitcóin y otras criptodivisas ha pasado casi desapercibida para los mercados, a pesar de que han perdido prácticamente un 50% de su valor desde los máximos alcanzados en abril. Esto supone una pérdida en capitalización de casi un billón de dólares —un trillón anglosajón—, equivalente al 70% del PIB español.



Es posible que esta aparente falta de repercusión se deba a que los inversores en criptodivisas no invierten en los mercados tradicionales y, por lo tanto, no se ven forzados a vender acciones o bonos para cubrir sus pérdidas en bitcóin. Pero también podría deberse a que, en este contexto de abundancia de liquidez — donde los bancos centrales siguen comprando cada día bonos en cantidades ingentes—, un billón de dólares sea una cantidad poco significativa.

La fuerte caída en la cotización de las criptodivisas ha pasado desapercibida en los mercados.



Macroeconomía: crecimiento e inflación

La pandemia ha tomado un nuevo rumbo. La enésima variante del COVID-19 está provocando un importante repunte de los contagios, aunque con un impacto bajo en el número de hospitalizaciones y muertes. Por ejemplo, en el Reino Unido a mediados de julio cerca del 9% de la población se ha infectado por coronavirus, el 66% ha recibido una dosis de la vacuna y el 49% tiene la pauta completa. Como consecuencia de las dos fuentes de inmunidad, el vínculo entre el número de casos y las hospitalizaciones ha caído un 94%, incluso con la variante delta. La tasa de mortalidad ha disminuido aún más.

Es muy probable que nos sigamos acercando a la normalidad prepandemia, aunque sin llegar aún a ella. Mientras un porcentaje muy alto de la población mundial no esté vacunado, continuaremos viendo mutaciones, miedo y algunas restricciones. Aunque el ocio privado está volviendo con fuerza, es muy probable que los viajes de negocios sigan contenidos durante mucho tiempo y que los países exportadores de turismo intenten restringir la salida de turismo, aunque no solo se deba a criterios sanitarios.

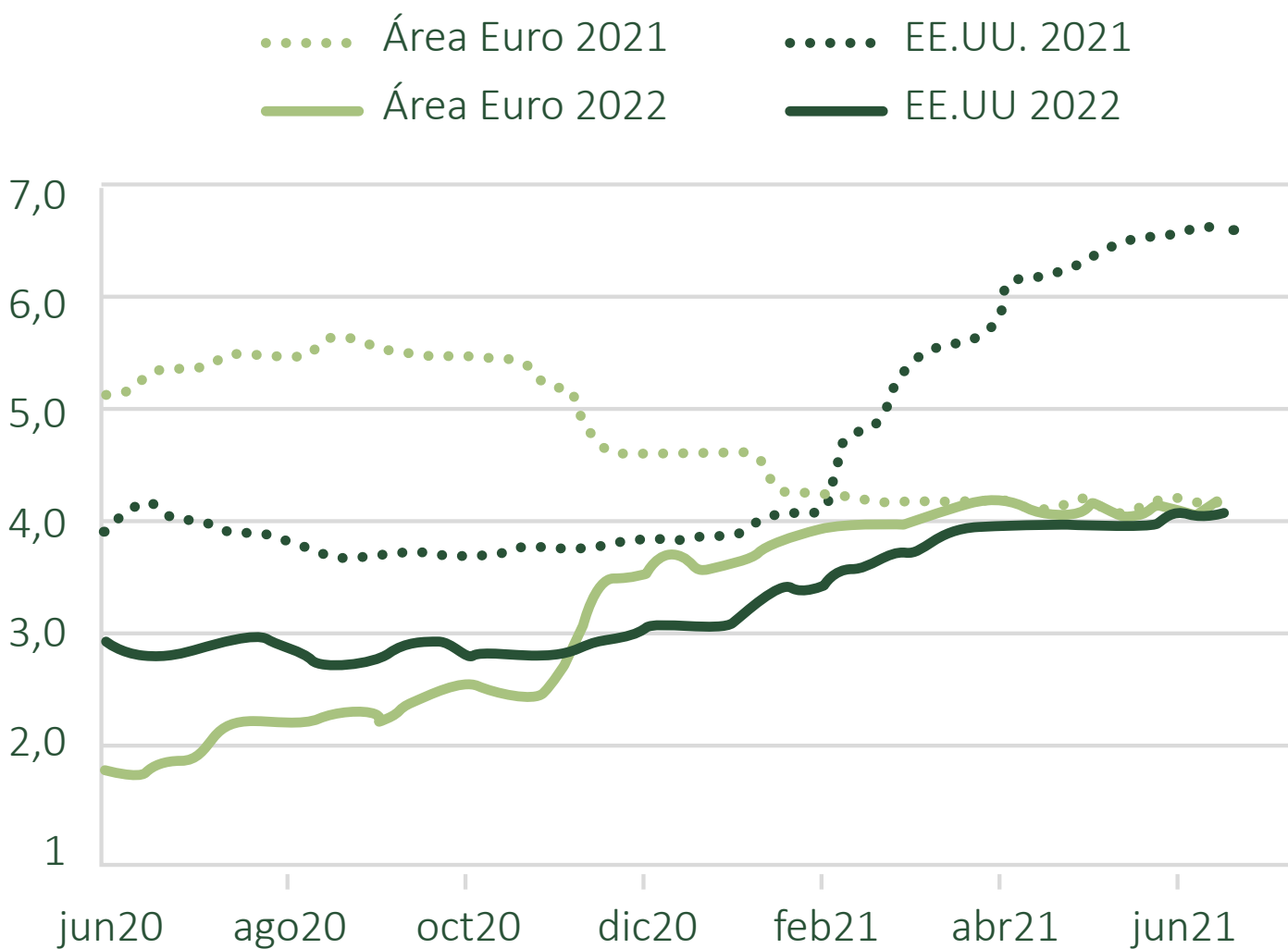
Si la variante Delta no lo estropea, en la segunda mitad de 2021 el mundo experimentará una importante aceleración a medida que la vacunación avance y las restricciones a la movilidad se vayan retirando. Hasta ahora, el líder ha sido Estados Unidos (EE. UU.), pero, conforme pasen los meses, la recuperación será más



generalizada y, probablemente, Europa viva un catch up con este país, debido a nuestro retraso en el levantamiento de estas medidas de contención. El consenso espera un crecimiento del PIB global de cerca del 6% para este año y un 4,5% en 2022, que en el país norteamericano ascendería a un 6,6% y un 4,1%, y en la zona euro a un 4,5% y un 4,2%, respectivamente.

***Catch up* de la eurozona con EE. UU. a partir del 2º semestre**

Previsión de crecimiento del PIB de 2021 y 2022 para el área euro y EE.UU. (consenso)



Fuente: AFI.

Las nuevas variantes del COVID-19 han supuesto un repunte de contagios, pero no de las hospitalizaciones y las muertes. La vacunación global y el levantamiento de las restricciones se perfilan como las piezas clave para la recuperación y la aceleración económicas. A la cabeza de este proceso, se sitúa EE. UU.



El nivel de crecimiento esperado está mejorando



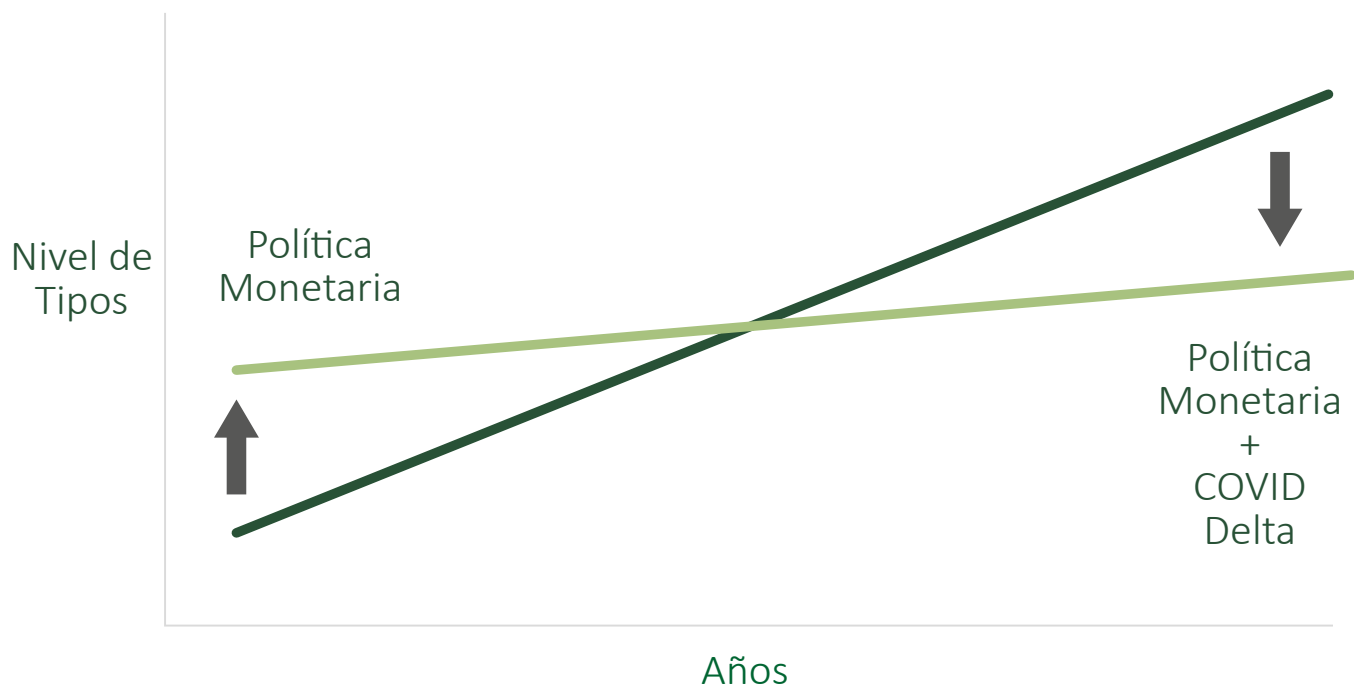
Fuente: OCDE.

En función de la fortaleza del crecimiento y de los cuellos de botella, veremos, por fin, si a partir de septiembre el incremento de los precios estadounidenses se desvanece o no. Lo lógico sería que sí lo hagan, al dejar de compararse la situación con el peor momento de la pandemia, pero hay otros factores en juego. Deberíamos constatar, entre otros, que las vacantes laborales se vayan cubriendo poco a poco, que el espectacular crecimiento del consumo se modere —nadie va a comprar dos cocinas o tres coches— y que la subida del precio de los bienes duraderos se atenúe. Uno de los factores que más ha contribuido a la inflación los dos últimos meses ha sido el precio de los automóviles, un factor que debería normalizarse. Por el contrario, el del alquiler podría repuntar. Hasta ahora ha estado contenido, pero el de la vivienda ha subido con fuerza y a medio plazo, es probable que acabe por trasladarse al alquiler. A su vez, este fenómeno podría tener un efecto muy importante sobre el IPC, ya que el alquiler supone una quinta parte de la inflación subyacente. Otros factores que pueden seguir afectando a la tendencia inflacionista son los derivados de una política monetaria tan acomodaticia, de los nuevos planes fiscales implementados por los Gobiernos y de la nueva tendencia ESG (*environmental, social, governance* [medioambiental, social, de gobernanza]).

¿Qué nos dice el mercado? Las expectativas de inflación se han desinflado tras la última reunión de la Reserva Federal (Fed), lo



Movimiento de la curva de tipos de EE.UU. desde junio



Fuente: Elaboración propia.

que apunta a que no se espera un repunte de precios estructural. Las expectativas de precios son claves ya que, si siguiesen subiendo, podrían desencadenar demandas de subidas salariales y, por tanto, un problema más estructural que obligaría a esta entidad a actuar.

Bancos centrales

Hasta junio, los inversores han estado hablando de *reflación*: un escenario caracterizado por un mayor crecimiento, una inflación moderada y unos tipos al alza. El panorama se ha cumplido, lo que ha llevado a una mayor pendiente de la curva de tipos en EE. UU., a fuertes subidas de las materias primas y de las bolsas —sobre todo de los sectores más cíclicos—, así como al estrechamiento de los diferenciales de crédito. No obstante, desde la reunión de la Fed de junio, o incluso algo antes, la curva se ha aplanado y el escenario es algo diferente, aunque también de cariz positivo para los mercados.

Hasta junio, el panorama venía marcado por la reflación: mayor crecimiento, inflación moderada y alza de los tipos. Sin embargo, se



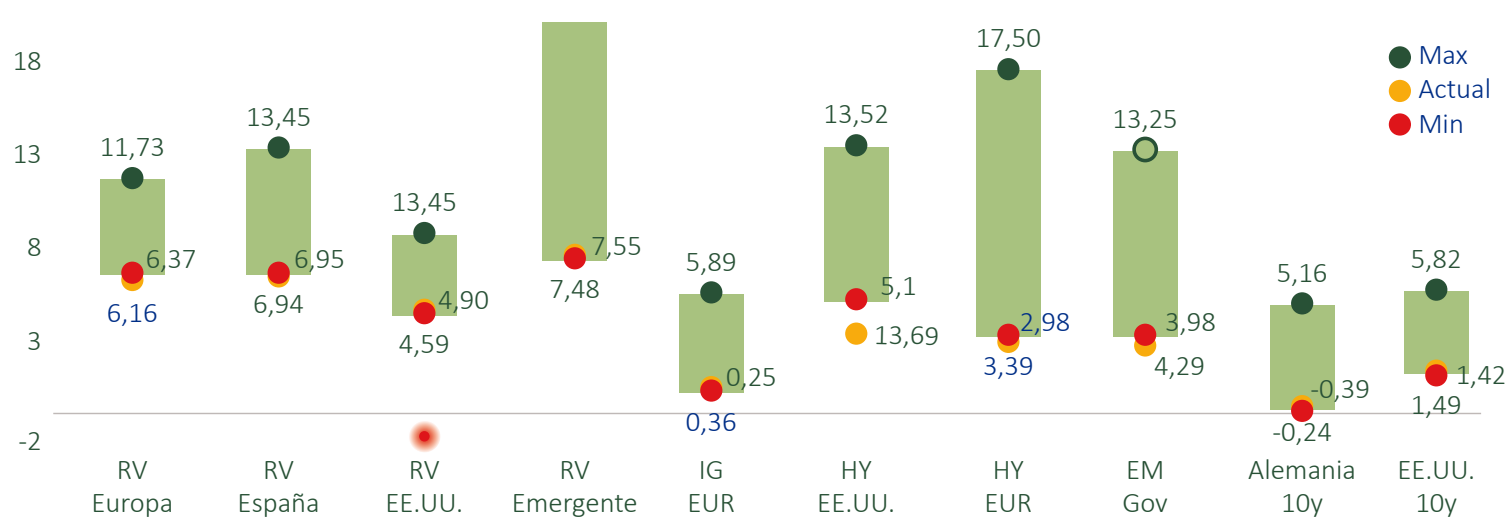
ha experimentado un cambio de tendencia a raíz de la reunión mantenida por la Fed, que ha supuesto un aplanamiento de la curva y un cambio de escenario, aunque positivo.

El catalizador del cambio de tendencia fue la reunión de la Fed celebrada a mediados de junio. Si tuviésemos que resumir sus consecuencias, podríamos decir que un mercado expectante quería ver cómo se posicionaban o cambiaban su discurso después de los elevados datos de inflación que se han ido publicando durante los últimos meses. Pues bien, la Fed ha incrementado de manera sustancial sus expectativas de crecimiento e inflación y, pese a que ha apuntado a un endurecimiento de la política monetaria, sigue transmitiendo un clima de tranquilidad y el mercado les está comprando tal cantidad que acabarán por subir los tipos y por ser capaces de controlar la inflación. Tanto es así que elevaron sus expectativas de crecimiento para este año del 6,5% al ¡7%! (en 2022, un +3,3%), y las de inflación, ¡un 1% hasta el 3,4%, para bajar al 2,1% en 2022. Además, a través de la media de las expectativas de los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) —los famosos *dots*—, adelantaron el comienzo de la subida de tipos a 2023, frente a la reunión de marzo, en la que apuntaban a 2024. El cambio de discurso provocó que, el mismo día 15, la yield a 2 años subiese hasta el 0,27% desde el 0,16% y que, a 30 años, pasase del 2,21% antes de la reunión al 2,02%, lo que supone un fuerte aplanamiento de la curva.

Consideramos que la subida de la rentabilidad en los plazos cortos de la curva —hasta 5 años— refleja que el hecho de que el mercado cree que la Fed endurecerá la política monetaria en esos plazos. Sin embargo, la caída en las expectativas inflacionistas, la bajada en la rentabilidad en los plazos largos —a 10 y 30 años— y el aplanamiento de las curvas son indicativos tanto de que el mercado considera que este órgano sería capaz de controlar la inflación como del miedo a la variante Delta del COVID.



Primas de riesgo por activos



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)

Pero, para llegar a subir los tipos, antes tendría que reducirse el *quantitative easing* (la compra de activos) mediante un proceso normalmente denominado tapering. Jerome Powell reconoció que, aunque ya están pensando en iniciar el proceso de *tapering*, no tienen prisa para su puesta en práctica. Por ahora, siguen comprando 120.000 millones de bonos al mes; una cifra absolutamente excepcional y provocada por la pandemia, y que se tendrá que reducir. Para que dicha bajada se ponga en marcha, se tendrá que anunciar con tiempo y, a fin de que sea lo suficientemente baja como para que tenga sentido empezar a subir tipos —no deberían soplar y sorber al mismo tiempo—, también es necesario que pasen varios meses. Por tanto, si van a empezar a subirlos en el año 2023, es posible que el *tapering* no esté tan lejos como piensa el mercado.

La Fed ha incrementado las expectativas de crecimiento e inflación, y se ha adelantado el comienzo de la subida de los tipos al año 2023. Pero primero deberá reducirse el *quantitative easing*, lo que puede estar más próximo que lo anticipado por el mercado.



Bien es cierto que algunos factores técnicos también han influido en la caída de la rentabilidad de la deuda estadounidense a largo plazo. En los últimos meses, las compras de la Fed han sido equivalentes a las emisiones, la demanda tanto de bancos como de aseguradoras ha sido anormalmente alta y la velocidad del movimiento ha podido provocar el cierre de posiciones cortas, lo que ha acentuado el movimiento. Todo ello resulta clave porque, si ha pesado mucho, podría desencadenar una subida de la rentabilidad de la deuda, en caso de no mantenerse en el tiempo.

¿Y, ahora qué? Lo más razonable es que las expectativas la inflación se queden en niveles semejantes a los actuales y que la rentabilidad del bono a 10 años suba de manera paulatina. El mercado está dejando de descontar un escenario reflacionista para pasar a otro en el que tanto el elevado crecimiento como la inflación serían temporales y, por ende, los tipos seguirían relativamente bajos. No obstante, este sigue siendo un buen escenario para los activos de riesgo en EE. UU. y en el mundo, pero algo diferente.

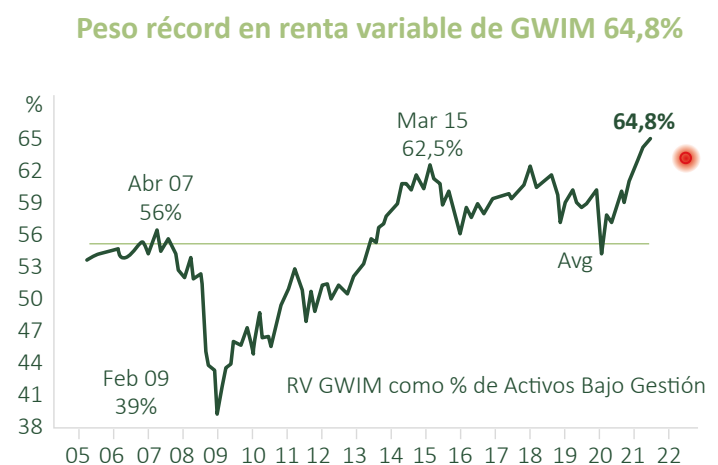
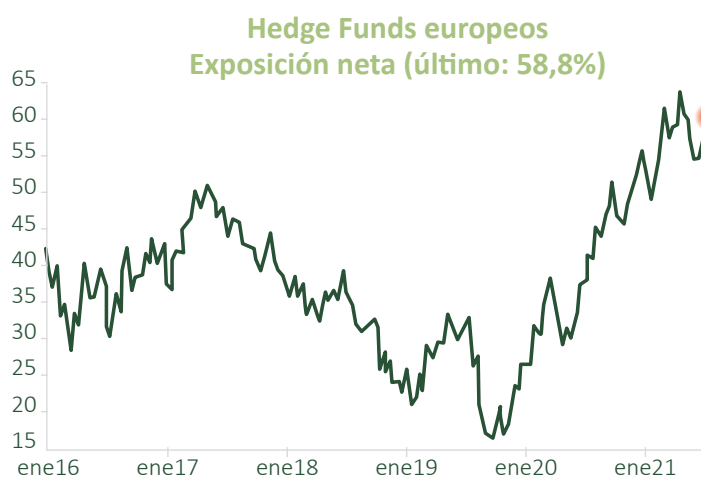
¿Y el Banco Central Europeo?

El Banco Central Europeo (BCE) mantiene sus intensas compras, que han llevado a un balance negativo entre emisiones y compras durante el segundo trimestre, lo que ha presionado a la baja la rentabilidad de la deuda alemana. Ahora bien, se espera una progresiva reducción de las compras previa a la finalización del Programa de Compras de Emergencia para la Pandemia (PEPP), previsto para la primera mitad de 2022. Sin embargo, para asistir a la primera subida de tipos, tendríamos que esperar a diciembre de 2023, si observamos lo que descuenta el mercado.

Desde el año 2003 no se había revisado la estrategia del BCE, pero sendas crisis vividas en las dos últimas décadas han llevado a los tipos de interés a un terreno negativo. El margen de maniobra del BCE se ha visto paulatinamente reducido y esto ha llevado a



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



Fuente: BofA Global Investment Strategy.

su presidenta, Christine Lagarde, a efectuar cambios en la política monetaria tras una profunda revisión iniciada en enero de 2020. A este respecto, el 8 de julio de 2021 se ha marcado como fecha de referencia en materia de política monetaria del BCE.

El BCE ha incorporado cambios significativos en su objetivo principal de control de precios. Ha pasado a considerar el 2% como un objetivo simétrico a medio plazo. Además, se reserva un margen de maniobra de “medio plazo” para poder “ignorar” ciertos desajustes puntuales. Esta salvaguarda permitiría no tener que intervenir ante desviaciones transitorias de la inflación y poder tener en cuenta el tiempo que tarda en actuar la política monetaria cuando se toman decisiones de calado.

También se han incorporado dos nuevos factores en el índice armonizado de precios al consumo (IAPC). El primero de ellos es el precio del alquiler de la vivienda, que en EE. UU. sí se tiene en cuenta y, en la zona euro, hasta ahora, no. El segundo consiste en la protección y la mejora del medioambiente.

Como conclusión, podríamos decir que el entorno macro es muy bueno para los activos de riesgo—debido a un crecimiento elevado y unos tipos bajos—. Pero, tal como veremos a continuación, se compensan con una valoración de los activos muy exigente y el riesgo de que la inflación sea resiliente.



Expectativas de inflación vs tipos a 10 años (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg, junio 2021.

El BCE sigue con su plan de compras intensas, que espera reducir en el segundo trimestre del 2022. La revisión de la política monetaria emprendida por Lagarde ha supuesto la demarcación del 2% como objetivo simétrico a medio plazo y la consideración de nuevos factores en el IAPC: el precio de la vivienda y el medioambiente.

Visión por Activos

Renta fija

Tipos En renta fija, el mercado sigue igual que el trimestre anterior, excepto por la volatilidad del bono a 10 años americano y por unos diferenciales de crédito aún menores en todos los niveles de rating. Nuestro posicionamiento, tanto en Gobiernos como en crédito, sigue siendo conservador, aunque con más crédito que los índices de referencia.

En Europa, la presión que están ejerciendo las compras del BCE sobre las TIR ha llevado a unas primas de riesgo periféricas en mínimos y a que veamos que Grecia puede emitir deuda al mismo



Reducción de los diferenciales de crédito



Fuente: Bloomberg.

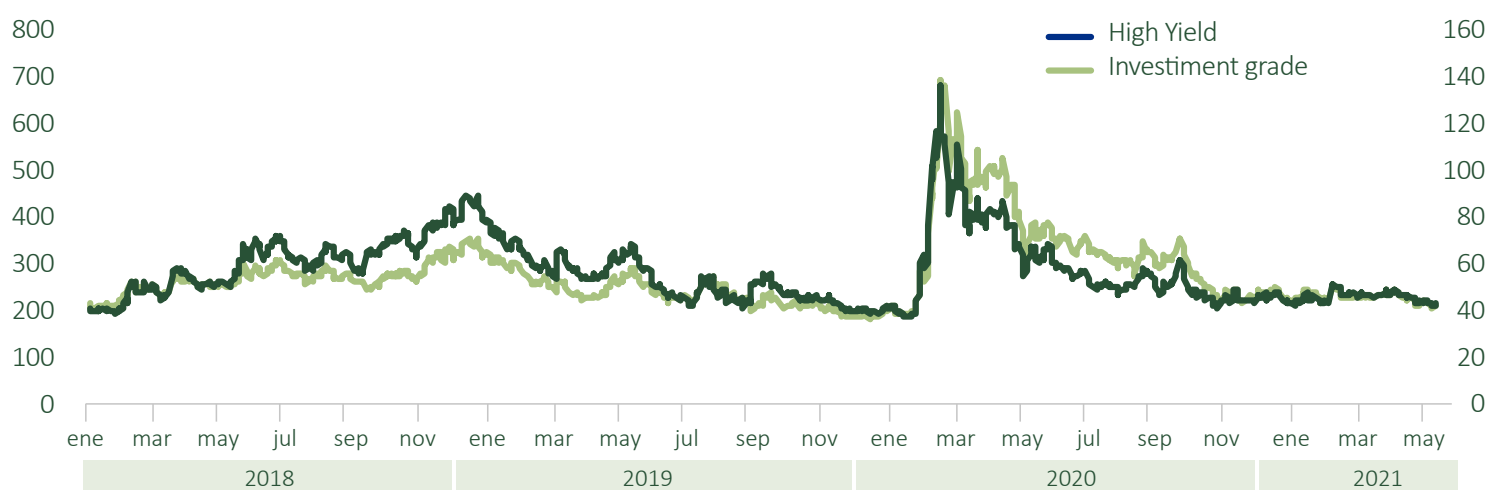
coste que su vecina Italia. Nuestra estimación de movimiento de las TIR en el Viejo Continente es algo más conservadora que la del consenso y esperamos que la rentabilidad del bono alemán se acerque al 0% para finales de año.

Esperamos ver la rentabilidad de la deuda alemana y americana en niveles superiores a los actuales a final de 2021.

En cuanto a EE. UU., vamos a asistir a un mayor crecimiento, por lo que deberíamos ver tipos a largo plazo más elevados. Sin embargo, estamos sorprendidos por la intensa caída de la rentabilidad de la deuda a largo plazo. En el año 2013, cuando la Fed comunicó que quería reducir los estímulos —el denominado “taper tantrum”—, generó una subida de las TIR que provocó miedo y, finalmente, derivó en una curva más plana al no esperarse, tras el susto de los mercados, que cumpliera con sus amenazas de aplicar una política monetaria tan dura. En esta ocasión, parece que nos hemos saltado este episodio de zozobra: la curva ya descuenta que no será necesario endurecer demasiado la política monetaria. De hecho, creemos que la



Diferenciales de crédito



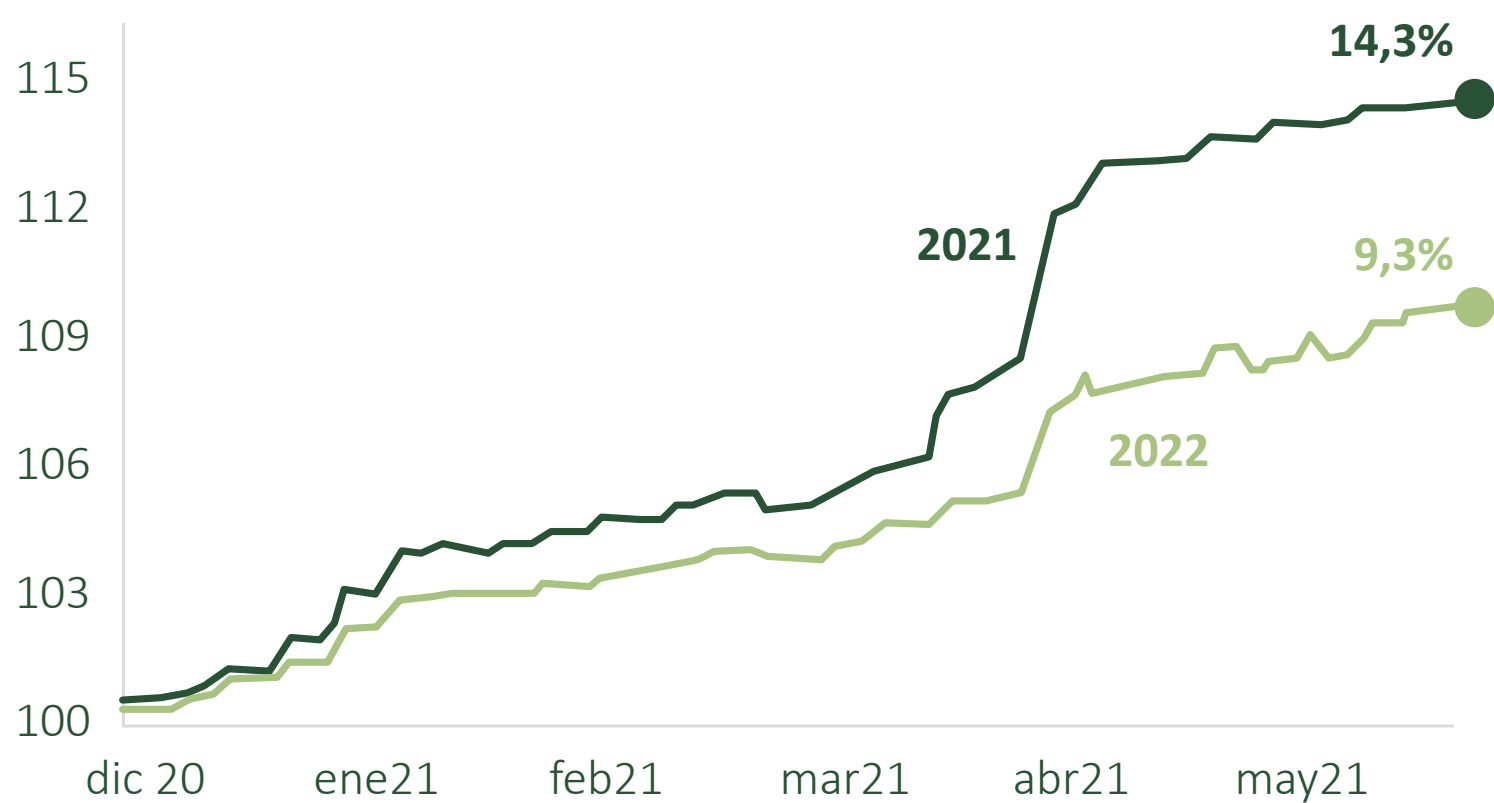
Fuente: Bloomberg.

economía norteamericana cuenta con la suficiente fuerza como para que la Fed pueda anunciar pronto que empieza a reducir su balance, lo que nos hace pensar que podríamos ver el bono a 10 años cerca del 2% a finales de año.

Aunque creemos que lo más probable es que los bancos centrales sean capaces de controlar la inflación, no podemos descartar el peligroso escenario de que no lo consigan. En consecuencia, mantenemos una exposición a la inflación —pero bastante menor que la de unos meses atrás—, tanto por el hecho de que ya nos ha aportado rentabilidad como porque queda menos camino por recorrer y, además, porque vemos mejor alternativa en estar cortos de tipos norteamericanos. Por tanto, vamos a aumentar la apuesta porque estos repunten al alza en EE. UU., lo que aumentará nuestra posición corta del bono a 10 años estadounidense.

Crédito Los diferenciales de crédito se mantienen en mínimos en el ámbito corporativo y en financiero tanto en Europa como en EE. UU., al verse apoyados por una caída en las expectativas de impagos y por las compras del mercado en busca de rentabilidad. Gracias a la ayuda prestada por los Gobiernos y los bancos centrales, las expectativas de impagos han caído de manera significativa y generalizada estos los últimos meses. Algunos sectores se han comportado especialmente bien por el efecto que está teniendo en ellos la reapertura de la economía. Este es





Fuente: Bloomberg.

el caso de las aerolíneas, los hoteles, el ocio y la publicidad. En la actualidad, la agencia de calificación Moody’s estima, dentro de su escenario pesimista, un 6,6% de impagos, un 1,9% en el central y un 1,4% en el optimista. Es un dato relevante, porque son expectativas menores que la media histórica, y el nivel de impagos actual (4,2%) también es menor que la media histórica gracias a las ayudas.

En el caso de los bancos, esta tendencia se ha visto apoyada por una mejora en las provisiones, los buenos datos macro y las medidas de apoyo para hacer frente a la pandemia —tales como moratorias, préstamos y ayuda al empleo—, junto con el apetito que la deuda subordinada genera por su atractivo *carry* relativo. Como consecuencia de todo lo anterior, no esperamos grandes caídas en el crédito, pero los precios están tan ajustados que

Evolución del S&P 500, sus beneficios y su PER en 2021

	Diciembre 2020	Abril 21	Julio 21	Incremento 2021
Beneficio por acción S&P 500	167	177	190	13,8%
S&P 500	3.756	4.180	4.352	15,9%
PER S&P 500	22,5	23,6	22,9	1,8%



US Growth vs EU Value



Fuente: Kepler Cheuvreux.

cualquier factor puede ser una excusa para una corrección táctica. Además, si hay un “susto” de inflación y se produce una subida agresiva en la rentabilidad de la deuda también veríamos una ampliación de los diferenciales de crédito.

Por esa razón, mantenemos altos los niveles de liquidez para poder aprovecharla en caso de corrección. Mientras tanto, nos estamos apalancando en la seguridad que nos da la liquidez y en las coberturas de crédito de las que disponemos con el objetivo de poder asumir algo más de riesgo de crédito —en híbridos y algo de high yield— de lo que tendríamos, si no invirtiésemos de esa manera.

La caída en las previsiones de impagos junto con las compras de los bancos centrales son las razones por las que los diferenciales crediticios corporativos y financieros se han mantenido en mínimos. No esperamos grandes caídas, pero mantendremos altos los niveles de liquidez para poderla aprovecharla en caso de corrección táctica así como para dar solidez a la cartera.



En resumen, en renta fija nuestro posicionamiento actual se centra tener poca sensibilidad a tipos de interés (estando cortos de EE. UU.), en una alta liquidez relativa y con coberturas en el mercado de crédito y en mantener nuestra apuesta (menor) de inflación larga en Europa y EE. UU., y corta en el Reino Unido.

Renta variable

Durante el segundo trimestre de 2021, hemos comprobado como las bolsas globales continuaban con la tendencia de revalorización vista desde principios de año. De hecho, algunos índices han alcanzado nuevos máximos históricos, acompañados por fuertes revisiones al alza de las estimaciones de crecimiento de beneficios. En este sentido, la mejoría de las expectativas se ha producido especialmente durante el último trimestre y en los sectores más cíclicos. Pero la subida paralela de los índices y las expectativas de resultados ha permitido que las valoraciones sean semejantes a las de principios del ejercicio en EE. UU., en torno a 20 veces de beneficios.

Aunque el repunte de los índices ha sido bastante generalizado —sin grandes diferencias entre países o sectores—, ha continuado la fuerte rotación sectorial entre los cíclicos y los valores de crecimiento, en función de los movimientos de la curva americana. De hecho, las últimas semanas hemos vivido una gran caída de los sectores más sensibles al crecimiento de la economía por la bajada en los tipos de interés a largo plazo.

Así, creemos que los parques deberían subir de manera paralela a los beneficios de aquí en adelante, ya que no tendría que haber mucho margen para la expansión de múltiplos, en un escenario en el que se prevé un endurecimiento próximo de la política monetaria.

Las bolsas mundiales también se han beneficiado de este escenario positivo durante



el segundo trimestre del año. Pero se ha producido una fuerte rotación sectorial entre sectores y valores de crecimiento y cíclicos al son de la *yield de la deuda* americana.

Pero, ¿cómo deberían evolucionar dichos beneficios empresariales? De cara a los meses venideros, tendremos que estar atentos a una lógica pérdida de tracción como consecuencia de la normalización del crecimiento económico, pero también es posible que, en algunos sectores, la subida de la inflación lleve a un mayor poder de fijación de los precios de las empresas y esto se traduzca en un incremento de los márgenes en las cuentas de resultados.

Tal como decíamos, se ha mantenido la intensa rotación de ida y vuelta entre el growth y el value. Está claro que la tecnología ha ayudado mucho a EE. UU. a crecer más y a recuperarse antes, pero todos los sectores de crecimiento están caros con respecto a las medias históricas. En contraposición, las industrias más afectadas por el COVID-19 y la crisis cotizan sin prima relativa a su media histórica y parecen más interesantes. Para ilustrar esta realidad, mencionamos algunos datos: la ocupación hotelera se sitúa al 65% en el país norteamericano, al 58% en China y solo al 34% en Europa. Mientras tanto, el precio medio por habitación está un 18% por debajo de la situación prepandemia en EE. UU. y alrededor de un 80% en el Viejo Continente. Por tanto, queda mucho camino que recorrer que puede justificar un importante rebote de este tipo de sectores.

Pero insistimos en que, ante la caída de tipos, seguiremos viendo rebotes del crecimiento frente a lo cíclico y viceversa. Aunque esperamos un movimiento al alza de la rentabilidad de la deuda, ante un escenario tan incierto y volátil, preferimos seguir diversificando entre ambos.

Uno de los temas más candentes es, quizá, la valoración y el potencial de los bancos. Si tenemos razón y, poco a poco, la



parte larga de curva repunta ligeramente de aquí a final de año, se deberían comportar bien, ya que su capacidad para generar beneficios depende, en gran medida, de la pendiente de la curva de tipos. No obstante, como estructuralmente no nos gustan —por todos los retos a los que se enfrentan y, además, en ese escenario, por el hecho de que los sectores más cíclicos también se comportarían igual—, preferimos no cargar las tintas en el sector.

Por tanto, seguimos trabajando en el análisis de las compañías y en seleccionarlas una a una, pero nuestras carteras continúan con una estructura polarizada. Nos sentimos cómodos con las ideas de crecimiento, así como con las de cíclicos, ya que no queremos que los movimientos de tipos puedan perjudicar sustancialmente a nuestras carteras.

Otras ideas: China y Japón

China

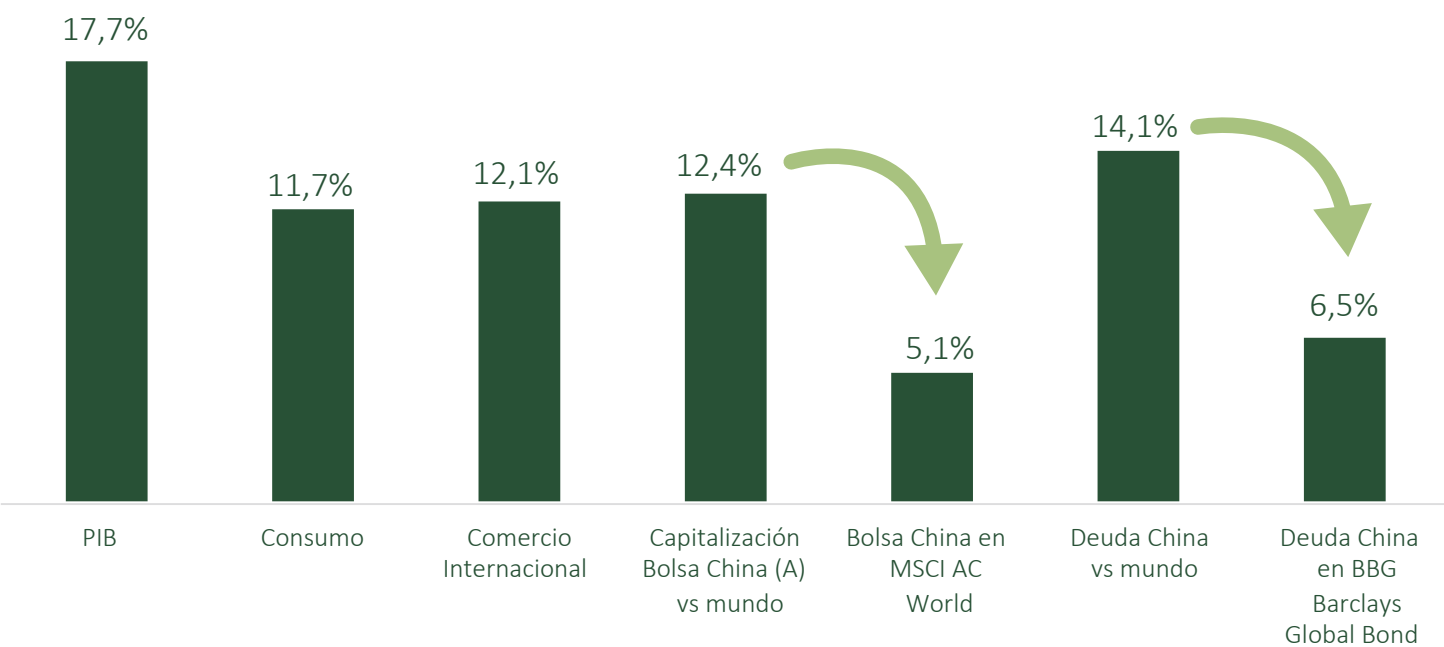
Creemos que el peso del gigante asiático en los índices bursátiles mundiales (5%) irá creciendo con el tiempo, porque actualmente es desproporcionado en comparación con el peso del país respecto al mundo en términos de población (18%), de PIB (18%) y de comercio internacional (12%).

En realidad, el peso en bolsa medido como capitalización bursátil sí es razonable, pero no lo es la representación de China en ciertos índices muy utilizados, como el MSCI World, donde tendrá que crecer. En renta fija, se aprecia mayor progreso —supone un 6% en el Bloomberg Barclays Global Aggregate—, pero aún queda camino por recorrer.

El hecho de invertir en deuda gubernamental china aporta un extra de cupón y tiene una correlación muy baja con otros tipos de deuda pública, por lo que es una pieza muy interesante para



El mercado ya espera mucho de los beneficios empresariales



Fuente: Goldman Sachs 2020

las carteras, además de ser una apuesta por la convergencia, como lo fue en su momento la deuda de Europa del Este.

Además, el yuan tiene sus propias características intrínsecas; una de ellas es su capacidad de diversificación; otra es que los bancos centrales están diversificando sus reservas mediante la divisa de forma paulatina. El 15% de las de Rusia están en dicha moneda y en Latinoamérica, el 50% de las nuevas se sustancian en Renminbi. A nivel mundial, entre el 3% y el 4% de las reservas son ya en esta moneda y Goldman Sachs calcula que, en unos años, supondrá entre el 5% y el 8%. ¿Por qué? Por lo mismo que es interesante para nosotros: paga más y descorrelaciona respecto a otras divisas, por lo que es una buena alternativa al dólar para los banqueros centrales.

El país sigue progresando lentamente hacia la apertura de su mercado de capitales y el último paso que está dando es dejar de soportar a las grandes compañías por el mero hecho de ser chinas. Este factor nos empuja a limitar nuestra preferencia hacia la deuda de Gobierno y de los bancos, respaldado por este frente a la corporativa.

Un último factor a favor es que van adelantados en el ciclo. No solo despegaron antes tras la pandemia, sino que ya han pasado por una fase de endurecimiento de la política monetaria —que parece haber frenado el repunte de la inflación— y acaban



de empezar a flexibilizarla de nuevo con una reducción del coeficiente de las reservas a principios de julio.

El gigante asiático puede aumentar su peso en los parques mundiales y la inversión en deuda pública china —aparte de tener una correlación baja con otros tipos de títulos— retorna un extra de cupón. Además, el yuan es una alternativa frente al dólar.

En conclusión, queremos incrementar el peso de nuestras carteras en la potencia asiática, pero este es un objetivo estratégico que tardaremos en implementar. Ya tenemos alguna compañía en las carteras de renta variable y también deuda gubernamental china emitida en euros en las de renta fija; el objetivo es incrementar el peso muy paulatinamente.

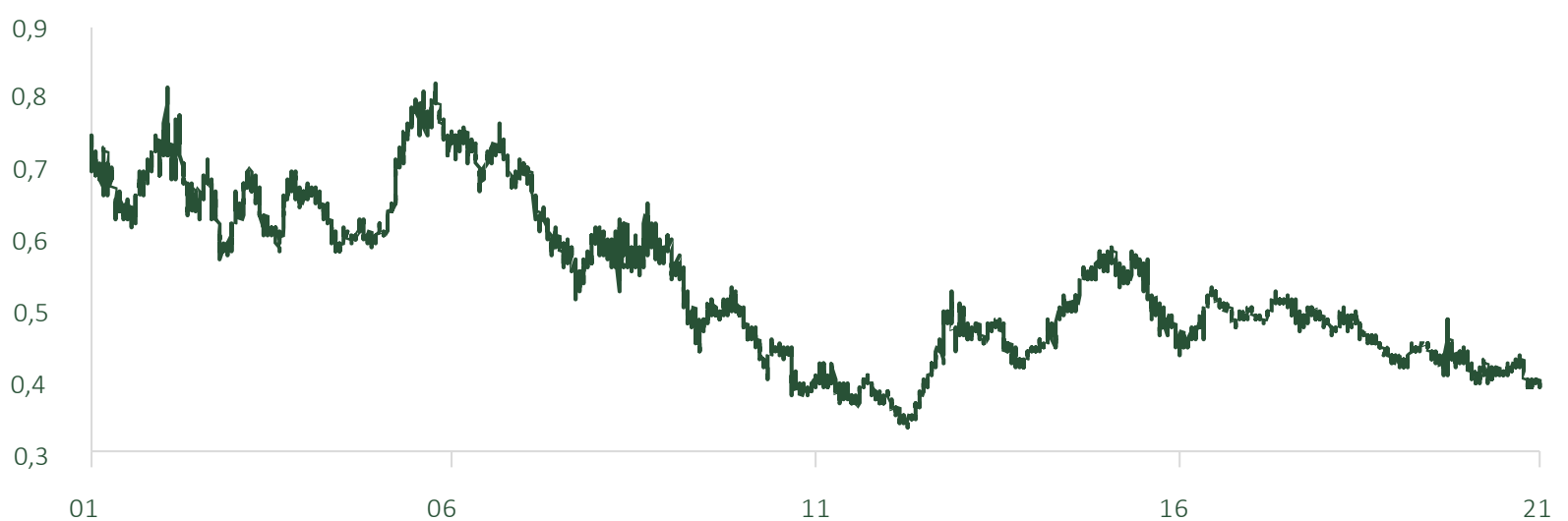
Japón

Hemos decidido incrementar el peso en el parque nipón, que se ha comportado muy mal respecto al resto del mundo en términos relativos y tiene una valoración de unas 14 veces de beneficios, más atractiva que la del resto de países desarrollados. Además, los flujos de capital hacia activos japoneses han sido negativos y hoy apenas hay extranjeros en bolsa, lo que nos permitiría ver, si el mercado se “pone de moda”, una rápida apreciación. En este sentido, los Juegos Olímpicos pueden ser el catalizador que este mercado necesita.

Es cierto que la vacunación está siendo muy lenta, quizá porque, al ser una población más responsable y cautelosa, no había la misma sensación de urgencia que en otros países, como España. Sin embargo, el reciente rebrote del COVID-19 está acelerando rápidamente la inmunización.



El comportamiento relativo de Japón vs el MSCI World es francamente malo



Fuente: Bloomberg.

Resumen y *asset allocation*

Consideramos que a las expectativas inflacionistas les queda menos recorrido que a los tipos, por lo que, aunque mantenemos nuestra apuesta de inflación —menor que la de hace unos meses—, vamos a incrementar la apuesta por tipos más elevados.

Creemos que el crédito seguirá muy soportado por las compras de los bancos centrales, pero mantenemos niveles de liquidez altos para poder invertir, si el mercado nos da una oportunidad y tenemos las coberturas que nos permitan seleccionar compañías o sectores con mayor tranquilidad.

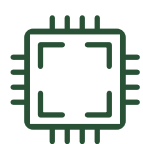
Estamos neutrales en bolsa y mantenemos nuestra estrategia polarizada bursátil, donde compensamos la apuesta por el ciclo europeo con el crecimiento americano. Pensamos que los movimientos de la deuda seguirán generando cierta rotación sectorial y la queremos aprovechar sin poner en peligro las carteras.

Mantenemos nuestra visión neutral en cuanto al dólar, pero con más convicción, por el momento que atraviesa la economía estadounidense.



	UV		N	OW	
Cash					
Renta fija					
Gobierno					
Crédito Alta Calidad					
Crédito Financiero					
Créd. Grado especulativo					
Deuda Emergente					
Renta Fija Periférica					
Duración					
Renta Variable					
Estados Unidos					
Europa					
Emergentes					
Japón					
Retorno Absoluto					
Materias Primas					
Dólar					





Tensiones en el mercado de micro chips. Oferta y demanda

35



Dos visiones sobre el mercado del cobre

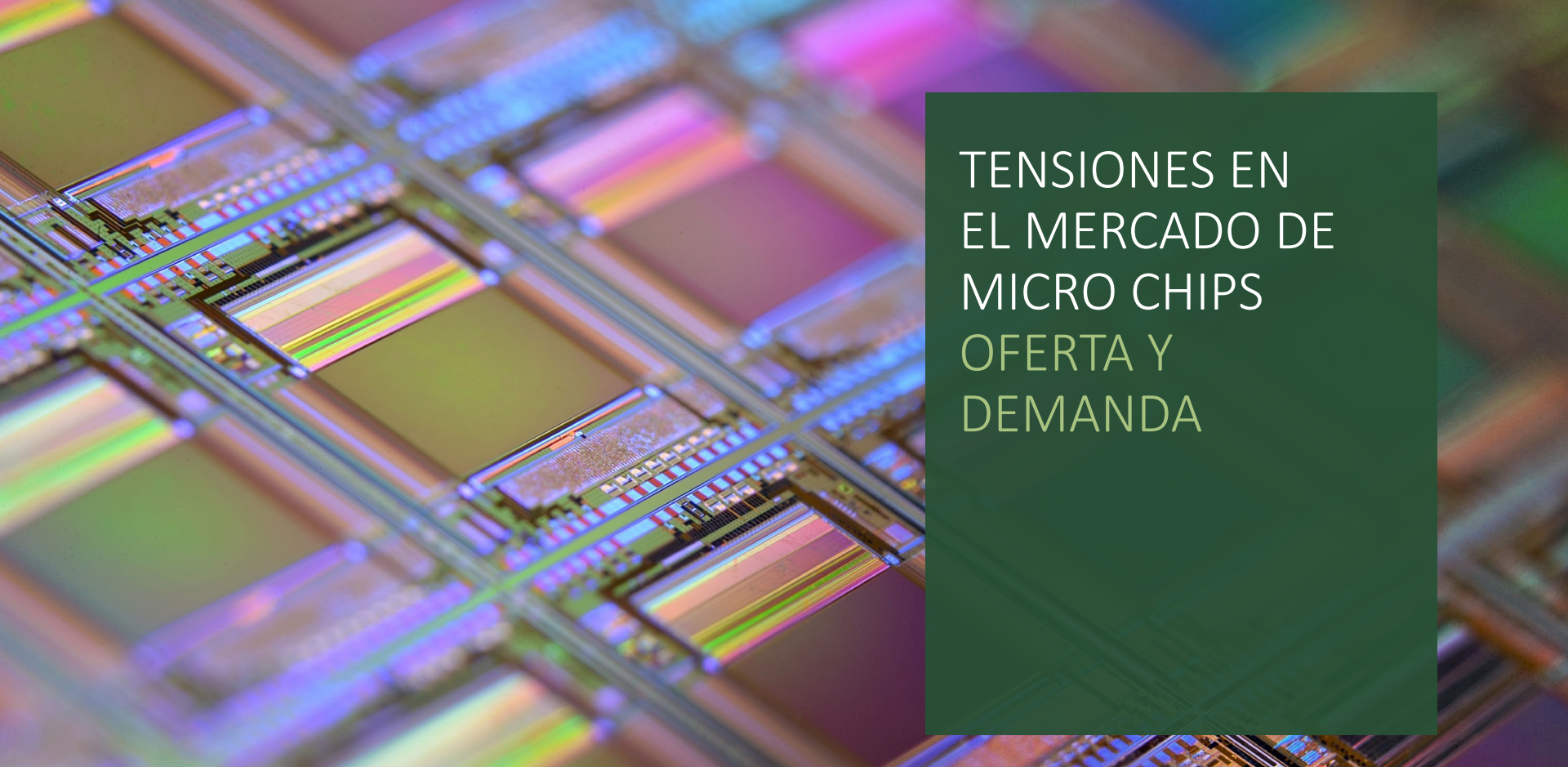
30



Plan de homogeneización del impuesto de sociedades

36



A close-up, artistic photograph of a microchip, showing intricate circuitry and various colored components like gold, blue, and green. The image is slightly blurred, giving it a sense of depth and complexity.

TENSIONES EN EL MERCADO DE MICRO CHIPS OFERTA Y DEMANDA

En las últimas semanas, el sector ha ocupado las primeras páginas de los periódicos por la escasez de oferta para satisfacer una robusta demanda, sobre todo en algunas actividades. El cierre impuesto por el covid-19 ha afectado a la cadena de suministros hasta tal punto que ahora las compañías no pueden abastecer la demanda de sus clientes. Infineon Technologies, la más expuesta al sector automovilístico, cifró en 2,5 millones los coches que no pudo atender por falta de capacidad, según su última publicación de resultados. Por primera vez en una década, estamos siendo testigos de **problemas para adquirir televisiones o electrodomésticos por falta de stock**.

¿Puede durar esta situación? Pensamos que sí; en algunos sectores, incluso quizá hasta principios del año que viene, aunque hay que tener en cuenta que, con la reapertura de la economía, parte del gasto del consumidor se trasladará de bienes duraderos a servicios, lo que aliviará la demanda a la vez que aumenta la capacidad. Muchas empresas, ante la situación actual, han duplicado sus pedidos para asegurar su capacidad, lo cual tampoco resulta sostenible. Pero, además del problema coyuntural, hay otros de carácter estructural que explicamos a continuación.

Primero, algunas cifras. En la actualidad, se fabrican alrededor de un billón de chips al año, lo que equivale a 128 unidades por persona en el planeta. Sin duda, se trata de una cifra importante, pero debe tenerse en cuenta también que cada coche eléctrico —en plena expansión— lleva más de 3.000 en su interior, y que

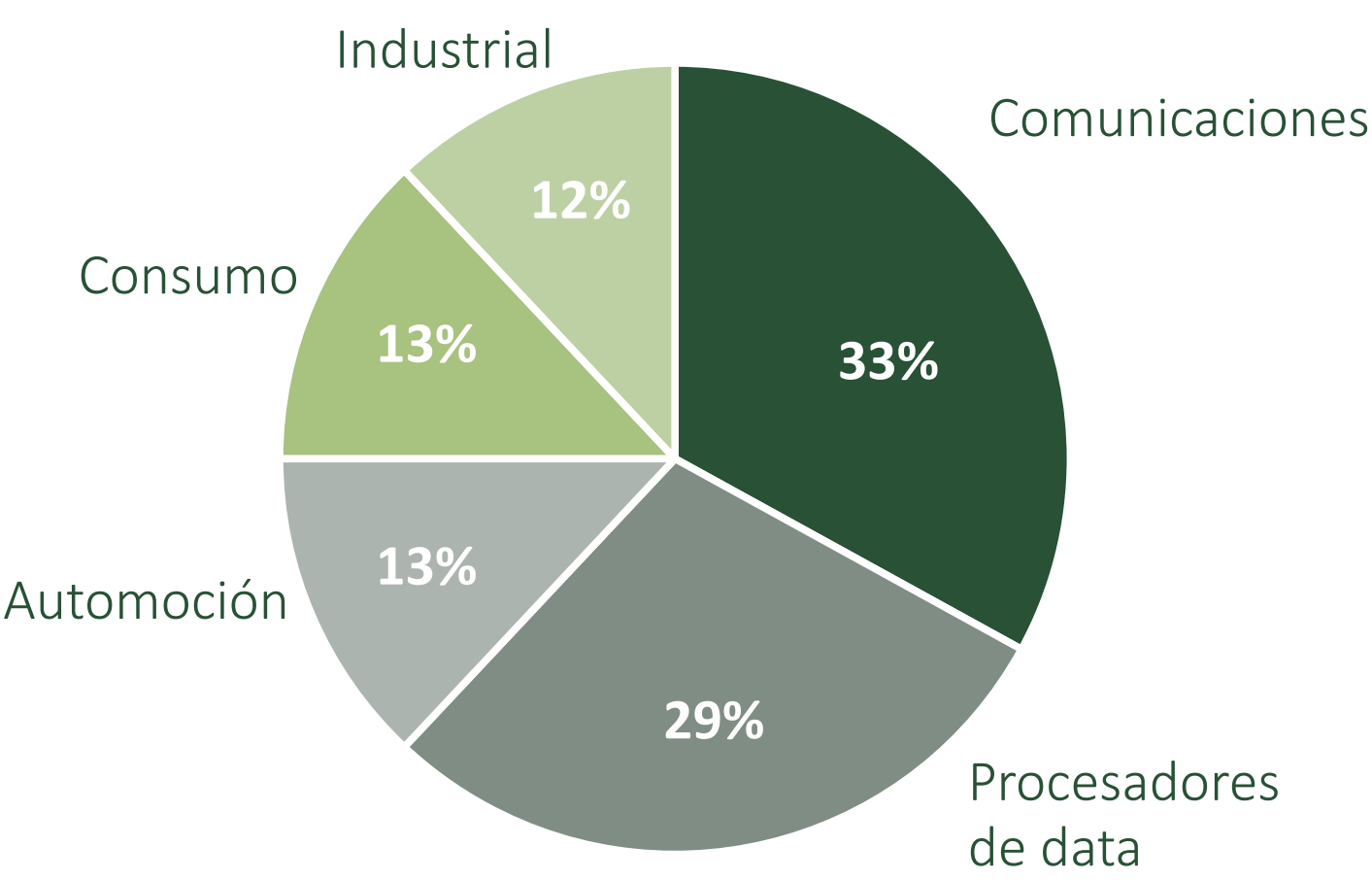


los nuevos usos, como el 5G y la inteligencia artificial (IA), están aumentando su demanda.

Por primera vez en diez años, sufrimos problemas de *stock* de electrodomésticos y televisores, debido a la falta de micro procesadores.

¿Y la oferta? Es un sector clave, porque la existencia de problemas en su cadena de suministro puede provocar estrecheces a una parte importante de la producción industrial global (coches, teléfonos, electrodomésticos...) y porque este sector, por sí mismo, genera cerca de 450.000 millones de dólares en ventas. Pues bien, el número de fabricantes en el mundo ha caído desde los 25 del año 2000 hasta los 3 de hoy en día. Por tanto, los otros dos, Taiwan Semiconductor (TSMC) (Taiwán) y Samsung (Corea del Sur), se configuran como una pieza clave en la producción mundial. Este **duopolio** tiene, como todos, capacidad de presionar los precios

Mercado de semiconductores por verticales



Fuente: Kepler Chevreux.



al alza y no olvidemos que Taiwán es un territorio independiente –pero reclamado por China como propio– que, además, amenaza con invadir. De modo que, ¿qué pasaría si su capacidad productiva se paralizase?

A lo anterior, hay que añadir que la ley de Moore –que mantiene que el número de transistores que cabe en un microprocesador se duplica cada dos años aproximadamente– está empezando a fallar. Cada generación de chips es más complicada que la anterior lo que hace que estas sean más difíciles y costosas de fabricar que las anteriores.

Estados Unidos se está quedando atrás. La multinacional Nvidia, que diseña chips para *gaming* e IA, es hoy una de las empresas con más valor: 320.000 millones de dólares. Además, ha lanzado una oferta pública de adquisición (OPA) sobre ARM (empresa de diseño de microprocesadores). Por su parte, Apple anunció, el pasado noviembre, que sus ordenadores de sobremesa empezarán a utilizar chips propios, que ya incluye en los iPhone, y Amazon está desarrollando nuevos componentes para sus centros de datos. Otro problema de la industria es que los mineros de criptodivisas, especialmente Ethereum, utilizan ordenadores muy potentes y, especialmente, tarjetas gráficas de Nvidia. Entre la falta de suministros, el embargo de Estados Unidos y la demanda récord de PC, el precio de las tarjetas gráficas punteras de la compañía se ha elevado desde los 700 euros de fábrica hasta los 2.400 euros en el mercado de segunda mano. La empresa está intentando reducir la utilidad de sus placas para los mineros, y, por su parte, los diseñadores de Ethereum están haciendo un esfuerzo por requerir menos capacidad computacional a los mineros, pero el problema es evidente.

Así las cosas, **mientras el país norteamericano está perdiendo su capacidad, China la está intentando multiplicar.** Al carecer de la capacidad manufacturera necesaria, importa chips por un valor anual de 300.000 millones de dólares y está sufriendo los problemas del embargo de Estados Unidos a sus productores, que ya afecta a más de 60 compañías. El país presidido por Biden no



quiere que el gigante asiático le sobrepase y está intentando frenar su capacidad: en el último trimestre de 2020, las ventas de TSMC a clientes chinos cayeron un 72%. Como consecuencia, China está poniendo todo de su parte para conseguir ser autosuficiente; entre otras medidas, ha creado un sistema de subsidios con una partida superior a los 100.000 millones de dólares para las empresas cuya actividad esté relacionada con los microprocesadores y sus universidades están potenciando titulaciones relacionadas con la materia.

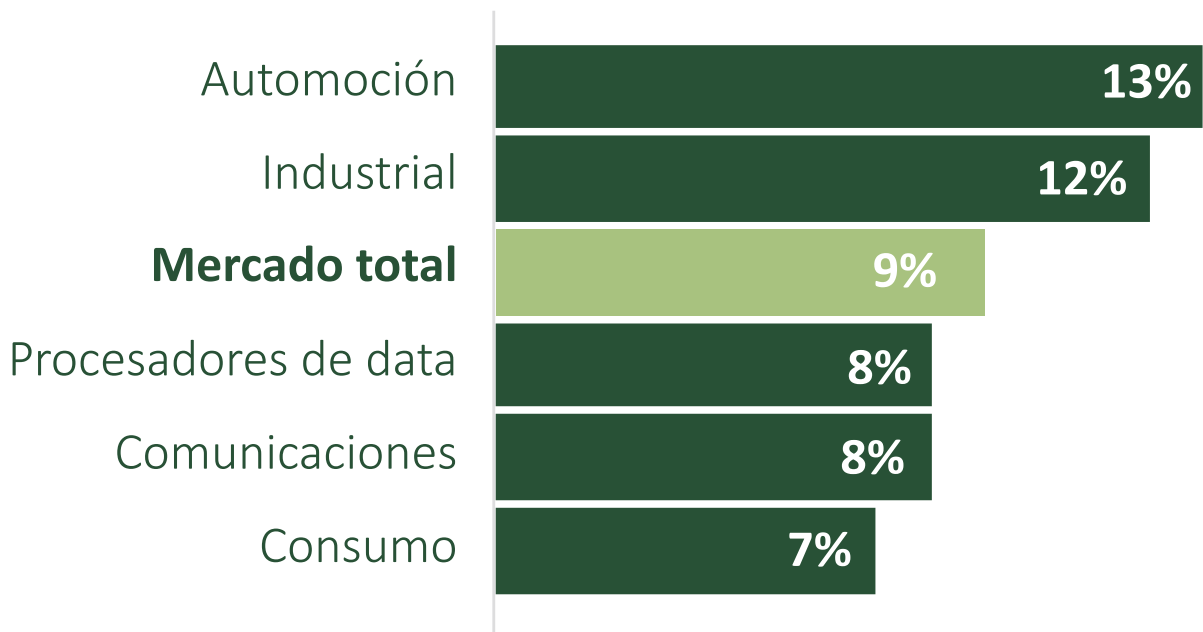
Mientras Estados Unidos pierde capacidad, China está desarrollando importantes medidas enfocadas en la generación de capacidad manufacturera propia.

Los semiconductores se han convertido en una de las estrellas del sector tecnológico. El SOX, índice de semiconductores de Filadelfia, se ha revalorizado un 150% desde el estallido de la pandemia y se ha triplicado en los últimos cinco años. La clave radica en la oferta limitada y en la creciente necesidad de microprocesadores para cada vez más utilidades. Además del crecimiento espectacular de los beneficios, el sector ha experimentado un *re-rating* (expansión de múltiplos), es decir, los inversores hoy pagan más por los beneficios de las compañías, debido a que crecen mucho y han reducido su ciclicidad y, por consiguiente, su volatilidad en resultados. El mercado de semiconductores va a crecer los próximos años sin necesidad de tener una economía boyante.

¿Llegamos tarde a invertir en el sector? Con total honestidad, no. El sector todavía cotiza en términos de valoración en línea con el S&P 500, lo que ofrece un crecimiento potencial de beneficios mucho más sólido, sobre todo a medio/largo plazo. Estamos en un momento dulce para el sector por dos motivos principales: la llegada de la tecnología 5G, que permite conectar muchos más aparatos electrónicos a la red (el internet de las cosas [IoT]), y el desarrollo de la electrificación de sectores para luchar contra



Crecimiento anual estimado 2020-2023



Fuente: Kepler Chevreux.

el cambio climático. Ahora bien, pensamos que será clave la selección de valores, ya que parte de los verticales como PC’s o terminales ofrecen menos potencial desde los niveles actuales que el coche eléctrico, por poner un ejemplo. Dentro del IoT, nos mantenemos especialmente positivos en el ámbito de las aplicaciones relacionadas con la salud y las de uso industrial.

En la actualidad, el sector se divide en **cinco grandes verticales**: comunicaciones, que representan un 33% del mercado; data centers, que son el 29%; autos, que constituye un 13%; productos de consumo electrónico, que supone un 13%; e industria, que se corresponde con un 12%. De los subsectores, nuestro favorito es, sin duda, el coche eléctrico, donde vemos un crecimiento potencial cercano al 15% para los próximos tres años, frente al 9% del sector agregado. El otro vertical con más crecimiento potencial en nuestra opinión es el industrial, donde el 5G juega un papel importante, y compañías, como el gigante alemán Siemens, están comprando espectro para tener sus propias redes en su cadena de producción.

Somos especialmente positivos respecto al coche eléctrico y las aplicaciones relacionadas con la salud y de uso industrial.

Otro aspecto que nos gusta del sector, respecto a lo que era hace



una década, es el **cambio de modelo de muchas empresas** que han cerrado sus fábricas y subcontratan la producción a las *foundries* como TSMC, GlobalFoundries o Samsung. Antiguamente, situaciones del mercado como la actual representaban un gran riesgo para el sector, ya que la capacidad tardaba casi un año en entrar en funcionamiento, las compañías gastaban grandes cantidades de dinero en *capital expenditure (capex)* y muchas veces la demanda caía a la vez que se incorporaba la nueva capacidad. Ahora, las empresas se concentran en la concepción y en el diseño del chip, y manejan mejor los tiempos, aunque a veces se encuentran con la situación de que las *foundries* no les entregan los chips a tiempo (insistimos en que el COVID-19 es la gran culpable de la situación actual). Aparte de este cambio de modelo, también hemos visto una consolidación espectacular en el sector desde las memorias hasta los equipos para semiconductores. En pleno 2020, con el mundo cerrado por el covid-19, fuimos testigos de ocho grandes operaciones de fusión en el sector (algunas todavía pendientes de aprobación por parte del órgano regulador).

Por último, cabe señalar los **riesgos** que le vemos al sector: por un lado, el económico, que, aunque ha reducido su ciclicidad, una caída de la actividad afecta, sin duda, a sus ventas, especialmente a los subsectores más cíclicos, como el consumo electrónico o PCS. Por otro lado, la regulación. En la época de Donald Trump, nos dimos cuenta de la importancia estratégica del sector para las grandes potencias. Es posible que situaciones como la de Huawei se puedan repetir, de modo que contar con las mejores empresas de chips resulta clave para las agendas de todos los países, por lo que podríamos asistir, a corto y medio plazo, a decisiones políticas que afecten a las compañías del sector.

¿Llegamos tarde a invertir en el sector?

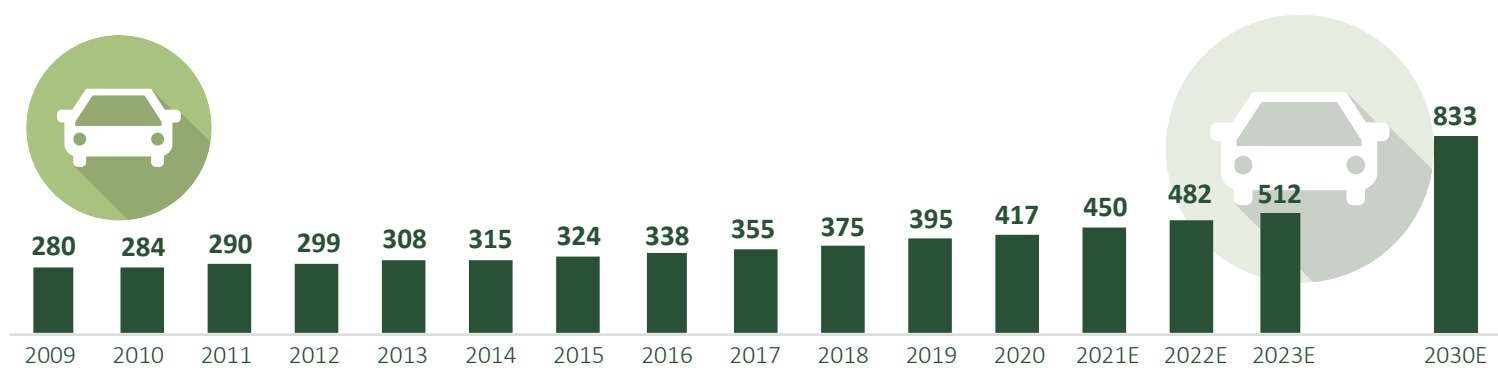
Creemos que no

En estas últimas semanas, al construir la nueva cartera de nuestro



fondo tecnológico, la exposición a semiestructuración ha sido una de las decisiones que menos tiempo nos ha costado tomar. Compañías como Infineon Technologies, Nvidia o TSMC, si no cambian mucho las cosas, van a formar parte de nuestra cartera en los próximos años.

Cantidad de semiconductores por coche



Fuente: Kepler Chevreux.





DOS VISIONES SOBRE EL MERCADO DEL COBRE

Trayectoria y futuro del cobre

En los últimos dieciocho meses, el mercado de las materias primas ha experimentado una **tendencia notoriamente alcista liderada por el cobre**, que el pasado mes de mayo alcanzó máximos históricos con **precios por encima de los 10.000 dólares por tonelada**. En un primer momento, esta trayectoria vino impulsada por la fuerte demanda de materiales de China y, posteriormente, de otras grandes potencias económicas, como Estados Unidos. Además, las interrupciones en las cadenas productivas y de suministros han supuesto un impulso adicional en los precios. Así lo hemos visto reflejado en los de otros materiales —como el mineral de hierro, el paladio o la madera—, que también alcanzaron máximos históricos en mayo, así como en materias primas agrícolas, como los cereales, el azúcar o los productos lácteos.

En este contexto, se ha suscitado el debate en torno a si nos encontramos ante un **superciclo de materias primas y, en especial, de cobre**. Al respecto, hemos de aclarar a qué nos referimos con el término *superciclo*. Pese a no existir una definición consensuada, aquí entenderemos que hace alusión a un período en el que los precios suben por encima de su tendencia a largo plazo durante un lapso de entre 10 y 35 años. Estos ciclos suelen desencadenarse por un impulso estructural de la demanda lo suficientemente grande como para que se registre a nivel global y porque la oferta tarda en responder, debido a su carácter inelástico por necesidad. Esto



es, exactamente, lo que un amplio porcentaje del sector de las materias primas estima que sucederá con el cobre.

En términos generales, encontramos **dos posturas frente a las expectativas de mercado** en lo que respecta a este metal: una, **optimista** con los precios, que aboga por la existencia de un superciclo motivado por una creciente demanda y una escasez de suministros; y otra, más **pesimista**, que no observa ningún cambio fundamental que pueda respaldar un aumento significativo de los precios a largo plazo y que compara la situación actual con la vivida en 2011, cuando el precio de las materias primas se desplomó.

La reciente evolución alcista del cobre plantea dos posturas opuestas en cuanto a las expectativas del mercado: una optimista, que considera que estamos ante un superciclo de este metal, y otra, pesimista, que no ve razones que justifiquen un aumento significativo de los precios a largo plazo.

Los partidarios de la postura alcista apoyan su posición en dos argumentos: la existencia de una creciente demanda, promovida por la **transición hacia energías renovables y la descarbonización del planeta**, y una menguante **oferta que no va a poder hacer frente a la demanda** pronosticada. Al respecto, cabe recordar aquí las políticas internacionales impulsadas contra el cambio climático, sobre todo el Acuerdo de París, el Pacto Verde Europeo y los planes de Joe Biden para recortar las emisiones de CO₂ en Estados Unidos. En efecto, en el tránsito hacia un futuro apoyado en energías limpias y sostenibles, el cobre se postula como un elemento necesario y esencial. En palabras de **Jeff Currie**, director global del Área de Materias Primas de Goldman Sachs y gran impulsor y defensor de la existencia de un superciclo, “en cuanto a tratar



de descarbonizar el mundo, la única manera posible de hacerlo es a través del cobre. **No hay nada, ninguna alternativa que pueda conducir tan bien la corriente eléctrica**”. Para ponernos en perspectiva en cuanto a la cantidad necesaria de este material, un vehículo eléctrico emplea cinco veces más que uno de combustible (entre 60 y 80 kilos) y una turbina de viento requiere 4,7 toneladas. Por ello, se dice que el cobre es el nuevo petróleo, ya que **es el material estratégicamente clave**.

Además, la Agencia Internacional de Energía (AIE) estima que, para alcanzar el objetivo de cero emisiones en 2050, el suministro de cobre, cobalto y manganeso, así como otros metales industriales, deberá multiplicarse por siete la próxima década.

El problema es que, aunque la demanda comienza a despegar, **el mercado del cobre está más cerca que nunca del pico de oferta**. El número de nuevos descubrimientos de categoría mundial que se pondrán en marcha disminuirá sustancialmente y los problemas de agotamiento de las minas existentes se acelerarán. Asimismo, plantean que las **limitaciones geológicas** que rodean los yacimientos de pórfidos cupríferos —un tipo de roca ígnea— contribuirán a agravar los problemas. Por estas razones, se cree que la menguante oferta no será capaz de adaptarse a una demanda disparada, lo que ocasionará un aumento de los precios por encima de las expectativas.

Uno de los máximos defensores de la perspectiva optimista, Jeff Currie, de Goldman Sachs, afirma con rotundidad que no existe ninguna alternativa que pueda conducir la corriente eléctrica tan bien como el cobre.



Llegados a este punto, conviene examinar de forma más detallada las razones por las que se defiende esta **disminución en la oferta**. El principal motivo radica en el **agotamiento de los materiales** que se viene produciendo desde 2005. A grandes rasgos, la minería provoca dos tipos de merma de minerales: una disminución de la cantidad de la reserva mineral inicial y un descenso de la calidad o concentración de las reservas minerales restantes. En este caso, nos centramos en el segundo escenario, en lo que ello supone para la calidad del mineral que se extrae y su impacto en el futuro suministro de las minas de cobre. Tal como se verá a continuación, tanto sus reservas como su calidad experimentan un pronunciado descenso.

En ciclos previos pero similares al actual, **la oferta de cobre siempre ha logrado ajustarse a los incrementos en la demanda**, por ejemplo, en el bum de los años de despegue del gigante asiático del año 2000. La razón: los mineros todavía disponían de zonas ricas en cobre de alta calidad a las que se podía acceder y que era posible explotar con facilidad. Sin embargo, en 2005, el problema del agotamiento progresivo hizo que las respuestas de la oferta a corto plazo fueran más difíciles de conseguir, porque las mencionadas zonas se habían explotado hacía tiempo. Así, entre los años 2005 y 2011 vivimos un mercado alcista, en los que el precio del cobre alcanzó lo que por entonces serían máximos históricos. Durante este período y hasta 2014, aparentemente no había problemas de agotamiento del elemento.

La Escondida —nombre de la mayor mina cúprica del mundo (situada en el desierto de Atacama [Chile])— demostró la aparente facilidad con la que se puede sustituir la producción por nuevos y amplios recursos. En el año 2000, esta mina chilena comunicó unos recursos medidos de 2.900 millones de toneladas de reserva de mineral que contenían 32 millones de toneladas de cobre. En 2012, los recursos medidos e indicados habían aumentado a 9.100 millones de toneladas con 54 millones de toneladas de cobre. Entre 2000 y 2014, La Escondida produjo más de 15 millones de toneladas de este material. Así pues, los operadores



de la mina no solo habían repuesto todo lo producido, sino que además habían hecho crecer su base de recursos cúpricos en casi un 70%.

Ahora bien, al analizar las distintas fuentes de aumento de reservas de la industria del cobre, se descubrió que se habían hecho **muy pocos descubrimientos nuevos**. De hecho, casi el 80% de las nuevas reservas brutas de la industria registradas entre los años 2001 y 2014 no procedía de nuevos yacimientos ni de la búsqueda de nuevas zonas de cobre dentro, al lado o debajo de los depósitos existentes; casi todas estas adiciones de reservas provenían de la **reclasificación de lo que se había considerado roca estéril en mineral explotable**, un proceso conocido en la industria como ley de corte —que establece la concentración de metal a partir de la cual es rentable extraer el mineral—. Las empresas de cobre pueden añadir reservas de dos maneras: haciendo nuevos descubrimientos o bajando la ley de corte de su base de reservas existente que establece la concentración de metal a partir de la cual es rentable extraer el mineral.

De esta manera, tal como indicábamos unas líneas más arriba, **hasta un 80% de las nuevas expansiones de las reservas de minas existentes provenían de reducciones de la ley de corte**; sin embargo, **esto no es sostenible**, puesto que hay un límite natural de cuánto se puede rebajar la calidad del mineral del que se extrae el cobre. Además, conforme esta va disminuyendo, suben los costes de forma exponencial, ya que se requiere el mismo capital para extraer un mineral que produce menos cobre. Ello supone que sea necesaria una mayor inversión para que las minas sean igual de productivas.

En los últimos diez años, los descubrimientos de cobre han disminuido drásticamente.

Por eso el agotamiento del material ya no se va a poder enmascarar gracias a la reducción de la ley de corte. **Los yacimientos de**

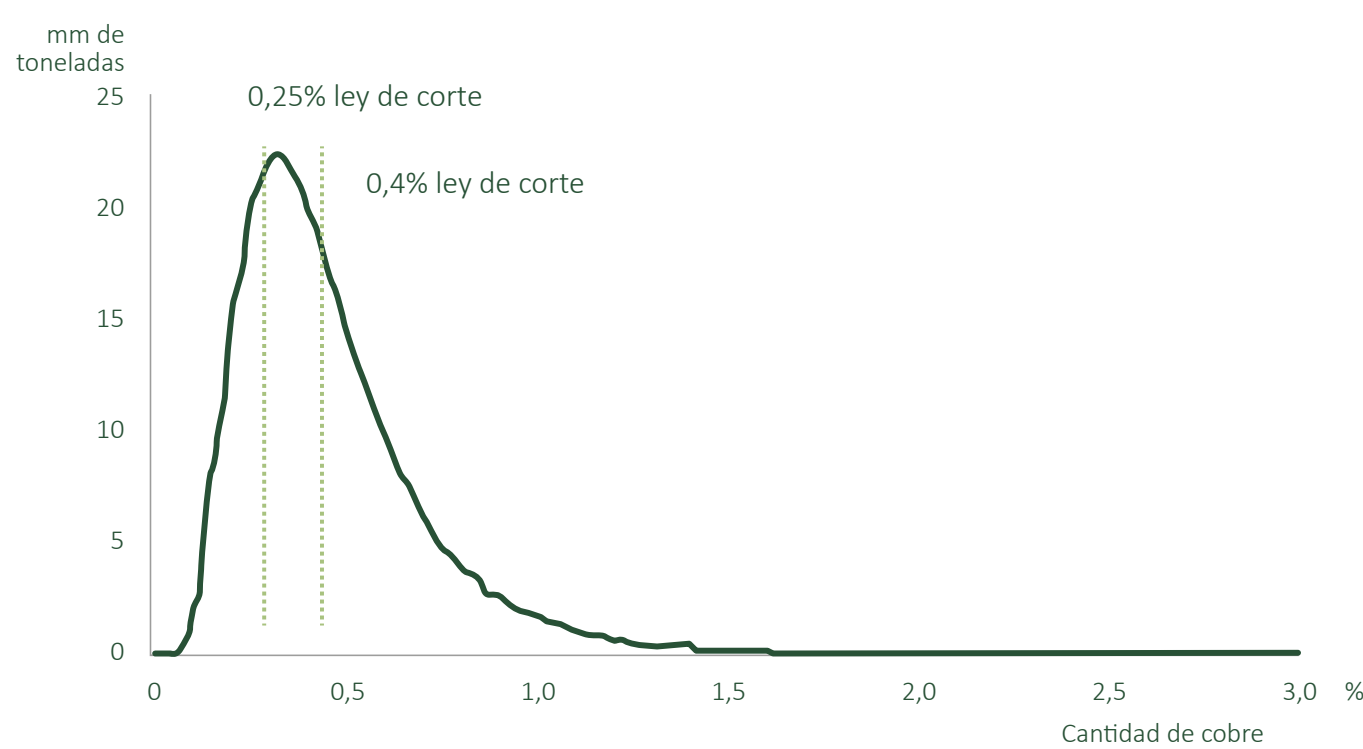


pórfidos cúpricos suelen tener una relación predecible entre la ley y el tonelaje. Todos los yacimientos presentan una distribución logarítmica normal; la forma de esta curva es importante, porque nos proporciona una forma de estimar la expansión potencial final de un recurso individual mediante nuevas caídas en la citada ley. Además, la forma de la curva logarítmica normal nos indica que la expansión masiva de las reservas de cobre existentes bajando el criterio del corte no puede repetirse. Esto se puede observar en el gráfico.

Según diversos estudios, la ley de corte se redujo, entre 2005 y 2014, desde el 0,4% hasta un 0,25%. Además, esta disminución implica la necesidad de más de un 30% adicional de material (y, por tanto, de capital) para producir la misma cantidad de metal contenida.

También contribuye a la reducción de la oferta el hecho de que, **en los últimos diez años, los descubrimientos de cobre han disminuido drásticamente.** Es probable que las adiciones de nuevos yacimientos decepcionen a medida que avanza la década, a lo cual afecta de forma directa la drástica caída del capex mundial en exploración de nuevos yacimientos, de los 220.000 millones

Las mineras están aumentando la producción explotando mineral de peor calidad, lo que es más costoso



La ley de corte se redujo, entre 2005 y 2014, desde el 0,4% hasta un 0,25%. Además, esta disminución implica la necesidad de más de un 30% adicional de material (y, por tanto, de capital) para producir la misma cantidad de metal contenida.

Fuente: Princenton University



de dólares de 2012 a la mitad de 2020. Por su parte, el gasto en esta actividad también ha caído, en concreto, desde los 35.700 millones de dólares en 2012 hasta poco más de 10.000 millones el año pasado.

En resumen, debido a los crecientes problemas de agotamiento, a la ausencia de nuevas minas de categoría mundial que entren en funcionamiento y a las limitaciones geológicas de los yacimientos de pórfidos cúpricos, **la oferta de este metal crecerá poco en esta década**, pese al fuerte incremento potencial de la demanda, lo que puede generar una subida de precios muy importante.

El número de descubrimientos de nuevos yacimientos de cobre ha descendido de forma drástica desde hace diez años y no parece que este dato vaya a mejorar, a la luz de la también drástica caída del capex mundial en exploración para poder hallarlos.

Pero también existe **un sector de analistas que tienen una visión diferente: consideran que los precios de las materias primas son un fenómeno cíclico y que acabarán cayendo. Comparan la situación actual con la de 2011**, cuando los precios también se encontraban en máximos históricos. Ese año, los precios de las materias primas y la capitalización bursátil combinada de las cinco mayores empresas mineras británicas se encontraban en niveles similares a los actuales y muchos de los componentes de la inversión en el sector minero eran los mismos.

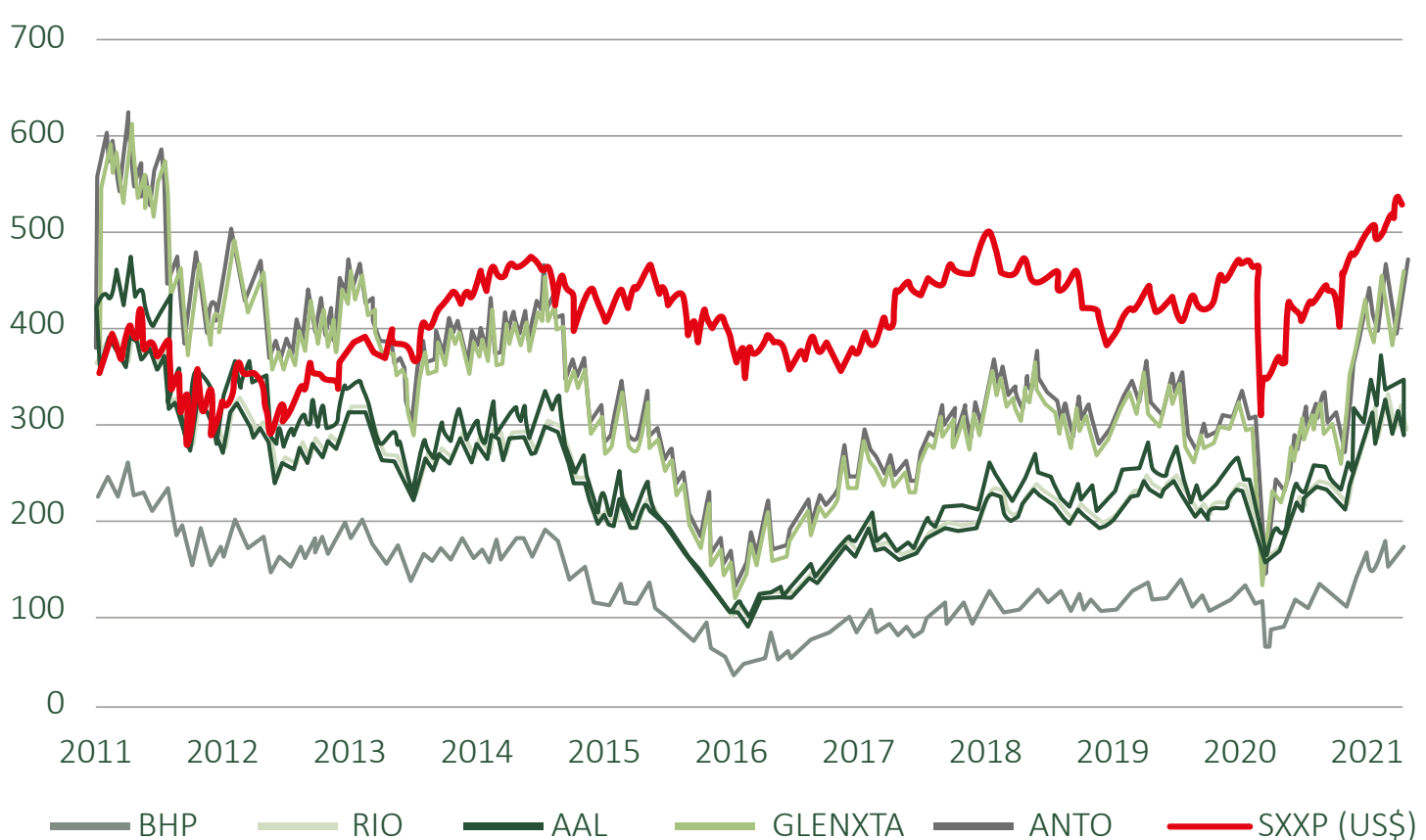
El primer trimestre de 2011 fue el punto álgido del ciclo, pero, posteriormente, el London Metal Exchange (LME) (Bolsa de Metales de Londres) cayó un 50% y la capitalización bursátil de las cinco mayores compañías mineras que cotizan en el Reino Unido cayó un 75% durante el siguiente lustro. A pesar de ello, esos mismos analistas consideran que la situación de la oferta y la demanda hoy es más estructural (es decir, menos vulnerable) que hace diez años, y que las empresas mineras son mucho más robustas en términos financieros que en 2011.



Para sustentar su tesis, este grupo de analistas más pesimistas con la evolución futura del precio del cobre se apoya en dos argumentos: es primero es que, tal como ocurrió en 2011, las entidades mineras tienen una valoración por encima de la del mercado, ya que cotizan con prima, y el segundo es la idea de que el déficit estructural de mineral será cubierto –desde su perspectiva– por las empresas con nuevos yacimientos, debido a los grandes incentivos y a un mercado favorable.

En lo que respecta al primer argumento, se compara la situación macroeconómica en el sentido de que, hace una década, se vivió una situación como la que estamos experimentando en 2021; esto es, una fuerte recuperación de la demanda de materias primas tras la crisis financiera global y el covid-19, respectivamente. Además, se cree que, en ambos casos, el restablecimiento de la oferta va a la zaga de la que deberíamos observar en la demanda –recortes inducidos por los precios y créditos en 2010-2011 frente a las interrupciones de la pandemia en 2020-2021–. Además, la abundante liquidez y la euforia de los mercados de materias primas han impulsado la afluencia de inversores hacia estos materiales.

Capitalización de las 5 mayores mineras de UK



Fuente: Bloomberg



Los analistas pesimistas comparan sistemáticamente la situación vivida en 2011 con la que estamos experimentando el año en curso, desde la perspectiva tanto macroeconómica como específica de este metal, al encontrar paralelismos que justificarían su postura.

En cuanto a las **cotizaciones de las principales empresas mineras**, se comparan ambos períodos en el sentido de que el ratio EV/EBITDA a 12 meses ($\approx 3,5$ veces) y los rendimientos del flujo de caja libre (FCF) sobre *equity* ($\approx 15\%$) son confrontables. Por otro lado, las valoraciones en términos de precio (P) sobre el valor presente neto (VAN) eran ligeramente más baratas en 2011 ($0,43$ veces P/VAN), mientras que este mismo múltiplo en el año actual ($< 0,5$ veces) sigue implicando que las acciones descuentan precios de las materias primas muy por debajo del precio de mercado. No obstante, pese a valoraciones atractivas, ello no impidió que el ciclo de estas materias diera un giro importante hace diez años, lo que provocó el desplome de las mineras. Por eso, **según estos analistas, se prevé una subida de la valoración fundamental muy limitada para las mineras desde los precios actuales.**

En cuanto al déficit estructural de cobre, también se asimilan ambos períodos: en 2011, tras entre dos y tres años de crecimiento saludable de la oferta minera absorbiendo los proyectos en curso, la demanda siguió creciendo y la falta de inversión se tradujo en una caída de dicha oferta y en un déficit estructural. Hoy, prevén un crecimiento comparable de la demanda de entorno al $2,5\%$ en los próximos diez años, si bien se espera que el incremento de la oferta minera sea saludable durante los próximos dos o tres años, al alcanzar su punto máximo en 2025 y entrar en un período de declive estructural que dará lugar a un déficit progresivo.



Desde su punto de vista, el incentivo para invertir en una mina de cobre rara vez ha sido mayor (al igual que hace diez años).

Una vez que las restricciones de la pandemia disminuyan, se cree que se aprobarán nuevos proyectos, lo cual no significa que el mercado entre en un déficit estructural —lo mismo ocurría hace un decenio—. Sin embargo, no están convencidos de que sea necesario un precio del cobre cada vez mayor para cubrir la brecha entre la oferta y la demanda, y dicen que los consumidores estarán dispuestos a pagar los precios actuales durante un período de varios años, si el mercado no es materialmente deficitario.

Los que creen que el cobre no subirá mucho más consideran que invertir en una mina hoy sería muy rentable.

En resumen, este grupo de analistas más escépticos no discute que se necesitarán muchos proyectos nuevos para satisfacer el crecimiento de la demanda en la próxima década y que, para invertir, se requiere un “precio de incentivo”, pero estiman que no será preciso que ese sea superior a 4,0 USD/lb (9000 USD/t) para proporcionar dicho incentivo. Así pues, eso significaría que **los precios no aumentarían significativamente**.

Sin duda, **ambas posturas cuentan con argumentos fuertes**. Y, para concluir, debemos resaltar que, ante las noticias de inflación, **el cobre ha caído de forma importante recientemente**.

En Mutuactivos, aunque no suscribimos la teoría del superciclo, sí creemos que existen razones de peso para esperar que la demanda de cobre se mantenga elevada durante los próximos años. El proceso de electrificación de la economía en el que estamos inmersos, junto con los crecientes planes de inversión en energías renovables, van a apuntalar la demanda de este metal. Mientras tanto, los crecientes requisitos medioambientales y sociales para explotar nuevos yacimientos de cobre, el agotamiento progresivo de ciertos emplazamientos



con concentraciones más altas o la ubicación de estas minas en jurisdicciones con un entorno político inestable nos llevan a pensar que será habitual que nos enfrentemos a interrupciones de la oferta, aunque sean temporales. Una demanda cierta y creciente, así como una oferta restringida, deben conducir a un precio elevado. A su vez, **la reciente caída en bolsa de algunas compañías relacionadas con este mineral ha generado oportunidades de inversión para nuestras carteras.**



¿Impuesto mínimo a las multinacionales?

En esta ocasión, abordamos un tema que puede resultar clave para los próximos años: la posible implantación de un **tipo mínimo del 15%** para las grandes multinacionales y la posibilidad de que se permita **recaudarlo allí donde se genere el negocio**. Al respecto, los datos relativos al porcentaje de beneficios generados en el extranjero que las grandes multinacionales estadounidenses han aparcado en paraísos fiscales se han duplicado desde el año 2000, hasta suponer un 63% de lo que generaron en 2018. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) estima que, ese año, representó entre el 4% y el 10% de los ingresos fiscales a nivel mundial, el equivalente a entre 100.000 y 240.000 millones de dólares. En la actualidad, **la carestía de ingresos provenientes de impuestos para las naciones provocada por el covid-19, unida al gran esfuerzo fiscal de muchos países, han puesto a estas empresas en la diana.**

¿Cómo hemos llegado hasta aquí? En 1985, el impuesto sobre sociedades (IS) medio a nivel mundial era del 49%; en 2018, del 24%. Pagar menos impuestos no es negativo *per se*: el asesor de política económica de Ronald Reagan, Arthur Laffer, demostró que, a menores impuestos, mayor recaudación, ya que el país crece más y se reduce la economía sumergida. Pero el hecho de competir



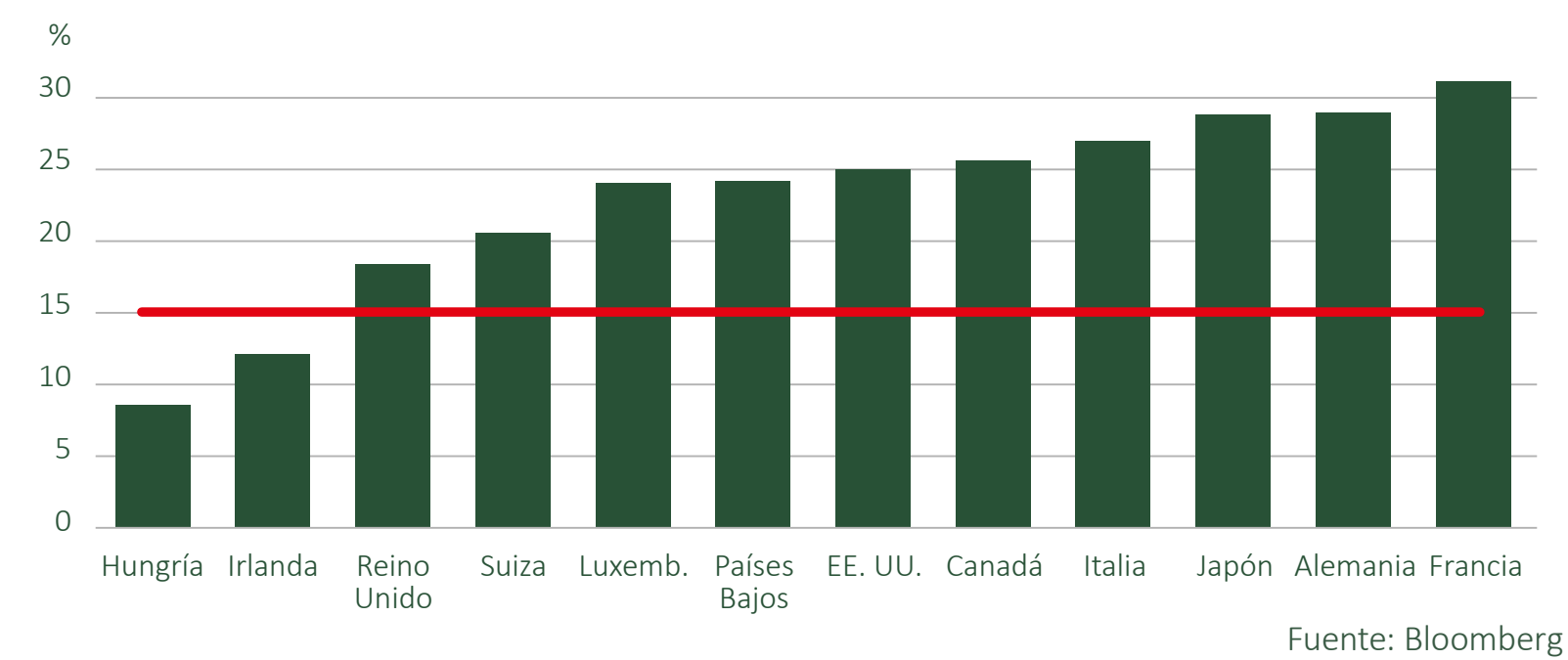
internacionalmente a base de menores impuestos ha generado desequilibrios. Así por ejemplo, Irlanda tiene un tipo del 12,5%, y las Bermudas del 0%, pero tanto en el primero como en las Islas Caimán y Singapur algunas desgravaciones llevan al tipo efectivo sobre los beneficios de las compañías extranjeras más bien cerca del 5%. La búsqueda de la eficiencia fiscal y la globalización ha incitado a estas a tributar donde menos costoso resulte.

La OCDE estima que los paraísos fiscales recaudan entre el 4% y el 10% de los ingresos fiscales generados a nivel mundial.

Si esto se analiza desde el lado de las empresas, las multinacionales declaran el 25% de sus beneficios en paraísos fiscales, aunque tan solo el 11% de sus activos tangibles y menos del 5% de su personal están físicamente en esas naciones.

¿Cómo lo consiguen? Entre otras maneras, registrando su propiedad intelectual en esos países y “prestándolos” a sus filiales o a las matrices residentes en los países donde tienen la gran masa del negocio. Dado que el peso de la propiedad intelectual es cada vez mayor (*vídeos, streaming, software...*), el problema se ha ido haciendo cada vez más grande.

Países por encima y por debajo del tipo mínimo
propuesto para el impuesto sobre sociedades



Hace unos meses, Janet Yellen, secretaria del **Tesoro estadounidense** y exgobernadora de la Reserva Federal, propuso un **IS global mínimo del 15%** para reducir el problema, aumentar la recaudación y generar un marco homogéneo a nivel global que evite que cada país decida cuánto quiere recaudar de las multinacionales, tal como ya están haciendo algunos países europeos. Hace pocas semanas, el **G7** (Japón, Alemania, Gran Bretaña, Francia, Italia y Canadá) **aprobó avanzar**, de manera inmediata, hacia ese objetivo y, sorprendentemente, parece que sus miembros lo pueden conseguir.

El plan enunciado por el G7 es doble. Por una parte, pretende imponer un IS de, como mínimo, un 15%, y, por otra, redistribuir el derecho a cobrar impuestos hacia los países donde las multinacionales generan efectivamente la actividad económica, en lugar de donde deciden tributar. Este segundo objetivo debería permitir que los Estados donde estas compañías venden más sean capaces de acaparar una mayor proporción de los impuestos. Pero, además, quieren establecer un marco de tributación global homogéneo que evite la heterogeneidad que se estaba empezando a imponer.

¿Quién gana y quién pierde? Los **ganadores** serían **los países donde estas empresas generan muchas ventas y apenas pagan impuestos**, pero **también los territorios más pobres** saldrían beneficiados, aunque se están quejando de que este sistema es demasiado complicado con miras a ser efectivo en la práctica para sus haciendas locales.

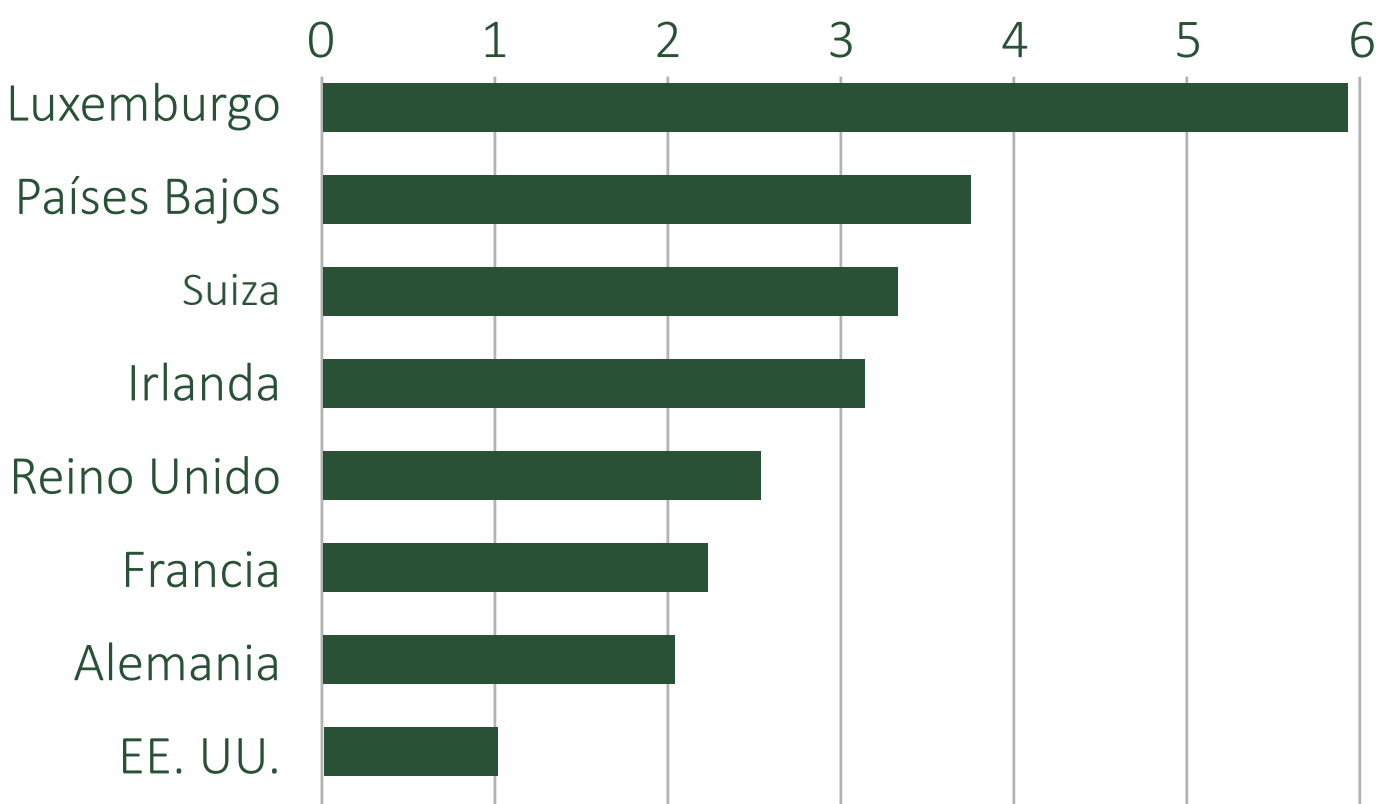
Los perdedores más evidentes son los paraísos fiscales, así como los países con IS bajos o grandes deducciones fiscales. Las Bermudas, las Islas Vírgenes Británicas y las Islas Caimán tienen tipos impositivos del IS del 0%. No recaudan nada, pero obtienen pingües ingresos de los abogados, financieros y otro tipo de servicios corporativos allí instalados para atender a las empresas. En el año 2018, supusieron el 60% de los ingresos de las Islas Vírgenes. También perderían países europeos como Irlanda y Chipre, cuyo tipo impositivo es del 12,5%, y otros como



Luxemburgo y Holanda, que han creado sistemas facilitadores de estructuras fiscales que ayudan a las compañías a pagar menos impuestos. Hoy en día, **la inversión directa extranjera en Luxemburgo ronda los 4 billones de euros**, la décima parte del total registrado a nivel mundial. Por último, están las naciones que, en lugar de o además de tener un IS bajo, cuentan con grandes deducciones fiscales que permiten pagar un tipo efectivo muy bajo. Tal como ya hemos comentado, el IS de Irlanda es bajo, pero, una vez aplicadas las deducciones, el tipo efectivo se sitúa cerca del 5%. Su Gobierno ha calculado que podrían perder en torno a 2.500 millones de ingresos, un 2,4% del total. Por su parte, Chipre y Malta también estarían en apuros, y, fuera de la Unión Europea (UE), lo estarían Singapur y Suiza. En el caso de Luxemburgo y Holanda, aunque se verían perjudicados, ya se estarían adaptando y creen que, en parte, compensarán el golpe al dejar de ser considerados como paraísos fiscales.

Los paraísos fiscales obtienen grandes ingresos de la actividad de los servicios corporativos dedicados a atender a las empresas inversoras.

Reducción del pago de impuestos por el desplazamiento a países con tipos más bajos en el impuesto sobre sociedades (2017)



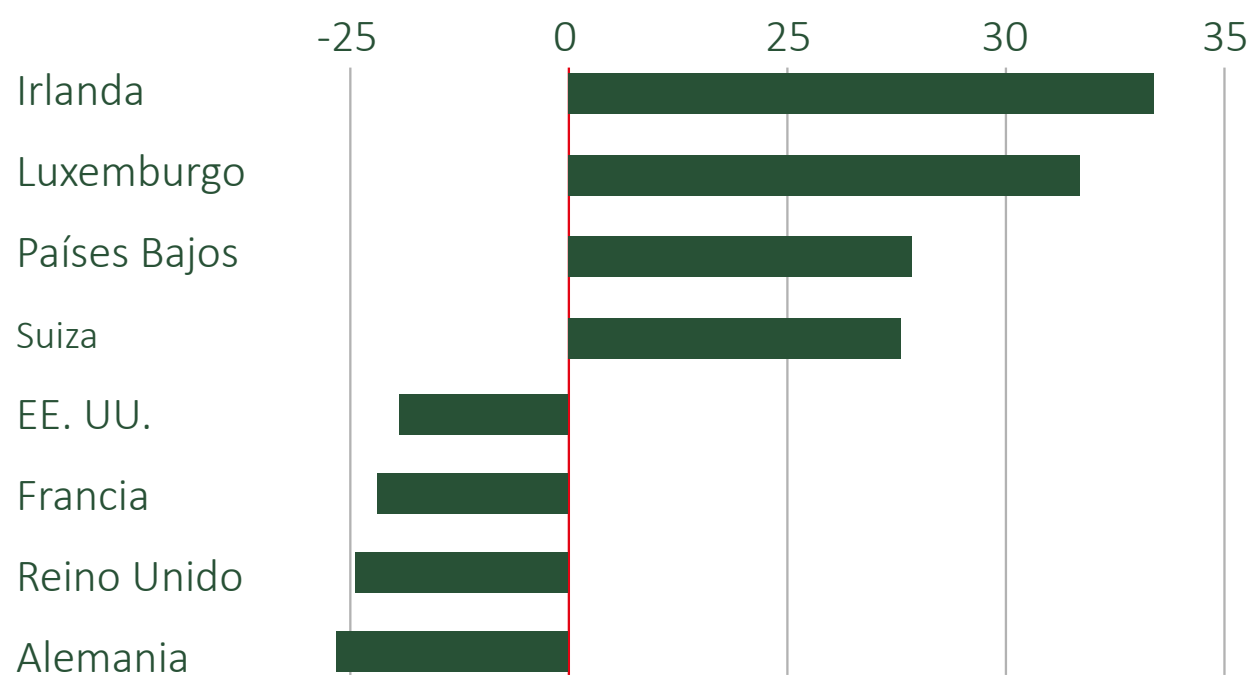
Fuente: The Economist



¿Podrían pelearlo? Parece difícil que los paraísos fiscales donde el tipo es del 0% puedan conseguir algo. Sin embargo, los países de la UE afectados tienen algo más que decir. En la UE hay derecho de veto y se requiere unanimidad para aprobar algo así. Pero, dado el apoyo global de los grandes países del bloque y Estados Unidos, además del aparente respaldo general, lo tienen difícil. Y, si no hay apoyo global, el país presidido por Joe Biden podría subir unilateralmente el tipo mínimo sobre los beneficios generados a nivel mundial por sus empresas y quedarse con gran parte del pastel, con la pérdida que ello supondría para la UE, ya que la mayoría son compañías norteamericanas.

Sea como fuere, parece que, aunque este plan sufrirá baches, obstrucciones y estancamientos, puede avanzar.

Ingresos del impuesto sobre sociedades como
porcentaje del PIB



Fuente: The Economist



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: 183,60 M€
- Duración cartera renta fija: 2,29 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	10,4920
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,7881
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,8614

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



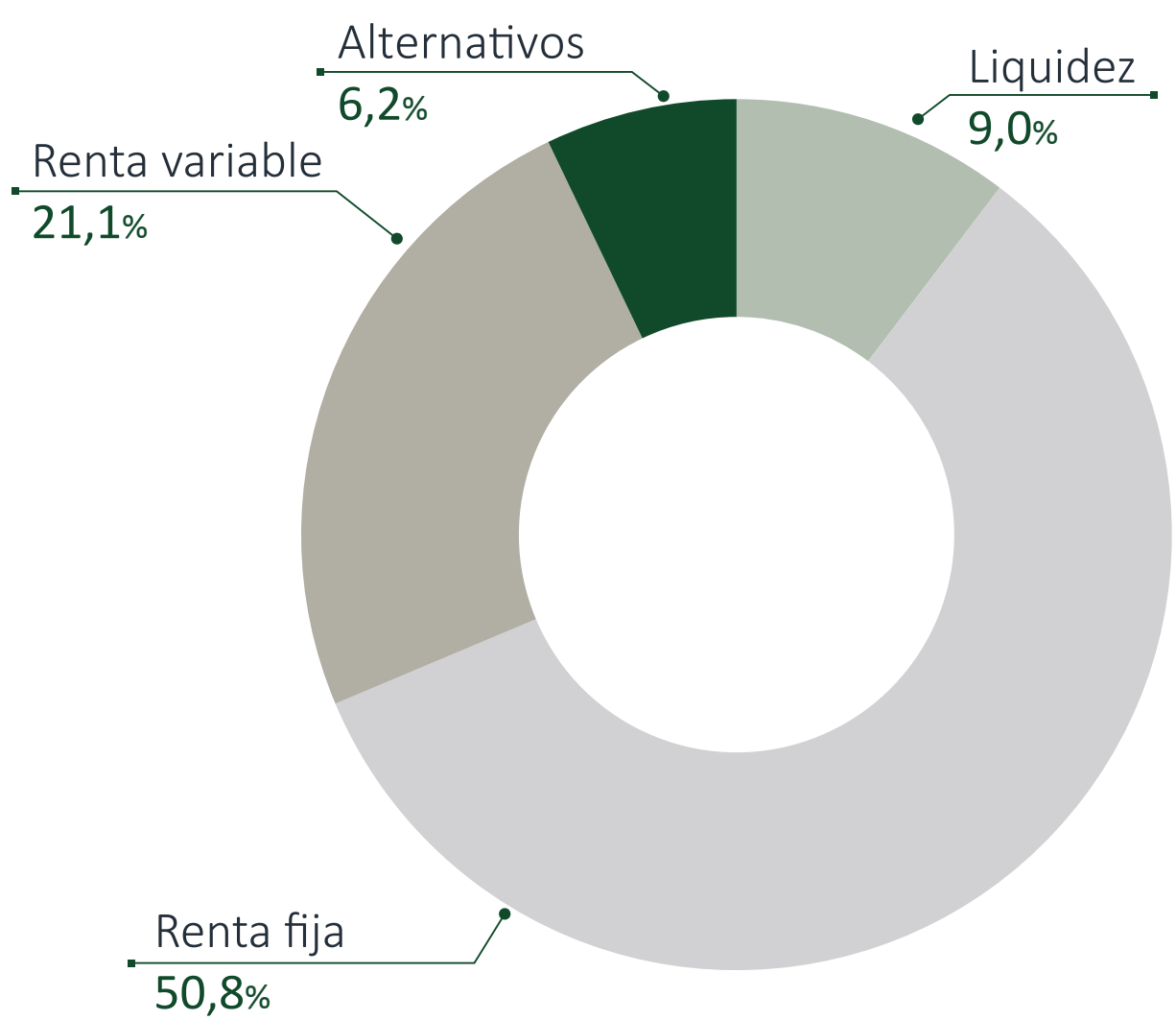
RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ano
2021	-0,26%	0,44%	0,96%	0,29%	0,13%	0,32%							1,90%
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%

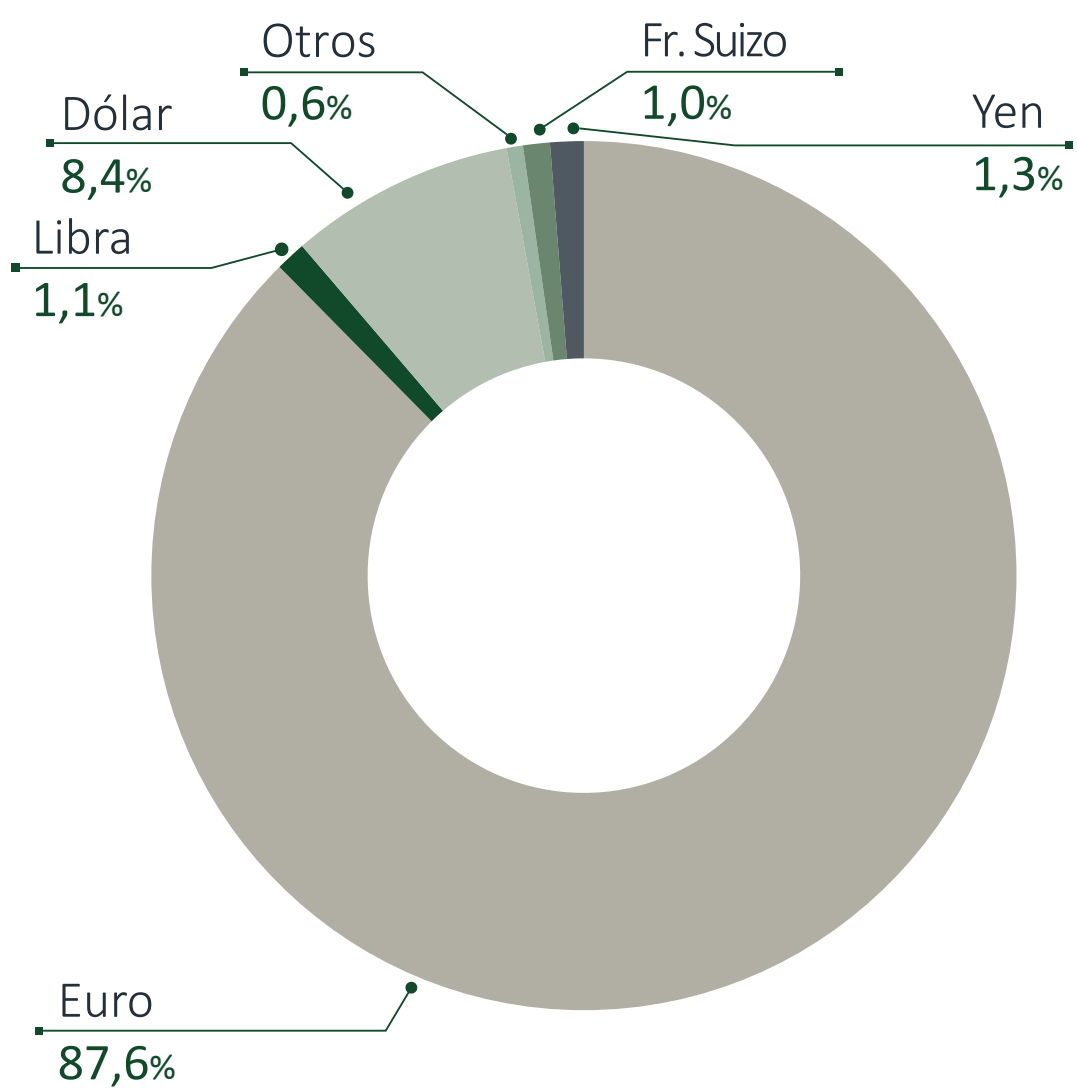
YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
1,90%	3,87%	0,32%	0,45%	0,75%	1,90%	5,77%	4,92%	0,98%



DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2021.



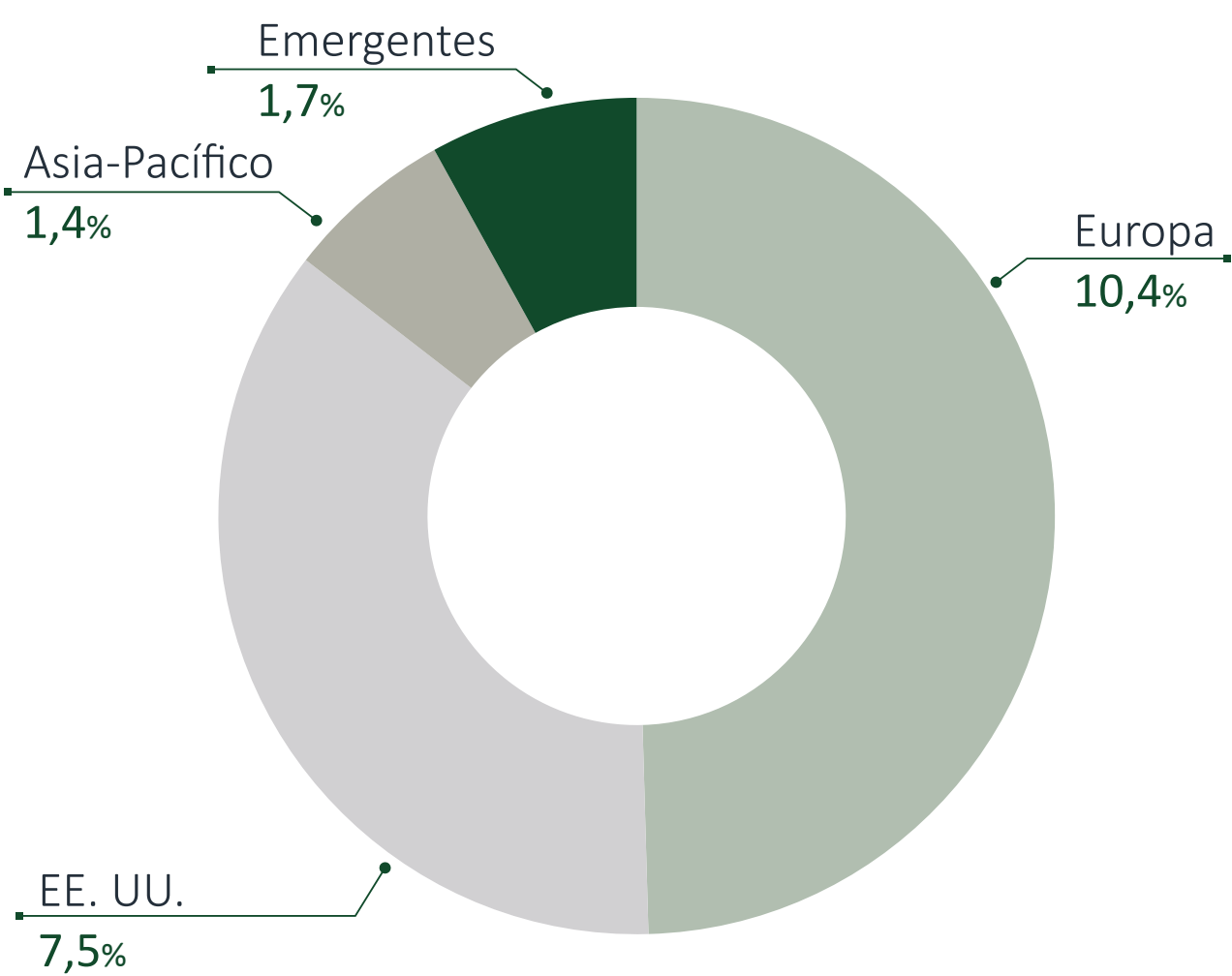
Exposición neta de coberturas.



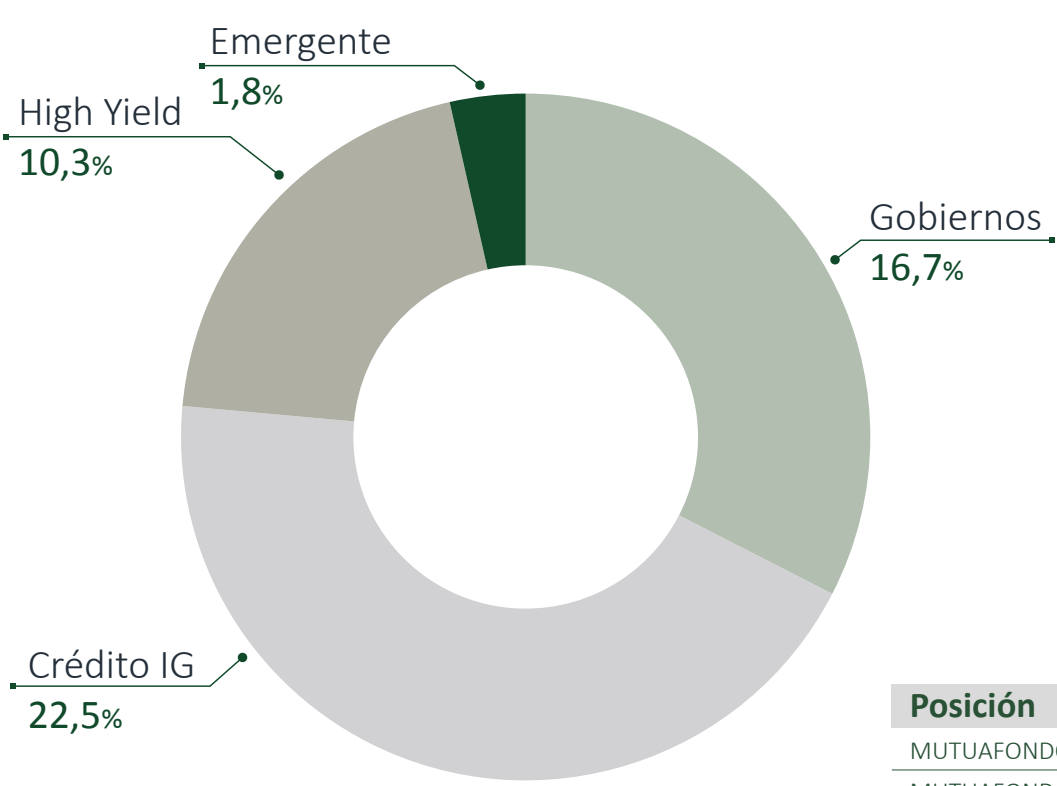
PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
MUTUAFONDO FI L EUR	12,56%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	8,76%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	8,49%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	6,29%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	3,94%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,27%
FIDELITY EURO SHORT TERM BOND Y	2,86%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL C EUR	3,98%
XTRACKERS II EUROZONE INFLATION LINKED	2,38%
JUPITER JGF DY B FD-I EUR A	2,34%

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



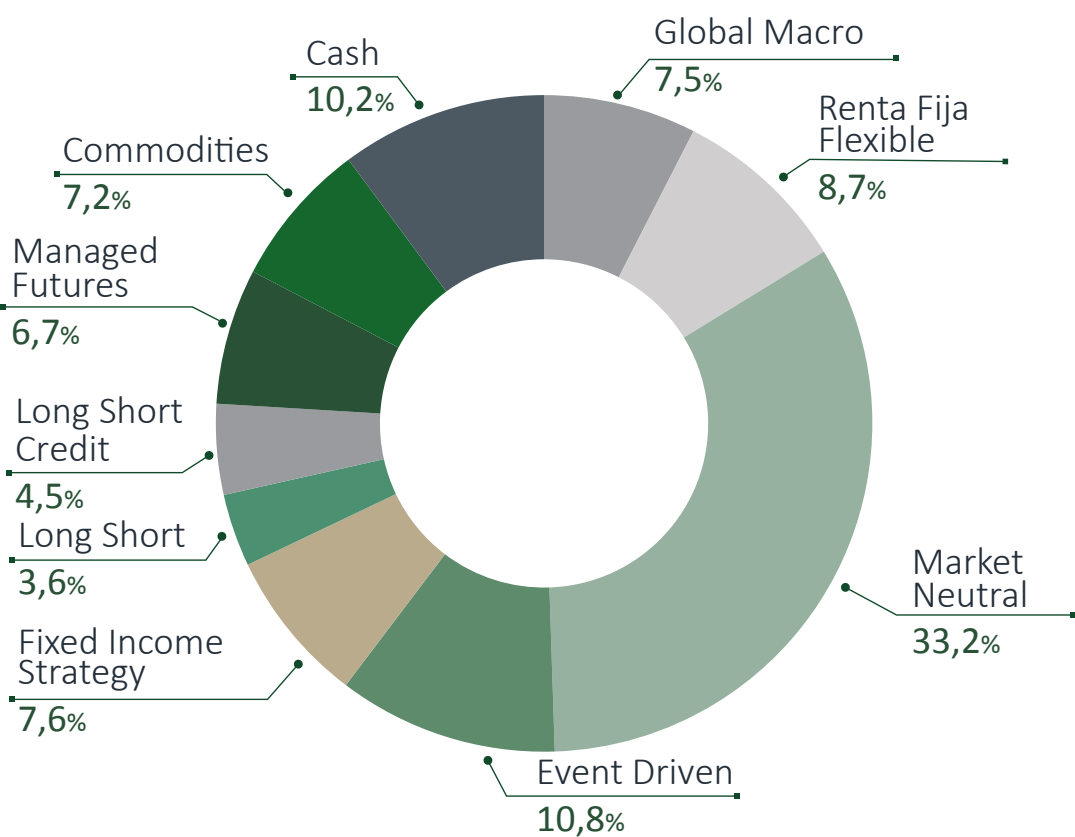
TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2021.

Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	12,55%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	8,76%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	6,29%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	3,94%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,27%

TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2021.

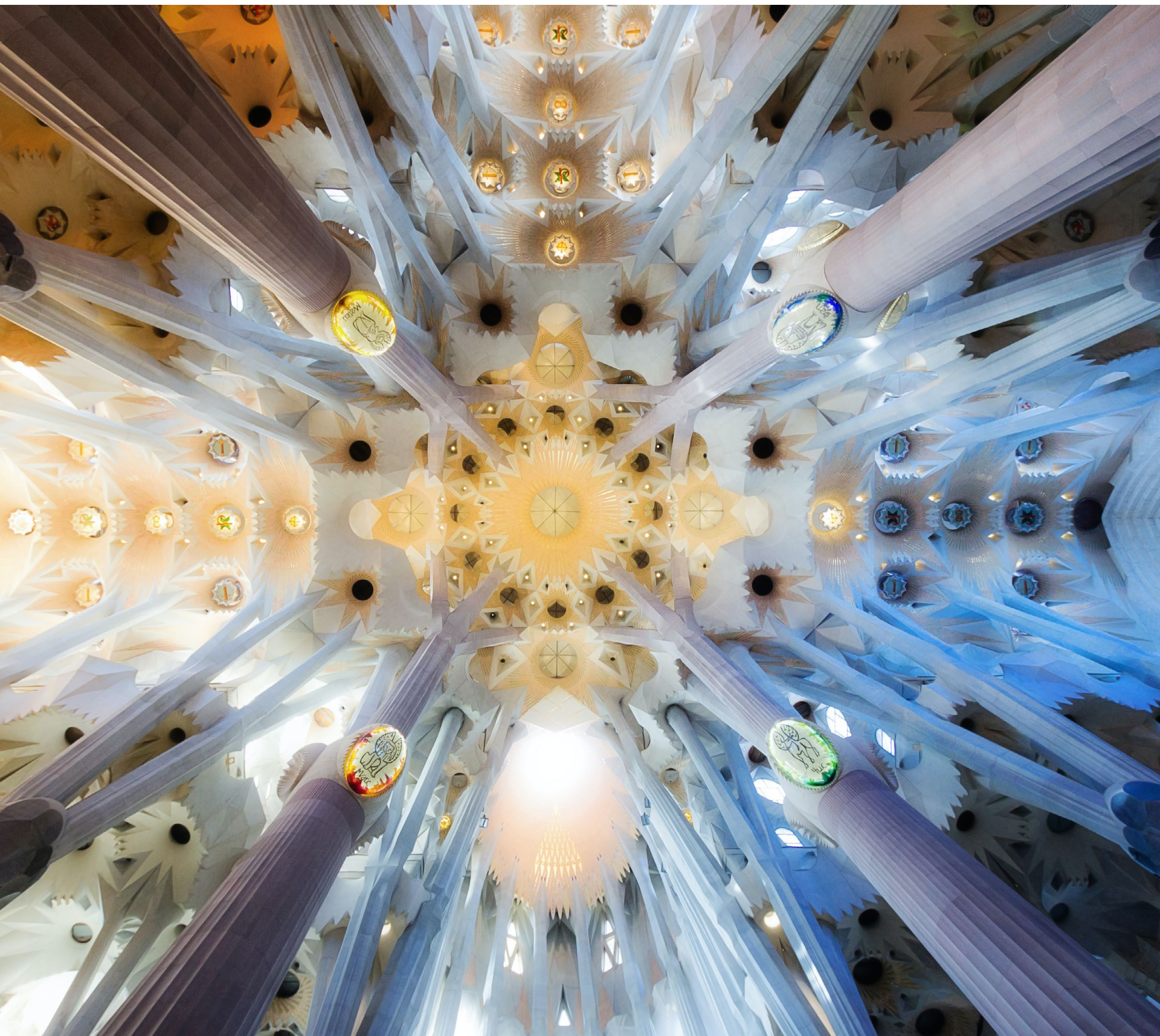
Posición	Peso
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	1,39%
EXANE FUNDS 1 CERES A ACC	1,38%
BMO REAL ESTATE EQ MK NEUTRAL B CLEAN	1,36%
PICTET TOTAL RETURN AGORA I EUR	0,59%



Comentarios del trimestre

- Venta de call Eurostoxx 3750 recogiendo beneficio.
- Compra cobertura PUT 3850 JUN.
- Ajuste táctico de RV bajando un 2%.
- Aumento de Renta Variable volviendo a la Neutralidad.





MURANO CRECIMIENTO 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: 47,46M€
- Duración cartera renta fija: 2,51 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	10,8571
CLASE B	ES0168214015	0,8%+7% éxito	
CLASE C	ES0168214023	0,58%+7% éxito	11,1622

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



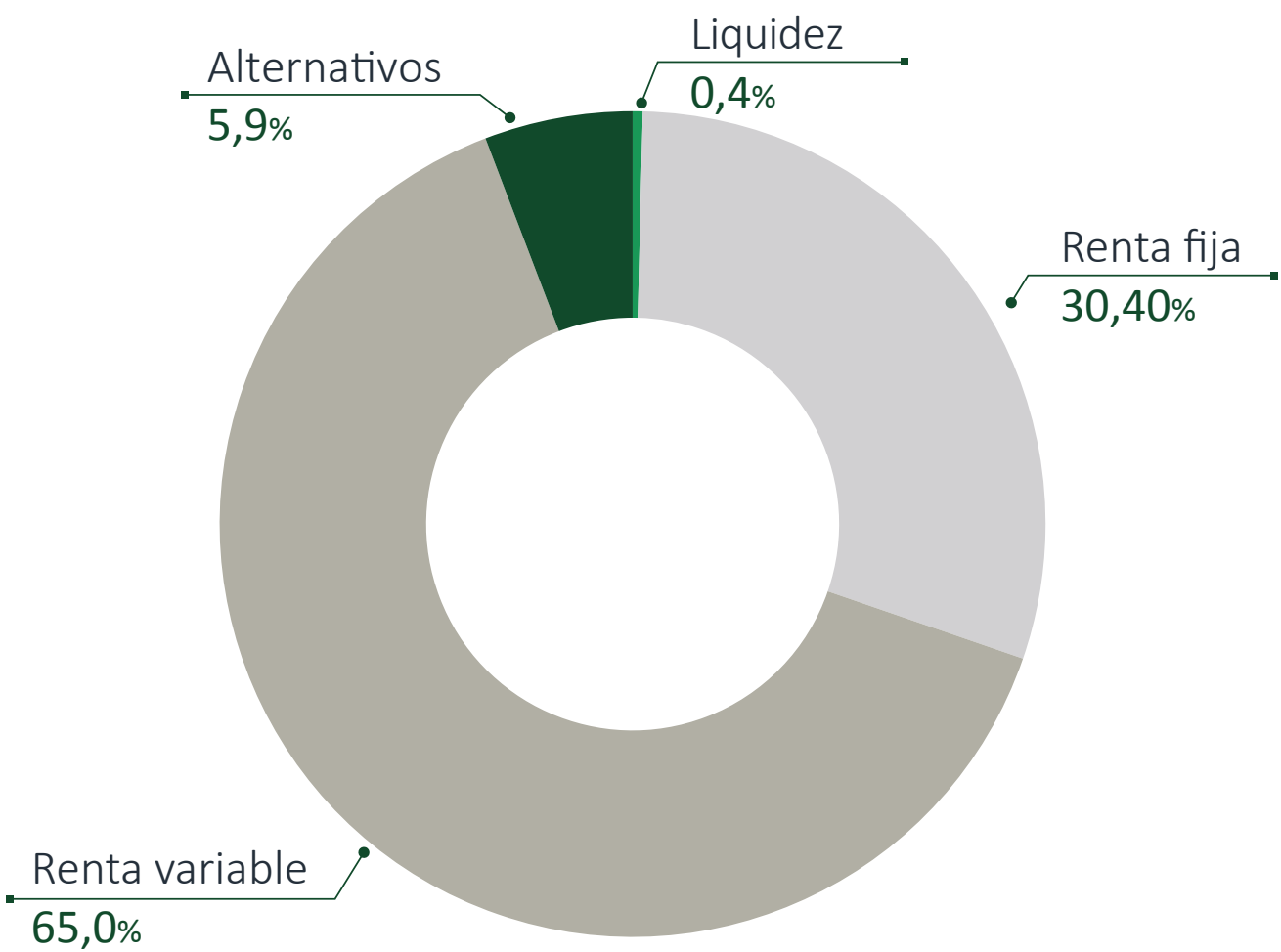
RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2021	-0,25%	1,87%	3,22%	0,91%	0,27%	1,24%							7,44%
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%

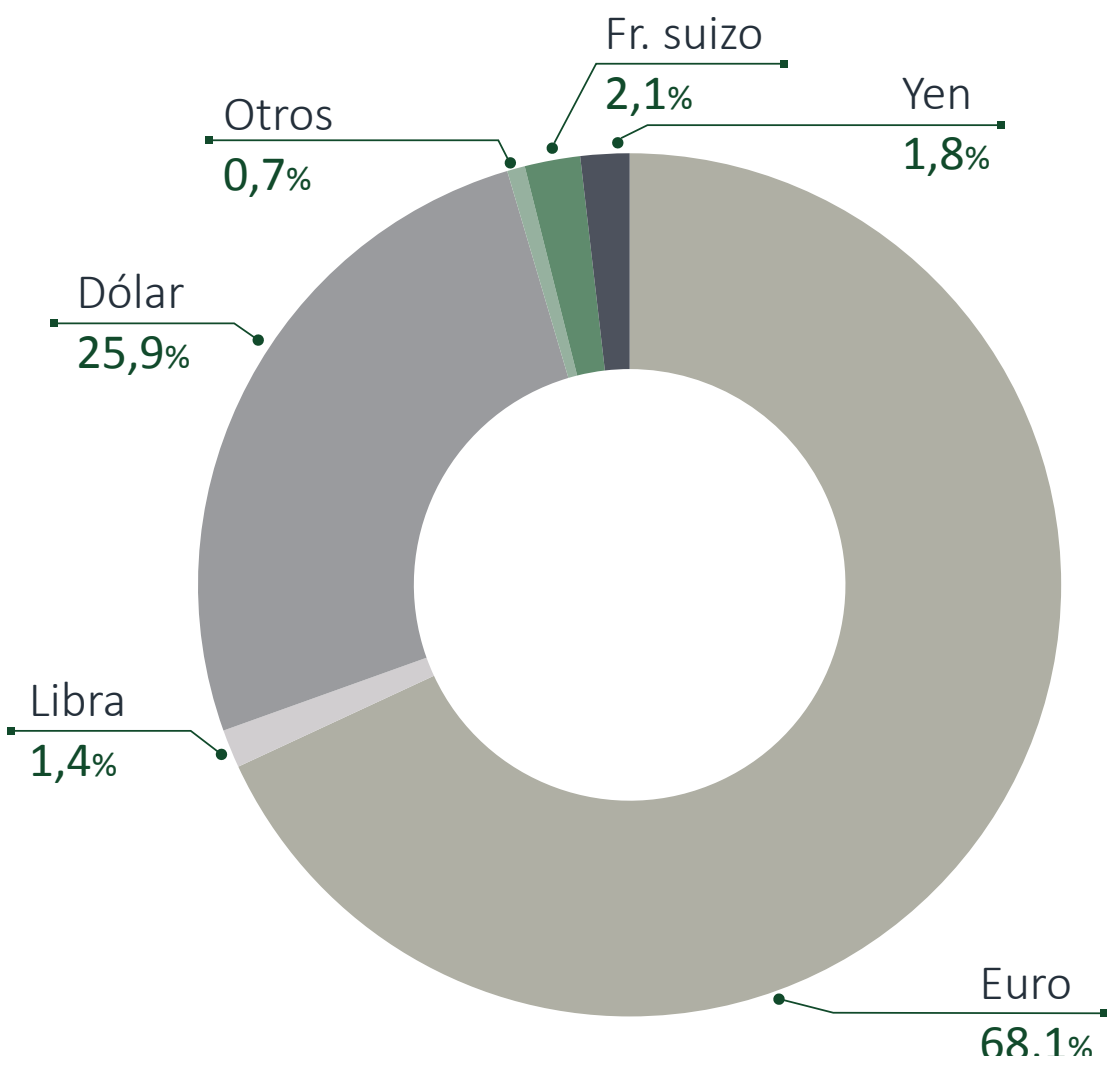
YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
7,44%	15,57%	1,24%	1,51%	2,43%	7,44%	16,58%	13,19%	3,48%



DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alantra Wealth Management, junio 2021.



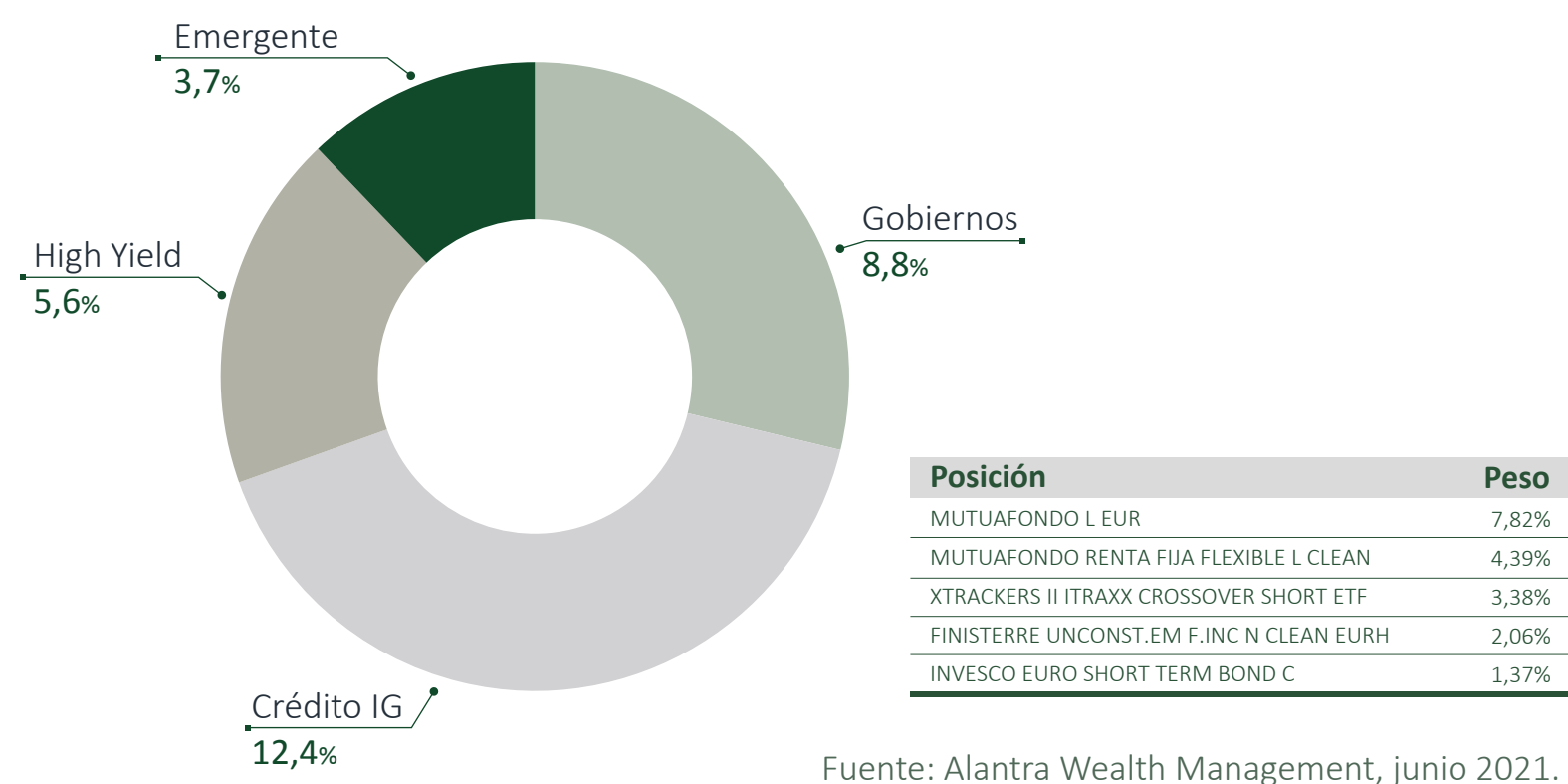
Exposición neta de coberturas.



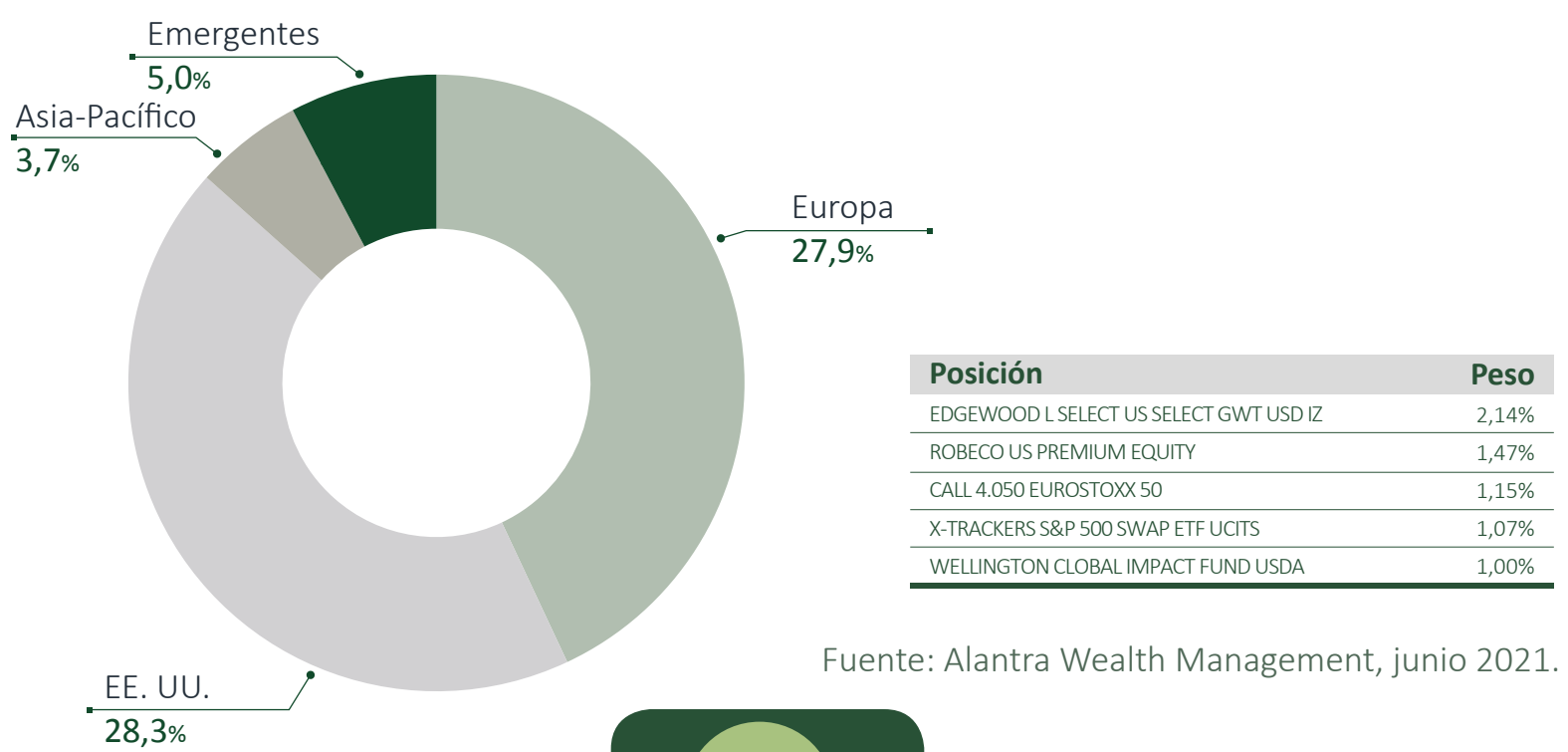
PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
MUTUAFONDO FI L EUR	7,73%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	5,92%
ROBECO US PREMIUM EQUITY	5,41%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	4,33%
VONTOBEL MTX SUSTAINABLE EM I USD	2,46%
BRANDES EUROPEAN VALUE	2,38%
SCHRODER GLOBAL CLIMATE CHANGE EQ C EUR	2,34%
FINISTERRE UNCONST.EM F.INC N CLEAN EURH	2,03%
ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS EQ I USD	1,90%
RUFFER TOTAL RETURN INTERNACIONAL C EUR	1,51%

TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



Comentarios del trimestre

- Venta de la call Eurostoxx 3750 recogiendo beneficio.
- Compra cobertura PUT 3850 JUN.
- Ajuste táctico de Renta Variable bajando un 4%.
- Aumento de Renta Variable entrando en un ligero Over Weight.





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)



> 1.300
Grupos Familiares

SOLIDA TRAYECTORIA Y EXPERIENCIA



€3.077mn
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 julio 2021.

Grupo Alantra 25% del accionariado	
€520mn Capitalización bursátil	Presente en 20 países
€17.400mn Activos Bajo Gestión	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a julio 2021.

PROPUESTA DE VALOR

Activos tradicionales

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

Activos alternativos

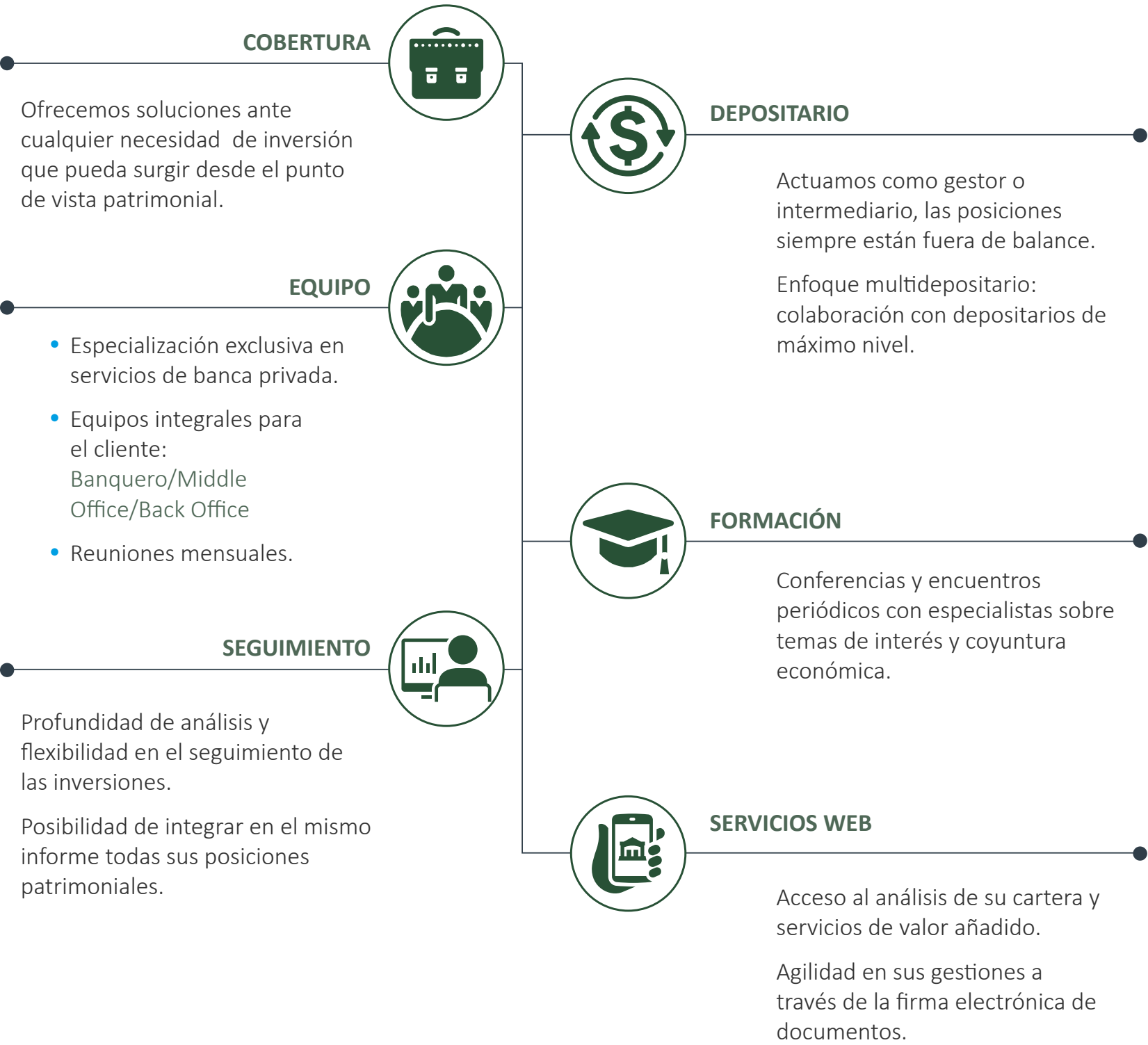
- La vision de largo plazo nos permite incorporar en las carteras Activos Alternativos.
- Estas capacidades residen tanto en el Grupo Alantra, líder en España, como en Mutuactivos.
- Para conseguir rentabilidad y optimizar el riesgo, creemos importante incluir en la cartera cierto peso en estos activos.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



¹ Mejor Gestora Española - Premios European Funds Trophy 2021. Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Europea - Premios Morningstar 2021



MODELOS DE SERVICIO



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 lopdw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email lopdw@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.



ALANTRA

Wealth Management

www.alantrawealthmanagement.com

