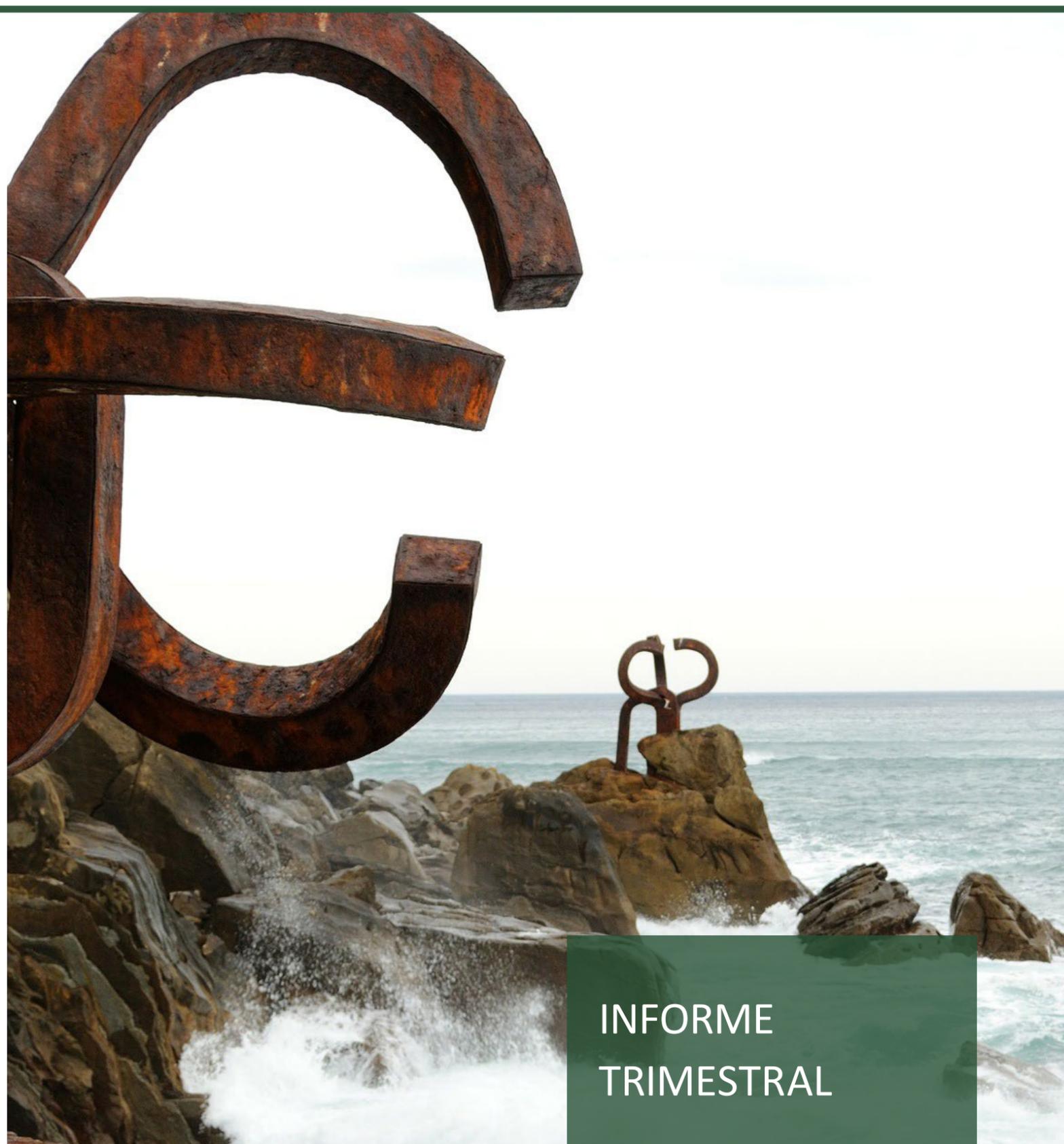


ALANTRA

Wealth Management



INFORME
TRIMESTRAL

OCTUBRE 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
Resumen del tercer trimestre de 2021	11
Causas y consecuencias de la inflación	19
Inflación, <i>tapering</i> y bancos centrales	27
Contexto macro y visión de mercados	29
Renta fija	33
Renta variable	37
Análisis en profundidad	43
Elecciones alemanas y un esbozo de los ganadores	44
¿Por qué sube el precio de la luz?	50
Fondos Murano	59
Murano Patrimonio FI	60
Murano Crecimiento FI	65
Sobre Alantra Wealth Management	70

NUESTRA VISIÓN
DE UN VISTAZO



En junio de 2020 señalábamos, en las páginas de esta publicación trimestral, que la reactivación económica tras la pandemia podía ser extremadamente rápida, lo que, unido al enorme esfuerzo fiscal y monetario de Gobiernos y bancos centrales y al parón de la actividad producido por las restricciones a la movilidad, probablemente provocaría un escenario inflacionista.

Hoy podemos constatar que la inflación es elevada; la duda es si los precios seguirán escalando o se normalizarán. Nosotros creemos que continuarán subiendo para relajarse en primavera. Abordamos en profundidad diversas variables que pueden afectar a los precios, como los problemas en el tráfico de mercancías, el mercado inmobiliario estadounidense o la falta de inventarios en materias primas en la [página 19](#).

El escenario actual es, tal y como predijimos hace más de un año, inflacionista. Desde nuestra perspectiva, los precios continuarán subiendo para estabilizarse en primavera.

Al problema de las materias primas se ha unido, en toda Europa, el del precio de la electricidad. Aunque está relacionado con el precio de aquellas, en la [página 50](#) intentamos explicar en detalle, pero con sencillez, los motivos que nos han llevado a esta situación y cómo creemos que se resolverá.

Sin movernos del Viejo Continente, en la [página 44](#) valoramos las recientes elecciones alemanas y recogemos datos de las personas y partidos que, con gran probabilidad, formarán Gobierno.

En su momento fuimos, quizá, de los primeros en alertar del riesgo de la inflación; hoy somos moderadamente positivos con su futuro. El mayor peligro que tiene una subida de precios es que obligue a los bancos centrales a incrementar los tipos de interés. Sin embargo, creemos que los elevados niveles de deuda gubernamental y la conveniencia de tener tipos reales negativos para deflactar la deuda impedirán que esto acabe ocurriendo, al menos a corto o medio plazo. Lo explicamos en la [página 27](#).



Un escenario con inflación y tipos bajos es muy negativo para un ahorrador conservador, pero bueno para los activos de riesgo. En la sección “Visión de mercados y distribución de activos” (**páginas 29-37**) argumentamos esta opinión.

Analizamos las razones de la subida del precio de la luz en toda Europa y los recientes comicios alemanes, y explicamos por qué el panorama económico actual es bueno para los activos de riesgo.

En este contexto, mantenemos un posicionamiento estratégicamente neutral en las carteras gestionadas por la positiva visión de fondo, pero las protegemos con estrategias activas de derivados por la fuerte apreciación experimentada y la posibilidad de correcciones.

En Renta Fija, con el objetivo de combatir el citado escenario de inflación y tipos bajos, seguiremos teniendo muy poca exposición a tipos de interés (duración); además, seguimos largos de inflación, la piedra angular del actual escenario para los mercados financieros.

En crédito, aunque las perspectivas continúan siendo positivas, consideramos que las valoraciones son muy exigentes y seguimos reservando liquidez para poder comprar en correcciones.

En bolsa mantenemos una estrategia polarizada entre cíclicos y crecimiento debido a la diferente sensibilidad de cada uno a variaciones en los tipos de interés. Este trimestre vigilarémos de cerca la reacción de los márgenes de las compañías a la subida de los precios; algunas de ellas se los podrán transmitir a sus clientes en forma de aumento de los precios de venta, mientras que otras no podrán y lo sufrirán en sus márgenes. Al respecto, estamos analizando con profundidad el efecto que podría producirse en cada una de las compañías que tenemos en nuestras carteras.



Mantenemos un posicionamiento estratégicamente neutral en bolsa, una escasa exposición a los tipos de interés en renta fija y, en renta variable, una estrategia polarizada entre cíclicos y crecimiento.

Finalmente, desde el punto de vista geográfico, seguimos neutrales en Estados Unidos y Europa y mantenemos el largo de Japón, que se ha quedado atrás en la subida y cuyas valoraciones son atractivas en términos relativos.

Además, este trimestre hemos subido mercados emergentes a la neutralidad por el castigo que han sufrido y la atractiva prima de riesgo en términos relativos, y continuamos neutrales con el dólar.

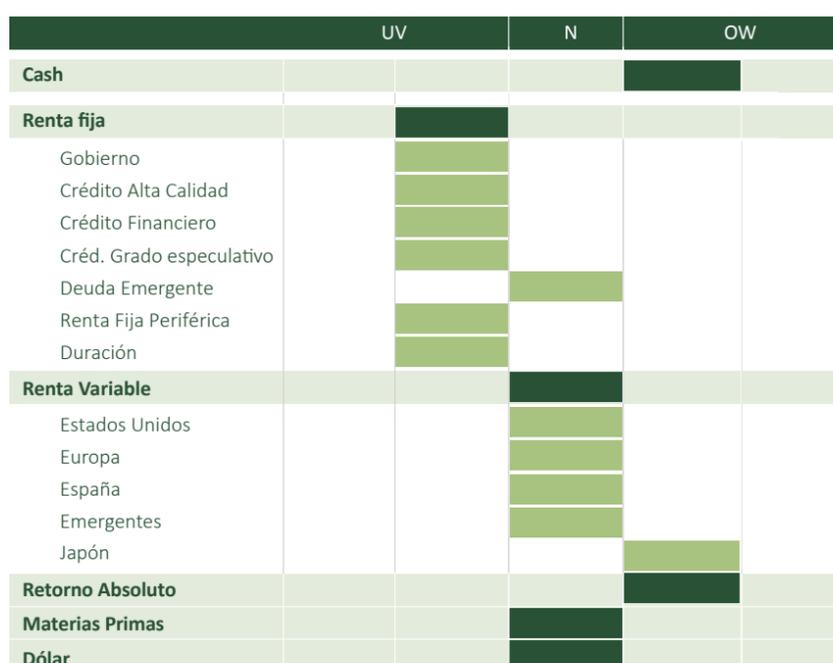


Ponderación de las carteras respecto a los índices



Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/9/2021.

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.



Apuestas importantes

- Nos posicionamos neutrales en renta variable a medio plazo, mantenido la cautela por posibilidad de correcciones en el corto plazo.
- Moderamos la visión positiva en crédito, ya que por rentabilidad/ riesgo no es interesante como hace unos meses.
- Mantenemos un sesgo comprador en materias primas.

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/9/2021.



Precios Consumidor (IPC)

	2020	2021e	2022e
Estados Unidos	1,2	4,3	3,4
Eurozona	0,4	2,2	1,7
Japón	-0,1	-0,2	0,5
Alemania	0,5	2,9	1,5
Reino Unido	0,8	2,2	2,6
España	-0,2	2,2	1,6
Italia	-0,1	1,7	1,8
Francia	0,5	2	1,6
Irlanda	-0,2	1,9	1,9
Portugal	0	1,2	1,3
Asia	2,5	2,1	2,4

Fuente: FMI. Datos a septiembre de 2021.

Mercados de renta variable

Índice	Último	2021
MSCI World	3.007	14,3%
DJ Stoxx 600	455	16,1%
S&P 500	4.308	17,6%
Nasdaq	14.690	16,3%
Topix	2.030	15,2%
MSCI Em	1.253	-2,2%
CAC 40	6.520	19,1%
DAX 30	15.261	11,2%
FTSE 100	7.086	11,1%
FTSE MIB	25.684	17,7%
IBEX 35	8.796	10,5%
Volatilidad SP500	23,1	-14,2%

Fuente: Bloomberg. Datos a septiembre de 2021.

Tipos de interés

	Último	31 dic 2020	31 dic 2019	31 dic 2018	31 dic 2017
US 10Y	1,4873	0,91	1,92	2,68	2,43
UK 10Y	1,0208	0,2	0,82	1,27	1,19
CHF 10Y	-0,183	-0,579	-0,503	-0,279	-0,178
JP 10Y	0,066	0,021	-0,02	-0,01	0,04
BD 10Y	-0,2	-0,57	-0,19	0,24	0,43
FR 10Y	0,153	-0,34	0,12	0,71	0,77
IT 10Y	0,857	0,54	1,42	2,75	1,98
SP 10Y	0,459	0,05	0,46	1,41	1,54
Spread de crédito	Último	31 dec 2020	31 dec 2019	31 dec 2018	31 dec 2017
Global HY spread	302	293	280	449	306
EM spread (Hard)	250	218	247	306	210
Itraxx Main	50	48	44	87	45
Itraxx Xover	253	243	207	353	232

Fuente: Bloomberg. Datos a septiembre 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	4,9
Economías desarrolladas	1,8	1,9	1,7	2,3	2,2	1,7	-4,7	5,6	4,4
EE. UU.	2,4	2,5	1,5	2,2	2,9	2,3	-3,5	7	4,9
Zona Euro	0,9	1,5	1,8	2,4	1,8	1,2	-6,6	4,6	4,3
Reino Unido	3	2,2	1,8	1,7	1,4	1,3	-9,9	7	4,8
Japón	-0,1	0,6	1	1,7	0,8	1,0	-4,8	2,8	3,0
Economías emergentes	4,6	4	4,3	4,7	4,5	3,7	-2,2	6,3	5,2
China	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,1	2,3	8,1	5,7
India	7,3	7,3	7,1	6,7	7,1	4,8	-8	9,5	8,5
Rusia	0,6	-3,7	-0,2	1,5	2,3	1,1	-3,1	4,4	3,1
Brasil	0,1	-3,8	-3,6	1	1,1	1,2	-4,1	5,3	1,9

Fuente: FMI. Datos a julio 2021.

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

Fuente: Morgan Stanley. Datos a 30/9/2021.

	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	1,6%	3,8%	6,4%	8,5%	13,9%	9,0%	14,7%	13,6%
Acumulado	37,3%	51,3%	81,3%	125,4%	52,4%	-4,4%	383,8%	217,0%
TAE	2,4%	3,1%	4,5%	6,2%	3,2%	-0,3%	12,4%	8,9%

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 30/9/2021.



RESUMEN DEL TERCER TRIMESTRE DE 2021

Aunque hasta finales de agosto los mercados de renta variable continuaron con la tendencia alcista que veníamos observando desde noviembre de 2020, las caídas experimentadas en el mes de septiembre han hecho que el tercer trimestre del año termine prácticamente en tablas.

Entre las mejores bolsas de dicho trimestre, cabe destacar la japonesa (+4,46%) y, entre las peores, la china (-6,85%) o la brasileña (-12,48%). El parqué europeo cerró con una caída del 0,15% y el IBEX 35 con un ligero avance del 0,30% (con dividendos). Al otro lado del charco, en Estados Unidos, el S&P 500 ganó un 0,51%, pero el Nasdaq 100 (NDX) tecnológico cedió un 0,22% y el Russell 2000 de pequeñas compañías cayó un 4,36%.

Por su parte, la renta fija también ha cerrado el trimestre con ligeras pérdidas (del -0,88% para el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate), penalizada por el leve repunte de los tipos de interés y el fortalecimiento del dólar (al ser un índice que cotiza en esta misma divisa, su apreciación implica pérdidas para las posiciones en euros, por ejemplo).

El saldo acumulado en el año sigue siendo muy positivo para los activos de riesgo. En este sentido, la renta variable acumula ganancias de doble dígito en los países desarrollados y el crédito corporativo ofrece retornos positivos, a pesar del impacto negativo del repunte de los tipos de interés.

En retrospectiva, hemos pecado de exceso de prudencia y hubiésemos obtenido mayores ganancias si nos hubiéramos expuesto más a los activos de riesgo, pero la evolución de nuestras carteras es bastante satisfactoria.



El tercer trimestre de 2021 ha cerrado en tablas, pese al panorama anterior. Los índices nipón, chino y brasileño han sido los farolillos rojos, aunque el resto tampoco ha cosechado grandes resultados. La renta fija tampoco se salva, al repuntar los tipos de interés y el dólar. La renta variable, sin embargo, ha acumulado ganancias de doble dígito y el crédito corporativo ha ofrecido retornos en verde.

¿Qué ha ocurrido?

Economía y bancos centrales

Tras una fase de fuerte crecimiento económico durante los primeros trimestres del año, cuando la comparativa con el período de mayor incidencia del COVID-19 hacía que las tasas de dicho crecimiento fuesen muy altas, los indicadores adelantados apuntan ahora a una etapa algo más ralentizada y, en algunos países como China, incluso a una caída en la actividad.

Aunque estos datos puedan llevar a la conclusión de que el ciclo económico está llegando a sus fases finales, nuestra opinión es que esta lectura es aún prematura.

Teniendo en cuenta que la economía todavía está en proceso de reapertura (el tráfico aéreo y el turismo, por poner dos ejemplos, aún no han recobrado la normalidad), que los estímulos monetarios y fiscales siguen siendo muy notables y que la tasa de ahorro continúa estando considerablemente por encima de la media histórica en muchos países, parece razonable pensar que este ciclo todavía tiene recorrido.

Eso sí, por pura matemática, una vez que hayamos salido del gran bache en el que la economía global cayó como consecuencia de la pandemia y hayamos retornado a la senda normal de actividad, la tasa de crecimiento económico deberá volver también a niveles más normales. A fin de cuentas, y a largo plazo, dicho



auge está directamente ligado a la evolución del empleo y de la productividad.

Lo que quizá es más preocupante es que este menor crecimiento económico está coincidiendo con un fuerte repunte de la inflación, en el que profundizamos en este boletín. Los datos oficiales, que seguramente no recogen de forma adecuada la evolución del coste de la vivienda, indican que la inflación está rondando el 5% en muchas geografías. Todo ello, además, se ve agravado ahora por un fuerte repunte en los precios de la energía, del que también ahondamos en esta edición.

Aun reconociendo que la inflación está superando sus expectativas, los bancos centrales siguen insistiendo en que se trata de un efecto coyuntural y que, de momento, no hay motivos para hacer cambios sustanciales en la política monetaria. Sin embargo, a finales de septiembre, tanto la Reserva Federal (FED) como el Banco de Inglaterra (BoE) sorprendieron al mercado con discursos más duros (*hawkish*) de lo esperado. La FED anunció su intención de terminar el programa de recompra de bonos a mediados de 2022 y el BoE comentó la necesidad de empezar a endurecer las condiciones monetarias.

Las lecturas de los indicadores adelantados parecen apuntar a una desaceleración. El repunte de la inflación (cercano al 5%), no es motivo para un cambio en política monetaria según los bancos centrales. De todas formas, no es posible descartarlo para salvaguardar su credibilidad, aunque ello aumente el riesgo de estanflación.

Creemos que los tipos de interés van a seguir bajos durante mucho tiempo, porque la montaña de deuda pública que hemos acumulado en los últimos años es incompatible con tipos de interés mucho más altos que los actuales. Sin embargo, no podemos descartar que una subida persistente de la inflación



obligue a los bancos centrales a endurecer su política monetaria de manera repentina para evitar perder su credibilidad. De hecho, esto es lo que ya está ocurriendo en países de Latinoamérica como Chile, México o Brasil, donde estas entidades no gozan del mismo nivel de credibilidad que la FED o el Banco Central Europeo (BCE), y ya están subiendo los tipos para evitar una espiral inflacionista.

Un contexto de crecimiento económico con una inflación contenida y tipos de interés bajos (tipos de interés reales negativos), como el actual, es muy benigno para los activos de riesgo.

Sin embargo, y aunque no es nuestro escenario central, un cambio brusco en la política monetaria –forzado por un fuerte repunte de la inflación– podría aumentar el riesgo de una situación de estanflación: esto es, un estancamiento con inflación, y ese es un contexto muy negativo para los mercados en general, porque tradicionalmente lleva aparejados tipos de interés más altos en un entorno de beneficios empresariales más bajos.

China: Alibaba y Evergrande

Durante el último trimestre, los mercados chinos se han visto afectados por dos noticias inesperadas.

Por un lado, el Gobierno del gigante asiático ha intervenido en empresas de algunos de los sectores ligados a la nueva economía –internet, comercio electrónico y nuevos medios de pago–, imponiendo limitaciones a algunas de sus actividades y obligando a las compañías a abrir sus negocios a la competencia.

Las autoridades chinas alegan que el objetivo de esta nueva política es conseguir un crecimiento económico más equilibrado, donde la riqueza se reparta de manera más equitativa. Otra lectura es que el Gobierno chino se ha cansado de las «impertinencias» de algunos empresarios que, habiendo acumulado grandes



fortunas, empezaban a actuar por libre en un país que no acepta a los disidentes.

El caso más visible de esto último es, quizá, el de Jack Ma, fundador del gigante de internet Alibaba Group, que cometió la imprudencia de criticar al Ejecutivo chino tras la frustrada salida a bolsa de Ant Group.

Esta no es la primera vez que el Gobierno del país interviene en sus empresas, pero quizá haya sido la que más trascendencia global ha tenido, en parte porque las autoridades de EE. UU. han aprovechado para imponer restricciones a la inversión en compañías chinas por parte de ciudadanos estadounidenses.

Por otro lado, el gigante asiático se está enfrentando a la posible quiebra de Evergrande Real Estate, uno de los mayores promotores inmobiliarios del país. Esta compañía, que llegó a valer 50.000 millones de dólares en bolsa, ha perdido un 80% de su capitalización bursátil y el mercado tiene dudas razonables sobre si será capaz de devolver los más de 300.000 millones de dólares en deudas que acumula en sus filiales.

Aunque la noticia de Evergrande es relativamente inesperada – prueba de ello es que sus bonos cotizaban a la par a principios de junio y ahora lo hacen al 27%—, la acumulación de riesgos en el sector inmobiliario chino no debe sorprender a nadie. De hecho, el propio Gobierno del país lleva años tratando de contener la especulación en un sector que supone el 15% de su PIB (el mismo peso relativo que tenía en España en 2007).

La intervención del Gobierno chino en sus empresas de la nueva economía y la potencial quiebra de Evergrande han propiciado un peor comportamiento de su mercado.



Por ello, y por la propia capacidad financiera del Ejecutivo chino que, como gran país exportador, tiene importantes reservas de capital (3,2 billones de dólares, según el Banco Popular de China [PBOC]), no parece que la crisis de Evergrande vaya a tener relevancia a nivel global. Ciertamente, la comparativa con la crisis desatada por la quiebra de Lehman Brothers parece muy exagerada.

Con estos ingredientes, la bolsa china es una de las peores del mundo en el año 2021. El índice Shanghai Shenzhen CSI 300 ha perdido un 6,85% durante el tercer trimestre y el 5,04% en el año. Además, algunas de las grandes compañías chinas de la nueva economía, como Alibaba, Baidu o Tencent, acumulan caídas mucho más significativas (del -38%, -29% y -18%, respectivamente).

Seguramente, los mercados han sobrerreaccionado al impacto de alguna de las medidas adoptadas por las autoridades del país, sin embargo, la pérdida de credibilidad de su mercado de capitales y el consecuente aumento de las primas de riesgo tendrán efectos más duraderos.

Bolsas: ¿cambio de tendencia?

¿Están justificadas las valoraciones?

Si en abril de 2020 –a mediados de la mayor recesión económica de los últimos treinta años–, un adivino nos hubiese tratado de convencer de que los índices bursátiles mundiales iban a cotizar hoy un 30% por encima de los niveles de cierre de 2019, muy pocos lo habrían tomado en serio.

Sin embargo, así ha sido. El S&P 500, por ejemplo, se revalorizó un 38% durante dicho período. Pero ¿cómo se explica esta evolución de las bolsas en un contexto tan complicado?

La valoración de los mercados bursátiles, como la de cualquier otro activo, depende, por un lado, de los beneficios esperados y, por otro, de la rentabilidad exigida (o el múltiplo, según se



vea). Dado que los múltiplos suelen fluctuar dentro de un rango relativamente estable, a largo plazo, la variable más importante es la evolución de los beneficios –que históricamente ha sido positiva– acompañando al crecimiento económico.

Pese a la fuerte caída de la actividad en 2020, la rápida y decidida actuación de los bancos centrales y Gobiernos en materia de política económica, junto con el éxito en el desarrollo de las vacunas, han propiciado una fuerte recuperación de la economía. Así, los beneficios por acción del S&P 500, el principal indicador de la bolsa estadounidense, en 2021 serán un 24% superiores a los obtenidos en 2020.

Dado que la subida de la bolsa ha superado al crecimiento de beneficios, la ratio entre precios y ganancias (PER, en inglés, de price-to-earning ratio) ha aumentado, pasando de veinte veces a finales de 2019 a veintidós ahora. El mayor múltiplo está justificado por las buenas perspectivas económicas para los próximos meses y por el bajo nivel de los tipos de interés. Ahora, nos enfrentamos a unos datos de inflación que no veíamos desde hace décadas y surge la duda de si ha llegado el momento de que los bancos centrales empiecen a cerrar el grifo de la liquidez, pero todas las señales que nos están dando apuntan a que la retirada de estímulos va a ser muy gradual.

En esta revista repasamos el escenario inflacionista y las posibles actuaciones de los bancos centrales.

A pesar del panorama incierto que trajo consigo el COVID-19, la economía ha podido salir victoriosa gracias a los estímulos de recuperación en política económica y al éxito de las vacunas desarrolladas. Todo esto, junto con un escenario de tipos bajos de interés, de inflación a la baja y de crecimiento, ha hecho posible que las bolsas hayan seguido una tendencia alcista.





Causas y consecuencias de la inflación: panorama global

La recuperación económica ha estimulado una rápida aceleración de la inflación este año tanto en las economías más avanzadas como en los mercados emergentes, producto de un elevado ahorro, una demanda sólida, la escasez de oferta, los problemas en el transporte de mercancías y el rápido aumento de los precios de las materias primas. En este sentido, creemos que los precios todavía podrían seguir subiendo algunos meses para luego volver, hacia mediados de 2022, a los niveles prepandemia, si bien persisten los riesgos de una aceleración.

El mayor peligro de esta situación es que las tasas de desempleo caigan hasta niveles lo suficientemente bajos como para impulsar los salarios y recalentar las economías, lo que podría desanclar las expectativas y derivar en una espiral inflacionaria autocumplida.

La recuperación económica y la pandemia han causado, en varios sectores, una subida de precios que es posible que se mantenga en el tiempo y se estabilice a mediados de 2022. Si ello deriva en un notable descenso de las tasas de paro, repuntarían los salarios y recalentaría las economías, y podría acabar en una espiral inflacionista autocumplida.



Pero, por otra parte, el mero hecho de que la inflación se pudiera mantener elevada podría generar un desanclaje de las expectativas que contribuyese a desatar una espiral alcista de los precios. ¿Sería posible ver esa persistencia? La pandemia ha provocado importantes movimientos de precios en algunos sectores, sobre

Evolución del ratio de sorpresas crecimiento/inflación en EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Morgan Stanley Research.

todo el energético, el de materias primas, el agroalimentario, el de transporte, el de vestimenta y el de comunicaciones. Por ello, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que la inflación anual en las economías avanzadas llegue a un máximo promedio del 3,6% en los últimos meses de este año para luego invertir esta tendencia en el primer semestre de 2022 y situarse en un 2%, un nivel congruente con las metas de los bancos centrales. Además, el aumento de la inflación será mayor en los mercados emergentes, donde llegará al 6,8% promedio para luego retroceder hasta un 4%.



Sin embargo, las proyecciones conllevan una gran incertidumbre y la inflación podría mantenerse elevada durante más tiempo.

Las sorpresas negativas en inflación empiezan a no ser tan numerosas como las negativas de crecimiento, lo que descarta el escenario de estanflación.

En este punto, conviene analizar el caso concreto de Estados Unidos, donde el IPC se calcula de una manera muy tediosa. Para ello, se entrevista a diez mil personas cada trimestre mediante una encuesta, en la que se les pregunta sobre una muestra de ochenta mil artículos y se monitorizan tiendas, restaurantes y oficinas. Después, se eliminan los componentes con las oscilaciones más exageradas; aquí, debemos destacar que el 24% del IPC estadounidense depende del precio del alquiler, el 7% de la energía y el 14% de los alimentos. Sin embargo, en la eurozona, el alquiler no tiene peso, lo que provoca importantes dispersiones y, a cambio, el coste de la energía supone el 16%, más del doble que en EE. UU. En este último país los factores más importantes para que el problema pueda persistir son el potencial aumento del precio del alquiler, el de la energía, el de los alimentos, el del transporte marítimo de mercancías y la traslación de esta tensión a los salarios. A continuación, profundizaremos en todos ellos, aunque lo haremos examinando la problemática a nivel mundial.

1. El precio del alquiler en EE. UU. está subiendo con fuerza tras la pandemia. El aumento de la demanda, así como de los costes de construcción y una oferta limitada, hacen que el índice de precios de la vivienda, S&P CoreLogic Case-Shiller, esté creciendo al 18,6%. Mientras tanto, los precios del alquiler están repuntando, aunque a una tasa mucho menor. Pese a que este componente pesa mucho en el IPC, aún no ha supuesto una gran contribución en la inflación general, pero lo podría acabar haciendo. El shelter o refugio –que incluye tanto los costes del alquiler como el valor de consumo de la vivienda ocupada por el propietario, además de otras formas de



alojamiento como los hoteles— supone, aproximadamente, un 32% en el IPC y un 40% en el subyacente, por lo que es un componente fundamental. En 1983, después de muchos años de debate interno y de pruebas, el país modificó su metodología al enfoque de equivalente de alquiler para capturar solo el valor implícito de los servicios que los propietarios «consumen» de sus propios hogares y no así el valor de los activos de la casa como inversión. Debido en gran parte a estos cambios metódicos, a mediados y finales de la década de 1980, la relación entre el IPC de la vivienda y sus precios se debilitó e hizo que la serie fuera menos volátil. Desde el año 2000, cada 1% de encarecimiento del precio de la vivienda ha repercutido 11 puntos básicos en el IPC 16 meses después.

Los sectores de la vivienda y el energético se han visto afectados por la subida de los precios. En EE. UU., la vivienda tiene un gran peso en el IPC y repuntando el precio de los alquileres debido al COVID-19. También estamos asistiendo a un repunte histórico en la energía a nivel global debido, entre otros, al incremento de los precios *spot*, la escasez de inventario o problemas en infraestructuras.

La conclusión de este análisis es que existe una relación entre los precios de la vivienda y el IPC, aunque a menudo solo aparece con un retraso y, cuando lo hace, no es uno a uno. El alquiler se mantiene por debajo de su ritmo de crecimiento prepandemia, pero existe el riesgo de una mayor aceleración en los componentes de la vivienda en el preIPC en los próximos meses tanto por la reciente apreciación de sus precios como también porque el nivel de los precios del alquiler y la vivienda en el índice está por debajo de su tendencia anterior a la pandemia.



2. El precio de la energía en todo el mundo, y especialmente en Europa, también crece. Una fría primavera en el Viejo Continente y un verano caluroso en Asia, junto con el incremento de la actividad industrial, han disparado la demanda de este recurso. En la oferta, partimos de una situación marcada por escasísimos inventarios, menor preponderancia de la energía nuclear y del carbón, problemas de suministro a Europa en el gaseoducto Magreb-Europa (GME) –debido a tensiones con Argelia– y el Nord Stream ruso, que no acaba de arrancar. Además, el precio de los certificados de CO₂, necesarios para su emisión, han encarecido la producción. Como consecuencia de todo ello, Europa no tiene más remedio que quemar gas para fabricar electricidad, pero como compite con el continente asiático por los barcos con gas natural licuado, los precios spot se han disparado, lo que ha impactado en el precio de la electricidad. A este aspecto, hay que sumar que el precio de la energía tiene el doble de importancia en Europa que en EE. UU. y podemos dibujar un marco preocupante.

3. El precio de los alimentos está subiendo con fuerza en todo el mundo. La peste porcina china de 2018 obligó a sacrificar a la mitad de sus cerdos, la cabaña más grande del mundo. Desde entonces, la reconstrucción ha demandado una ingente cantidad de grano y soja, que ha impactado en el precio de los cereales. Las sequías en los continentes africano y asiático por el fenómeno meteorológico de La Niña han conllevado cosechas peores de lo esperado a final del año pasado y, además, el precio de los fletes tampoco ha ayudado. En principio, estos factores deberían ser temporales, pero la peste porcina africana vuelve a amenazar al gigante asiático y hay muchas probabilidades de que La Niña vuelva este año.

4. El precio del transporte marítimo de mercancías se ha disparado tanto por el de los fletes en general como por el de los contenedores en particular. La demanda ha aumentado



este año, superando la capacidad de la flota a medida que las economías se recuperaban de los estragos producidos por la pandemia. Las interrupciones relacionadas con el COVID-19 han reducido la cantidad de barcos disponibles, lo que se ha traducido en una inclinación todavía mayor del mercado a favor de los propietarios. Además, las restricciones impuestas por China fruto del coronavirus han retrasado la carga y descarga de los navieros –debido a los estrictos protocolos existentes en la mayoría de los puertos del país–, lo que está reduciendo la oferta del mercado y elevando las tasas. Tanto es así que alrededor del 5% de los cargueros de contenedores están parados.

5. Los salarios podrían verse incrementados a corto-medio plazo. La inflación de segunda ronda es el efecto que produce un *shock*, en teoría, temporal sobre los precios, que acaba manteniéndose más de lo esperado y eleva las expectativas de inflación, de manera que los trabajadores demandan salarios más altos; esto sube los precios de manera incremental y hace que la inflación sea más estructural.

Como ejemplo, la inflación llegó al 4,1% en Alemania el pasado septiembre (tras marcar un 3,4% en agosto), el nivel más alto en 29 años. Con los precios de la energía disparados y problemas en las cadenas de suministro, parece que los precios seguirán subiendo y el propio Banco Central Europeo (BCE) apunta a un 5%, aunque se espera que en 2022 vuelva a caer. Sin embargo, se está observando que, por ahora, las empresas están pudiendo trasladar la subida de sus costes a los consumidores, quienes sufren el encarecimiento de los precios y pueden empezar a demandar salarios más altos en breve, lo que desanclaría las expectativas inflacionistas.



La paulatina recuperación tras el brote de peste porcina africana en China y los efectos de La Niña en África y Asia también han influido en el repunte de la inflación. Las medidas restrictivas impuestas por el gigante asiático para frenar el COVID-19, así como la subida de los fletes y contenedores en el transporte de mercancías también han contribuido a ello. El traslado del incremento de estos costes a los consumidores se traducirá, previsiblemente, en una demanda al alza de los salarios, que favorecería posiciones inflacionistas.

El actual incremento de la inflación nos hace pensar en el período que abarcó desde el final de la Segunda Guerra Mundial (1939-1945) hasta principios de la década de 1980, si bien, de forma más concreta, cabe distinguir dos subperíodos: 1949-1966 y 1966-1982.

El primero de ellos (1949-1966) fue una etapa de crecimiento sostenible, con una inflación leve pero no excesiva. A medida que la guerra llegaba a su fin, la capacidad productiva de la economía tuvo que ser actualizada. Los tipos de interés y los salarios estaban en mínimos históricos y los bancos poseían los recursos para apoyar multitud de innovaciones (como los electrodomésticos, la automoción, la aviación, etc.). Así, se dio una espiral macro positiva, marcada por la caída del desempleo, la productividad y el aumento de los salarios. Los beneficios empresariales crecieron, aunque los márgenes tocaron techo y el riesgo de inflación fue moderado. El mundo actual es similar en muchos sentidos: auge tecnológico, inflación moderada...

El segundo, sin embargo, (1966-1982) fue un período de excesos que marcó el pico de la inflación. A partir de mediados de la



década de 1960, las nuevas capacidades productivas ya no eran suficientes para absorber el incremento de la demanda y los salarios subieron más rápido que la productividad. Una espiral negativa de precios y salarios hizo que la inflación se disparase y, finalmente, fue necesario incrementar los tipos con fuerza. Dentro de este período cabe distinguir el comprendido entre 1966 y 1971, –vinculado con la guerra de Vietnam (1955-1975) junto con un clima social tenso y demandas salariales respaldadas por poderosos sindicatos–, circunscrita en una economía mucho más industrial y de rápido crecimiento que la actual. Finalmente, 1971 marcó la quiebra del patrón oro, el inicio de una fuerte depreciación del dólar y dos choques petroleros que enviaron la inflación a nuevos máximos en tiempos de paz.

Conclusión

¿Qué puede pasar con la inflación en un futuro? Lo más probable es que siga subiendo algunos meses, pero que, a medida que se normalice la situación, tienda a la baja, aunque sea para estabilizarse a niveles superiores a los prepandémicos. Cuanto menos tiempo transcurra hasta que eso suceda, mejor, porque así se podrían desanclar las expectativas de inflación.

El actual escenario inflacionista nos remite al contexto socioeconómico desde finales de la década de 1940 a la de 1980 y a sus dos etapas contrapuestas. La primera, marcada por un gran auge tecnológico y un repunte moderado de los precios, y la segunda, que supuso una subida de los tipos y una deriva inflacionista. Hoy nos identificamos con la primera.



INFLACIÓN, TAPERING Y BANCOS CENTRALES



Cambio de rumbo de los bancos centrales

Septiembre ha traído un cambio importante en el discurso de los bancos centrales como consecuencia del incremento de la inflación. Este fenómeno está dejando de ser un evento transitorio para convertirse en algo más pegajoso.

En este sentido, las autoridades económicas deben encontrar un delicado equilibrio entre no apresurarse a enfriar la economía y estar dispuestas a actuar con rapidez. Si bien las decisiones de los bancos centrales han dominado la inflación y sus expectativas, una comunicación firme y creíble también ha contribuido de forma especial a anclar su visión. Por tanto, dichas entidades probablemente se resistirán a reconocer que existe un riesgo de descontrol de los precios y su consecuente repercusión en los salarios.

Pero ese no es el único motivo: los Gobiernos han acumulado ingentes cantidades de deuda que serían difíciles de saldar si los tipos suben, por lo que sería más conveniente que, a pesar del repunte de los precios, los tipos se mantuviesen bajos. De ese modo, se podría deflactar la deuda.

Si bien esperamos una inflación estructuralmente más elevada, no lo sería tanto como para forzar a los bancos a subir los tipos a corto plazo. Por tanto, se mantendrá una situación de represión financiera en la que se penalizará al ahorrador por los tipos reales frente al inversor que asuma riesgo, que debería verse recompensado por un entorno de crecimiento nominal muy fuerte y unos tipos de interés a la baja.



A finales de septiembre, tanto la Reserva Federal (FED) como el Banco de Inglaterra (BoE) sorprendieron al mercado con discursos más agresivos (*hawkish*) de lo esperado. La primera anunció su intención de poner fin al programa de recompra de bonos a mediados de 2022 y el segundo señaló la necesidad de empezar a endurecer las condiciones monetarias.

La Reserva Federal estadounidense ha marcado el inicio de la retirada de las compras de deuda, (*tapering*). Se pondrá en marcha en noviembre y, si bien coincide con nuestra previsión, supone un mensaje menos complaciente de lo mostrado en agosto en la reunión de Jackson Hole (Wyoming). Además de adelantar su inicio –previsto para 2022–, pretende realizarlo en menos tiempo. Frente a una previsión mensual de reducción de 10.000 millones de dólares, finalmente lo ha incrementado hasta los 15.000 millones, en un intento de finalizar las compras antes de verano del año próximo. Gracias al repunte de la inflación, la FED tiene que decidir sobre unos tipos de interés cuya subida empieza a verse más cercana y debe intentar controlar los precios sin hacer peligrar el crecimiento económico.

En Europa, sin embargo, el mensaje ha sido algo menos inquietante. El tono se mantiene más suave, aunque se muestra la misma preocupación por la inflación, ya que se empezará a reducir el nivel de compras vinculadas a la pandemia (Programa de Compras de Emergencia para la Pandemia [PEPP]).

El mes de septiembre ha supuesto un cambio de discurso de los bancos centrales, que ha tomado una deriva más agresiva debido al repunte de la inflación. Prueba de ello es la FED, que ha adelantado a noviembre el *tapering* y acortado su duración, y en el Viejo Continente también se mira con recelo esta subida. Además, los Gobiernos han acumulado grandes cantidades de deuda, que solo podrá deflactarse si los tipos se mantienen bajos, lo que resulta previsible.





CONTEXTO MACRO Y VISIÓN DE MERCADOS

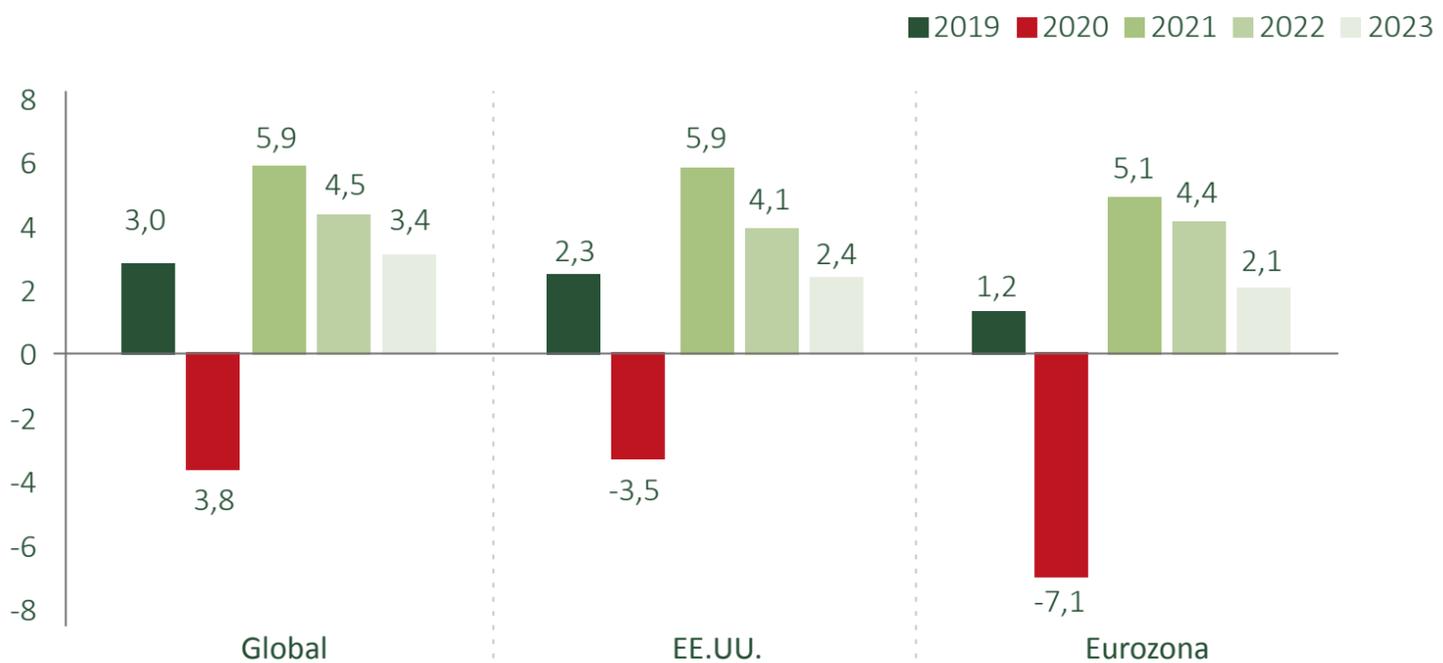
Tras una fase de fuerte crecimiento económico durante los primeros trimestres del año, cuando la comparativa con el período de mayor incidencia del COVID-19 hacía que las tasas de crecimiento económico fuesen muy elevadas, los indicadores adelantados apuntan ahora a una fase de crecimiento económico algo menos intenso y con disparidad geográfica.

Las estimaciones de crecimiento del PIB son de desaceleración tanto en la eurozona como en EE. UU. y globalmente.

En Estados Unidos, los estímulos fiscales se aplicaron de manera inmediata tras la aparición del coronavirus y los nuevos planes del Gobierno de Biden se aplicarán proporcionalmente a lo largo de varios años, por lo que el impacto de esos estímulos será menor en 2022 que en 2021 y 2020. En el caso de Europa, gran parte de los estímulos iniciales vinieron de la mano de los créditos blandos, pero el Plan de Reactivación de la Unión Europea se empieza a distribuir ahora, lo que unido al impacto de la variante delta del coronavirus, anterior al verano, hace pensar que los próximos trimestres veremos una mayor intensidad en las cifras de crecimiento. China, por su parte, podría experimentar una caída en la actividad debido a las medidas de enfriamiento aplicadas y a la crisis energética que está experimentando.



Estimaciones de crecimiento del PIB



Fuente: FMI

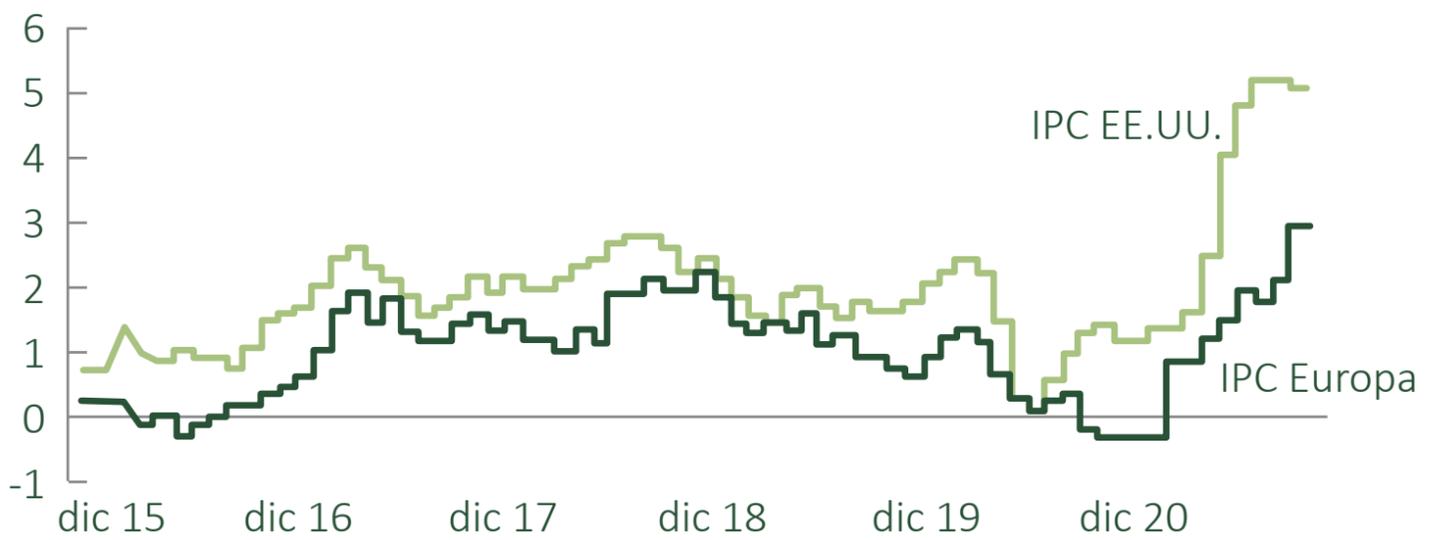
Aunque estos datos podrían llevar a la conclusión de que el ciclo económico está desinflándose, creemos que aún no estamos en esa fase. La economía todavía está en proceso de reapertura, los estímulos monetarios y fiscales siguen siendo muy notables y la tasa de ahorro continúa estando muy por encima de la media histórica en muchos países, por lo que parece razonable pensar que este ciclo todavía tiene recorrido. Sin embargo, cuando hayamos retornado a la senda de la normalidad de la actividad, la tasa de crecimiento económico también deberá volver a niveles más similares a los de los últimos años.

Lo preocupante es que la menor intensidad en el crecimiento está coincidiendo con un fuerte repunte en la inflación y que, aún no está claro cómo evolucionará, hay variables como el precio de la energía, de las materias primas, del alquiler y del transporte de mercancías que, aunque deberían relajarse, son difíciles de predecir. Si su normalización se demorara en el tiempo, podríamos presenciar que hay pérdida de confianza en los bancos centrales y que unas mayores expectativas de inflación presionan los salarios al alza.

Nosotros pensamos que la inflación seguirá subiendo algunos meses, pero que, a medida que se normalice la situación, tenderá a la baja para estabilizarse en niveles superiores a los pre-COVID. Cuanto menos tiempo transcurra hasta que eso ocurra, mejor.



Inflación publicada, al alza



Fuente: Bloomberg

Si la inflación sigue subiendo, este incremento se podría trasladar a los salarios y desanclar las expectativas de precios a largo plazo.

Mientras, los bancos centrales siguen insistiendo en que se trata de un efecto coyuntural y que, de momento, no hay motivos para hacer cambios sustanciales en la política monetaria. Probablemente, se resistirán a reconocer que hay un riesgo de descontrol de los precios para evitar un cambio en las expectativas. Pero, además, los bancos centrales tienen difícil actuar contra la inflación por la ingente cantidad de deuda acumulada y por el efecto que unos tipos de interés más elevados tendrían sobre las cuentas de los

Expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg



países occidentales. Al respecto, sería más conveniente que, pese a la subida de los precios, los tipos se mantuviesen bajos para deflactar la deuda. Sin embargo, no podemos descartar que un incremento de la inflación más persistente de lo que esperamos acabe obligando a los bancos centrales a endurecer su política monetaria de manera repentina para evitar perder su credibilidad.

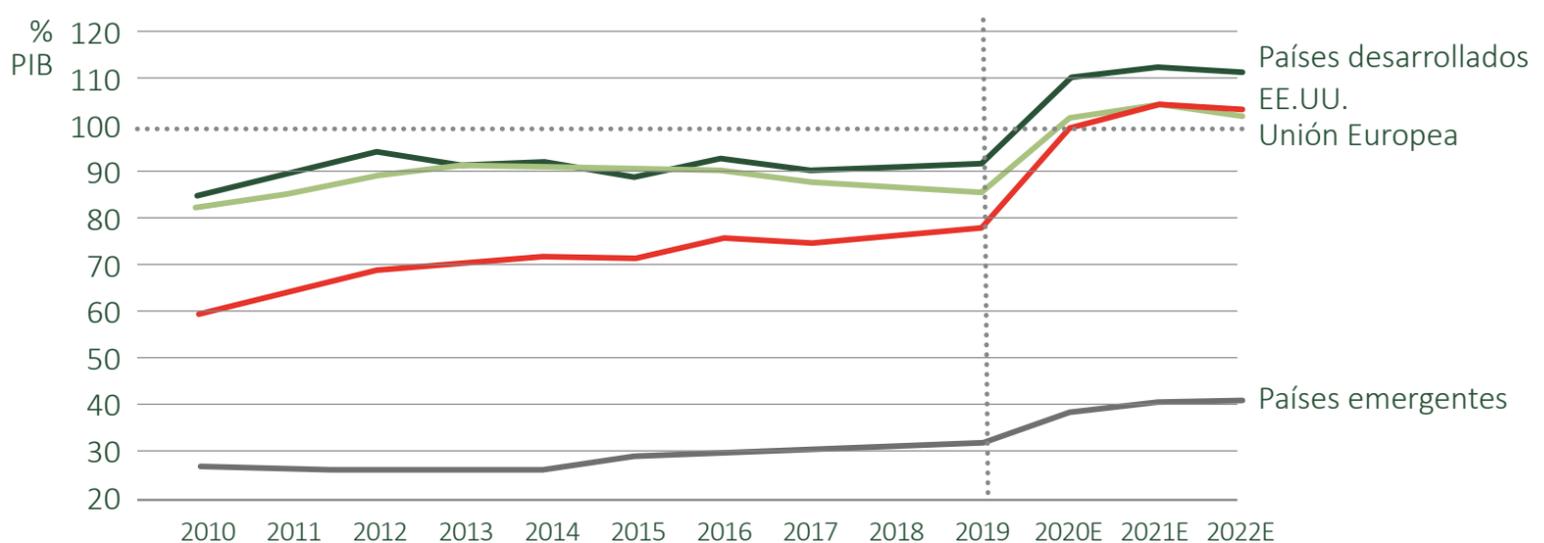
El elevado nivel de endeudamiento gubernamental limita la capacidad de los bancos centrales de subir los tipos de interés.

Un contexto de crecimiento económico con una inflación contenida y unos tipos de interés bajos (tipos de interés reales negativos) como el actual es muy benigno para los activos de riesgo, porque fuerza al inversor a asumir riesgo y permite descontar flujos a tipos muy atractivos, facilitando valoraciones elevadas de todos los activos.

Los bajos tipos de interés han llevado los precios de los activos de riesgo a máximos y a las primas de riesgo a mínimos.

Sin embargo, un cambio brusco en la política monetaria forzado por un fuerte repunte de la inflación podría aumentar el riesgo de una situación de estanflación (estancamiento con inflación), que suele ser un contexto muy negativo para los mercados porque,

Endeudamiento público



Fuente: Bloomberg.



tradicionalmente, lleva aparejados tipos de interés altos en un entorno de beneficios empresariales bajos. Si bien no es nuestro escenario central, es algo que podría ocurrir y a lo que hemos de estar atentos.

Renta fija

Desde nuestra perspectiva, la dirección de los tipos de interés va a seguir siendo al alza durante los próximos trimestres, aunque el proceso sería lento y limitado por la fuerte masa de deuda existente en el mundo y porque los tipos de interés son el ancla del resto de activos. Sin embargo, si suben mucho o muy rápido, provocarían una desaceleración económica que echaría por tierra los esfuerzos realizados por Gobiernos y bancos centrales estos años.

La Reserva Federal ha tenido que cambiar su mensaje tanto como para que el mercado empiece a moverse. El momento en el que la FED deje de comprar activos es probablemente inminente y en un monto mensual superior a lo previsto con anterioridad, lo que llevaría a que las ayudas se acabasen a mediados de 2022.

En el caso del Banco Central Europeo, las reducciones de compras comenzarían a cambiar de signo con el Programa de Compras de Emergencia Frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), un plan de ayudas para paliar los efectos del COVID-19, que se prevé realizar en dos fases distribuidas entre el primer y el segundo trimestre de 2022. Por su parte, el Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés) continuaría hasta finales de 2023.

En el horizonte, la previsión de subidas de tipos de interés ya se ha iniciado en países como la República Checa y su subida será inminente a lo largo del próximo año en otros como Nueva Zelanda o Canadá. En el caso de EE. UU. o de Europa, no se esperan antes de 2023.

Por su parte, la retirada de estímulos tendrá un efecto inmediato en la masa monetaria, que descenderá de manera progresiva. Esto ya se está trasladando a los mercados, donde las proyecciones del



consenso de las rentabilidades del bono a dos y diez años crecen, con una tendencia a aplanarse la curva por la mayor presión en la parte corta.

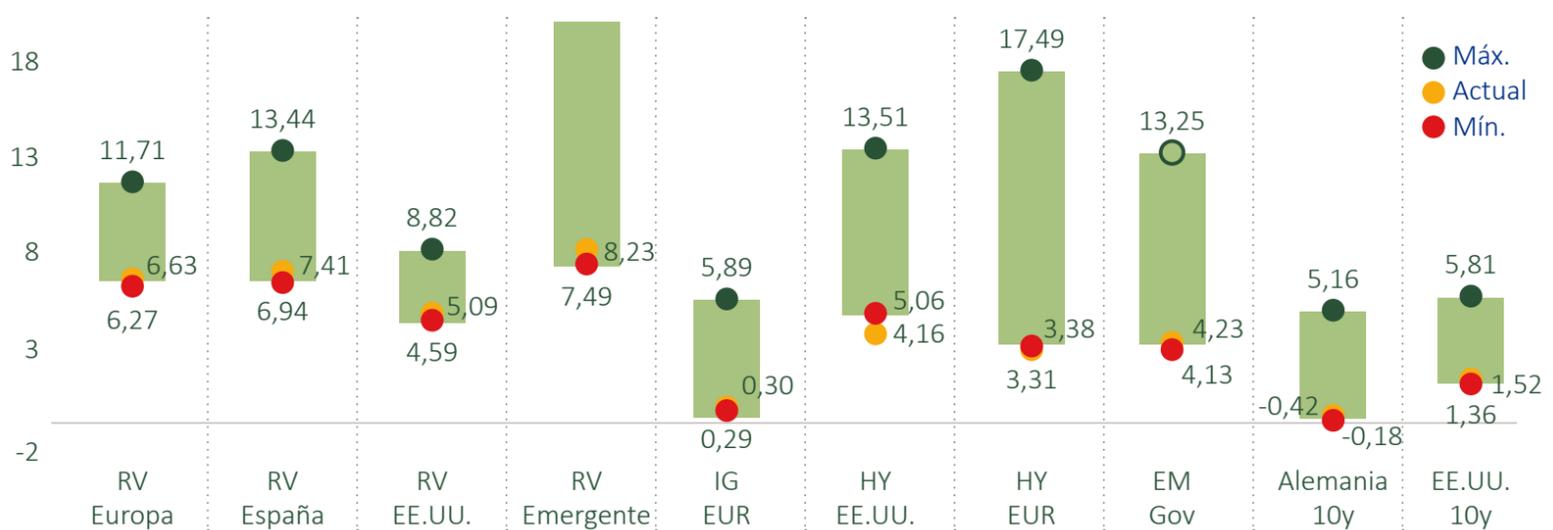
Septiembre ha cerrado con rentabilidades del bono alejadas de las previsiones del consenso. Más aún en el caso norteamericano, que cerró el 10 años en 1,46% y, en el caso alemán, que cerró el mismo plazo en -0,19%.

Un movimiento fuerte de las Tasas Internas de Retorno (TIR) hacia niveles estimados por el mercado podría acelerar una salida de flujos de fondos de inversión de renta fija, precipitando a su vez los movimientos en el precio de los activos.

Por todo ello, nuestra estrategia se sigue basando en una posición corta en el bono americano y reducida en el europeo, con apoyo en un nivel relativamente elevado de liquidez que nos permita, por un lado, no ser arrastrados por los flujos de los activos y, por otro, contar con munición ante las más que probables oportunidades en el mercado.

En cambio, el mercado de crédito parece encontrarse en calma, si bien no podría decirse que se trate de una calma tensa, a tenor del comportamiento de los diferenciales de la deuda high yield; hoy, este tipo de empresas pagan por emitir menos que la inflación, aunque a finales de septiembre y principios de octubre parece que empieza a detectarse un poco más de volatilidad.

Primas de riesgo por activos



Fuente: Bloomberg.



En los mercados, las proyecciones del consenso de las rentabilidades del bono a 2 y 10 años crecen, con tendencia a aplanarse la curva.

Nuestra estrategia sigue siendo ser muy exigente con emisiones y emisores; solo vemos valor en determinados segmentos como el de bonos híbridos corporativos. Los diferenciales apenas han cambiado en el trimestre y mantenemos un posicionamiento de ligera infraponderación y, como consecuencia, tenemos mucha liquidez preparada para ser utilizada en el caso de que el crédito corrija con fuerza y nos dé una oportunidad. Lo normal es que se produzca una ampliación de diferenciales, lo que nos permitiría poner la liquidez a trabajar a mejores precios. Proporcionará nuevas oportunidades a precios más razonables que los vistos a lo largo de los tres primeros trimestres.

En cuanto a la inflación, seguimos manteniendo una estimación al alza, que se puede comprobar en las que a medio plazo nos dan los swaps de inflación tanto en EE. UU. como en Europa. Sus diferenciales se han ido acortando en 2021, sobre todo desde que se han ido conociendo las intenciones de actuación de unos y otros en términos de tipos de interés, si bien la tendencia es claramente alcista. Por esta razón, mantenemos una posición larga en ambas áreas geográficas.

Las expectativas de inflación están por encima de los tipos de interés



Fuente: Bloomberg.

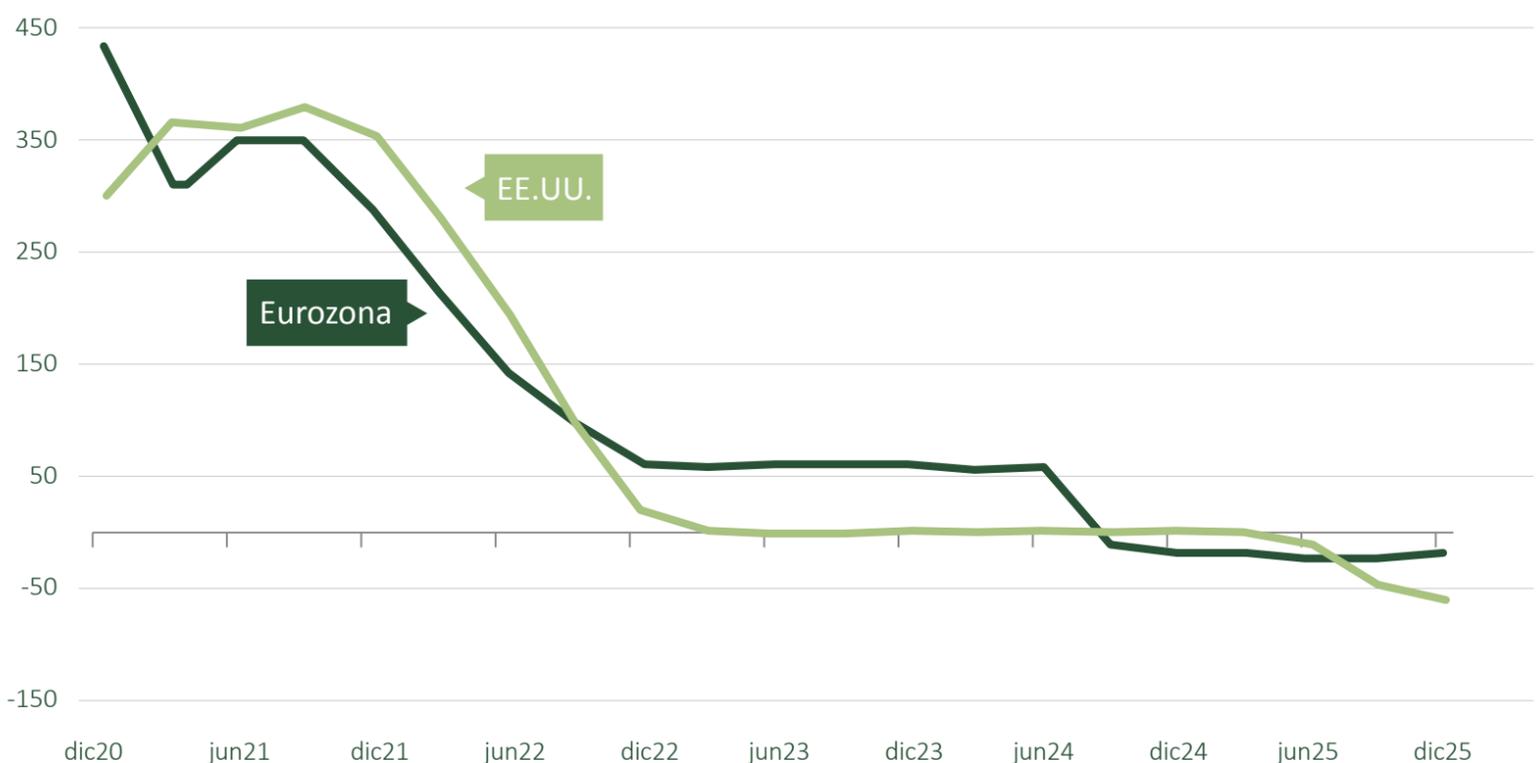


En el caso de las expectativas de inflación tanto en EE. UU. como en Europa mantenemos una exposición importante, porque creemos que será el elemento que mejor reflejará las restricciones de la oferta, el aumento de los precios de la energía y la vuelta de la actividad, y porque pensamos que los bancos centrales van a dejar correr la inflación más que los tipos de interés. Además, consideramos que es el activo que más nos podría cubrir ante el riesgo de subida desproporcionada de los precios y de los tipos.

En renta fija emergente hemos dejado de estar negativos. Ya hemos visto una corrección importante en el activo y tanto los tipos de interés como los diferenciales de crédito han corregido, por lo que la prima de riesgo ofrecida por el activo es ahora más atractiva. También seguimos teniendo deuda soberana china. El país tiene unas reservas muy importantes, ofrece un extra de rentabilidad atractivo y nos permite diversificar el peso de los gobiernos de nuestras carteras. Además, el gigante asiático va a pesar cada vez más en los índices, lo que nos ofrece una buena oportunidad y descorrelación en las fuentes de duración.

En resumen, la renta fija puede ofrecer nuevas oportunidades tras las futuras actuaciones de los bancos centrales, provocadas por la mayor temporalidad de la inflación. Las estrategias que consideramos más

Calendario estimativo para el *tapering*



Fuente: UBS. Haver.



oportunas continúan siendo tener poca sensibilidad a los tipos, estar largos de inflación y ser prudentes en crédito. Todo ello apoyado en una alta posición relativa en liquidez que nos permita tener munición para emisiones más atractivas o movimientos del mercado que nos faciliten ser selectivos.

En renta fija emergente, donde la prima de riesgo ofrecida por el activo ahora resulta más atractiva, mantenemos una estrategia de tener poca sensibilidad a los tipos, estar largos de inflación y prudencia en el crédito.

Renta variable

En el entorno de represión financiera actual, no vemos razones para reducir el nivel de riesgo (neutral) de manera estructural. El ritmo de crecimiento económico sigue siendo alto, los beneficios empresariales continúan creciendo y la presión en márgenes se ve compensada con un mayor crecimiento de las ventas. Adicionalmente, las recientes negociaciones entre demócratas y republicanos En EE. UU. apuntan a que la subida de impuestos corporativos será menor que la esperada inicialmente.

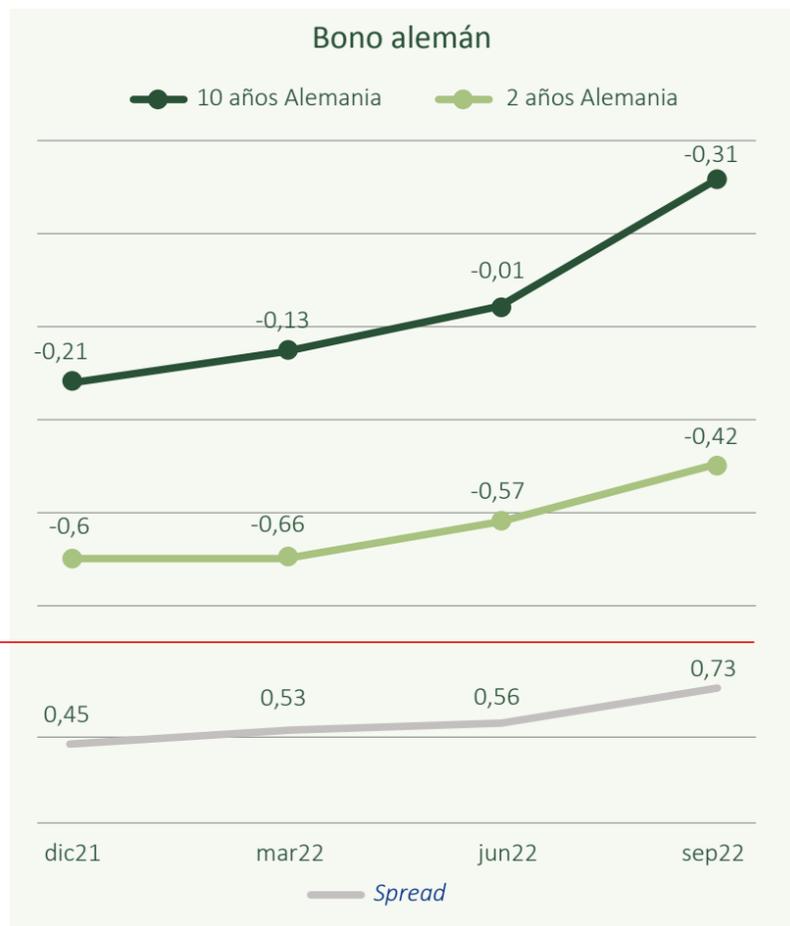
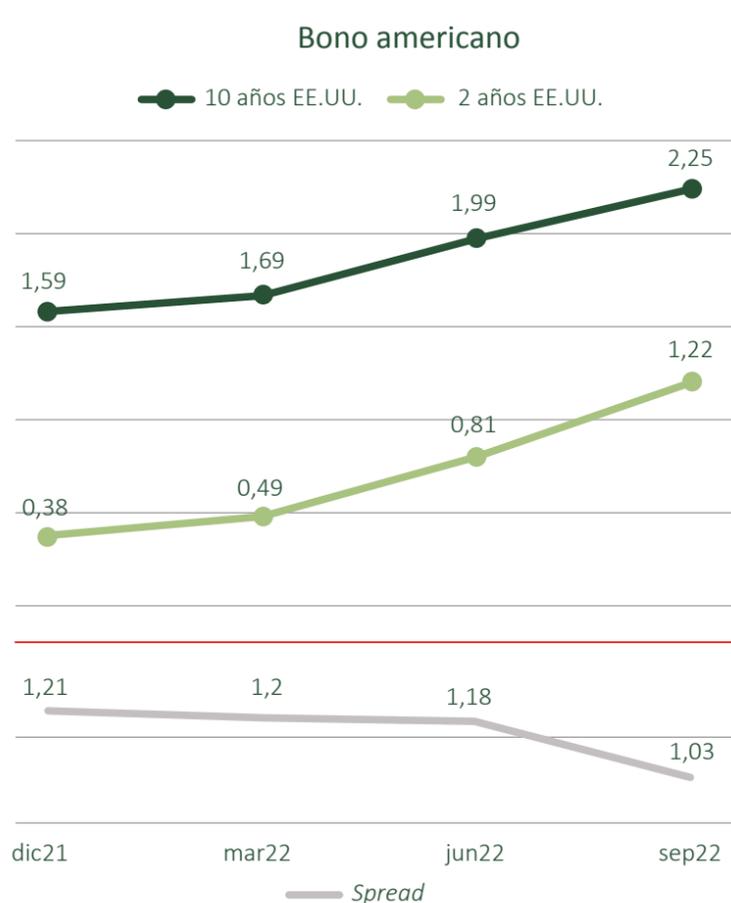
Los riesgos en el corto plazo son coyunturales y requieren una gestión activa. Somos conscientes de que los indicadores macro están haciendo pico, que la publicación de resultados del tercer y el cuarto trimestre puede alertar de las dificultades de las empresas para repercutir el aumento de los precios a los consumidores. Al mercado le preocupa mucho el efecto que la subida del precio de las materias primas y la energía pueda tener sobre los márgenes y, por tanto, sobre los beneficios empresariales. Si bien creemos que se trata de un tema puntual y debido, principalmente, a la falta de *stock*, sin duda va a tener impacto en los beneficios empresariales de 2021. En concreto, el incremento de los precios tendrá mucho efecto en los sectores



más industriales y en aquellos que venden al público, como los de consumo. En los primeros, el peso del coste de la energía es muy elevado y, en los segundos, será complicado trasladar el aumento al consumidor final, que aún no se ha beneficiado de subidas de salarios.

En cualquier caso, aunque habrá impacto respecto de lo que se esperaba hace un mes, no será tan grande como el que se preveía el pasado diciembre para este año. Las estimaciones de beneficios para 2021 han sido revisadas al alza en un 20% en lo que va de año tanto para EE. UU. como para Europa, habiendo tenido lugar el último +6% de la subida después de los resultados del segundo trimestre y, principalmente, por parte de compañías con mayor exposición al ciclo. El mercado sigue esperando unos beneficios por acción altos en 2022, asumiendo que las empresas van a disponer de poder en la fijación de precios.

Estimación de bonos



Fuente: Bloomberg



En renta variable, el incremento de los precios de las materias primas y las energías tendrá un indudable impacto en los márgenes, aunque se compensará con mayores ventas.

Al entrar más en detalle en el tema de los márgenes, distinguimos entre los riesgos al alza y a la baja. Entre los vientos de cola que pueden ayudar positivamente se encuentra, principalmente, el apalancamiento operativo; el efecto de una contracción de márgenes se va a diluir con el fuerte incremento de las ventas y los sectores más afectados pesan poco en los índices. Como resumen, una potencial contracción de los márgenes se debería ver compensada por las fuertes ventas, el poder de fijación de precios, la eficiencia en costes y el ahorro en gastos de alquiler como consecuencia del teletrabajo. Por otro lado, tenemos algunos vientos de cara que pueden hacer que los márgenes sufran la fuerte subida de las materias primas, los costes de transporte derivados de las interrupciones en las cadenas de suministro por culpa del coronavirus y, además, el mayor impuesto corporativo en EE. UU. propuesto por Biden.

Sin embargo, si la inflación sigue creciendo y acaba forzando a los bancos centrales a subir tipos, el efecto sería mucho peor, porque unos tipos más elevados supondrían que el mercado exigiría múltiplos de valoración más reducidos.

Por otra parte, resulta interesante ver la evolución de determinados sectores en función del movimiento que ha tenido el bono americano a diez años y analizar así dónde creemos que están las oportunidades en los próximos meses. Los sectores de larga duración, de calidad y crecimiento han sufrido una corrección (de entorno al 10%) cuando la TIR del bono se ha movido a los niveles actuales de 1,60%; aquí entrarían las compañías de lujo, alimentación, farmacéuticas, tecnológicas, etc., mientras que el sector que ha tenido un mejor comportamiento reciente ha sido el de los bancos, ya que sus ingresos (margen de intereses) están



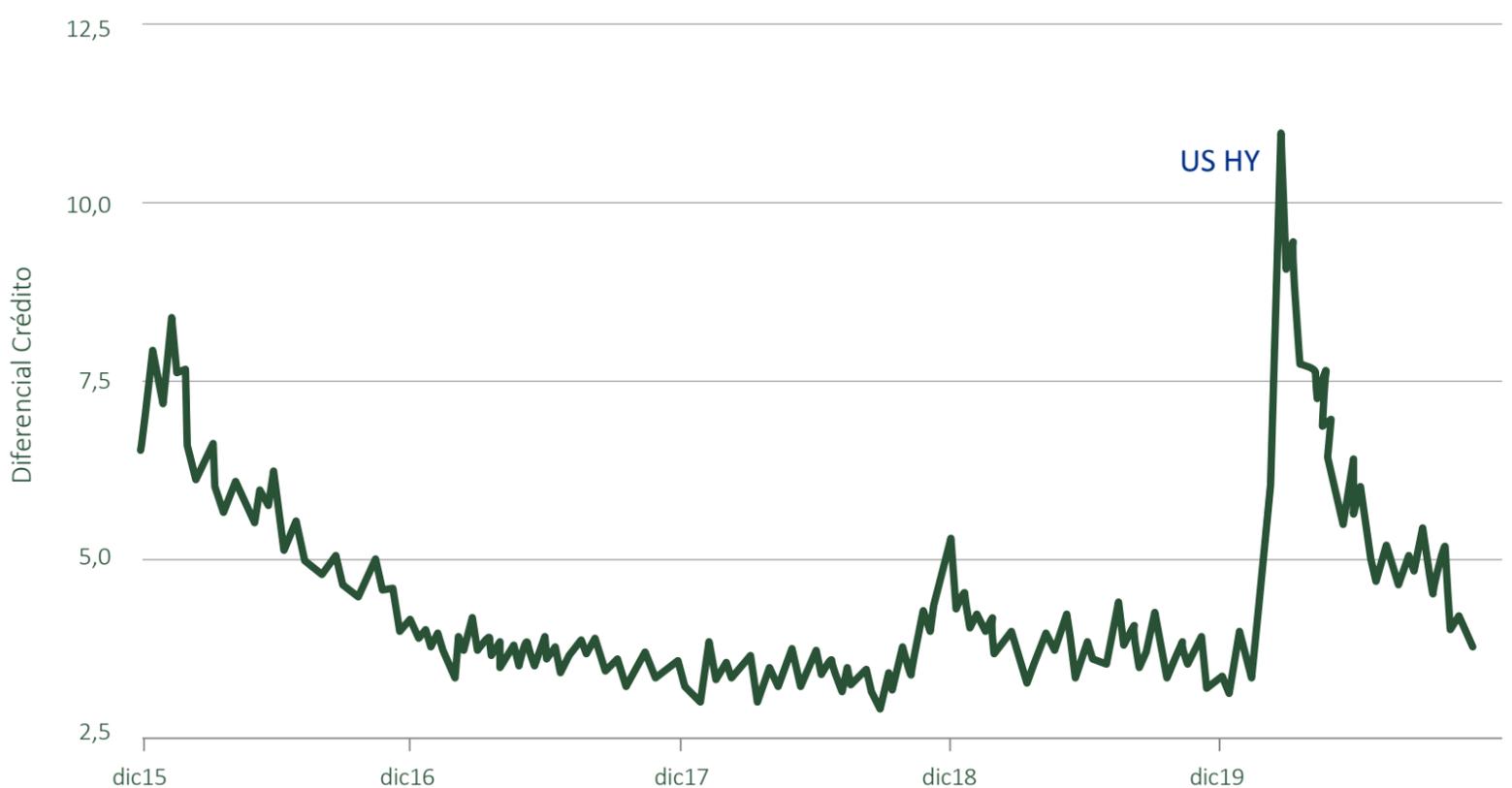
ligados a los tipos de interés reales de la economía. Otro sector que también se ha revalorizado, aunque no por el movimiento del bono, sino por la subida del crudo, ha sido el petrolero, donde creemos que todavía hay potencial.

Por todo lo anterior, aunque seguimos neutrales, lo somos con un tono táctico algo más prudente, razón por la que estamos implementando coberturas con la mentalidad de comprar en caídas, ya que las condiciones financieras siguen siendo muy laxas.

Por zonas geográficas, mantenemos el equilibrio entre EE. UU. y Europa. Del Viejo Continente nos gusta su mayor beta a mercado, el componente más cíclico de las compañías y el programa de expansión fiscal, que va a suponer un soporte importante. A su vez, la sensibilidad a tipos también es mayor en Europa.

Subimos mercados emergentes a neutral. El entorno ha sido muy desfavorable para ellos este 2021. Se han visto forzados a elevar tipos para contener la inflación, el ritmo de crecimiento ha estado impactado por el COVID-19 y las subidas de rentabilidades en países desarrollados y la depreciación de las monedas han jugado en su contra. Este incremento viene más marcado por emergentes ex-Asia para incrementar el peso en exportadores de materias

Los diferenciales de crédito de *high yield* se sitúan en mínimos



Fuente: Bloomberg.



primas *versus* el de importadores netos, aunque mantenemos nuestra visión positiva del mercado chino local. Pensamos que, con la corrección sufrida en términos relativos, cotizan a múltiplos razonables. El catalizador más importante será la entrada de flujo inversor, sin embargo, de momento no se está viendo, razón por la que no tenemos una opinión todavía más positiva.

En Japón, mantenemos la sobreponderación gracias a su mal comportamiento relativo de los últimos meses, su atractiva valoración, el potencial de mejora de beneficios y los bajos niveles de inversión de los inversores internacionales. El cambio de Gobierno ha servido como catalizador para un rebote que creemos podría continuar, impulsado por el mayor impulso fiscal prometido, sin embargo, se trata de una zona en la que suele existir baja convicción y las ganancias se revierten con facilidad, tal como hemos visto en los primeros días de octubre, por lo que permaneceremos atentos.

Por zonas, mantenemos el equilibrio entre EE. UU. y Europa, subimos a neutral mercados emergentes y mantenemos la sobreponderación en Japón.

En materias primas seguimos negativos con oro. Es un activo muy correlacionado con los tipos reales. Dado que esperamos ver tipos al alza y una inflación más “estable”, el potencial no es positivo desde nuestro punto de vista. Si la inflación realmente sigue subiendo con fuerza, creemos que saldremos mejor parados con los cortos de tipos y la exposición larga a inflación.

Con el petróleo seguimos positivos gracias a la situación de los inventarios, las restricciones de oferta y demanda existentes y un invierno potencialmente frío. Pero, para las petroleras, es mejor que los precios suban poco a poco, con el fin de evitar inflación de costes y exigencias de más inversión.

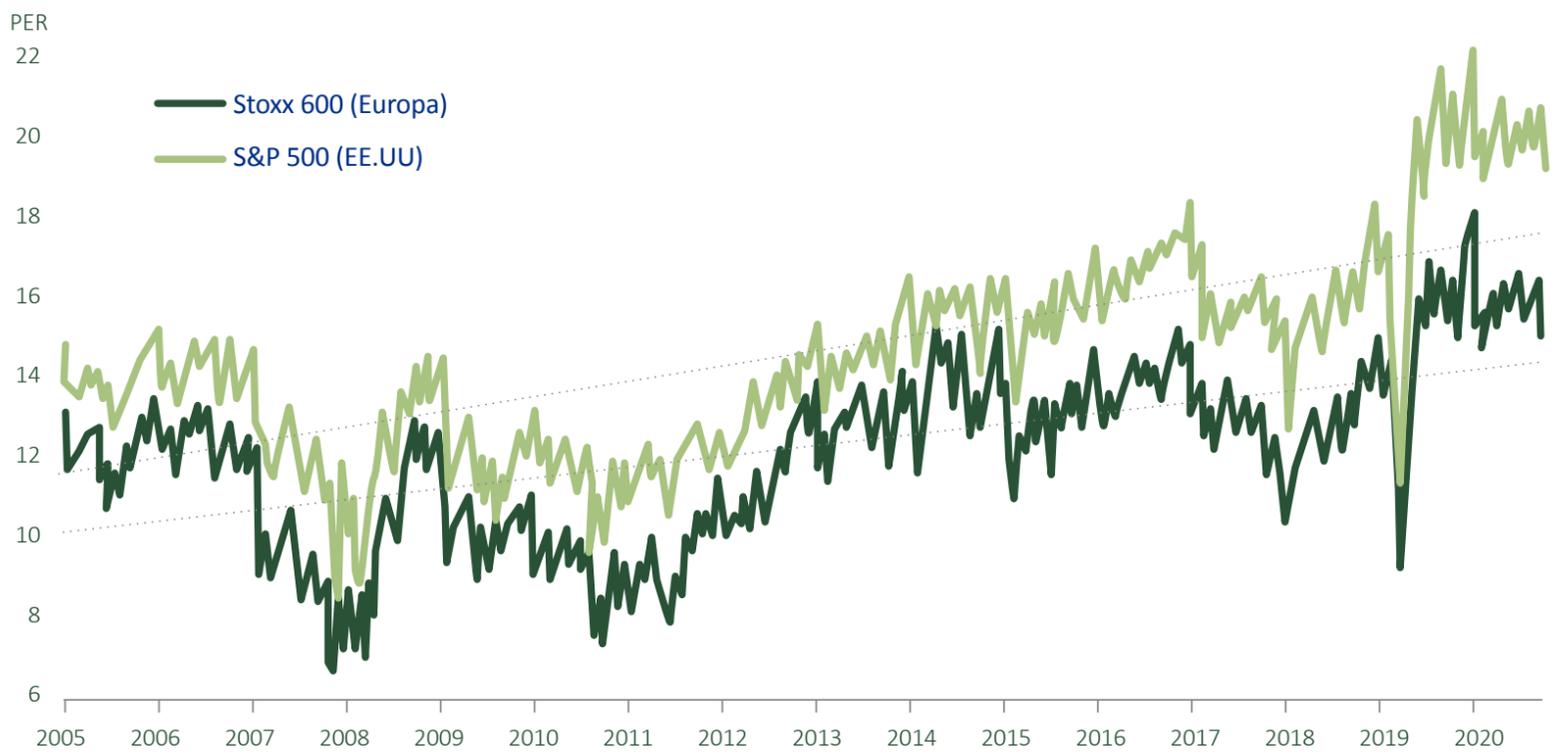
En metales industriales, la situación de oferta y demanda está bastante más balanceada y, a corto plazo, el menor crecimiento de China pone freno a nuevas subidas.

Seguimos neutrales en dólar. El crecimiento seguirá siendo mayor en

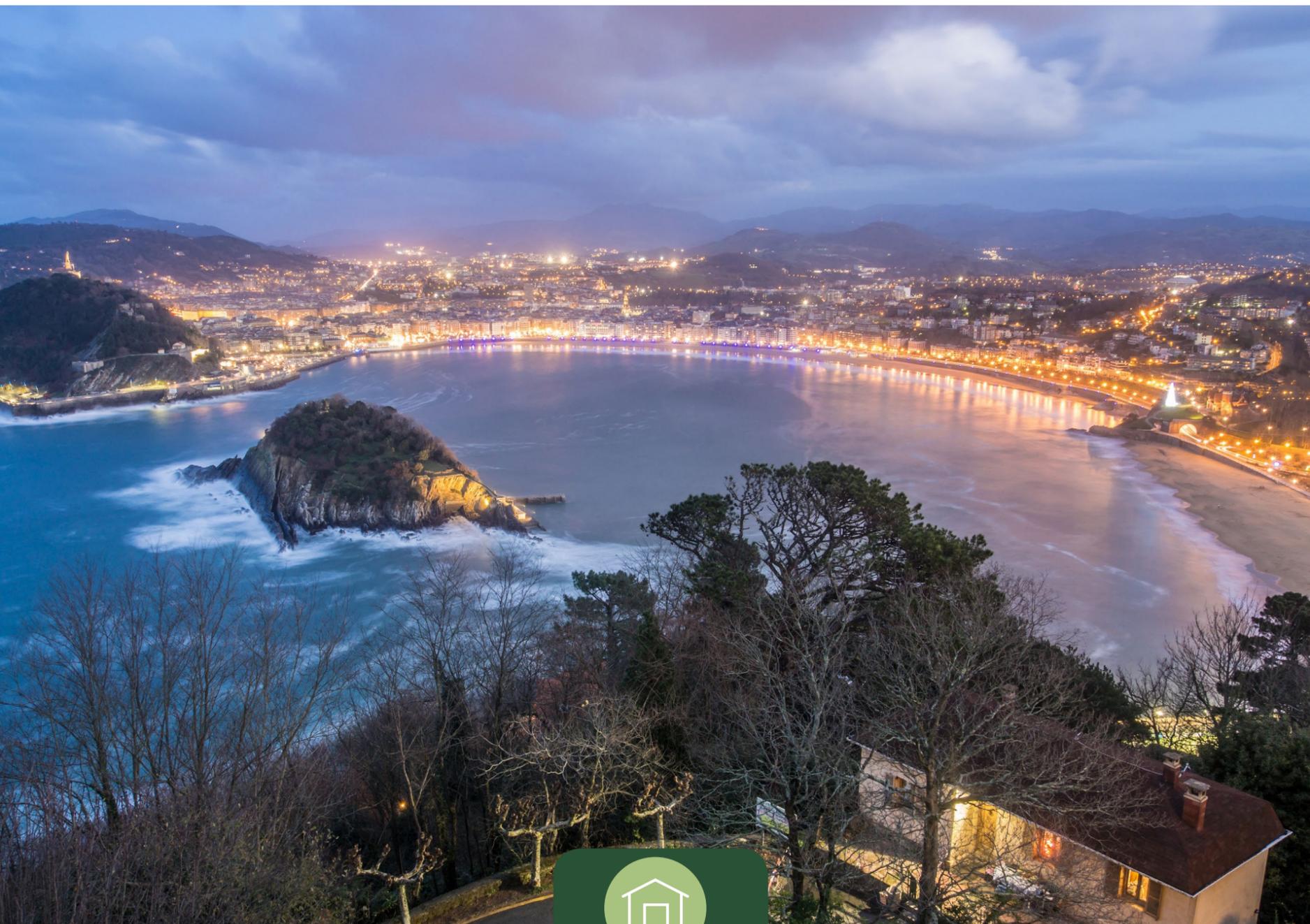


EE. UU. que en Europa (donde mejorará), pero la política monetaria va a ser más restrictiva en el país norteamericano, por lo que las caídas deberían estar muy limitadas.

La valoración de las bolsas es muy elevada gracias al bajo nivel de los tipos de interés



Fuente: Bloomberg.





ANÁLISIS EN PROFUNDIDAD

-  **Elecciones alemanas y un esbozo de los ganadores** **44**
-  **¿Por qué sube el precio de la luz?** **50**





ELECCIONES ALEMANAS Y UN ESBOZO DE LOS GANADORES

El 26 de septiembre se celebraron las elecciones alemanas que darán paso al relevo de la canciller Angela Merkel. **E**l partido más votado (con un 25,7%) ha sido el Sozialdemokratische Partei Deutschlands (SPD) del socialista Olaf Scholz, seguido de cerca por la coalición CDU/CSU (Christlich Demokratische Union Deutschlands y Christlich-Soziale Union in Bayern, respectivamente) que, con un 24,1%, ha obtenido el peor resultado de su historia. A continuación, le siguen Bündnis 90/Die Grünen (Los Verdes), que anotan un 14,8% –un gran resultado tras el 8,9% de los anteriores comicios–. Por último, tenemos al Freie Demokratische Partei (FDP), los liberales, que gracias al 11,5% de los votos también serán clave en la coalición que acabe gobernando el país germano. La creación de esta alianza será necesaria, en la que tanto Scholz como Armin Laschet –el sucesor de Merkel– optarán a liderarla.

Este escenario no es nuevo en Alemania ya que, desde 2005, gobierna la gran coalición CDU-SPD y, en 1998, lo hizo este último partido con Los Verdes. Pero el gran cambio es que esta vez es probable que se produzca una coalición a tres bandas en la que el resultado dependerá de si Los Verdes y los liberales prefieren pactar con el SPD o con la CDU/CSU.

La mejor noticia es que los partidos más a la izquierda (Die Linke) y a la derecha (Alternative für Deutschland [AFD]) del espectro no serán necesarios para formar Gobierno. Además, el FDP tiene un ideario cercano a la CDU/CSU, y Los Verdes, al SPD, por lo



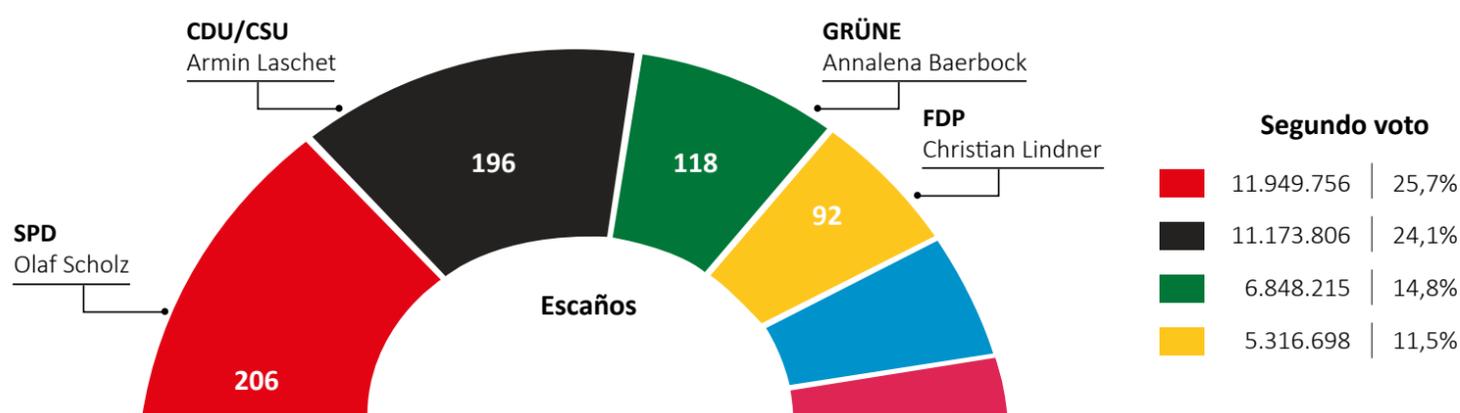
que, al necesitar a los dos, la coalición estaría bastante centrada. En este sentido, hay tres escenarios posibles: repetir la gran coalición entre el SPD y la CDU/CSU, un acuerdo de Los Verdes y liberales con el SPD (conocida como “semáforo”, debido a los colores) o con el CDU/CSU (la coalición “Jamaica”).

Es poco probable que el SPD, tras haber ganado las elecciones quince años después, esté dispuesto a pactar con la CDU, entre otras cosas porque no estaría materializando la aparente petición de cambio por parte del electorado.

Si resulta la coalición “a la jamaicana” –CDU/CSU más Los Verdes y liberales–, las cosas no cambiarían mucho. El partido de Merkel seguiría gobernando y el equilibrio entre los otros partidos evitaría grandes movimientos, aunque la aparición de Los Verdes en el Bundestag ya ha virado la política del país hacia la Agenda 2030.

En la coalición “semáforo” –la más probable y encabezada por el SPD, Los Verdes y liberales–, los tres partidos están de acuerdo en invertir en digitalización, abogar por un ejército común en la Unión Europea (UE) y reforzar la importancia de esta última. Debatirían en temas tales como la seguridad social y la sanidad pública, la política social y jubilación, y la política de inmigración. Además, será complicado llegar a un acuerdo en materia fiscal: Los Verdes y el SPD quieren subir los impuestos a la clase alta e implantar el impuesto patrimonial, algo que no gusta al FDP, que quiere quitar el tributo que le paga el oeste al este como

Composición del Parlamento alemán



Fuente: Media Reports.



compensación por las diferencias de desarrollo entre ambas divisiones tras la Segunda Guerra Mundial. Los tres partidos gobiernan en un *land* o estado con bastante importancia (Hesse), en el que se encuentra Fráncfort, y se ha comprobado que ha dado buen resultado y no da lugar a grandes cambios ya que, al necesitar llegar a acuerdos, las medidas más rupturistas son las que acaban desapareciendo.

Los resultados de las elecciones federales alemanas han dejado un panorama en el que solo cabe gobernar en coalición. Los tres posibles escenarios han dejado fuera a los partidos de ambos extremos políticos.

Un esbozo de los ganadores de la coalición “semáforo”

¿Quién es Olaf Scholz? El ministro federal de Finanzas de Alemania, Olaf Scholz, es el favorito para ocupar el puesto de canciller y para formar Gobierno junto a Los Verdes y liberales. Scholz, nacido en 1958 en Osnabrück (Baja Sajonia), cuenta con una larga trayectoria en la política del país. Comenzó su andadura en 1998 como miembro del Bundestag por Hamburgo-Altona y ocupó ese puesto hasta su elección como secretario general del SPD en 2002. En 2004, dos años después de haber asumido al cargo, presentó su dimisión para convertirse en el jefe *whip* del partido en el Bundestag (Parlamento alemán) (allí se ocupaba de asegurar que los miembros de su partido apoyaran las políticas de liderazgo de este en dicha cámara). Más adelante, en 2007, ingresó como ministro de Trabajo y Asuntos Sociales en el primer Gobierno de Merkel, aunque, una vez salió el SPD de la coalición –en 2009–, Scholz pasó a dirigir el partido en Hamburgo y fue elegido vicepresidente de la organización, logrando la victoria en las elecciones de 2011, donde se convirtió en primer alcalde, cargo que ostentó hasta 2018. Ese mismo año se incorporó como ministro federal de Finanzas y vicescanciller en el cuarto mandato de Merkel. Tras perder las elecciones internas para liderar el



partido de forma dual junto a Klara Geywitz –exparlamentaria del estado de Brandeburgo–, Scholz dimitió como vicepresidente del SPD. Acto seguido, en agosto de 2020, su ejecutiva acordó que lo nominaría para ser elegido como candidato del partido a la cancillería en las elecciones federales de 2021.

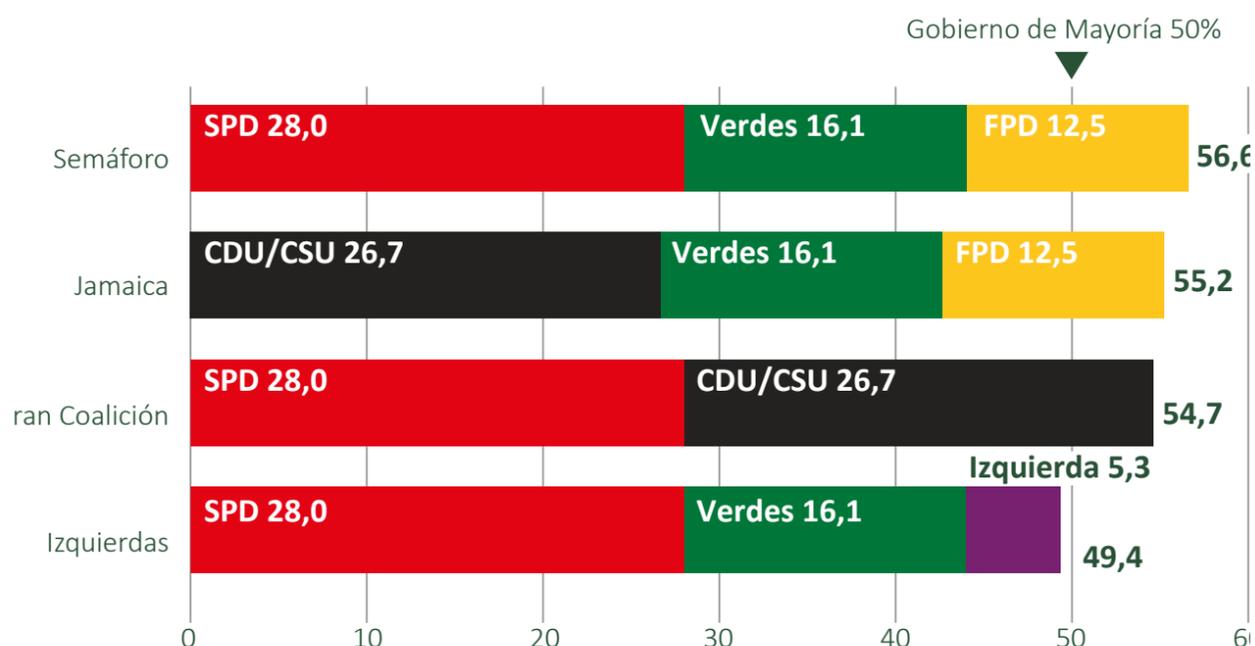
La coalición que puede gobernar Alemania estaría encabezada por el socialista Olaf Scholz (SPD). A él se sumarán Los Verdes, que abogan por políticas sostenibles y por reforzar la importancia de la UE, y los liberales del FDP. Estos últimos son clave en la formación de Gobierno y apuestan por una laxitud en materia fiscal, la inversión privada y la renovación del país.

Dentro del SPD, siempre se ha visto a Scholz como alguien discreto y práctico, lo que hace que se le considere el sucesor natural de Merkel. Mientras que en su juventud seguía un ideal de corte izquierdista, ahora proyecta una imagen más moderada que ha sido útil para su partido a la hora de captar los votos de los centristas que temían un viraje de la política alemana hacia la izquierda más radical.

¿Quiénes son Los Verdes? En cuanto a Los Verdes –tal como se conocen por norma general– son el resultado de la fusión en 1993 entre Bündnis 90 y Die Grünen. Por una parte, este último se fundó en 1980, en Karlsruhe, bajo la idea de formar un partido afiliado al liberalismo político cuya visión ecológica fomentase una economía sostenible. Por otra, Bündnis 90 se formó en 1990 por tres grupos anticomunistas –que defendían la democracia, la paz y la reivindicación de los derechos humanos–, aunque no fue hasta septiembre de 1991 cuando se constituyó como un partido político, actualmente presidido de manera bicéfala –desde 2009– por Annalena Baerbock y Robert Habeck.



Posibles coaliciones



Fuente: Media Reports.

Su estrategia se apoya principalmente en el desarrollo de una política socioeconómica sostenible y en dar mayor importancia a la UE. Tras las elecciones federales de 2017 e impulsados por los comicios europeos, Los Verdes han ganado protagonismo en la escena política alemana debido, sobre todo, a la imagen más actualizada que proyectan.

En su programa, apuestan por invertir 15.000 millones de euros en cuestiones climáticas, crear un ministerio para su protección y llegar al año 2045 con emisiones cero de CO₂, lo que hace muy atractivo el programa para el votante, que ve como la economía mundial gira hacia políticas más sostenibles.

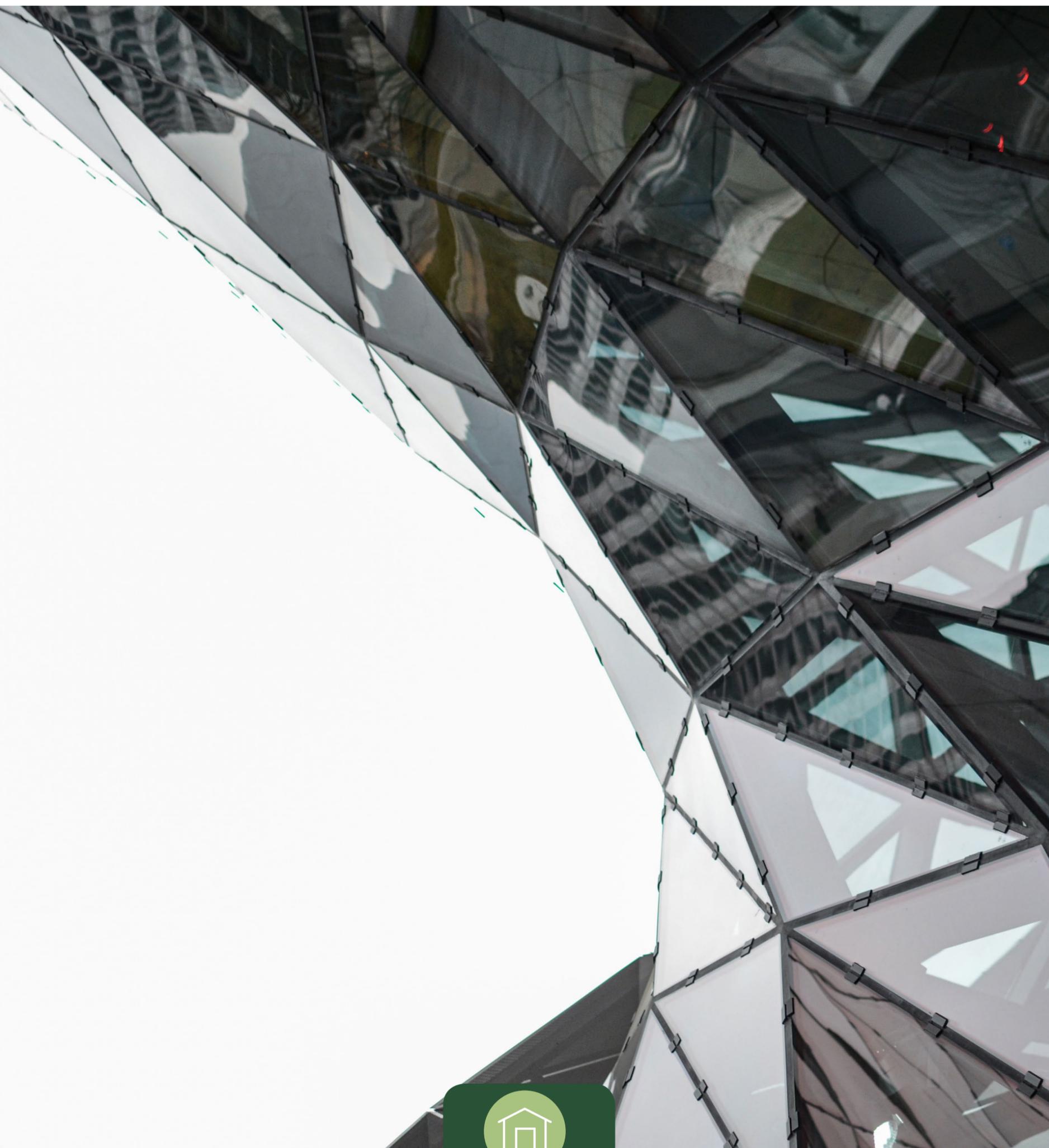
¿Cómo es el partido liberal? Por último, el partido liberal o FDP se fundó en 1948 juntando a liberales tanto de derechas como de izquierdas, los cuales buscaban promover la economía social de mercado. Desde entonces, se sitúa como una formación de centro con ideología liberal y, aunque desde finales de los 90 hasta principios de los 2000 –después de postularse como un partido de centroderecha– perdieran peso en el panorama político alemán, en la actualidad vuelven a ser clave para formar Gobierno.

Desde 2013, su presidente es Christian Lindner, nacido en 1979, que ejerce desde 2017 como miembro del Bundestag por Renania



del Norte-Westfalia, donde previamente dio comienzo su carrera política como miembro del Parlamento de esta región.

El atractivo del partido yace en la implementación de medidas fiscales más laxas, en fomentar la inversión privada y en la voluntad de darle un cambio de aires al estado y a la economía del país. En este sentido, una de las primeras medidas que quieren adoptar es la relajación de la carga fiscal sobre las empresas, que rondaría los 60.000 millones de euros.





¿POR QUÉ SUBE EL PRECIO DE LA LUZ?

¿Quién es quién en el sistema eléctrico español?

El sistema eléctrico español engloba las siguientes actividades y a los siguientes *players*:

Producción generación de la energía eléctrica, esto es, la transformación de una energía primaria (nuclear, térmica, eólica, solar...) en eléctrica mediante una tecnología concreta. Se lleva a cabo por parte de los operadores encargados de ello, que posteriormente inyectan en la red de transporte.

Transporte actividad regulada consistente en transmitir la energía eléctrica en alta tensión –medio físico que reduce las pérdidas del caudal de corriente– desde los centros de generación hasta los puntos de distribución. El único transportista en nuestro país es Red Eléctrica de España, en régimen de exclusividad.

Distribución operación consistente en llevar la energía eléctrica desde los puntos de distribución hasta los centros de consumo. Las empresas encargadas utilizan para ello redes de media y baja tensión.

Comercialización compra de la electricidad a los generadores para su posterior venta al consumidor final. A pesar de su liberalización en 1997, cerca del 90% está acaparada por cinco grandes operadores, dos de los cuales concentran el 70% de la facturación.



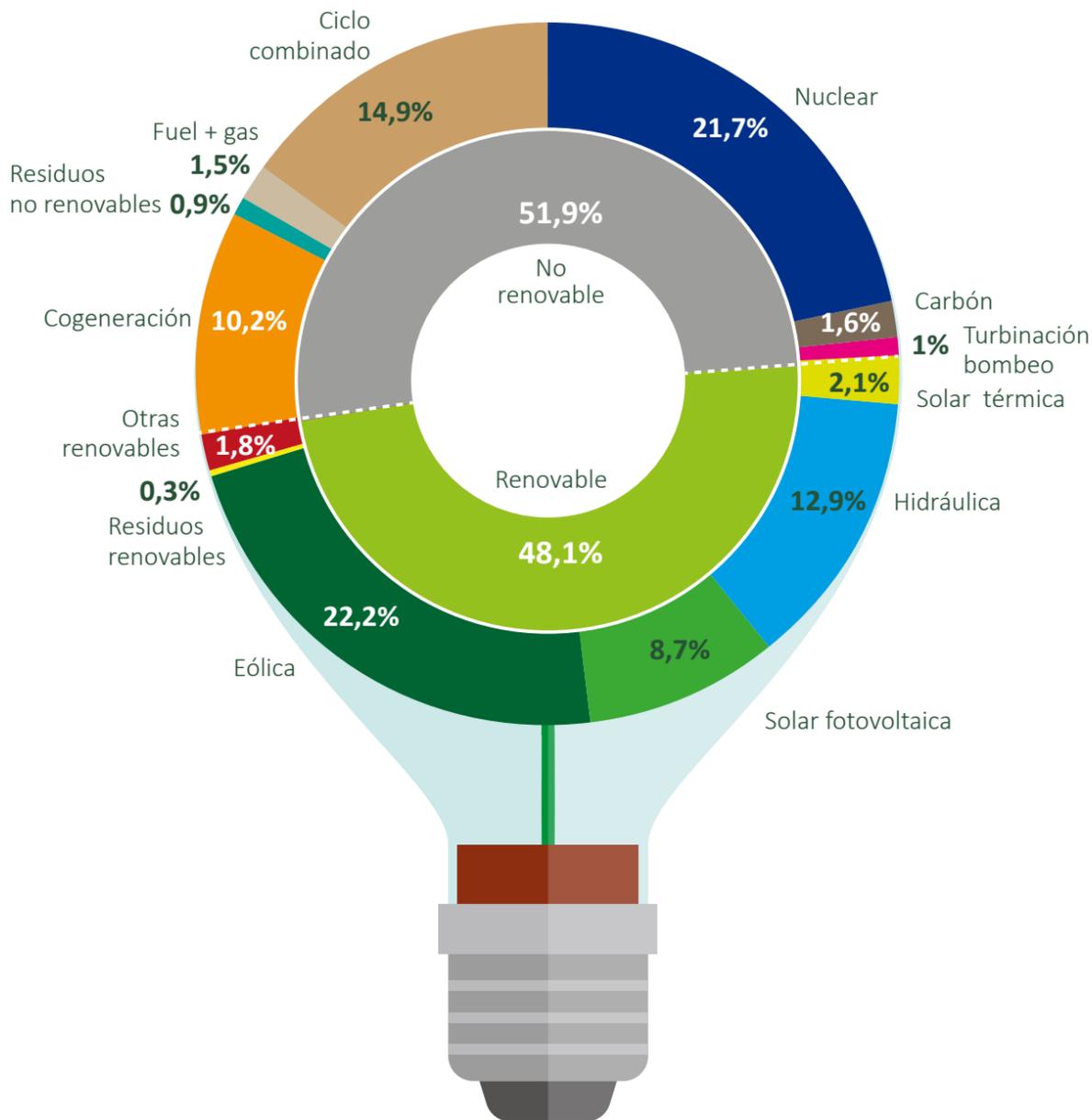
En cuanto a las distintas tecnologías de generación de energía eléctrica, estas pueden utilizar combustibles fósiles (gas, carbón, nuclear o fueloil) o recursos naturales como la luz solar, el viento o el agua. Lógicamente, la producción de este segundo grupo no es predecible y depende de factores climáticos. Por ello, y dado que la electricidad, hoy por hoy, no es almacenable a gran escala, para una adecuada gestión de la demanda es preciso contar también con el primer grupo de tecnologías.

Encender la luz o poner una lavadora en nuestros hogares requieren un proceso en el que intervienen diversos participantes: desde las plantas generadoras –que pueden emplear combustibles fósiles o bien recursos naturales– hasta las empresas comercializadoras, con las compañías de transporte y de distribución de por medio.

¿Cómo se forma el precio de la luz en el mercado mayorista?

El sistema de precios que impera en los mercados eléctricos europeos es marginalista, es decir, que, en cada franja horaria, el precio lo fija la última planta generadora necesaria para cubrir la demanda. El sistema empleado para ello es una subasta que se realiza para cada hora del día teniendo en cuenta la cantidad de electricidad demandada. Las plantas de generación efectúan sus ofertas al operador del sistema para cada franja horaria y el operador va cubriendo o casando la demanda con esas ofertas, empezando por las que ofrecen la electricidad a un precio más bajo. Para cada franja horaria, la última planta cuya electricidad ofrecida es casada con la demanda es la que marca el precio para todas las plantas que se habían casado previamente. Todas las





Fuente: Red Eléctrica Española (2021).

plantas que venden electricidad en esa hora reciben el mismo precio. A este mercado diario, denominado pool, es al que las generadoras lanzan cada una de sus ofertas para el día siguiente, buscando satisfacer la demanda del mercado.

El orden habitual de entrada de tecnologías suele incluir, en primer lugar, a aquellas plantas que, por cuestiones técnicas o económicas, tienden a ser precioaceptantes. Las razones técnicas responden a lo poco operativo que resulta detener la producción para ciertas plantas generadoras de electricidad, como las centrales nucleares, por lo que se ven obligadas a seguir produciendo, aunque los precios sean bajos; los motivos económicos tienen que ver con que la electricidad generada por plantas como centrales hidroeléctricas y parques eólicos o solares, si no se utiliza, se pierde. Tras las precioaceptantes, entran las centrales hidráulicas, que pueden gestionar el volumen de agua embalsada y decidir cuándo producir. Y, por último, las centrales de carbón y de ciclo combinado (gas), que deben cubrir con el precio un coste variable elevado (el del combustible) para



que tenga sentido, económicamente hablando, que produzcan electricidad.

En ocasiones, cuando la oferta disponible no es suficiente, es preciso recurrir a plantas menos competitivas que necesitan un precio muy alto para que su producción sea rentable. Como factor extra, hay que tener en cuenta el derecho de emisión de CO₂: las plantas que queman combustibles fósiles (petróleo, carbón, gas natural y gas licuado del petróleo) para producir electricidad tienen que pagar un coste por la emisión de CO₂ a la atmósfera. Esta medida persigue, desde el año 2005 y en el marco del Protocolo de Kioto, la limitación de tales emisiones en la Unión Europea (UE). Para cubrir ese sobrecoste, las entidades internalizan –dentro de sus ofertas de precios en las subastas diarias de electricidad– al operador del sistema.

La subida del precio de la luz, que acapara gran parte de la prensa diaria desde hace semanas, se debe a diversos factores. Los tres principales son, por una parte, la recuperación de la actividad post-COVID –la demanda se ha acelerado muy rápido–; por otra, la sustitución del carbón y parte de la energía nuclear por el gas, en un momento en que el precio de este es muy alto; y, por último, la subida del precio de los derechos de emisión de CO₂. Dado que el ciclo combinado es la tecnología que acaba fijando el precio en la mayoría de las ocasiones, el mencionado incremento del precio del gas es el factor más importante que explica la subida del precio de la electricidad.

Por otra parte, el cierre de centrales nucleares y la inversión en renovables ha tenido como consecuencia que el reparto de generación de electricidad por tecnología haya cambiado mucho en los últimos años. Han ganado peso las renovables y lo han perdido las fuentes de generación más tradicionales, fundamentalmente el carbón, tal como se puede observar en el siguiente gráfico. Además, en el año 2027 se empezarán a desconectar las grandes centrales nucleares hasta que, en 2034, se hayan cerrado la mayoría. Tal como puede apreciarse, la nuclear tiene mucho peso



en la producción, por lo que el cierre de esas plantas nos hará aún más dependientes del gas y de las renovables.

¿Por qué ha subido tanto el precio del gas?

Tal y como hemos ya hemos señalado, el gas se ha convertido en el elemento decisivo a la hora de fijar el precio marginal. El problema es que la demanda mundial de esta fuente de energía ha subido con fuerza en los últimos meses, llegando a multiplicar su precio por 6 en Europa con respecto al de hace un año, y por 2,6 y 4,5 en Estados Unidos y Asia, respectivamente. Este incremento se debe, principalmente, a dos factores entrelazados: por una parte, el hecho de que el pasado invierno se alcanzasen temperaturas muy bajas provocó que las reservas de gas se sitúen ahora en niveles también muy bajos; por otra parte, la lógica reactivación de la economía tras la pandemia ha disparado el consumo industrial. Además, intervienen otros factores como el descenso de la inversión por parte de las grandes compañías productoras y ciertas cuestiones geopolíticas como, por ejemplo, la reducción del suministro de gas al Viejo Continente por parte de Rusia y el reciente conflicto del gaseoducto del Magreb.

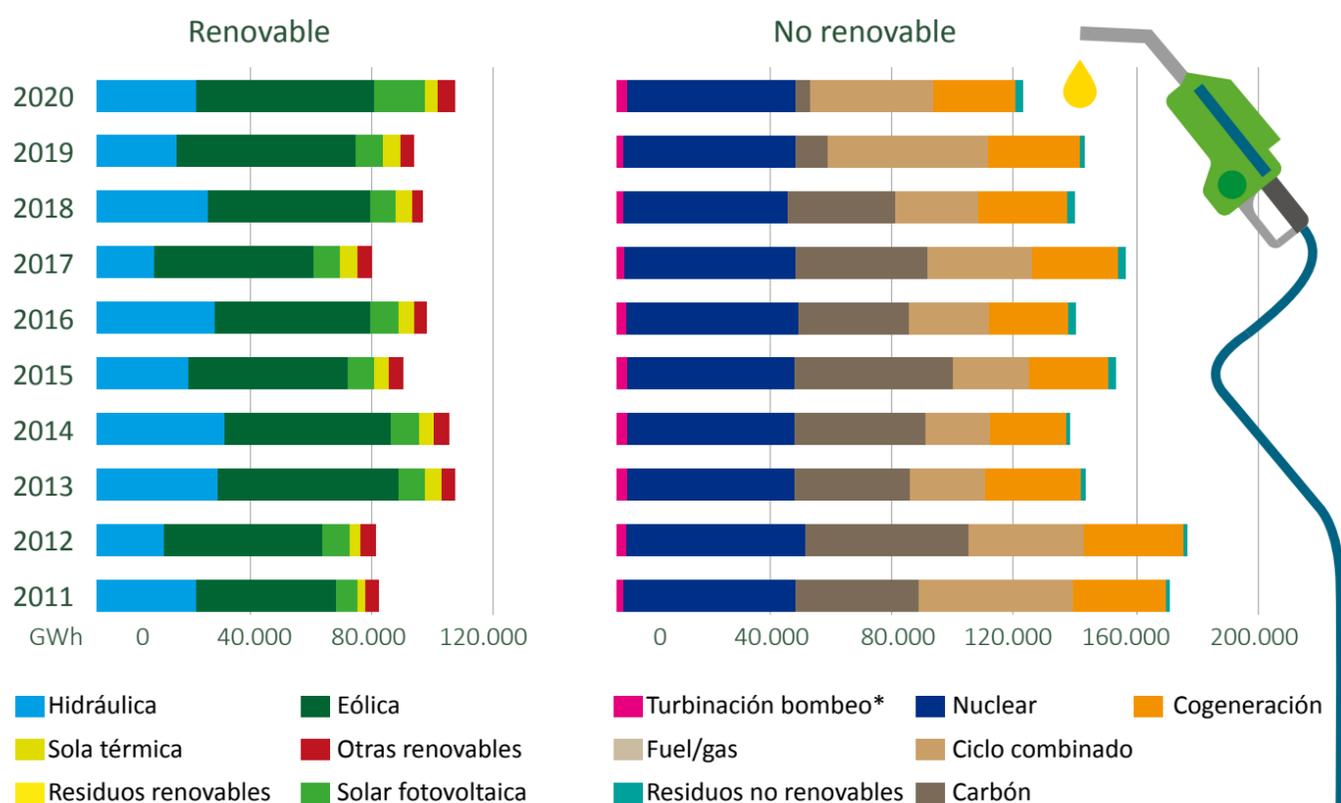
El gas llega a nuestro país tanto a través de gasoductos como en barcos metaneros en forma de gas natural licuado (GNL). Este se procesa en las plantas de regasificación que inyectan el gas, ya en estado gaseoso, en la red. De los dos gasoductos que lo traen desde Argelia hasta España, el más antiguo atraviesa Marruecos y entra en la Península por el Estrecho de Gibraltar. Por tanto, la ruptura de relaciones diplomáticas entre Argelia y Marruecos pone en riesgo el funcionamiento de esta infraestructura. Su capacidad (12 bcm o miles de millones de metros cúbicos al año) es relevante en el contexto de los 40 bcm (de los cuales 37bcm corresponderían a España) de demanda ibérica anual prepandemia. La parada de actividad de esta instalación nos haría más dependientes del mencionado GNL, cuyo precio es



mucho más volátil y está sujeto a los vaivenes de la demanda internacional. Este riesgo se magnifica en contextos como los actuales, donde un conjunto de diversas circunstancias ha llevado al precio spot del gas a alcanzar niveles récord, tal como se explicaba anteriormente. Las compras *spot* se refieren al combustible que, físicamente, cambia de manos en la puerta de una refinería u otro centro importante de precios para la entrega por ducto, buque o carga.

El gas, elemento determinante del precio marginal de la electricidad, ha incrementado su precio spot hasta niveles máximos. ¿La razón? El notable aumento de la demanda mundial de esta fuente de energía, fruto de la reactivación económica pospandemia, y el descenso de las reservas.

Evolución de la producción de energía eléctrica renovable y no renovable peninsular



La producción neta de las instalaciones no renovables e hidráulicas UGH tienen descontados sus consumos propios. En dichos tipos de producción una generación negativa indica que la electricidad consumida para los usos de la planta excede su producción bruta.

*Turbinación de bombeo puro + estimación de turbinación de bombeo mixta

Fuente: REE



Por otro lado, la UE ha endurecido recientemente su normativa respecto a los certificados de CO₂, instrumentos que las industrias que contaminan deben comprar para compensar sus emisiones. En gran parte, como consecuencia de estos objetivos más ambiciosos de la UE, el precio de estos certificados o derechos de emisión se ha visto incrementado de forma sensible. Tal como ya se ha señalado, las plantas de ciclo combinado incluyen, en el precio al que ofertan su electricidad, el coste de los derechos de emisión, lo que impulsa aún más hacia arriba el precio final de aquella en el mercado mayorista o pool.

¿Cuál es el impacto en nuestra factura de la luz?

En el recibo de la luz, en general, podemos distinguir dos componentes: el primero son los “peajes”, que cubren la parte más o menos fija de la factura y recogen los gastos asociados a llevar la electricidad hasta los hogares –esto incluye los pagos a los propietarios de las redes de transporte y distribución y otros costes como las primas a las plantas renovables que tienen derecho a ellas–. Este importe se reparte entre el total de kilovatios hora (kWh) del sistema y se imputa a cada cliente en función de su consumo, pero suele ser una cantidad equivalente por unidad de consumo. También podemos asimilar a este bloque el coste de la potencia contratada, que, aunque variará según el cliente, tampoco debería oscilar mucho de compañía a compañía.

El segundo componente recoge el precio de la energía, esto es, del kWh propiamente dicho. Aquí es donde vamos a sufrir el impacto de los mayores precios del mercado mayorista que veíamos antes.

Los consumidores domésticos podemos encontrarnos vinculados a dos tipos de contratos distintos con la comercializadora de electricidad. Según el que tengamos, el precio que pagaremos por los kWh consumidos recogerá de forma diferente esta reciente subida del precio en el mercado mayorista.



El impacto en nuestra factura eléctrica depende de que el contrato que tenemos con la compañía suministradora sea regulado, cuya actualización es mensual, o si se trata de uno libre –el tipo escogido por cerca del 90% de los consumidores domésticos e industriales–, que se revisa de manera anual.

En el caso del contrato regulado o “tarifa regulada”, el precio del mercado mayorista se actualiza cada mes. La comercializadora recibe un pequeño margen, pero repercute de forma directa el precio al que tiene que comprar la electricidad en dicho mercado mayorista. Lógicamente, tal repercusión funciona en los dos sentidos: si el precio del mercado mayorista desciende, el mes siguiente se actualizará de forma automática el precio de la energía para los clientes bajo esta modalidad de contrato.

En el segundo caso, el consumidor está fuera de la tarifa regulada y tiene un contrato diferente con la comercializadora, generalmente por un periodo de un año. Esta modalidad pertenece al mercado liberalizado: cliente y comercializadora acuerdan un precio determinado para el kWh de los siguientes doce meses, con independencia de lo que ocurra con el del mercado mayorista. De este modo, el cliente sabe lo que va a pagar y es la comercializadora la que asume el riesgo de lo que ocurra en el pool. Transcurridos los doce meses, se revisarán las condiciones del contrato. En la actualidad se estima que, en el conjunto del sistema eléctrico –no solo de los clientes domésticos–, cerca del 90% de la electricidad vendida se enmarca en contratos libres.



¿Qué impacto tiene todo esto en las compañías cotizadas?

Por mucho que el precio de la electricidad haya subido y vaya a seguir haciéndolo, no parece razonable esperar que todo el sobreprecio pase a engrosar los márgenes de las compañías eléctricas.

Aunque sus plantas de generación vendan a precios más altos en el mercado mayorista, sus divisiones de comercialización también tenían comprometida la electricidad, en gran medida, con sus clientes en plazos de, al menos, un año, a precios sensiblemente más reducidos.

Habitualmente, las eléctricas no quieren un mercado volátil; la naturaleza de su negocio implica cubrir sus costes y asegurar los márgenes, aunque sean reducidos.

Las recientes medidas incluidas por el Gobierno español en el real decreto ley anunciado en septiembre tienen un impacto significativo en los beneficios de las empresas, entre las que Iberdrola y Endesa serían las más afectadas.

El precio del gas en los mercados internacionales sigue su escalada y, en línea con este, lo hace contra los ingresos de estas compañías, establecido por el mencionado real decreto. Esta medida, en principio, estará vigente hasta marzo de 2022.

Por ahora, la situación es muy confusa y las eléctricas se disponen a romper los contratos con los clientes para compartir con ellos el sobrecoste que implica esta normativa. Las últimas noticias parecen abrir la puerta a alguna medida impulsada por parte de la UE que llevaría al Ejecutivo español a reconsiderar el alcance de las suyas.



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: 176,37 M€
- Duración cartera renta fija: 3,02 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	10,5029
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,8103
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,8884

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



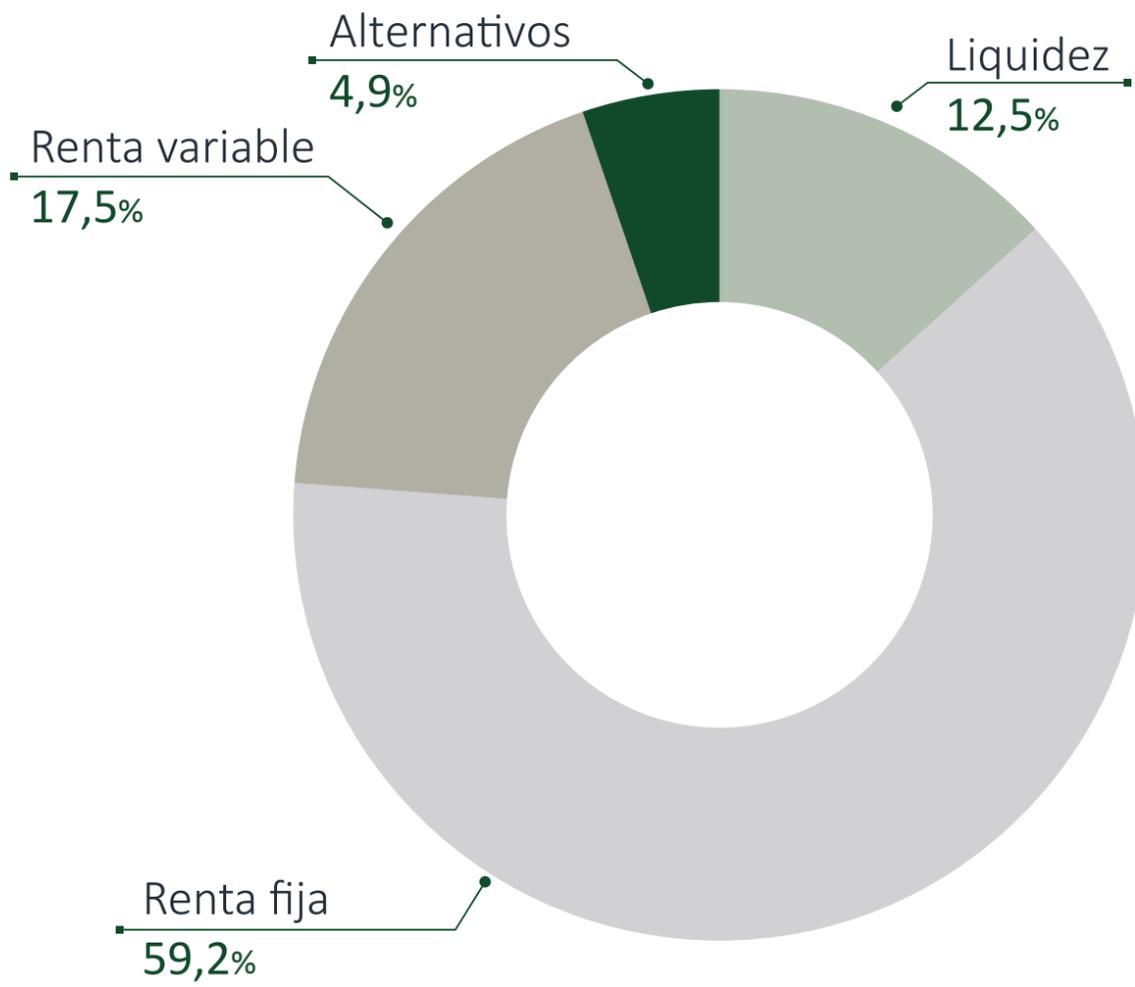
RENTABILIDADES

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2021	-0,26%	0,44%	0,96%	0,29%	0,13%	0,32%	0,15%	0,41%	-0,45%				2,01%
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%

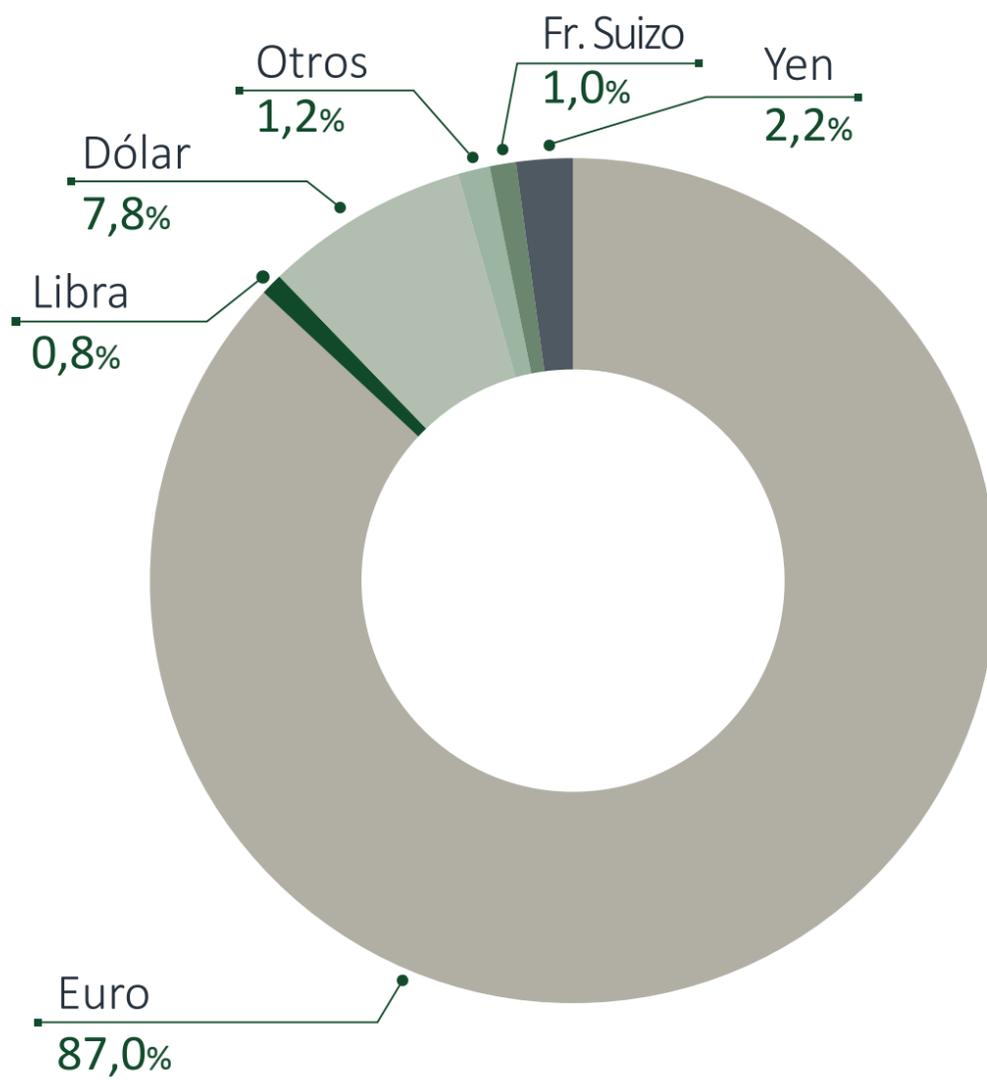
YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
2,01%	2,69%	-0,45%	-0,05%	0,10%	0,86%	4,86%	5,032%	0,95%



DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.



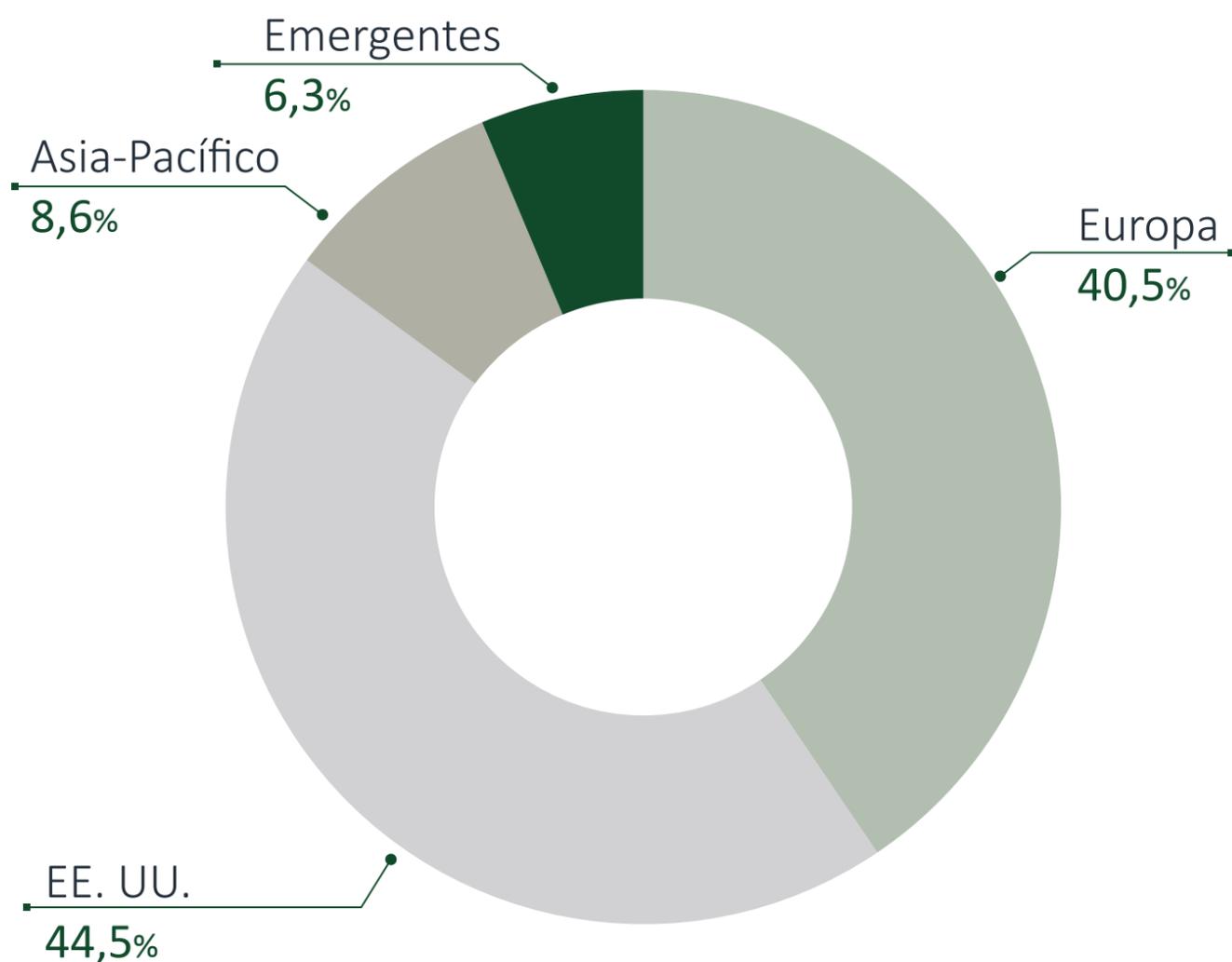
Exposición neta de coberturas.



PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
MUTUAFONDO FI L EUR	13,25%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	9,27%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	7,21%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	6,52%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	4,16%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,45%
FIDELITY EURO SHORT TERM BOND Y	3,01%
JUPITER JGF DY B FD-I EUR A	2,50%
DPAM L-BONDS UNIV UNCO-F CLEAN	2,46%
EDGEWOOD L SELECT US GROWTH USD IZ	2,46%

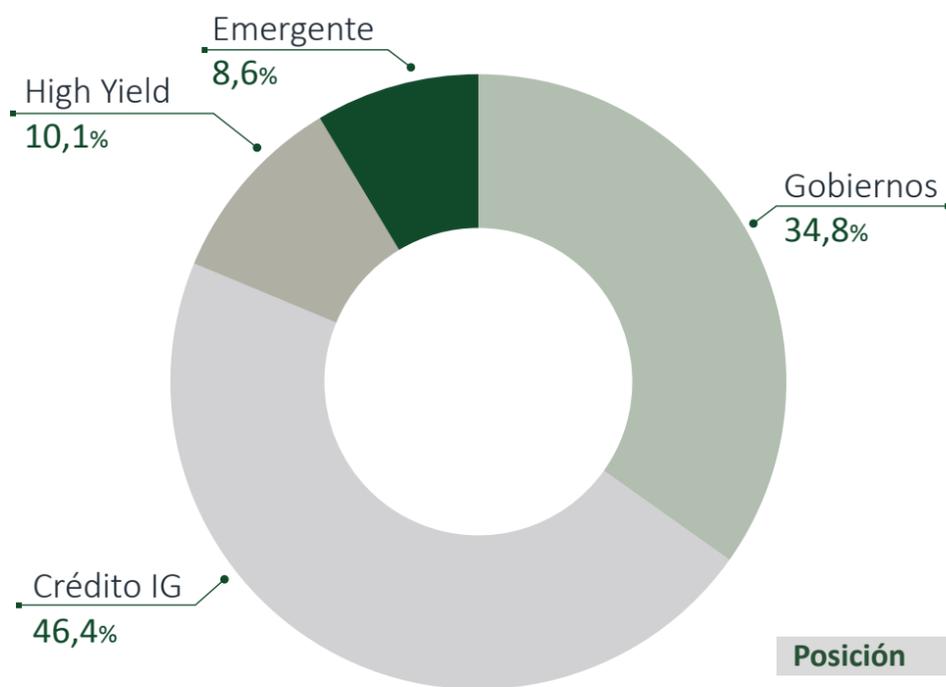
EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.



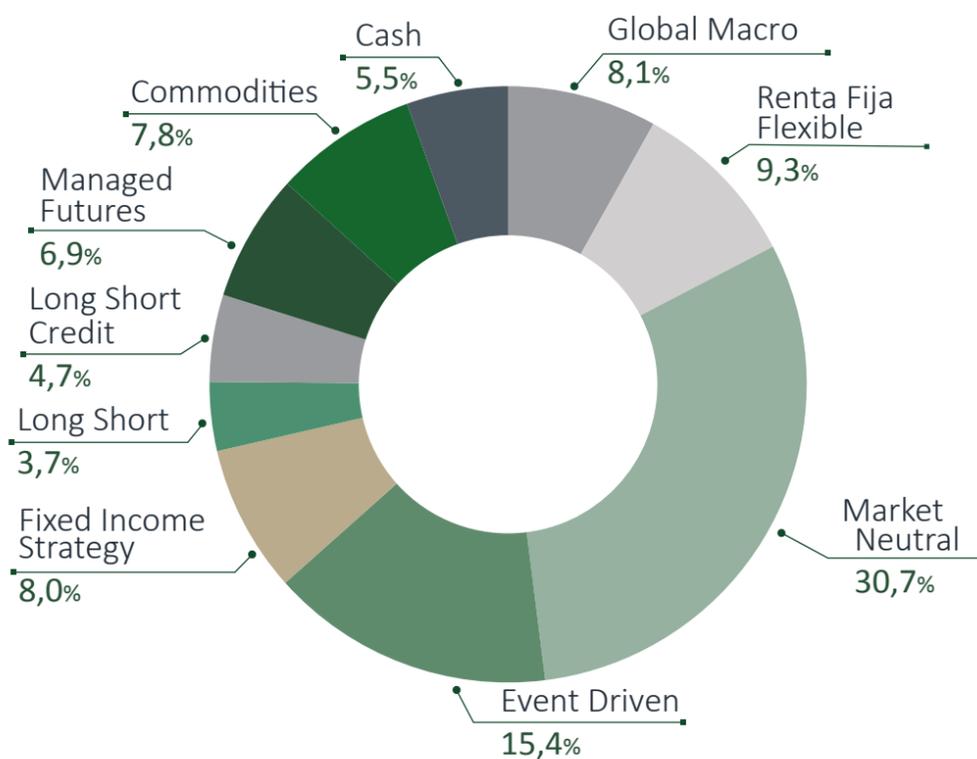
TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	13,17%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	9,22%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	6,48%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	4,13%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,42%

Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.

TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Posición	Peso
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	1,47%
BMO REAL ESTATE EQ MK NEUTRAL B CLEAN	1,45%
EXANE FUNDS 1 CERES A ACC	1,44%

Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.



Comentarios del trimestre

- Incremento en Renta Variable Japón y China.
- Venta total del ETF Ishares Physical Gold.
- Venta del ETF Ishares Stoxx 600. Compra de LVMH.
- Venta de un 2% USD. Venta de Naturgy.
- Compra de Iberdrola.
- Compra de Acciona Energía.
- Reducción de exposición a Renta Variable hasta la neutralidad con venta de futuros.
- Estrategia Put Spread con vencimiento en noviembre. Strike 4000 – 3750.
- Venta de Futuros del MSCI World para llevarnos la Renta Variable al 18%.





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: 50,73M€
- Duración cartera renta fija: 2,77 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	10,9445
CLASE B	ES0168214015	0,8%+7% éxito	11,2687
CLASE C	ES0168214023	0,58%+7% éxito	11,2739

EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



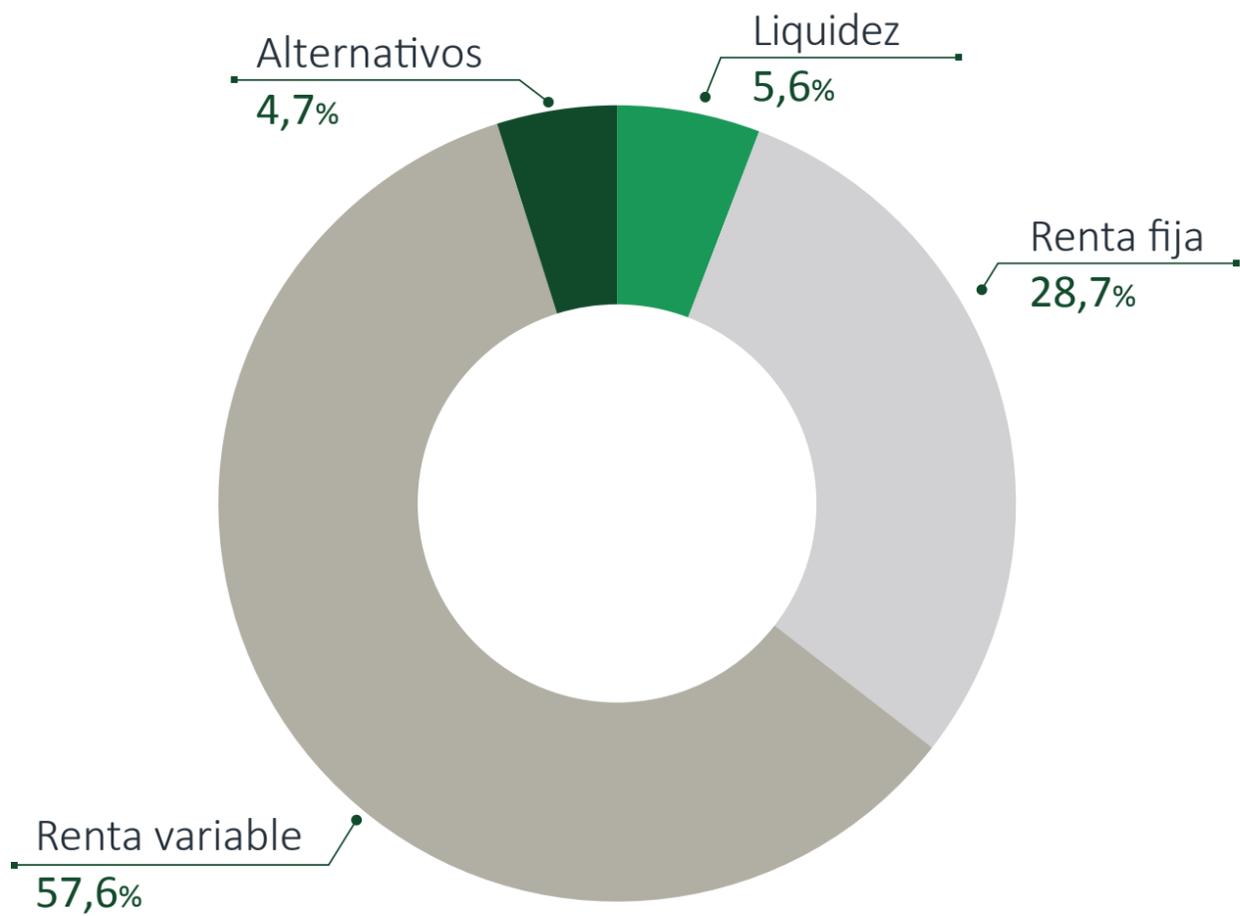
RENTABILIDADES

	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%	0,17%	1,50%	-0,66%	■	■	■	8,52%
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%

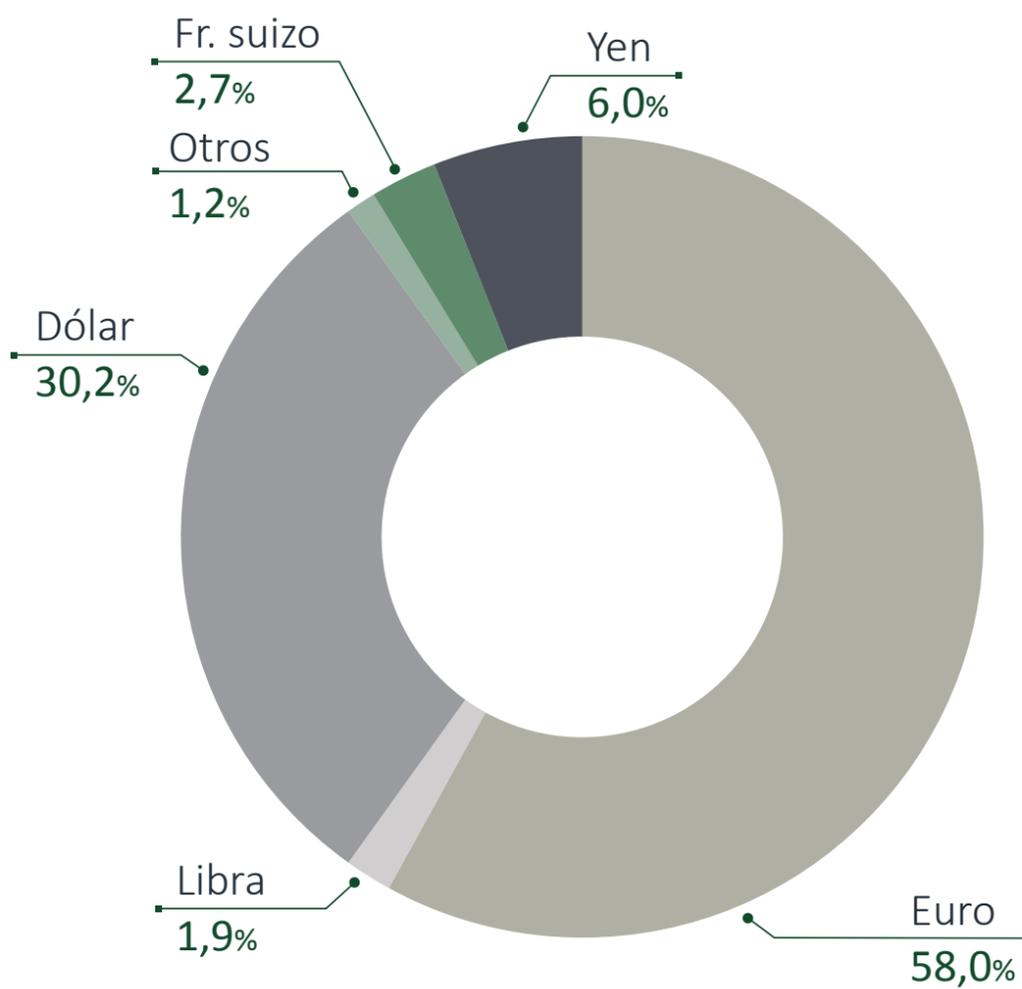
YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
8,52%	11,55%	-0,66%	0,83%	1,00%	3,46%	15,58%	14,32%	3,51%



DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.



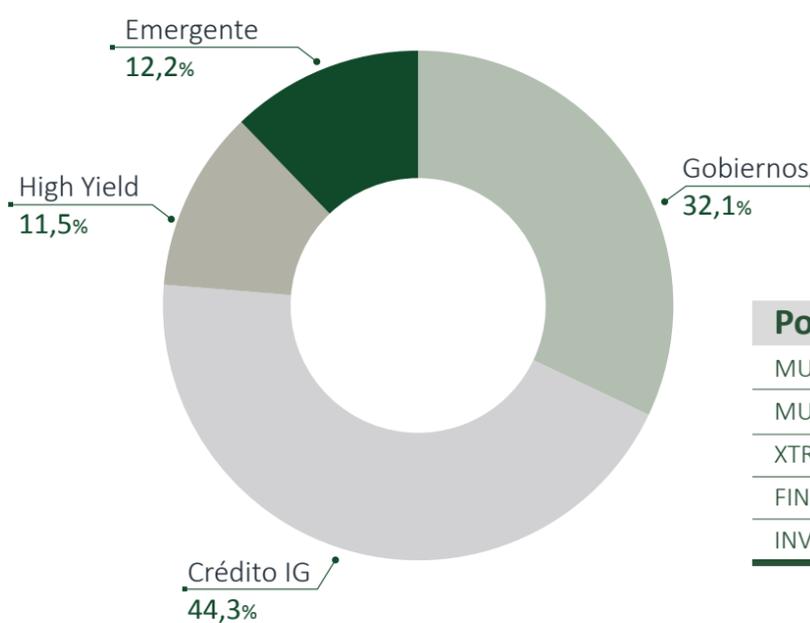
Exposición neta de coberturas.



PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	7,95%
MUTUAFONDO FI L EUR	7,21%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	6,03%
ISHARES MSCI JPN MONTH EUR	5,21%
ROBECO US PREMIUM EQ I	5,12%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	4,06%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	3,06%
SCHRODER GLOBAL CLIMATE CHANGE EQ C EUR	2,29%
ISHARES US INFRASTRUCTURE NON-UCITS	2,25%
BRANDES EURPN VALUE-I-EUR	2,22%

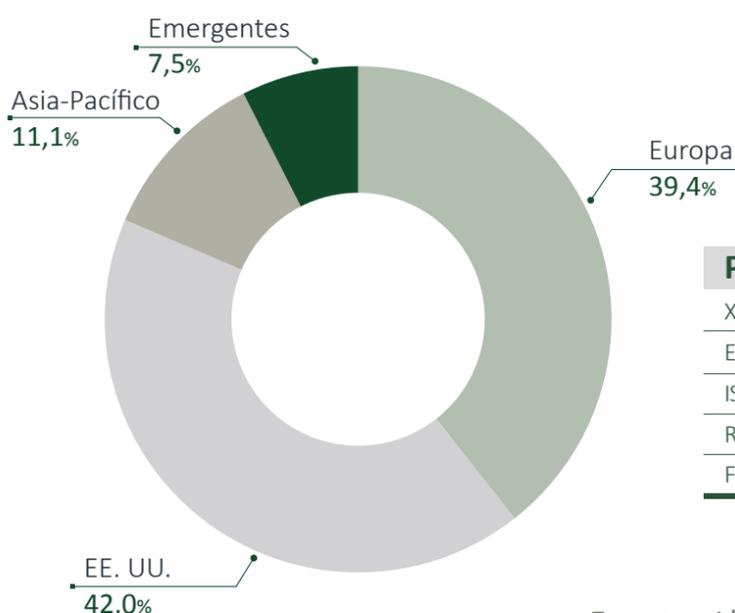
TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	7,15%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	4,02%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	3,03%
FINISTERRE EM FIXED INCOME I EURHG	1,84%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	1,25%

Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE Y PRINCIPALES POSICIONES



Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	7,89%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	5,98%
ISHARES MSCI JPN MONTH EUR	5,17%
ROBECO US PREMIUM EQUITY	5,08%
FUT STOXX 600 DIC 21	2,76%

Fuente: Alantra Wealth Management, septiembre 2021.



Comentarios del trimestre

- Incremento en Renta Variable de Japón y China.
- Venta total del ETF Ishares Physical Gold.
- Venta de parte del ETF Ishares Stoxx 600.
- Compra de LVMH.
- Compra de Laboratorios ROVI.
- Compra de Amadeus.
- Venta de Naturgy.
- Compra de Iberdrola.
- Compra de Acciona Energía.
- Reducción de exposición a Renta Variable hasta la neutralidad con venta de futuros.
- Estrategia Put Spread con vencimiento en noviembre. Strike 4000 – 3750.
- Venta de Futuros del MSCI World para llevarnos la Renta Variable al 58%.



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



€3.200mn
AUM



18
Socios Ejecutivos



>25
Media años
de experiencia

FORTALEZA DE LOS ACCIONISTAS

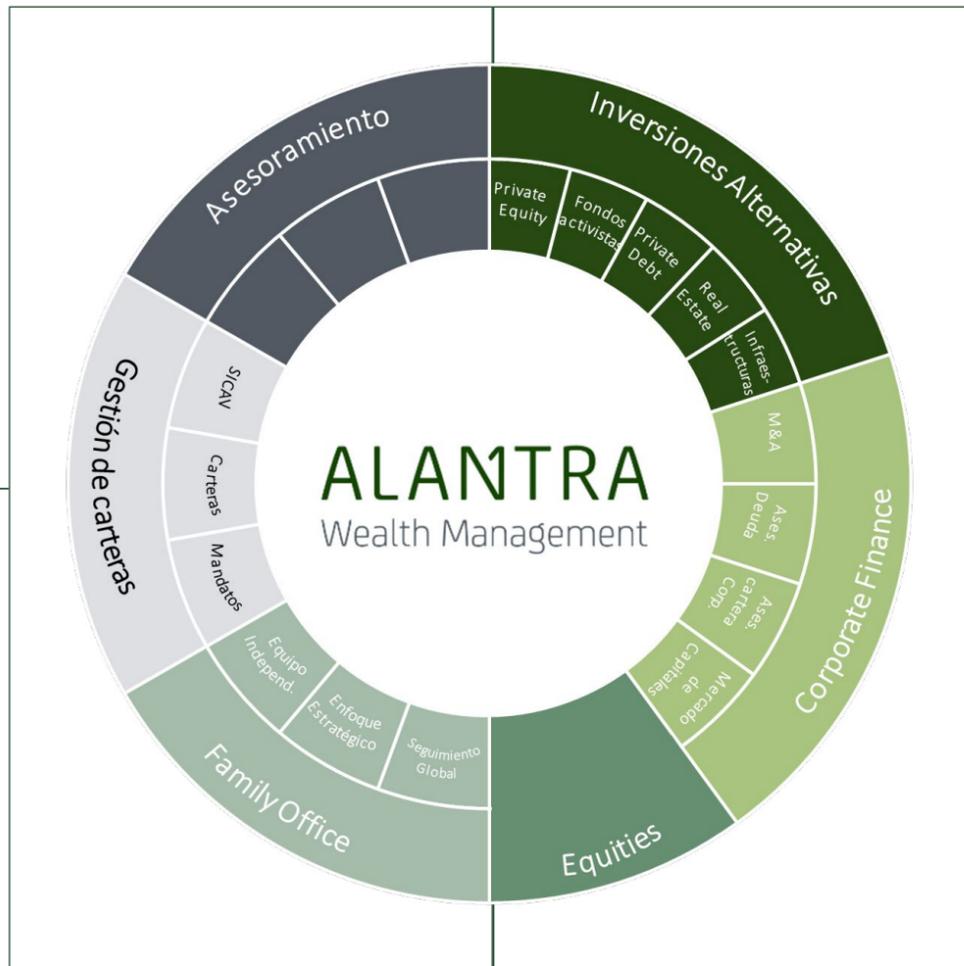
Grupo "MM" 50.01% del accionariado	
€14.996mn Patrimonio (valor Mercado)	€304,1mn Bº Neto consolidado
€8.610mn AUM	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a septiembre 2021.

Grupo Alantra 25% del accionariado	
€590mn Capitalización bursátil	Presente en 20 países
€20.200mn Activos Bajo Gestión	0 Endeudamiento Financiero

Cifras a septiembre 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.

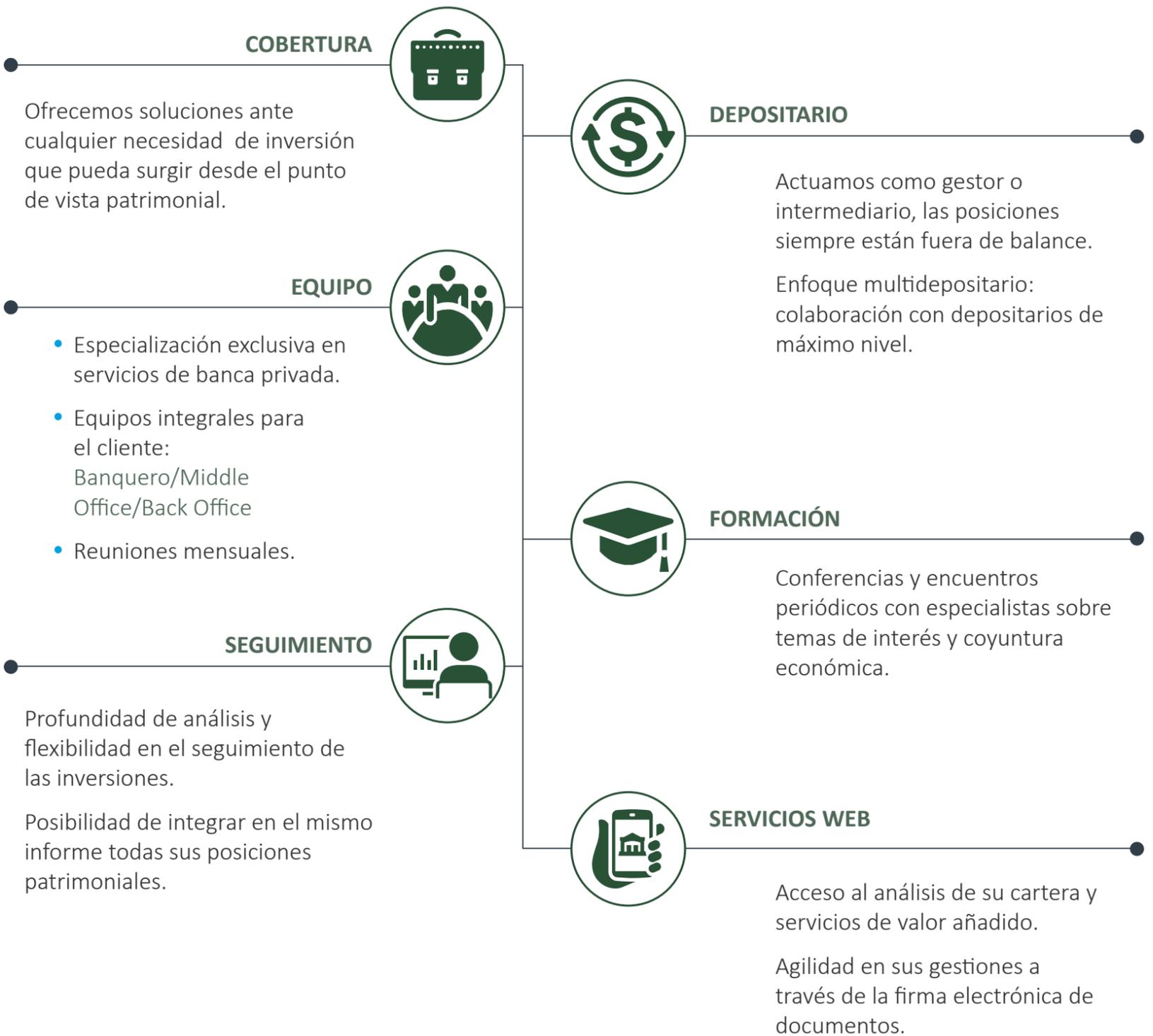
Activos alternativos

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

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



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

