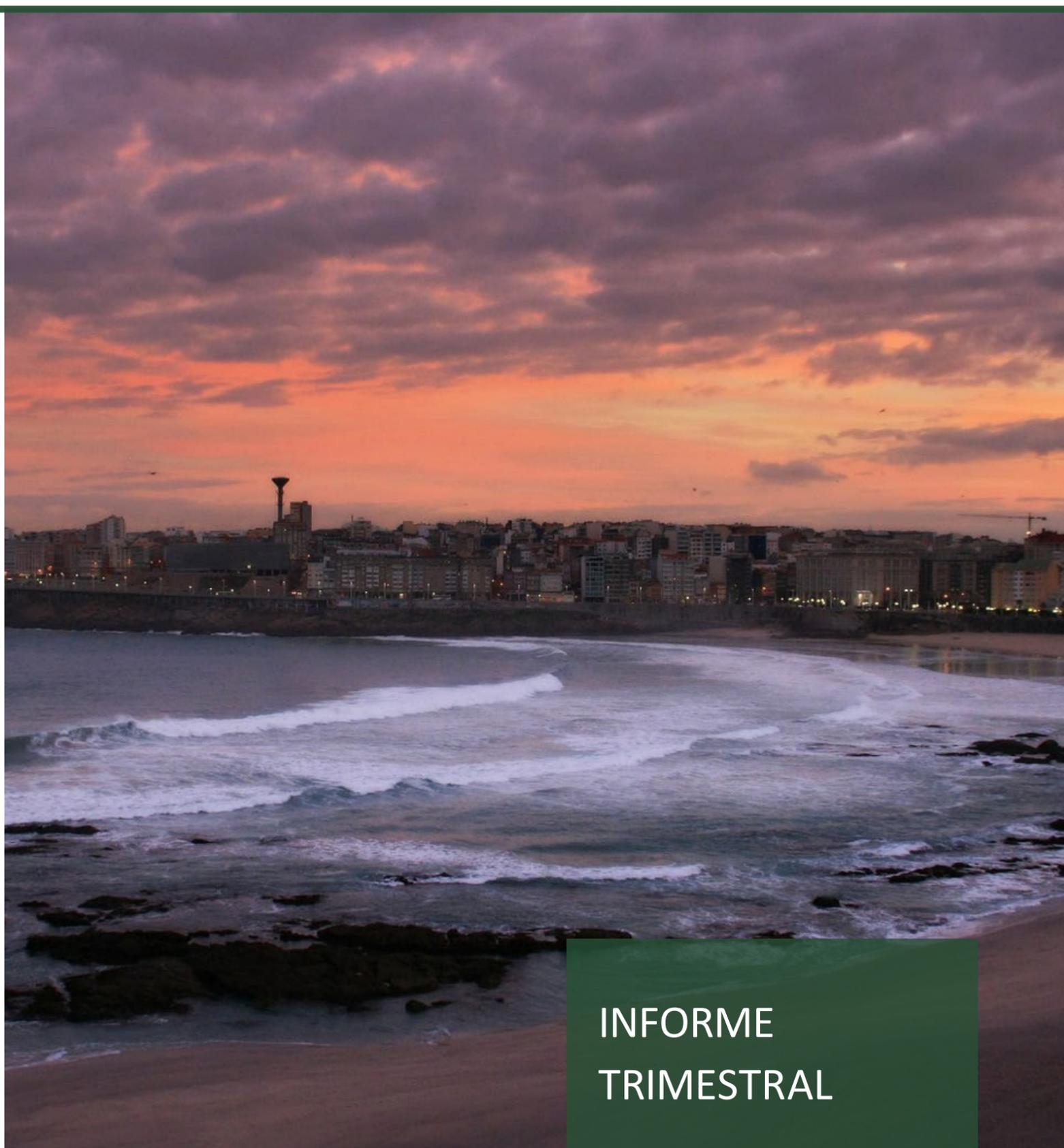


# ALANTRA

Wealth Management



INFORME  
TRIMESTRAL

FEBRERO 2022



**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

<b>Nuestra Visión de un vistazo</b>	<b>4</b>
<b>Resumen de 2021</b>	<b>11</b>
<b>Contexto Macro y Visión de Mercados</b>	<b>15</b>
Crecimiento	<b>15</b>
Inflación	<b>16</b>
Política Monetaria	<b>22</b>
Renta Fija	<b>25</b>
Renta Variable	<b>29</b>
Otros	<b>33</b>
<b>En Profundidad</b>	<b>35</b>
Qué esperar del nuevo gobierno de Alemania	<b>36</b>
Las subidas de tipos y sus efectos históricos sobre la economía y los mercados	<b>41</b>
¿Qué es el Hidrógeno verde?	<b>49</b>
¿Qué es el Metaverso?	<b>54</b>
<b>Fondos Murano</b>	<b>62</b>
Murano Patrimonio FI	<b>63</b>
Murano Crecimiento FI	<b>69</b>
<b>Sobre Alantra Wealth Management</b>	<b>74</b>

NUESTRA VISIÓN  
DE UN VISTAZO



Aunque esta es una revista sobre los mercados financieros y la gestión de carteras, en esta ocasión vamos a poner el foco en el asesoramiento.

Los próximos años, probablemente, tengamos que seguir conviviendo con alta inflación, por lo que cobra especial relevancia contar con un asesoramiento personalizado para afrontar un escenario de rentabilidades reales más bajas. Se trata, en definitiva, de mejorar el resultado de nuestras inversiones. Para conseguirlo, hay numerosos caminos pero todos pasan por diversificar mucho y añadir riesgo a nuestra cartera sin salirnos de nuestro perfil de inversor. Añadir riesgo tras una subida tan importante de las bolsas y en un momento en que se esperan alzas de tipos por parte de los bancos centrales es complicado: estos cambios deben hacerse poco a poco y debemos estar pendientes de las oportunidades que surjan en los mercados.

Con este contexto de asesoramiento, abordamos varios temas en esta publicación:

En primer lugar, las previsiones de crecimiento económico para 2022 apuntan a una desaceleración, aunque sin estancamiento. El consenso estima un 4,4% global, por encima del potencial, tras un extraordinario 6,1% de aumento en 2021. Quizá, la novedad es que la zona euro conseguirá crecer más que EE. UU. gracias a la llegada de los fondos del Plan de Reconstrucción de la UE. Pueden leerlo con más detalle en la [página 11](#). Además, en la [página 36](#) analizamos en profundidad el efecto que el nuevo Gobierno de coalición alemán puede tener sobre el conjunto de la economía europea.

Los precios deberían estabilizarse a lo largo de este año y empezar a caer en la primavera. Las razones se encuentran en la relajación de la demanda de energía por el fin de la temporada de frío en el hemisferio norte, el aumento de la producción de combustible y, por último, la reducción del presupuesto de los hogares. Pero confluyen otros factores inciertos como cuándo empezarán a funcionar bien las cadenas de suministros en el mundo, afectadas por el parón de actividad de la pandemia, o



la posible traslación de la inflación a los salarios que convierta el alza de precios en algo más duradero. Lo contamos en detalle en la [página 15](#).

Nos ha sorprendido lo rápido que han cambiado su discurso los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal (FED). Hace unos meses, su presidente, Jerome Powell, nos decía que la inflación era un fenómeno “temporal” y no había ninguna necesidad de endurecer la política monetaria. Posteriormente, y en sucesivas reuniones, eliminó la palabra temporal y anunció el fin del programa de compra de activos como paso previo a la subida de tipos y a la posible reducción del balance de la FED. Más difícil lo tendrá el Banco Central Europeo (BCE), porque si sube tipos se arriesga a que suban las primas de las economías periféricas. Lo tiene claro y prefiere cometer un error por inacción que por precipitación. Lo explicamos en la [página 15](#), y en la [página 41](#) entramos en profundidad en el efecto que las subidas de los tipos de interés han tenido sobre la economía norteamericana y los mercados desde los años 50.

En nuestras carteras no hacemos grandes cambios comparado con el año pasado, pero sí retoques que desvelamos en la [página 8](#).

Seguimos neutrales en bolsa, aunque destacamos su atractivo en un contexto de inflación alta y eso pese a que las valoraciones absolutas son muy exigentes.

Creemos que la clave este año será acertar con la rotación sectorial, como está demostrando el inicio del 2022. La cotización en bolsa de las diferentes industrias sensibles a tipos gira con mucha fuerza ante este tipo de movimientos y queremos aprovechar esa volatilidad. También elevamos el peso de nuestras carteras en las bolsas de economías emergentes, especialmente en China. En las [páginas 49 y 54](#) escribimos en profundidad sobre la industria del hidrógeno verde y acerca del Metaverso, como ideas de inversión con un gran potencial en un futuro cercano.

Somos muy prudentes en renta fija. La subida de los tipos de

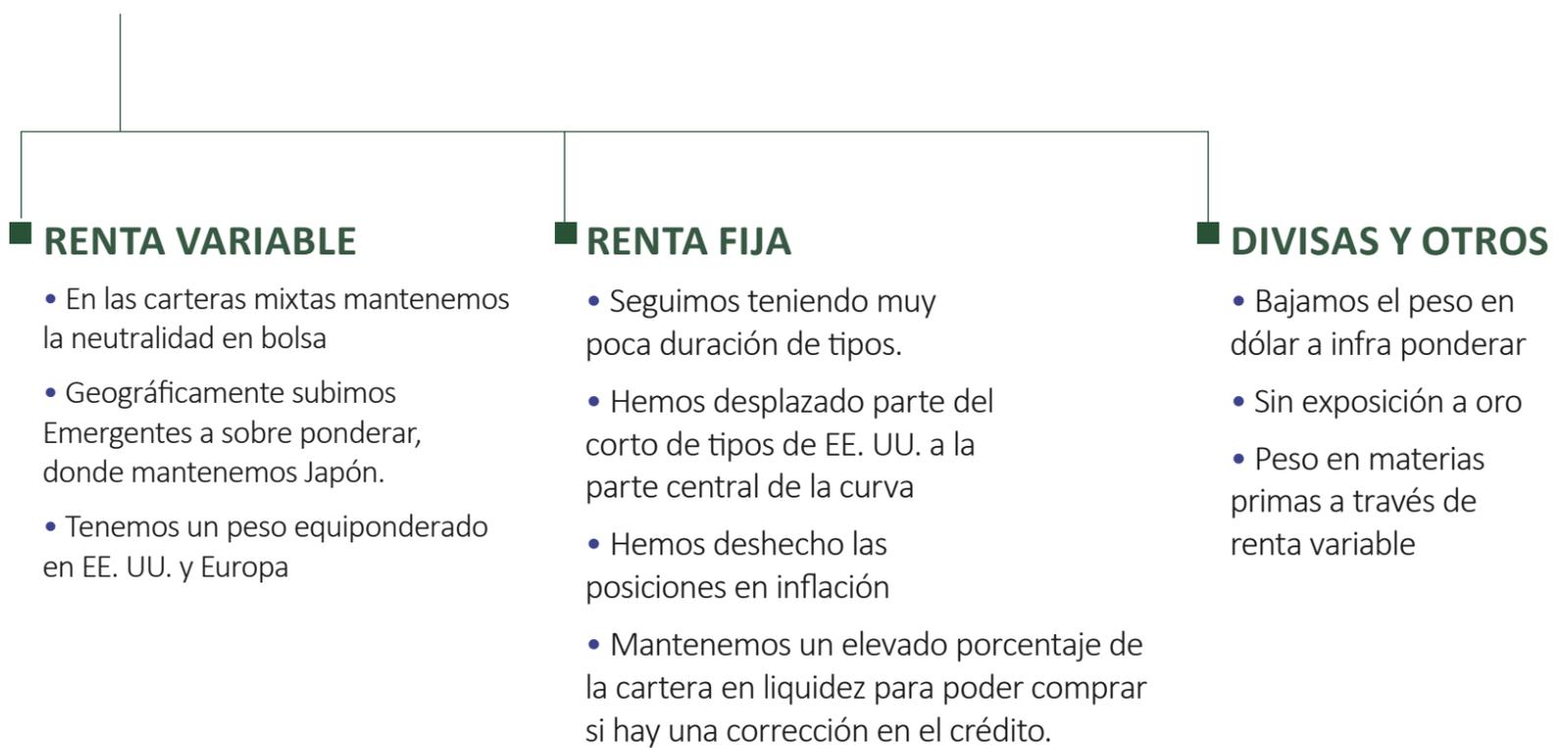


interés está haciendo daño a la deuda de los gobiernos, y la corporativa no tiene mucho colchón ante posibles pérdidas. Hemos invertido en deuda emergente y subimos el peso en bonos *high yield* (alto rendimiento) que sí ofrecen una rentabilidad algo más razonable.

Por último, en divisas, bajamos el peso de nuestras inversiones en dólares estadounidenses. Hasta ahora, el dólar ha tenido un gran protagonismo en nuestras carteras, y creemos que el reciente rally ha venido motivado por unas mayores perspectivas de subidas de tipos en EE. UU. donde, quizá, el mercado ha exagerado.

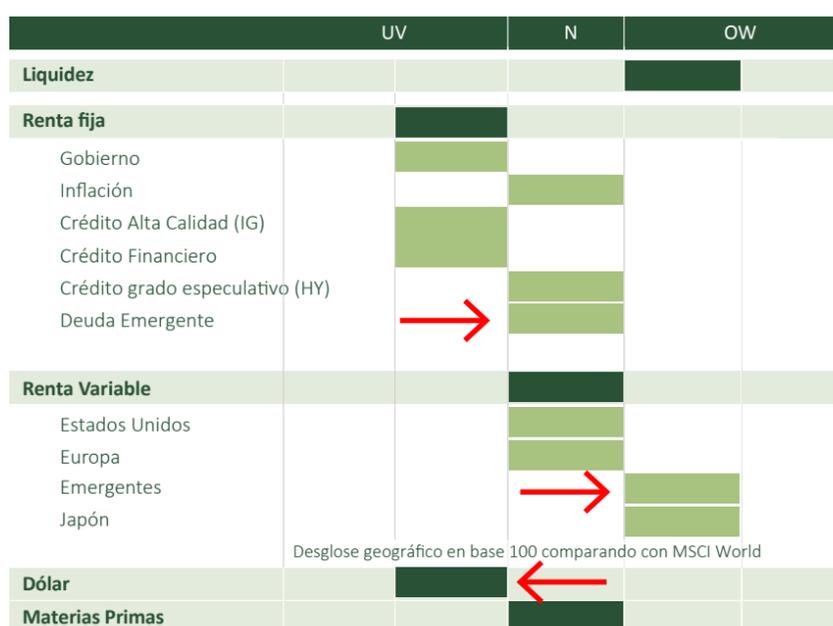


## Ponderación de las carteras respecto a los índices



Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/12/2021.

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 31/12/2021.



## 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 diciembre de 2021.

## Mercados de renta variable

Índice	Último	2021
MSCI World	3.232	22,4%
DJ Stoxx 600	488	25,8%
S&P 500	4.766	28,7%
Nasdaq	16.320	27,5%
Topix	1.992	12,8%
MSCI Em	1.232	-2,5%
CAC 40	7.153	31,9%
DAX 30	15.885	11,2%
FTSE 100	7.385	11,1%
FTSE MIB	27.347	26,3%
IBEX 35	8.714	10,5%
Volatilidad SP500	17,2	-24,3%

Fuente: Bloomberg. Datos a diciembre de 2021.

## Tipos de interés

	31 dic 2021	31 dic 2020	31 dic 2019	31 dic 2018	31 dic 2017
US 10Y	1,512	0,91	1,92	2,68	2,43
UK 10Y	0,9677	0,2	0,82	1,27	1,19
CHF 10Y	-0,153	-0,579	-0,503	-0,279	-0,178
JP 10Y	0,065	0,021	-0,02	-0,01	0,04
BD 10Y	-0,182	-0,57	-0,19	0,24	0,43
FR 10Y	0,195	-0,34	0,12	0,71	0,77
IT 10Y	1,17	0,54	1,42	2,75	1,98
SP 10Y	0,563	0,05	0,46	1,41	1,54
<b>Spread de crédito</b>	Último	31 dec 2020	31 dec 2019	31 dec 2018	31 dec 2017
Global HY spread	293	293	280	449	306
EM spread (Hard)	256	218	247	306	210
Itraxx Main	48	48	44	87	45
Itraxx Xover	242	243	207	353	232

Fuente: Bloomberg. Datos a diciembre de 2021.



## Previsiones PIB FMI

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

Fuente: FMI. Datos a julio 2021.

## Forward Price Earning Ratio

País	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
<b>Europa</b>	16,3	11,9	17,7	17,1	16,5	15,6
<b>EE.UU.</b>	20,9	17,2	21	23,3	24,2	22,5
<b>Japón</b>	15,1	12,2	15,2	17,3	15,2	14,1
<b>Emergentes</b>	13,9	12,4	14,2	14,8	13,2	12,5

Fuente: Morgan Stanley. Datos a 31/12/2021.

## Carteras Modelo Alantra WM

	Conservador	Moderado	Medio	Agresivo
<b>2009</b>	6,1%	9,0%	11,5%	16,6%
<b>2010</b>	2,8%	5,1%	9,4%	11,6%
<b>2011</b>	-2,0%	-4,4%	-6,7%	-9,2%
<b>2012</b>	6,8%	8,2%	9,3%	10,9%
<b>2013</b>	5,3%	7,5%	10,2%	18,8%
<b>2014</b>	4,6%	3,9%	5,0%	4,1%
<b>2015</b>	0,9%	0,8%	2,8%	4,6%
<b>2016</b>	0,9%	1,7%	3,6%	4,9%
<b>2017</b>	2,0%	3,3%	4,3%	6,9%
<b>2018</b>	-3,2%	-4,4%	-5,5%	-6,0%
<b>2019</b>	4,5%	6,3%	9,2%	13,1%
<b>2020</b>	2,4%	2,4%	3,2%	2,9%
<b>2021</b>	2,9%	5,4%	9,2%	12,2%
<b>Acumulado</b>	<b>38,0%</b>	<b>53,7%</b>	<b>86,1%</b>	<b>133,34%</b>
<b>TAE</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,7%</b>

## Índices

	Eurotox	Ibex35	S&P 500	MSCI World (lc)
<b>2009</b>	21,0%	29,8%	25,2%	27,0%
<b>2010</b>	-5,8%	-17,4%	12,8%	9,6%
<b>2011</b>	-17,1%	-13,1%	0,0%	-7,6%
<b>2012</b>	13,8%	-4,7%	13,4%	13,1%
<b>2013</b>	14,7%	21,4%	29,6%	23,7%
<b>2014</b>	1,2%	3,7%	11,4%	7,7%
<b>2015</b>	3,9%	-7,2%	-0,7%	0,2%
<b>2016</b>	0,7%	-2,0%	9,5%	6,8%
<b>2017</b>	6,5%	7,4%	19,4%	16,3%
<b>2018</b>	-8,7%	-11,5%	1,4%	-2,2%
<b>2019</b>	24,8%	11,8%	28,9%	24,9%
<b>2020</b>	-5,1%	-15,5%	16,3%	11,7%
<b>2021</b>	20,9%	7,9%	26,8%	22,4%
<b>Acumulado</b>	<b>61,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>535,3%</b>	<b>341,8%</b>
<b>TAE</b>	<b>3,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>13,7%</b>	<b>9,9%</b>

Fuente: Alantra Wealth Management. Datos a 31/12/2021.



## Un año extraordinario para las bolsas mundiales

Cerramos un año extraordinario para las bolsas mundiales, que acumulan una rentabilidad media superior al 20%. Este buen comportamiento se explica por la fuerte recuperación de las economías y de los beneficios empresariales, en un entorno de generosos estímulos económicos con tipos de interés en mínimos históricos. Atrás quedó el año 2020 en el que la pandemia del Covid-19 frenó o destruyó la riqueza de los países tras meses de confinamiento de la población y pérdida de actividad.

La bolsa estadounidense ha vuelto a colocarse primera en revalorización en los rankings mundiales, aunque, a priori, 2021 debería haber sido el año de las plazas europeas por estar más expuestas a sectores cíclicos y, por tanto, más beneficiadas por la reapertura económica y por la normalización de los tipos. El índice neoyorquino S&P 500 cierra el año con una rentabilidad del 28,7% (incluyendo dividendos), superando en más de cinco puntos a las bolsas europeas (+23,3% para el Eurostoxx 50).

La nota discordante la ponen los mercados de las economías emergentes, que cierran el año con pérdidas a pesar de la depreciación generalizada de sus divisas. El caso más destacado, por su trascendencia, es el de la bolsa china, que se deja un 5% en un ejercicio marcado por la intervención del gobierno en sus grandes empresas tecnológicas y por la crisis de la inmobiliaria Evergrande.

La alta exposición a las divisas latinoamericanas, la estructura sectorial del índice y la creciente incertidumbre regulatoria explican



la pobre rentabilidad relativa del Ibex35: cierra el año en +10,8%, muy por detrás de las bolsas europeas.

**Pese a que las rentabilidades son mucho menos generosas, creemos que ha sido en la renta fija donde nuestra gestión ha destacado más. Hemos obtenido una rentabilidad media del 1,3% en los productos más representativos, frente a una pérdida promediada del 0,46% en los comercializados por la competencia en España.**

La contrapartida de esa recuperación que tanto ha favorecido a las bolsas ha sido un repunte generalizado, aunque contenido, de los tipos de interés. Este alza de tipos, más acusada en EE. UU. que en Europa, explica el mal comportamiento de los índices de renta fija durante el año. El más representativo, el Global Aggregate, registró en 2021 la mayor caída en 15 años al bajar un 4,71% (un 3% ajustando por el efecto divisa).

Sólo los bonos ligados a la evolución de la inflación y los bonos empresariales *high yield* (con menor calidad y mayor rentabilidad) han salvado el año con ganancias.

**Hay que destacar la importancia que el asesoramiento personal tiene en estos momentos. 2021 ha sido un gran año para los inversores con un perfil de riesgo medio-alto. Todo lo contrario les ha ocurrido a los inversores más conservadores con una ganancia real muy pequeña.**

2021 ha sido también un buen año para Alantra WM, tanto por superar con creces nuestros objetivos comerciales con una captación récord, como porque prácticamente todas las carteras que gestionamos/asesoramos han generado rentabilidades positivas.



Pese a que las rentabilidades son mucho menos generosas, creemos que ha sido en la renta fija donde nuestra gestión ha destacado más. Es muy difícil ganar dinero en esta categoría, en un entorno en el que los tipos de interés repuntan desde mínimos históricos. La baja rentabilidad de partida no ofrece ninguna protección para amortiguar la caída en el precio de los bonos a medida que los tipos suben. En estas circunstancias y con una gestión activa de las carteras, hemos conseguido obtener una rentabilidad media del 1,30% en los productos más representativos, frente a una pérdida promediada del 0,46% en los comercializados por la competencia en España de igual categoría.

Esta gestión activa de la cartera ha tenido como claves principales haber hecho coberturas contra un potencial incremento de la inflación y configurar unas carteras de renta fija con poca sensibilidad a tipos de interés (duración), además de mantener posiciones vendedoras en el bono a 10 años americano. En renta variable, los fondos han estado muy invertidos y apostando tanto por empresas de crecimiento como por otras más *value*, especialmente en sectores muy castigados por el Covid-19. En las carteras mixtas de bonos y acciones, hemos utilizado todas las medidas anteriores, pero fuimos especialmente cautos en renta variable: con las elevadas valoraciones de las bolsas y el rebote que ya se produjo desde la primavera de 2020, nos costaba imaginarnos un año tan bueno como el que hemos tenido.

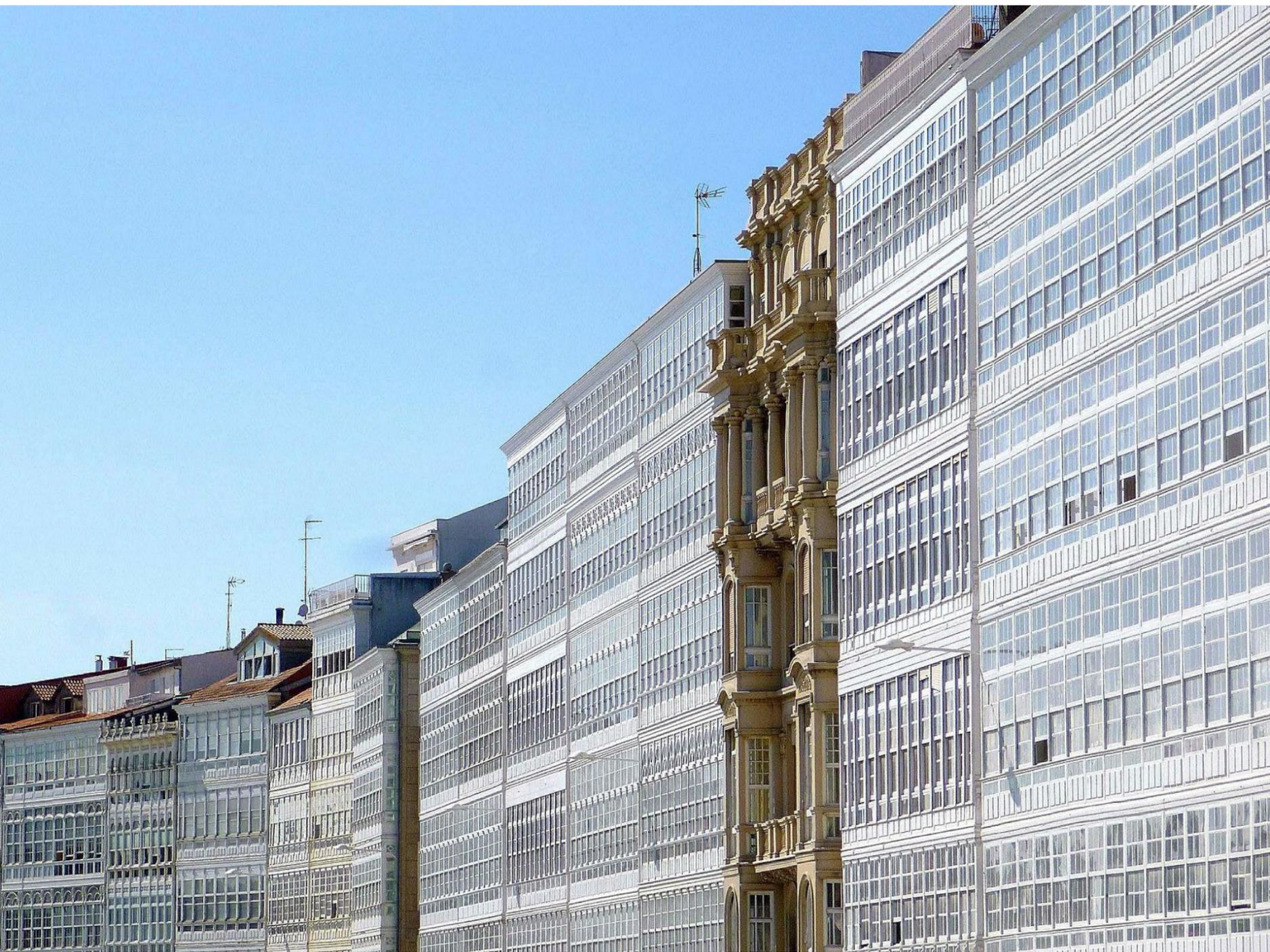
Por último, queremos destacar la importancia que el asesoramiento personal tiene en estos momentos. 2021 ha sido un gran año para los inversores con un perfil de riesgo medio-alto. Todo lo contrario les ha ocurrido a los inversores más conservadores ya que la rentabilidad real lograda (descontada la inflación) fue muy baja para todos ellos.

En este cambio que deben acometer los inversores más conservadores es necesario contar con asesoramiento personalizado para poder hacer un giro en las carteras más conservadoras de cara a afrontar un escenario en el que tendremos



que convivir con una inflación muy alta que merma el poder adquisitivo del ahorro. Para conseguirlo hay muchos caminos, pero todos pasan por diversificar mucho y añadir riesgo a nuestra cartera, aunque sin salirnos de nuestro perfil de inversor. Eso sí, añadir riesgo tras una subida tan importante de las bolsas en 2021 y en un momento en que se esperan alzas de tipos por parte de los bancos centrales, resultará complicado y habrá que hacer este giro poco a poco y aprovechando las oportunidades que surjan en los mercados.

**La bolsa estadounidense ha vuelto a colocarse primera en revalorización en los rankings mundiales, aunque, a priori, 2021 debería haber sido el año de las plazas europeas por estar más expuestas a sectores cíclicos.**



## Crecimiento

Las previsiones para 2022 apuntan a que el crecimiento económico se desacelerará aunque sin estancarse, lo cual nos parece lógico y no preocupante. El Fondo Monetario Internacional (FMI) espera un crecimiento global del 4,9% y el consenso de los analistas de la agencia Bloomberg de un 4,4%, por encima del potencial, tras un extraordinario 6,1% de aumento en 2021.

El pasado año experimentamos un fuerte impulso gracias a la recuperación de la demanda y a los estímulos fiscales y monetarios, lanzados desde los distintos gobiernos y bancos centrales. Pero en 2022 veremos un menor empuje fiscal, una retracción de la política monetaria, cierto efecto negativo del impacto de la inflación sobre la demanda y una estabilización de los beneficios empresariales. Por todo ello, deberíamos ir hacia números más cercanos al crecimiento potencial, por lo que rondaremos el 4% en los países desarrollados y algo más en economías emergentes.

En Estados Unidos deberíamos ver una normalización del crecimiento y eso significa una desaceleración hasta el 4% aproximadamente. El fin de la extraordinaria política fiscal de apoyo público a la economía debería compensarse, al menos en parte, con la necesaria reconstrucción de los inventarios. Y es que en 2021 hemos asistido a un fuerte crecimiento de la demanda y a una falta de oferta funcional que han agotado los inventarios de muchas industrias. Cuando las cadenas de suministro se



recuperen y vayan colmando la demanda insatisfecha, veremos a las empresas acumular inventarios para evitar que el episodio se repita si llega otra variante del Covid-19.

En el caso de Europa, el crecimiento debería desacelerar muy ligeramente hasta llegar a niveles prepandemia y cerrar por encima del 4%, probablemente más arriba que EE. UU. El motivo de que nuestro crecimiento sea más resiliente que en otras áreas del mundo responde a que ahora, cuando están empezando a llegar los fondos del Plan de Recuperación de la UE, se continuará con una política poco restrictiva sobre los déficits públicos. Una relajación que se ve favorecida por el nuevo gobierno alemán, frente a las políticas más austeras de la anterior canciller, Ángela Merkel.

Probablemente la clave del crecimiento se encuentre en China. Tras el triple impacto por el Covid-19, el impago de la deuda del gigante inmobiliario Evergrande junto a la mayor regulación sobre el sector tecnológico, en 2022 deberíamos ver la aportación positiva de una política monetaria más acomodaticia en el gigante asiático. El Partido Comunista celebrará a finales de este año su XX congreso y querrá garantizarse un ambiente propicio. Por ello, mantendrá los estímulos monetarios y los reforzará con política fiscal en forma de inversión en infraestructuras y capacidad manufacturera. Aun así, no parece que vaya a alcanzar la senda pre-Covid-19.

## Inflación

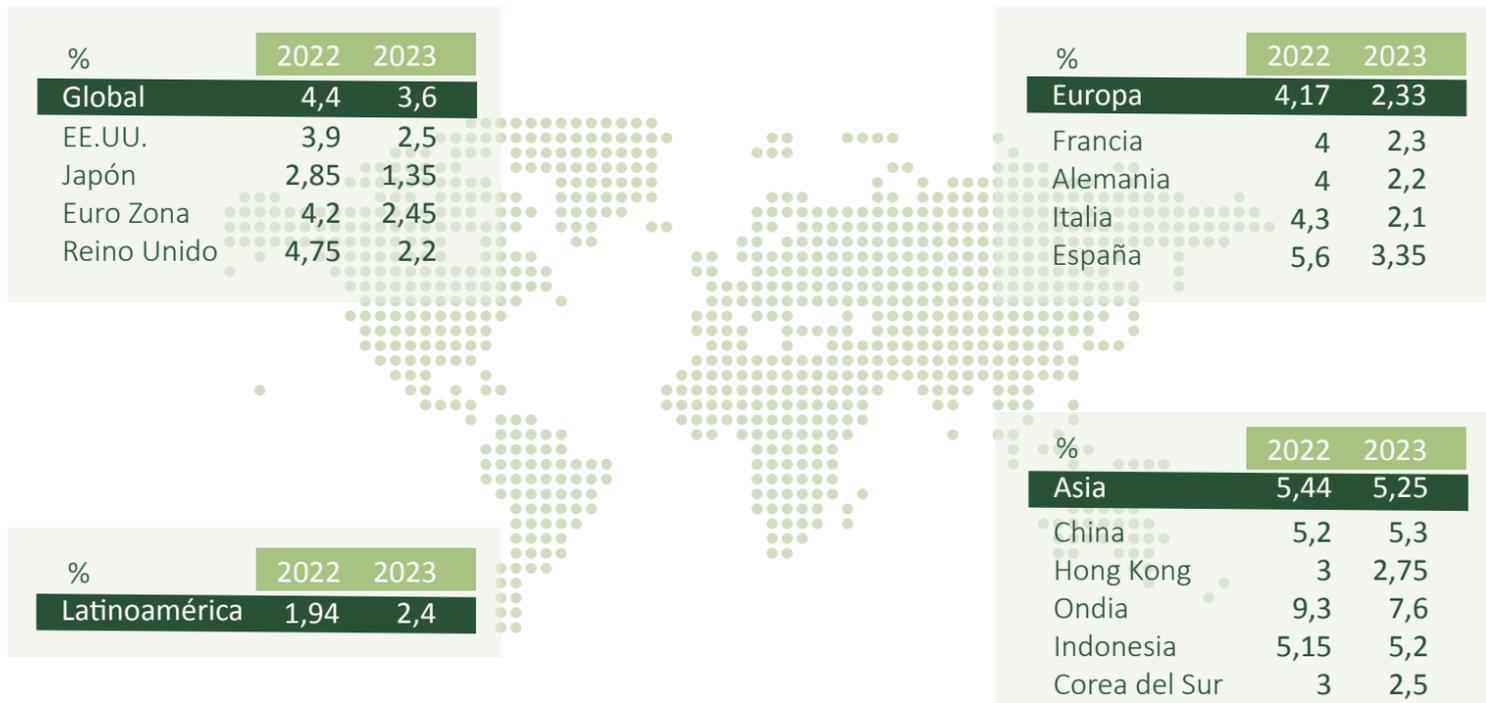
Hasta hace unos meses, el que hablaba de inflación era tildado de viejo retrógrado, pero los precios han dado la sorpresa en 2021 y están creciendo casi un 7% en EE. UU. y un 5% en la UE. Hoy la mayor parte de los bancos centrales han reconocido que ya no es un fenómeno transitorio a pesar de que esperan que tienda a la baja este año. ¿Será así? Veamos lo ocurrido en otras recientes etapas de nuestras economías y cómo se actuó.

En el periodo que va desde 1962 hasta 1982 ocurrió algo parecido.



## Expectativas de consenso sobre el crecimiento económico en 2022

PIB año sobre año



Fuente: Bloomberg.

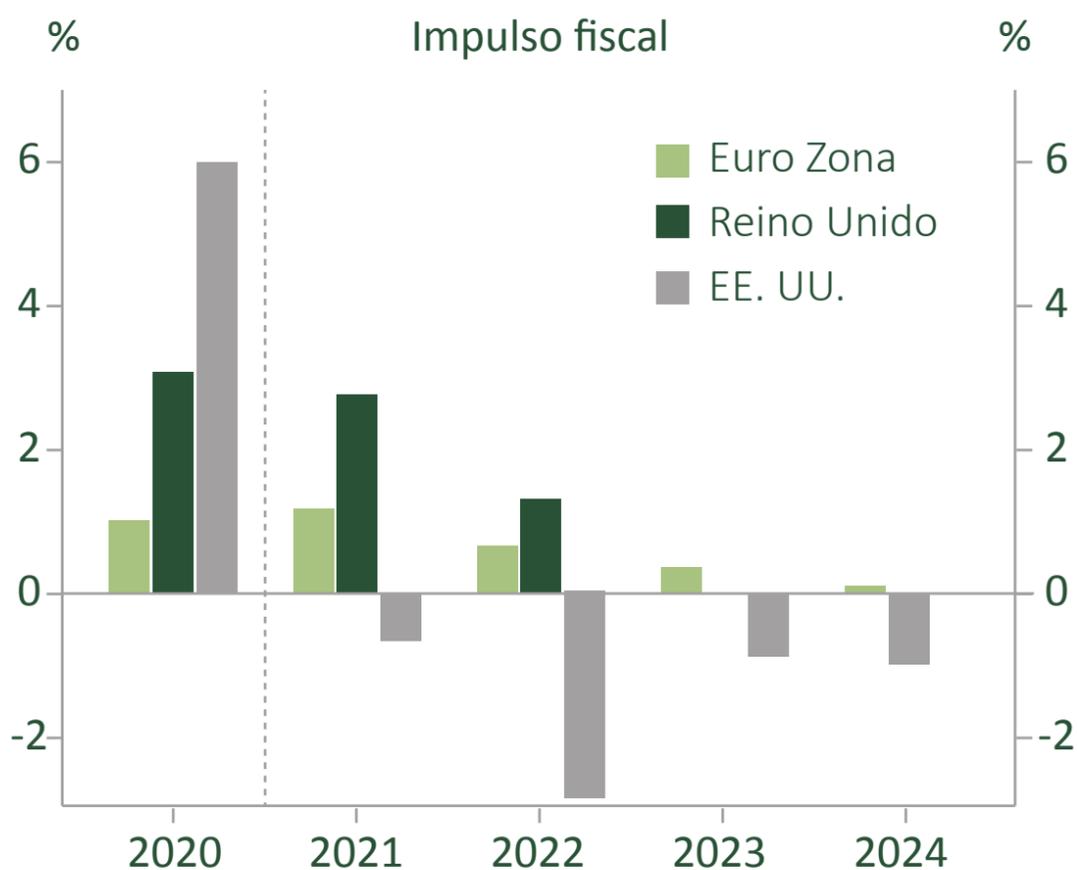
A partir de mediados de la década de 1960, las nuevas capacidades productivas ya no eran suficientes para absorber el fuerte incremento de la demanda y los salarios subieron sustancialmente empujando con fuerza la inflación. Sobre ese caldo de cultivo, llegó el *shock* energético de los años 70 que disparó los precios. Pero la Reserva Federal estadounidense (FED) consideró que era un fenómeno temporal y que subir los tipos no serviría para modular un *shock* coyuntural de la oferta. Finalmente fue necesario endurecer con vigor la política monetaria. ¿Será nuevamente el caso?

**En el caso de Europa, el crecimiento debería desacelerar muy ligeramente hasta llegar a niveles prepandemia y cerrar por encima del 4%, probablemente más arriba que EE. UU.. Nuestro crecimiento será más resiliente que en otras áreas del mundo por una política fiscal fuerte y poco restrictiva con los déficits públicos.**



En aquella ocasión, los bancos centrales, liderados por Paul Volcker en la presidencia de la FED, consiguieron que, a partir de la década de 1980, las tasas de inflación comenzasen a desacelerar. Volcker había sido vicesecretario del Tesoro y estuvo involucrado en la desaparición del patrón oro. El presidente demócrata Jimmy Carter le nombró en 1979 presidente de la institución encargada de aplicar la política monetaria para realizar un cambio drástico (posteriormente, sería reelegido para el cargo por el republicano Ronald Reagan). Volcker creía que un ligero aumento de los tipos de interés no sería suficiente para combatir la inflación de manera estructural, así que cambió el objetivo de la Reserva Federal: redujo drásticamente la oferta monetaria y, como consecuencia, el tipo de intervención llegó hasta niveles del 20% durante los primeros años de su mandato. La economía estadounidense cayó en una recesión: los precios subían sin freno, las empresas se refinanciaban a tipos muy elevados y la tasa de desempleo continuaba al alza. La opinión pública empezó a movilizarse contra la FED, culpándole de la mala situación económica, pero Volcker se mantuvo firme.

### En 2022 el impulso fiscal será mayor en la UE que en EE. UU.



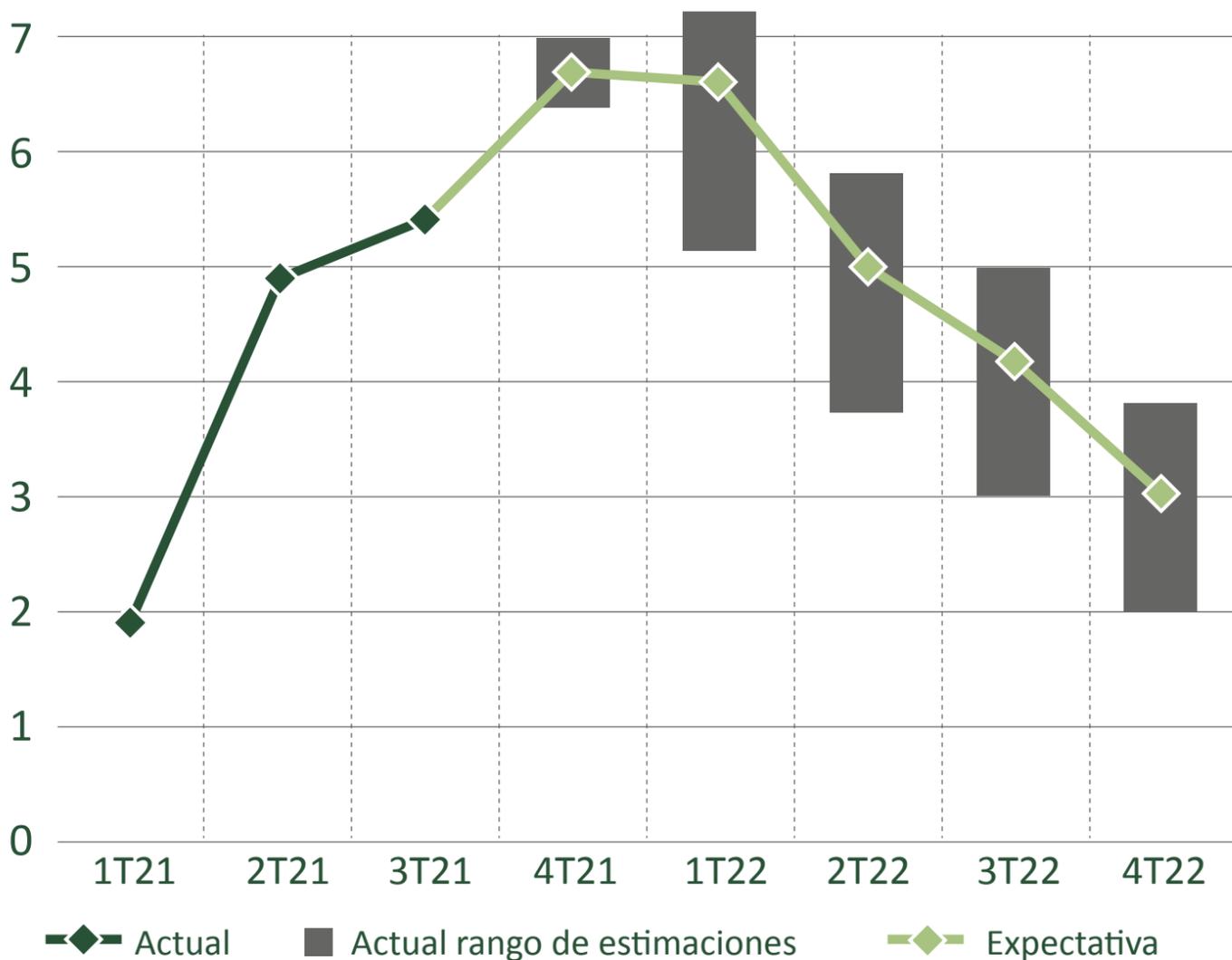
Fuente: Goldman Sachs



Después de alcanzar su punto álgido en 1980, la inflación comenzó a disminuir, hasta el 6,1% a principios de 1982 y llegó hasta el 2,3% al año siguiente. Con la recuperación en marcha y la inflación muy reducida, la presión política sobre Volcker y la Fed se redujo. La economía entró en un nuevo período de crecimiento sostenido y baja inflación que podríamos decir que ha perdurado hasta el pasado año.

Perosu trabajo probablemente se hizo mucho más fácil por una serie de tendencias estructurales. La globalización redujo los costes de producción y el poder de negociación de los trabajadores, al poner freno al crecimiento de los salarios. Además, el envejecimiento progresivo de la población provocó un aumento del ahorro. A partir de los años 90 los avances tecnológicos ayudaron con un fuerte componente deflacionista.

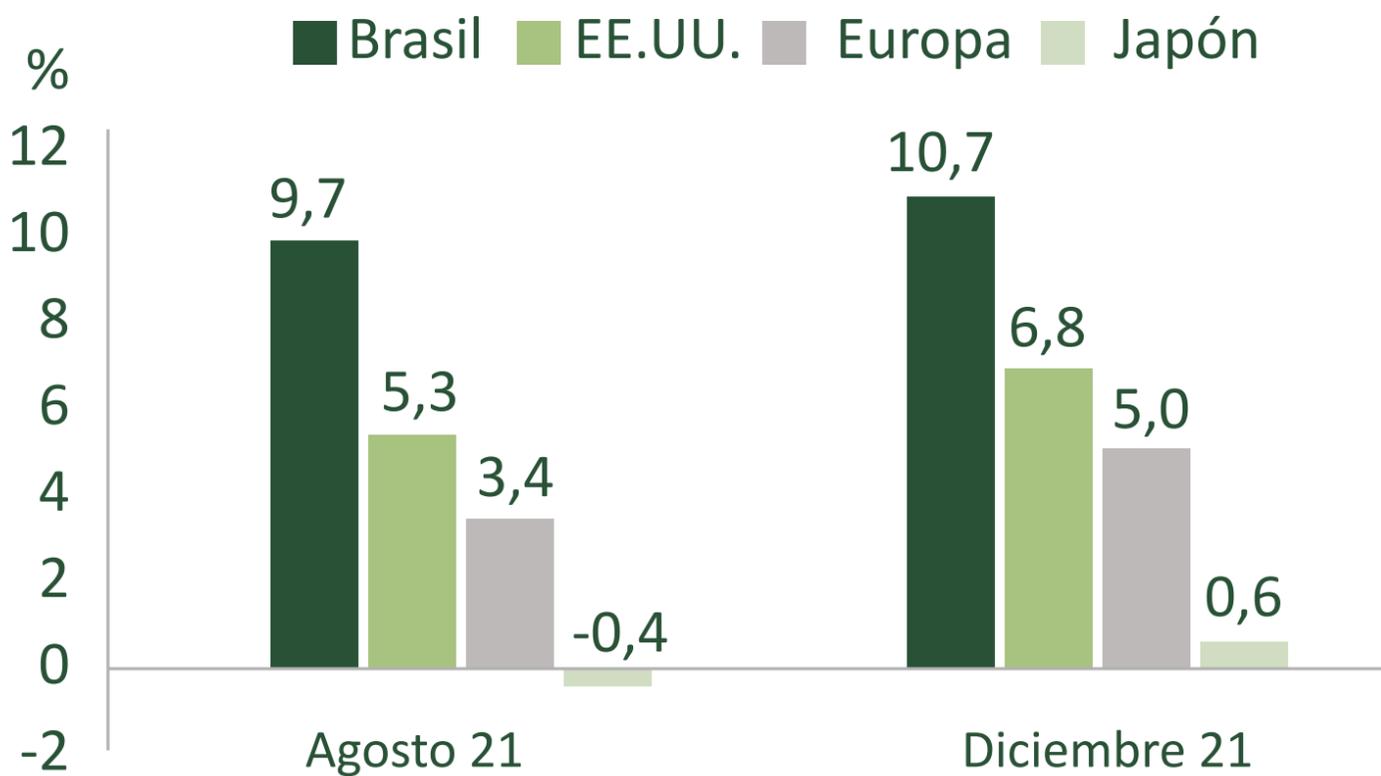
### Inflación media esperada por el consenso en 2022 para EE. UU. y rango de estimaciones



Fuente: Bloomberg.



## Inflación interanual



Fuente: Bloomberg.

Pero en esta ocasión, el Covid-19 ha provocado un movimiento contrario. Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de dinero en el sistema financiero y los gobiernos han emprendido programas de gasto nunca vistos. Jamás en periodos de paz, el déficit presupuestario del gobierno de Estados Unidos había superado el 12% del PIB, algo que ocurrió tanto en 2020 como en 2021. Al mismo tiempo, se interrumpió la producción de todo tipo de bienes y servicios y los problemas en el transporte marítimo mundial han llevado a retrasos sin precedentes en las entregas. El desajuste entre una demanda que rebotó mucho más rápido de lo esperado y unos inventarios en mínimos por los bajos precios del año anterior permitió que los precios del carbón, el gas y el petróleo se disparasen.

Por tanto, la globalización ha dado paso, al menos temporalmente, a la desglobalización (las empresas manufactureras quieren tener a sus proveedores más cerca) para evitar esos “cuellos de botella” en el suministro y en el transporte de mercancías. La tecnología, aunque muy deflacionista, no es capaz de compensar a todas las fuerzas inflacionistas.



Los principales impulsores de los precios en la actualidad son, en primer lugar, algunas materias primas que no acaban de corregir (petróleo, cobre...). Así el barril de crudo registró un coste medio en 2021 de 71 dólares y suponiendo que no sube más, deberemos esperar al menos hasta primavera para que empiece a tener un efecto negativo en la inflación. También podríamos añadir el incremento en el precio del alquiler en EE. UU., o los costes de la transición energética, entre otros. La variante Ómicron del Covid-19 ha vuelto a desestabilizar unas cadenas de suministro imposibles de sincronizar por la dispersión geográfica de las distintas olas de la pandemia y la diversidad de medidas que toman los distintos gobiernos. Además, la inflación puede también alimentarse a sí misma: a medida que las personas se acostumbran a aumentos de precios mayores y más frecuentes, empiezan a demandar salarios más altos, lo que se conoce como efectos inflacionistas de segunda ronda y que ya tienen un componente más estructural.

Los crecimientos en los precios se han asentado en el último trimestre de 2021. En Japón se han moderado, pero en el último trimestre esta economía tradicionalmente deflacionista entró en terreno positivo (+0,6%). Mientras, Brasil superaba los dos dígitos

## Fuerte ajuste en la rentabilidad del bono a 10 años



Fuente: Bloomberg.



hasta (+10,7%), y tanto Europa (+5%) como Estados Unidos (+6,8%) sufren tanto por las altas cifras como por su continuidad en el tiempo.

Energía y vehículos son los componentes de la inflación que más se han acelerado. Sin duda, el referido a vehículos es uno de los sectores más condicionados por la crisis de cadena de suministro o *supply chain*.

Pero los precios deberían estabilizarse y empezar a caer en la primavera gracias a la relajación de la demanda de energía por el fin de la temporada de frío en el hemisferio norte, al aumento de la producción de combustible y a la reducción del presupuesto de los hogares. Además, los factores estructurales que arrastraron la inflación a la baja los últimos años permanecen en su lugar. La población continúa envejeciendo y, a pesar de las presiones sobre el suministro mundial, hay pocos signos de un drástico retroceso en la globalización de las economías.

## Política monetaria

Es sorprendente lo rápido que han cambiado su discurso los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal. Hace unos meses nos decía que la inflación era un fenómeno “temporal” y no había ninguna necesidad de endurecer la política monetaria. Posteriormente y en sucesivas reuniones, eliminó la palabra temporal, anunció el fin del programa de compra de activos y avisó del comienzo del proceso de subida de tipos y de la posibilidad de reducir su balance.

La mejora del mercado laboral ha hecho que la FED haya pasado rápidamente a estar más preocupada por los riesgos de una inflación al alza que por una caída en el crecimiento de su economía. Las actas de la reunión de la FED del pasado diciembre confirmaron el mensaje de su presidente, Jerome Powell, al transmitir un mayor sentido de urgencia del que se esperaba: adelantan la posibilidad



de que en 2022 empiecen a reducir el balance del banco central, tras su gran crecimiento por el apoyo a la compra de deuda. Este adelgazamiento del balance comenzaría después de solo un par de subidas de tipos. El propio Powell ya anunció tres subidas de tipos para 2022, aunque el mercado descuenta hasta cinco subidas de un cuarto de punto en el precio del dinero.

El caso de la zona euro es sustancialmente diferente. El BCE tiene dos problemas. Por una parte, el miedo a cometer un error como el de 2011, cuando subió los tipos antes de tiempo y, por otra, las perturbaciones asimétricas, lógicas en un área con una política monetaria común y políticas fiscales divergentes entre los distintos socios. En resumen, prefiere dejar que actúe primero la FED y errar por exceso de cautela, para evitar un episodio de incremento de las primas de riesgo como el de hace unos años. Aun así, el mercado ya descuenta que tendremos tipos de interés positivos en la eurozona en 2024.

**Gran parte de la inflación ha sido provocada por problemas de oferta en todo el mundo. Existe una falta de suministros por los desajustes en las cadenas de producción, y dificultades en el transporte marítimo. Así, por mucho que suban los tipos, si hay escasez de barcos o de chips o de mano de obra, la inflación no puede bajar.**

La clave radica en cuánto podrán endurecer la política monetaria los bancos centrales sin provocar un problema en los mercados o una recesión en las economías. El nivel de endeudamiento global es elevadísimo y, por tanto, la economía es muy sensible al endurecimiento de los costes financieros. Además, debemos recordar que lo que pretenden es mantener los tipos de interés por debajo de la inflación para deflactar la deuda.



Gran parte de la inflación ha sido provocada por problemas de oferta en todo el mundo. Existe una falta de suministros por los desajustes en las cadenas de producción, y dificultades en el transporte marítimo. Así, por mucho que suban los tipos, si hay escasez de barcos o de chips o de mano de obra, la inflación no va a bajar.

Pero no sería justo echar toda la culpa a escasez de algunos bienes o servicios. Los extraordinarios programas de estímulo, tanto monetarios como fiscales, han impulsado la demanda y, en contra de lo que se pensaba, no está bajando tan rápido como se esperaba en el momento que esos estímulos empiezan a reducirse. A eso hay que añadir que las empresas inflan artificialmente sus pedidos, pasando de demandar componentes *just in time* (solo los necesarios para producir) a *just in case* (por si acaso). Para evitar este tipo de excesos, sí puede ser útil un endurecimiento de la política monetaria.

Por último, se nos plantea el problema del mercado secundario. Entre diciembre de 2021 y enero de 2022 se ha producido una importante subida en la rentabilidad de la deuda pública provocada por un discurso más beligerante de los bancos centrales. La rentabilidad del bono a 10 años estadounidense ya alcanza el 1,75% desde el 1,34% de principios de diciembre. Un movimiento que se ha producido sin que las expectativas de inflación a largo plazo hayan variado en exceso. Así, estas previsiones se mantienen alrededor del 2,8% (*breakeven* a 5 años en EE. UU.), igual que a principios de diciembre. Por tanto, los tipos reales en esta ocasión se han movido en línea con la deuda, posiblemente descontando que la FED sí será capaz de controlar la subida de los precios.



## Renta Fija

Mientras el endurecimiento de la política monetaria no asuste a los mercados y no veamos movimientos mucho más violentos de la deuda, los activos de riesgo deberían mantener la calma. Ahora bien, si el movimiento se acelera, podríamos ver correcciones en los bonos empresariales y la renta variable. En este contexto, la probabilidad de cometer un error es bastante más alta hoy que hace unos meses.

El movimiento de los tipos ha comenzado y los activos de riesgo permanecen bastante estables. Dicho eso, si los bancos centrales dan sorpresas negativas a los mercados y estos se convencen de que han cometido un error que podría llevarnos a una recesión, asistiríamos a caídas en la deuda a largo plazo.

Así, los bancos centrales han empezado a actuar. La FED finalizará sus compras netas de activos en marzo, al mismo tiempo que el BCE concluirá con el programa especial de ayuda a la pandemia (PEPP). Es el comienzo de la reducción del balance y el inicio de movimiento que ya hemos visto en los tipos de interés. Desde su comunicación, el mercado de renta fija lo ha recogido, con un mes de diciembre de fuerte ajuste en la rentabilidad del bono a 10 años a ambos lados del Atlántico.

Esto se trasladaría a una subida de los tipos de interés oficiales de EE. UU. que podría iniciarse a partir de marzo, y que acumularía a lo largo de 2022 entre tres y cuatro subidas como ya esperan la mayor parte de las casas de análisis. El precio del dinero en la todavía primer economía del mundo cerraría 2022 entre el 0,75% y el 1%, 2023 entre el 1,5% y el 1,75%, y del 2% al 2,25% en 2024.

Los bancos centrales sí serán capaces de evitar que la inflación se haga estructural, porque bastaría con actuar o dar un mensaje agresivo para enfriar la economía. También creemos que pueden sortear una fuerte subida de los tipos a largo, porque son muy sensibles al ritmo de crecimiento de la economía. Por tanto, la variable más peligrosa es la parte corta y media de la curva de tipos de interés: si en el mercado secundario los tipos entre el



año y los 7 años se disparan, habremos enfriado la economía en exceso. Por esa razón, creemos que tiene sentido estar cortos de la curva americana, pero queremos estarlo precisamente en la parte central de ésta (en los 5 años).

Vemos que no tiene sentido seguir apostando por una subida de las expectativas a largo plazo de la inflación. En los últimos meses, los tipos se han movido al alza sin que las expectativas de precios hayan subido, posiblemente descontando que la FED sí será capaz de controlar unos precios ahora desmadrados.

Los tipos reales (nominales menos la inflación) en esta ocasión se han movido en línea con la deuda. De cara a 2022, creemos que el movimiento seguirá parecido: los tipos poco a poco tenderán al alza, pero esperamos que las expectativas de inflación se mantengan. Por tanto, los tipos reales se moverán al alza, y éste es uno de los principales motivos de que nos mantengamos posicionados en activos de riesgo, aunque con cautela.

En Europa también hemos asistido a un movimiento al alza del 10 años alemán en los primeros días de 2022. El BCE quiere ser más cauto que la FED porque corre el riesgo de un episodio de incremento de las primas de riesgo de las economías periféricas si endurece la política monetaria demasiado pronto. Además, como en 2011 ya cometieron el error de subir tipos demasiado pronto, en esta ocasión prefieren errar por omisión.

**Los bancos centrales sí serán capaces de evitar que la inflación se haga estructural, porque bastaría con actuar o dar un mensaje agresivo para enfriar la economía. También creemos que controlarán una subida fuerte de los tipos a largo, porque son muy sensibles al ritmo de crecimiento de la economía.**

Sin embargo, existen algunos factores que sí provocarían un movimiento al alza de la curva de tipos europea. El primero es



obvio: un recalentamiento de la economía, vía PIB o precios que fuerce la mano del BCE, y no tenga más remedio que actuar. El segundo, es que la anunciada reducción de las compras del banco central provoque una subida de las primas de riesgo en las economías periféricas (España, Italia, Portugal o Grecia). Gran parte de la deuda que han emitido estos países se encuentra en manos del BCE y ahora deberá ser adquirida por otros inversores que podrían exigir una rentabilidad mayor. Por último, hay una elevada correlación entre los movimientos de la curva europea y la americana, especialmente entre el 10 años americano y el 10 años alemán; por tanto, si el primero sube, podríamos ver al bund elevarse sin que el BCE actúe.

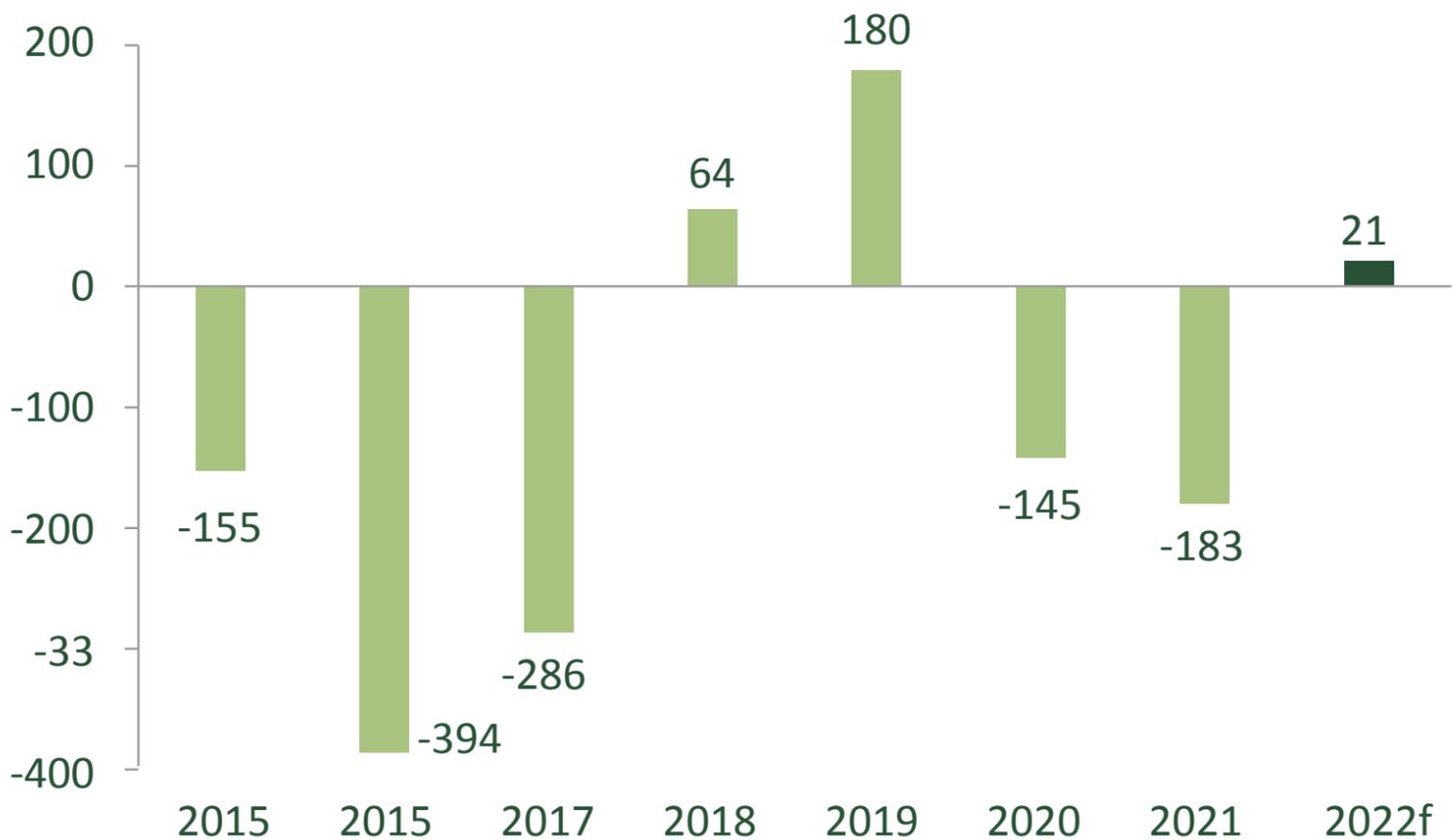
Por todo lo anterior, seremos cautos con la sensibilidad a tipos de interés (duración), teniendo poca en Europa y manteniendo nuestra apuesta contra el bono americano.

En deuda empresarial aplicamos una estrategia polarizada con un peso elevado en el activo combinado con posiciones muy relevantes en liquidez. Los diferenciales están muy estrechos y tienen poco margen para absorber las pérdidas por tipos de interés. Estas posiciones de liquidez nos permitirán aprovechar cualquier oportunidad en un mercado que, cuando corrige, lo suele hacer de manera violenta por su elevada iliquidez. Tanto la presencia del BCE, aunque menor que en el ejercicio anterior, como la búsqueda de rentabilidad del inversor en un entorno de pocas alternativas, mantendrán el atractivo del crédito empresarial siempre que se trate de compañías con muy buenos fundamentales. Aun así, no esperamos obtener rentabilidad vía apreciación de los bonos, sólo obtener el *carry* que generen. En esta línea, subimos crédito *high yield* (alta rentabilidad) a neutral siendo muy selectivos con los nombres y sectores.

Seguiremos eligiendo compañías nombre a nombre, que es lo que sabemos hacer especialmente bien, así como discriminar entre sectores para buscar oportunidades donde se encuentren.



## La emisión neta de bonos soberanos será positiva en 2022 por las menores compras del BCE



Fuente: Goldman Sachs

Aunque el escenario actual no es muy favorable para la renta fija, seguimos viendo algunas opciones puntuales, sobre todo en términos relativos. Es el caso de los bonos híbridos corporativos. Típicamente, los híbridos son instrumentos de deuda subordinada perpetua emitida por compañías que tienen calificación *investment grade* en su deuda *senior*. Aunque se trata de deuda perpetua, en la práctica, el emisor tiene importantes incentivos a cancelarla anticipadamente.

Uno de los aspectos más interesantes de los híbridos es el tratamiento que les dan las agencias de *rating*. El hecho de ser instrumentos subordinados a la deuda *senior* implica una calificación crediticia que, habitualmente, está dos niveles por debajo de la de aquella. Esto, en muchos casos, supone que el híbrido tenga una calificación crediticia de *high yield* por alguna agencia, lo que limita mucho la demanda de los inversores y hace que la prima de riesgo aumente de manera significativa.

Ahí es donde está la oportunidad. Aunque los híbridos son instrumentos subordinados y en caso de impago la pérdida esperada es mucho mayor que en la deuda *senior*, la probabilidad de impago es la misma en ambos casos.



Utilizando datos históricos de la agencia de calificación Moody's, un bono *senior* con *rating* BBB- tiene una probabilidad de impago del 3,05% en cinco años. Asumiendo una pérdida media del 45% en caso de impago, la minusvalía esperada media sería del 1,37% de media (3,05% x 45%). Teniendo en cuenta también que, en media, el impago se produce en el punto intermedio del periodo, el exceso de rentabilidad, sobre el activo libre de riesgo, para cubrir esa mayor pérdida esperada es del 0,55% anual (1,37% / 2,5).

En el caso de los híbridos, si se prevé esa misma probabilidad de impago, pero una pérdida del 100% llegado el caso, el exceso de retorno debería ser del 1,22% anual (3,05% / 2,5), algo más de dos veces el diferencial del *senior*.

Sin embargo, debido a la segmentación del mercado, que limita la compra de deuda *high yield* a muchos inversores, sumado a su mayor volatilidad y riesgo de extensión, los híbridos corporativos pagan cuatro veces más de lo que un bono *senior*.

Nos mantenemos neutrales en renta fija emergente. Los fundamentales empiezan a mejorar, pero el alto componente de duración nos hace ser un poco más selectivos y menos positivos. Tenemos preferencia por deuda pública China debido al ciclo de política monetaria más expansivo y a la entrada de flujos de inversores extranjeros.

## Renta Variable

Partimos de que las bolsas arrancan 2022 más baratas que a comienzos de 2021 ya que, aunque se han revalorizado con fuerza, los beneficios empresariales han crecido aún más.

Tradicionalmente, y dejando a un lado *shocks* producidos por hechos exógenos impredecibles (como el Covid-19), los dos factores más determinantes a la hora de explicar la evolución de las bolsas son los beneficios empresariales y el coste del capital.

A pesar de que el crecimiento económico probablemente se



## Consenso de expectativa de crecimiento de beneficios del S&P 500 en 2022

	2020A	Contribución		EPS Growth	
		2021E	2022E	2021E	2022E
Information Technology	\$34	\$46	\$49	33%	7%
Financials	23	38	34	63	(10)
Health Care	28	34	37	22	8
Communication Services	16	22	23	39	4
Consumer Discretionary	9	15	19	68	28
Industrials	8	13	18	71	36
Consumer Staples	11	12	13	8	6
Materials	4	7	7	81	4
Utilities	5	6	6	9	4
Real Estate	4	5	5	9	9
<b>S&amp;P 500 ex-Energy</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>211</b>	<b>38</b>	<b>7</b>
Energy	(1)	9	12	NM	30
<b>S&amp;P 500 EPS</b>	<b>\$142</b>	<b>\$207</b>	<b>\$223</b>	<b>45%</b>	<b>8%</b>

Fuente: Bloomberg.

ralentizará en 2022, una vez que las economías vuelvan ya a la senda de la normalidad, es previsible que los beneficios empresariales mantengan su crecimiento. En concreto, el consenso de analistas estima un aumento del 8% para los beneficios de la bolsa estadounidense este año. Dado que Estados Unidos crecerá el año que viene un 4% y que la inflación media seguirá siendo alta por el elevado nivel al que arranca el ejercicio (7%), creemos factible ver un crecimiento nominal de la economía al menos superior al 7,5% y, por tanto, un 8% de crecimiento de beneficios nos parece perfectamente posible e, incluso, fácil de superar.

Otro argumento a favor de las ganancias empresariales es que estas cifras recogen la anunciada subida de impuestos de Biden y si finalmente no se aprueba -cada vez parece más difícil lograr ese objetivo-, podrán ser bastante mejores.

El 62% de los beneficios esperados están en cuatro sectores: tecnología, financieros, salud y comunicaciones, por lo que el riesgo está muy concentrado y hay muchísima dispersión sectorial. Por su peso y sensibilidad en los índices, si la tecnología no cumple con las



expectativas habría una corrección sustancial en las previsiones de ganancias. Pero también hay potencial para mejoras, como en el sector bancario, donde se esperan a priori unos resultados bastante peores que en 2021, año en el que se liberaron provisiones lo que mejoró sus cifras. Pero si la curva de tipos sigue tomando pendiente, las cifras podrían ser muy superiores.

En algunos sectores se aprecian importantes diferencias en valoración entre EE. UU. y la Unión Europea. Aunque lo normal es que en EE. UU. permitan mayores valoraciones, sectores como los industriales, la salud y el consumo estable están más baratas en la bolsa americana que en la europea. En Europa siguen atractivas las petroleras que, aunque ya se comportaron muy bien en 2021, cotizan con descuento y a estos niveles de precio del crudo, ofrecen *yields* superiores al 12%. Los sectores ligados al turismo siguen ofreciendo descuentos atractivos.

La rentabilidad que los inversores exigen para invertir en un activo, depende, en gran medida, de las decisiones de política monetaria y esa es, junto con la evolución del Covid-19, la principal duda de los mercados en la actualidad.

Forzada por los escandalosos datos de inflación de los últimos meses, la FED anunció hace pocas fechas que, una vez finalizado el programa de compra de activos, comenzará el proceso de normalización de los tipos de interés. Los mercados están muy atentos a este giro en la política monetaria porque unos tipos de interés más altos no solo deberían reducir el crecimiento económico y la inflación, sino también el atractivo relativo de la renta variable frente a otros activos de menor riesgo. Ahora mismo, el mercado da por hecho que la FED empezará a subir tipos en marzo de 2022 y que seguirá esta escalada hasta alcanzar niveles cercanos al 0,75% a finales del año. No parece que esta subida sea suficiente como para alterar sustancialmente la valoración de las bolsas. A fin de cuentas, la bolsa es el único activo líquido que todavía apunta a rentabilidades reales positivas.



**Partimos de que las bolsas arrancan 2022 más baratas que a comienzos de 2021 ya que, aunque se han revalorizado con fuerza, los beneficios empresariales han crecido aún más. Las decisiones de política monetaria junto con la evolución del Covid-19 son la principal duda de los mercados de acciones en la actualidad.**

Coinciden otros dos elementos en mostrarnos que las bolsas no están ahora mismo caras. Por una parte, la renta variable suele proteger de la inflación porque los beneficios de las empresas están también ligados a los precios y crecen con ellos. El segundo, consiste en que a la hora de comparar la rentabilidad de la bolsa con la del activo libre de riesgo, también debemos incorporar a este el coste de la inflación; al fin y al cabo, todas las alternativas a la bolsa (como la renta fija), sufrirán en términos reales el mordisco del incremento de precios.

Pero tenemos que ser conscientes de que la marea de liquidez ya se ha empezado a retirar y, aunque el contexto económico sigue siendo favorable, seguramente nos tengamos que conformar con retornos más modestos en el futuro.

Geográficamente seguimos apostando por tener un peso equiponderado entre Estados Unidos y Europa, tanto porque el Viejo Continente aparentemente va a crecer más que EE. UU. como por valoración. Como esperamos mucha volatilidad en tipos, vemos que en 2022 habrá varios episodios de rotación sectorial que nos gustaría aprovechar. Los sectores de crecimiento como tecnología americana y las compañías beneficiadas por la transición energética, muestran una elevada sensibilidad (negativa) a subidas de tipos, y pese a ello, creemos que deberían seguir formando parte de cualquier cartera como una de las mayores fuentes de desarrollo. Sin embargo, en los sectores más cíclicos esa sensibilidad es positiva. Con el ancla del crecimiento puesta



en EE. UU., intentaremos ser muy flexibles en nuestra exposición sectorial, comprando durante las correcciones.

Por último, nos gusta Japón, que tiene una valoración relativa muy atractiva y se ha comportado bastante peor que otros mercados desarrollados los últimos años. Además, es una de las áreas con menor correlación a tipos de interés reales por su mayor componente cíclico. Este año habrá elecciones y todos los candidatos han prometido multiplicar el gasto fiscal.

Vamos a incrementar el peso en emergentes a sobreponderar a través de bolsa asiática, especialmente China. El aumento de tipos de interés en países desarrollados y la depreciación de sus divisas no es el entorno más favorable, pero pensamos que ya está gran parte descontado en los precios. Su comportamiento no ha sido muy bueno, y este año creemos que se va a beneficiar de varios factores. En primer lugar, a finales de 2022 se celebrará el Congreso del Partido Comunista, y confiamos en que el gobierno de Xi Jinping dejará de apretar con la regulación al sector tecnológico. Además, y por el mismo motivo, flexibilizará su política monetaria y fiscal para impulsar la economía, por lo que será una de las pocas áreas con mayores estímulos en 2022 que en 2021.

## Otros

Petróleo y metales básicos continuarán soportados de momento, debido al bajo nivel de inventarios, recuperación económica y aumento de tipos reales. No obstante, preferimos plasmar nuestra visión a través de compañías ligadas a energía y materiales. El oro, no se ha mostrado eficaz para combatir la inflación, y un entorno de subidas de tipos reales nos invita a quedarnos fuera del metal. Bajamos el dólar a infraponderar. Tradicionalmente los dos factores que más influyen en las divisas son los diferenciales de crecimiento y de tipos. Todo apunta a que el diferencial de tipos se irá moviendo aún más a favor de EE. UU. a medida que la FED



suba tipos, pero este año Europa crecerá más que EE. UU. y, habitualmente, este último factor ha pesado más que el primero. Además, los inversores globales están muy cargados de dólares y el mercado ya ha descontado 4 subidas de tipos este año, quizá demasiado. Por estos motivos y debido a que por su composición global nuestras carteras tienden a tener mucho dólar, preferimos ser prudentes con la divisa norteamericana y hemos bajado su exposición: la prudencia se impone.

Estimamos que 2022 será un año con dos partes diferenciadas para el dólar, porque creemos ya que el pico más agresivo de la FED lo alcanzaremos a mitad de ejercicio. En ese momento, los mercados entenderán mejor hasta dónde puede llegar la Reserva Federal para enfriar la economía, aunque aún le queden más alzas en las tasas.



# ANÁLISIS EN PROFUNDIDAD



Qué esperar del nuevo gobierno de Alemania	36
Las subidas de tipos y sus efectos históricos sobre la economía y los mercados	41
¿Qué es el Hidrógeno verde?	49
¿Qué es el Metaverso?	54





## QUÉ ESPERAR DEL NUEVO GOBIERNO DE ALEMANIA

El pasado ocho de diciembre de 2021, Olaf Scholz, presidente del SPD, fue investido como nuevo canciller. Así pues, Alemania cierra la era Merkel, y lo hace con los socialdemócratas gobernando de la mano de verdes y liberales, que ocuparán ministerios de gran importancia en este nuevo gobierno.

Por un lado, Los Verdes se han hecho con la vicecancillería, donde Robert Habeck, copresidente del partido, liderará el nuevo enfoque económico y la protección climática. El partido también dirigirá el ministerio de Relaciones Exteriores (Analena Baerbock), el de Medio Ambiente, Conservación de la Naturaleza, Seguridad Nuclear y Protección del Consumidor (Steffi Lemke) y el de Cultura (Claudia Roth).

Por otro, los liberales ocupan el considerado “puesto más importante del Gabinete”, el Ministerio de Finanzas, donde Christian Lindner, líder del partido, hará de guardián de las arcas públicas teutonas. El resto de los ministerios (Salud, Defensa, Trabajo, Interior y Cooperación Económica y Desarrollo) los dirigirá el Partido Socialdemócrata de Scholz.

Así pues, cabe esperar un nuevo rumbo de política en Alemania después de muchos años de coalición entre democristianos y socialdemócratas en la llamada gran coalición (Große Koalition). Ahora el tripartito traerá aires nuevos y éstas serán las grandes líneas programáticas de sus ministros.



Con Robert Habeck al frente del ministerio de Protección Climática, Alemania se asegura seguir una política agresiva en contra de la contaminación, y se pone como objetivo para 2030, -además de acabar con la quema de carbón-, que el porcentaje de la generación de electricidad renovable alcance un 80%, en lugar del 65% previamente acordado. En este ámbito, también será de gran importancia Annalena Baerbock, ministra de Exteriores, que intentará presionar a la UE para que adopte una política de descarbonización aún más agresiva. Baerbock ya ha demostrado, con la negativa a autorizar el Nordstream 2, (nuevo gaseoducto de Gazprom, que transporta gas desde Rusia a Alemania), que aquello que dificulte el cambio hacia una política más sostenible no tendrá cabida en el nuevo gobierno.

Si hablamos de las relaciones con otros países, Alemania pretende seguir una línea de diálogo mucho más estricta con Rusia y, en especial, con China (dos de los países más contaminantes). Además, tratará de adoptar una política de militarización menos agresiva como lo evidencia al acudir a la primera reunión de firmas para la prohibición de armas nucleares, aunque solo con el papel de observador.

El contrato de la coalición del tripartito (Koalitionsvertrag) recoge los grandes objetivos del nuevo gobierno en diferentes temas y hace especial hincapié en el destino de las inversiones que realizará Alemania en los próximos años con el fin de fortalecer su economía.

## **I+D**

La coalición se compromete a aumentar el gasto público en investigación y desarrollo (I+D) hasta el 3,5% del PIB en 2025, situado ahora en torno al 3%. Este aumento irá destinado mayoritariamente a: procesos industriales neutros para el clima; energía y movilidad limpias, adaptación y agricultura sostenible, y sistemas sanitarios resistentes que aprovechen las posibilidades de la biotecnología y de la medicina avanzada.



## Industria

Parece que el nuevo gobierno avanza con paso firme hacia una reestructuración de la economía del país. Por ello, no sería raro ver, en el transcurso de 2022, que empresas ubicadas en el resto de Europa trasladaran sus sedes a Alemania. El ministro de Finanzas plantea un relajamiento fiscal de 30.000 millones de euros para las empresas. El objetivo es recaudar más dinero mediante la captación de inversión extranjera, con unos tipos impositivos más bajos. Por la parte de inversión en energías renovables, Alemania será la que abra camino a los demás países, al mostrar las consecuencias de cortar el grifo a las industrias contaminantes y abrírselo en mayor medida a las que siguen criterios de sostenibilidad. Otro tema de importancia capital, máxime en este entorno de actual crisis energética, es la autorización o no del mencionado gasoducto Nordstream 2, que inevitablemente desembocará en tensiones, bien con EE. UU. en el caso de que lo autorice o bien con Rusia en el caso contrario, ya que si se autoriza, Alemania y Europa, en general, serán más dependientes, energéticamente hablando, del país presidido por Putin. Una dependencia que provoca recelos entre las autoridades estadounidenses.

## Ingresos y bienestar

Olaf Scholz es conocido, sobre todo, por su compromiso en materia social. Así se recogió en el programa electoral del SPD, en el que el punto clave fue el aumento del salario mínimo de 9,6 euros por hora a 12 euros. Siguiendo esta línea tratará de abaratar el precio de la energía y se compromete a revisar exhaustivamente el sistema privado de pensiones. Por último, la vivienda es uno de los puntos clave de la agenda. En este ámbito, el nuevo Gobierno anuncia la construcción de 400.000 pisos al año, 100.000 de ellos subvencionados por el Estado. También quieren proponer endurecer el control de los alquileres y con ese fin, los aumentos de precios se limitarán al 11% en tres años cuando antes podían llegar al 15%).



## Finanzas públicas

A partir de 2023, el freno de la emisión de deuda volverá a entrar en vigor. Sin embargo, el acuerdo de coalición insiste en que habrá que movilizar “recursos a una escala sin precedentes para cumplir el objetivo de contener el cambio climático”. A esto hay que añadir, que el acuerdo subraya que la consecución de esos objetivos sólo puede lograrse a largo plazo si se realizan inversiones esenciales y urgentes ya que demorar las inversiones aumentará drásticamente los costes futuros. Por ello, se habla de una redefinición de la sostenibilidad financiera, lo que supone una planificación y una asunción de compromisos de inversión a largo plazo. Por otro lado, también hacen referencia a la movilización de capital privado y al papel que desempeñan los bancos públicos en la movilización de capital. Por último, recalcan que, en lugar de menos deudas, lo que se debe dejar en herencia a las generaciones futuras es un balance público saludable.

## Europa

Más que una política concreta, se trata de una declaración de principios en la que hay menos líneas sobre la política financiera europea que sobre la lucha contra el blanqueo de dinero. Este apartado del contrato de coalición toca varios temas, aunque superficialmente. Primero, aborda la política fiscal en la UE, con el triple objetivo de asegurar el crecimiento, mantener la sostenibilidad de la deuda y garantizar una inversión respetuosa con el clima. Por tanto, una política mucho menos austera que la de Merkel. También se quiere dar mayor importancia al Parlamento Europeo. Por último, hacen una reflexión sobre el paquete de ayuda “Next Generation EU (NGEU)” para abordar la pandemia del Covid-19 que describen como “un instrumento limitado en el tiempo y en el tamaño”. Sin embargo, aboga porque esta herramienta financiera pueda recuperarse; lo que no quiere decir que sea una herramienta recuperable si lo exigen las circunstancias económicas.

Respecto al BCE señalan su objetivo en la estabilidad de precios



siempre y cuando la política presupuestaria cumpla con sus responsabilidades, tanto a nivel de la Unión Europea como de los Estados miembros. Aunque no se mencione, sabemos que este gobierno tiene más posibilidades de avanzar hacia una mayor integración económica de la UE: podríamos ver novedades en la unificación de los diferentes fondos de garantías de depósitos, que facilitarían aún más una labor conjunta de los reguladores bancarios.

Este contrato de coalición, sumado a los partidos que forman el gobierno y a los ministerios que dirige cada uno, deja claro cuál es la apuesta a futuro de Alemania a la que espera un periodo de cambios y de prosperidad, en el que la inversión en la transición energética, el manejo de las relaciones diplomáticas y el alivio de la presión fiscal serán clave para su desarrollo económico.





## LAS SUBIDAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS Y SUS EFECTOS HISTÓRICOS EN LA ECONOMÍA Y LOS MERCADOS

Las subidas y bajadas de tipos son la principal arma de política monetaria de los bancos centrales, que utilizan para intentar conseguir un crecimiento económico sostenible. Alzas y caídas en el precio del dinero que trasladan a los bancos para que posteriormente ellos las repercutan en el resto de actores de la economía (familias, empresas, sector público). La Reserva Federal Estadounidense (FED) ya ha anunciado que este año 2022 empezará a subir los tipos de interés con el fin de evitar un recalentamiento mayor de la economía, detectado tanto en la brutal subida de la inflación como en los niveles mínimos de paro.

Hay numerosos estudios que analizan la relación entre los movimientos de los tipos de interés y el crecimiento económico y las bolsas. Buscan averiguar tanto la causalidad entre ambas variables como la reacción en magnitud y temporalidad que tiene una sobre otra... es decir, si fue antes la gallina o el huevo. Examinan además si la subida de tipos es la que provoca movimientos sobre el crecimiento económico de los países o es el crecimiento el que motiva cambios en los tipos de interés.

Desde 1970 en EE. UU. se han producido veintitrés ciclos de subida de tipos de interés, entendiendo por ciclo el período que va desde el inicio del alza, y que termina con el primer descenso que la FED realiza en el tipo oficial. No todos han sido de la misma intensidad ni duración:

- En los años 70 vivimos la segunda década con más ciclos de



subida de tipos. Un total de 6 tandas que llevaron al precio del dinero desde el 3,5% hasta el 15,5% al final de los 70 para contener el alza de precios que se habían producido tras las dos crisis del petróleo.

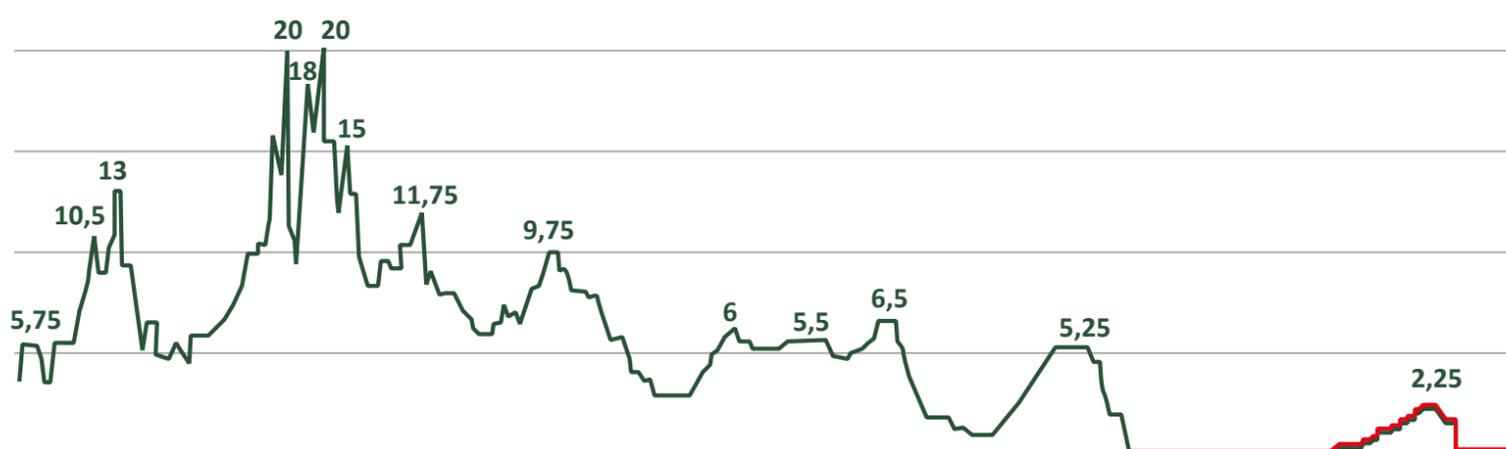
El período con más tandas es la década de los 80 cuando llegó Paul Volcker a la presidencia de la FED. Doce ciclos de subida de tipos concentradas en los primeros cinco años que provocaron una importante recesión. Como se puede comprobar en el gráfico, se trató en su mayor parte de subidas de tipos que se mantenían pocos meses, a los que les seguían descensos en el coste del dinero a niveles inferiores del inicio de cada período. Dieciocho de los veintitrés ciclos alcistas de tipos de interés se concentraron en los años 70 y 80.

- En la década de los 90 son tres los ciclos de subida de tipos de interés, con una duración media desde el inicio al final del ciclo de dieciocho meses, y un tipo máximo del 6,5%.
- Ya en este siglo XXI hemos asistido a dos ciclos en la primera década, y uno en la segunda.
- Desde otra perspectiva, la mayor subida acumulada se vivió en la década de los 70, y los niveles de tipos más elevados en la de los 80.

De los veintitrés ciclos de aumentos de tipos realizados por la Reserva Federal americana, hemos analizado los que tienen una mayor intensidad, bien por la duración en la subida, bien por la amplitud de esta. Como se puede observar, a medida que los tipos de interés son más bajos, la amplitud de los ciclos de subida es mayor, y los ciclos de bajada son más rápidos. Mientras que en períodos de tipos altos, las subidas son más rápidas y los descensos mas dilatados en el tiempo en la mayoría de los ciclos.



## Tipo de interés oficial de la Reserva Federal



## Número de subidas tipo de interés en períodos alcistas



Fuente: Bloomberg

Inicio ciclo ▼	Fin ciclo ▼	Tipo de interés (%)		Variación (%) ▼
		Inicial	Final	
MAR71	AGO71	3,5	5,75	2,25
MAR72	AGO73	3,5	11	7,5
MAR74	JUN74	9	13	4
JUN75	SEP75	5,25	6,5	1,25
ABR76	JUN76	4,75	5,5	0,75
DIC76	NOV79	4,75	15,5	10,75
FEB80	MAR80	14	20	6
AGO80	DIC80	9,5	18	8,5
MAY81	MAY81	16	20	4
ENE82	MAR82	12	15	3
SEP82	SEP82	9,5	10	0,5
MAY83	AGO83	8,5	9,63	1,13
MAR84	SEP84	9,5	11,75	2,25
FEB85	FEB85	8,25	9	0,75
AGO85	NOV85	7,75	8	0,25
MAY86	JUN86	6,75	6,88	0,13
DIC86	SEP87	5,88	7,25	1,37
MAR88	MAY89	6,5	9,75	3,25
FEB94	JUN95	3	6	3
MAR97	AGO98	5,25	5,5	0,25
JUN99	DIC00	4,75	6,5	1,75
JUN04	AGO07	1	5,25	4,25
DIC15	JUN19	0,25	2,25	2

Fuente: Bloomberg



Analizamos ahora el efecto en las principales magnitudes macroeconómicas desde el inicio de los diferentes ciclos de subida de tipos de interés. Como principales conclusiones:

- En la mayoría de los casos, se produce una minoración en el crecimiento del **Producto Interior Bruto (PIB)**, que se inicia entre el segundo y tercer trimestre siguientes a la primera subida de tipos. El PIB acelera su corrección coincidiendo con el momento en que los tipos ya están bajando. En este caso no se trata de un efecto, sino un detonante que provoca una bajada de tipos por parte de los bancos centrales. Una medida que busca reactivar la economía.

### PIB y tipos



Fuente: Bloomberg

- La **confianza del consumidor**, como uno de los principales indicadores adelantados, alcanza sus máximos entre dos y cuatro meses antes del inicio de subida de tipos de interés, sobre todo en los últimos ciclos. Pero en los previos al siglo XXI, es un indicador que se ha mostrado fuerte en la mayor parte de los casos, iniciando un retroceso al final de los ciclos.

### Confianza del consumidor y tipos

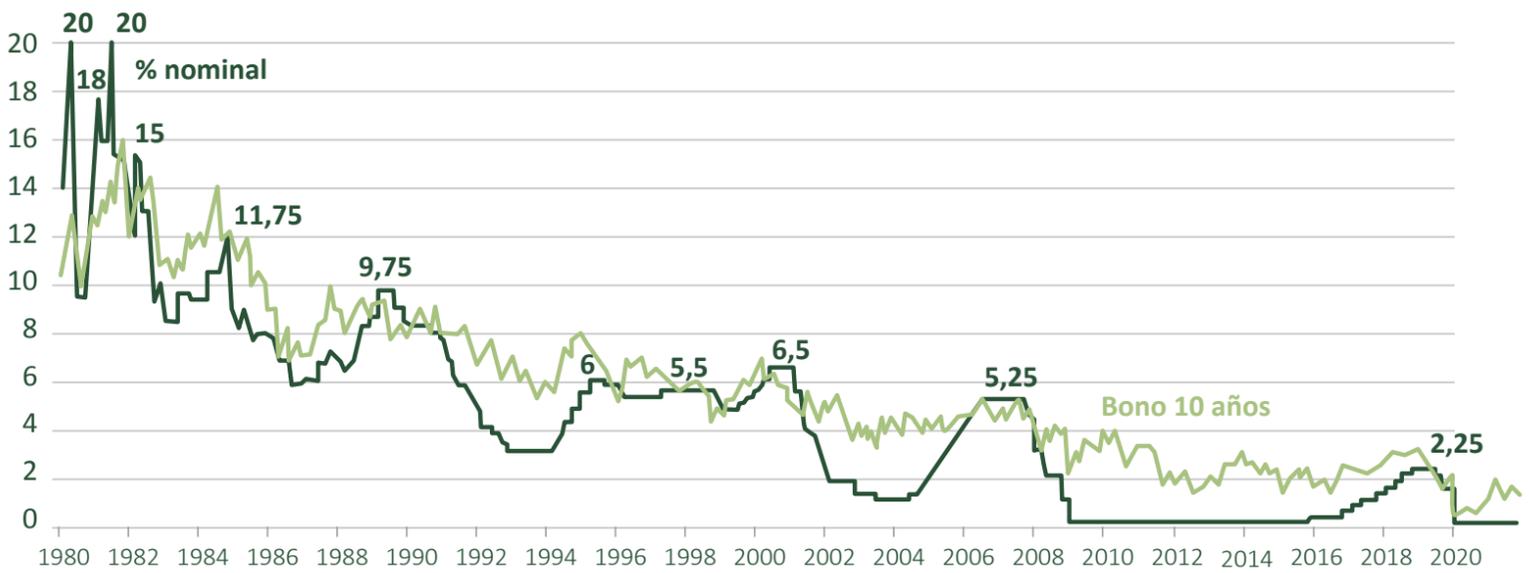


Fuente: Bloomberg



- El **bono a 10 años** es otro de los indicadores adelantados, pero lo analizamos más desde la perspectiva del fin de ciclo. Como media, alcanza su máximo en cuanto al interés que ofrece dos trimestres antes del final de ciclo de subida de tipos.

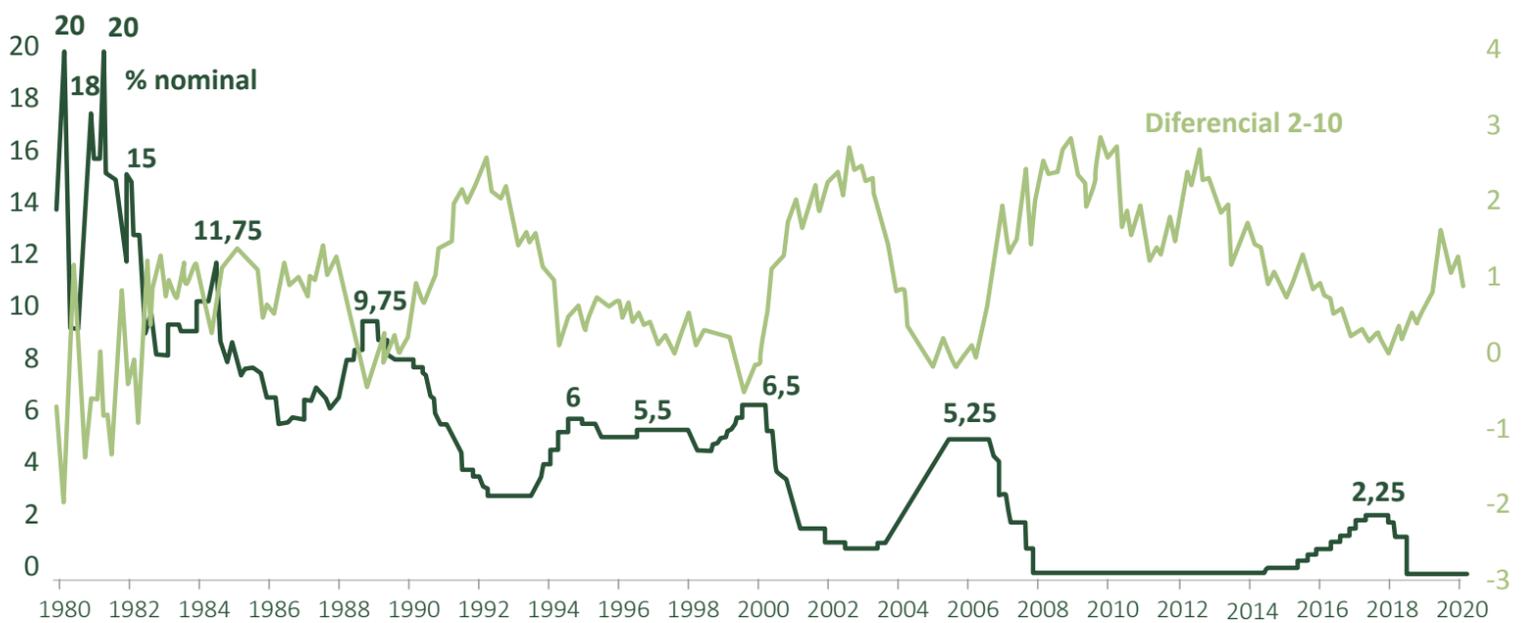
### Bono a 10 años y tipos



Fuente: Bloomberg

- Pero si queremos ver un indicador en el bono que anticipe el inicio de las alzas, este es sin duda el diferencial entre el **bono a 10 y a 2 años**. En este caso, la diferencia en rentabilidad entre uno y otro bono alcanza su máximo entre dos y tres trimestres antes del inicio de ciclo de subida.

### Diferencial 2-10 y tipos



Fuente: Bloomberg



- El mercado de **renta variable** debe ser considerado también como indicador adelantado. Los tres primeros meses tras la primera subida de tipos suelen ser negativos, y es desde el cuarto o quinto mes cuando se obtienen las mayores rentabilidades anuales acumuladas. Por ejemplo, tras el tercer mes del ciclo de alzas, una inversión en el índice estadounidense S&P logra una rentabilidad anual positiva que va desde el 10,5% hasta el 28,6%, con una media del 18,8%.

### Renta variable y tipos



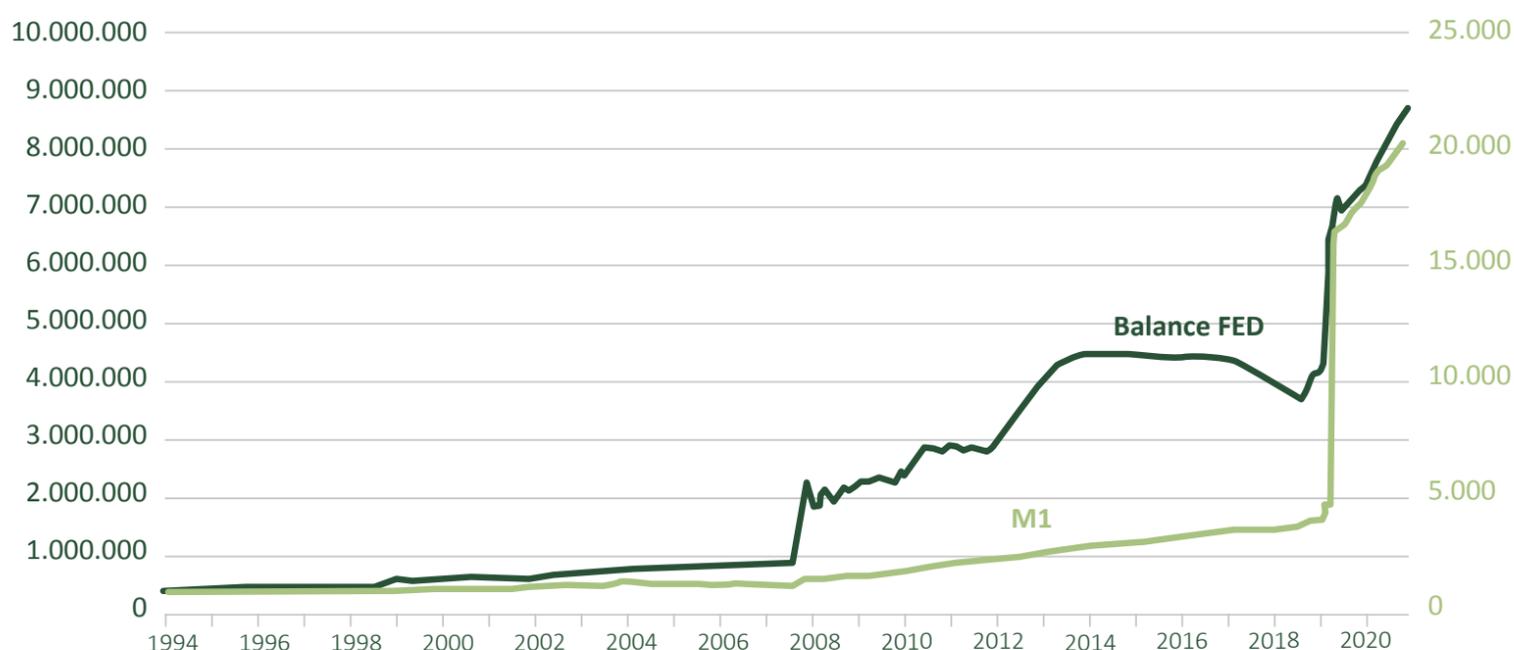
Fuente: Bloomberg

**La pandemia ha traído una variable nueva, ya que las ayudas en forma de compra de activos han elevado el balance de la FED a un nivel nunca imaginado, con una elevada masa monetaria, causante, en parte, de los mayores crecimientos de la inflación.**

Con estos mimbres podríamos sacar conclusiones que nos ayudaran a adelantarnos a los acontecimientos. ¿Cuándo invertir en renta variable? ¿En qué medida afectará a la inversión en renta



## Renta variable y tipos



Fuente: Bloomberg

fija? ¿Qué profundidad tendrá una próxima subida de tipos en el crecimiento, en el desempleo, en la confianza del consumidor? Unas preguntas que ahora son determinantes para la gestión de las inversiones con el fin de acertar en el nuevo escenario de tipos de interés al alza que ha prometido la FED para este año.

Sin ánimo de ser agorero, las actuaciones realizadas por los bancos centrales consecuencia de la pandemia, han introducido una variable con la que no se contaba en anteriores ciclos. Las ayudas en forma de compra de activos por parte de la Reserva Federal han llevado a este banco central a tener un balance gigantesco, nunca imaginado y, como consecuencia, una masa monetaria o dinero en circulación que ha sido, en parte, causante de los mayores crecimientos en los precios de productos y servicios en el último cuarto de siglo.

Del mismo modo, y sin querer pecar de optimismo, los bancos centrales han demostrado en las últimas dos décadas ser capaces de innovar con rapidez al usar nuevos instrumentos de política monetaria cuando se han enfrentado a situaciones muy adversas como la gran recesión del año 2008 y la más reciente crisis periférica de la Unión Europea que puso en cuestión la propia moneda única.



**Los bancos centrales viven una situación muy complicada porque tienen que endurecer su política monetaria en un momento en el que la deuda pública de los países desarrollados es elevadísima, por lo que subir los tipos puede tener un mayor impacto en el crecimiento.**

En esta ocasión, los bancos centrales se vuelven a enfrentar a una situación muy complicada porque tienen que elevar sus tipos en un momento en el que la deuda pública de los países desarrollados es elevadísima, lo que provocará un mayor impacto en el crecimiento global que en otras ocasiones. Ese es el motivo por el que hasta ahora habían retrasado el momento de empezar a subirlos, prefiriendo por primera vez desde los años ochenta ir por detrás de la curva, pese a lo que ha supuesto esto en términos de rentabilidad real negativa para los inversores durante años. Así, resulta difícil estimar cuánto podrán endurecer la política monetaria sin perjudicar el crecimiento de sus economías.

**Desde 1970 en EE. UU. se han producido veintitrés ciclos de subida de tipos de interés, entendiéndose por ciclo el período que va desde el inicio del alza y que termina con el primer descenso. No todos han sido de la misma intensidad ni duración.**



## ¿QUÉ ES EL HIDRÓGENO VERDE?



HYDROGEN H<sub>2</sub>

¿Es el hidrógeno clave para la descarbonización del planeta? En el actual entorno de transición ecológica en que nos encontramos, donde la reducción de emisiones de CO<sub>2</sub> es un objetivo a nivel global de cara a 2050, el hidrógeno verde jugará un papel fundamental, dentro de las numerosas alternativas energéticas que ahora mismo se están barajando.

El hidrógeno es un elemento químico muy abundante en el planeta pero que no puede encontrarse en estado puro ya que siempre aparece acompañado de otros elementos: junto al oxígeno formando agua o junto al carbono creando otros compuestos orgánicos. Por lo tanto, no es una fuente de energía primaria y requiere de un proceso de fabricación para aislarlo. Es necesario llevar a cabo una transformación química para obtener hidrógeno que consiste en la descomposición de moléculas. Existen diversos métodos para hacerlo, lo que marca la diferencia a la hora de obtener un hidrógeno limpio o no. Hasta la fecha, se requería de combustibles fósiles, tales como el petróleo o el gas para este proceso, lo que generaba un hidrógeno que no se podía calificar de verde.

Entramos a diferenciar tres distintos tipos de hidrógeno definidos por el color:

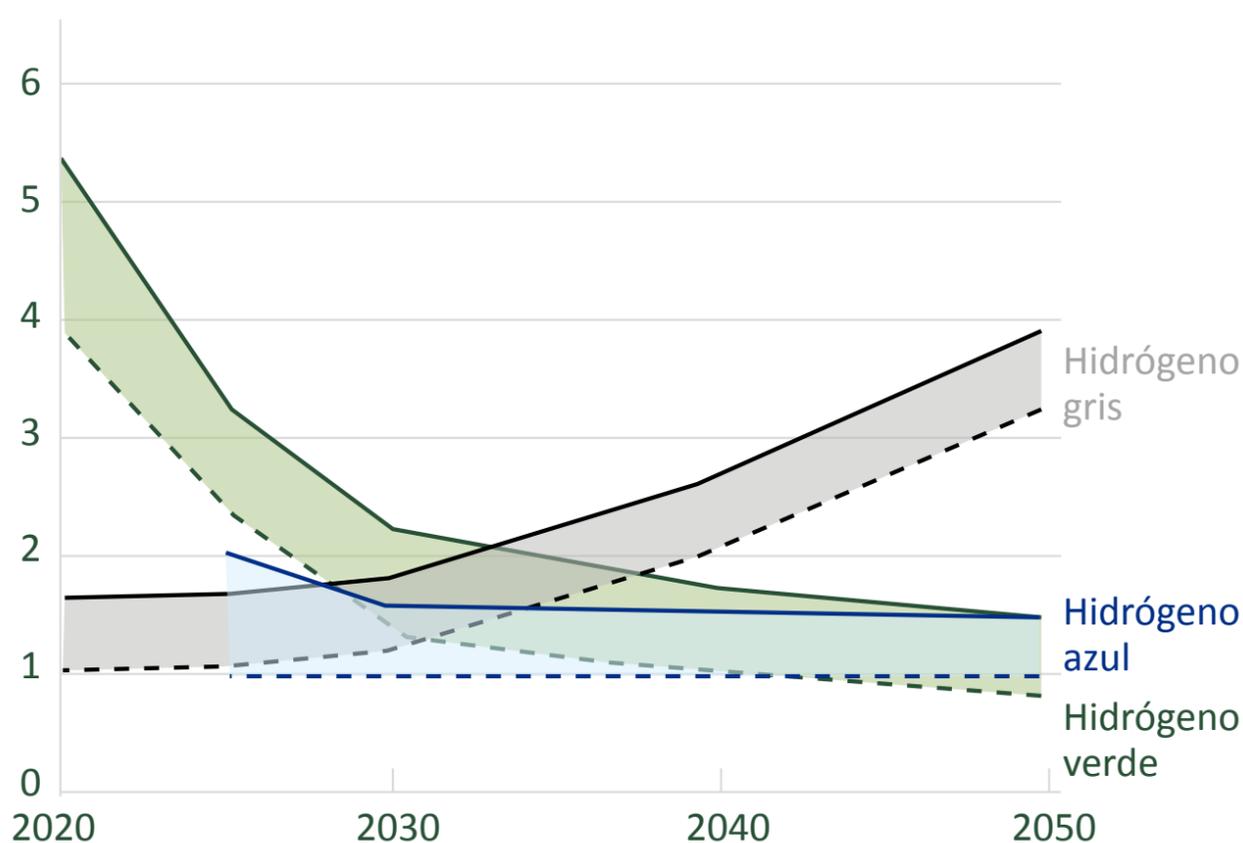
- **Hidrógeno gris:** es actualmente el más utilizado y el más barato de producir, pero emite altas dosis de CO<sub>2</sub> durante su proceso de fabricación. Se obtiene a partir de combustibles



fósiles gasificando el carbón. Representa cerca del 95% del hidrógeno producido hoy en día.

- **Hidrógeno azul:** al igual que el hidrógeno gris, se obtiene a partir de combustibles fósiles, pero utiliza técnicas que permiten capturar y almacenar las emisiones de CO<sub>2</sub> que se producen. Aunque el proceso de captura no es perfecto y es imposible atrapar algunos gases es más limpio que el gris.
- **Hidrógeno verde renovable:** se llama así porque en el proceso de producción sólo se utiliza energía renovable y no genera emisiones de CO<sub>2</sub> a la atmósfera, pero hoy sólo representa el 0,1% de la producción global. Se consigue extraer mediante la electrólisis del agua lo que hace que sea el más limpio y sostenible, pero también el más costoso de generar. Según las predicciones del Hydrogen Council, el coste de producción podría caer a 2 dólares por kilogramo en 2030, mucho menos que el rango de 4-5,5 dólares de 2020 para así ser competitivo con el azul. Los analistas del banco estadounidense Morgan Stanley se muestran incluso más optimistas y estiman que se iguale el coste de producción al gris, en 1 dólar por kilogramo durante los próximos 2-3 años.

## Coste de producción de hidrógeno (dólar/kg.)



Fuente: Hydrogen Council



El mencionado proceso de electrólisis del agua consiste en, a partir de fuentes renovables, descomponer las moléculas del agua ( $H_2O$ ) en hidrógeno ( $H_2$ ) y en oxígeno ( $O_2$ ). Con este método sólo se emite vapor de agua -que además puede generar electricidad-, evitando lanzar a la atmósfera dióxido de carbono. Según la Agencia Internacional de Energía (AIE), este proceso podría ahorrar los 830 millones de toneladas anuales de  $CO_2$  que se emiten en la generación del hidrógeno gris, a través de combustibles fósiles.

**El hidrógeno verde posee algunas características extraordinarias y únicas, idóneas para la industria y la automoción: 100% sostenible, almacenable, versátil y transportable ya que puede viajar por las mismas infraestructuras del gas.**

El hidrógeno verde posee algunas características extraordinarias y únicas, aunque el mayor reto en la actualidad es conseguir desarrollar la cadena de valor de manera que sea viable como fuente limpia a gran escala. Entre los principales beneficios merece la pena destacar los siguientes:

- **100% sostenible** al no emitir gases contaminantes
- **Almacenable**, al permitir que se utilice después en otros usos, a diferencia de los problemas de conservar la electricidad, por ejemplo en las energías renovables
- **Versátil**, pues puede transformarse en electricidad o en combustible sintético y emplearse en diversos fines, tales como industriales, domésticos...
- **Transportable**, al poder viajar por las mismas infraestructuras del gas

Como principales desventajas en el momento actual estarían el **alto coste de producción** comparado con el hidrógeno que no



es limpio y que, al igual que todo el hidrógeno, es **altamente inflamable**, por lo que tanto el almacenaje como el transporte precisan de numerosos requisitos en cuanto a seguridad .

El sector industrial acaparará las principales aplicaciones del hidrógeno. Dos buenos ejemplos son las compañías cementeras y los fabricantes de acero, que requieren de un gran consumo de energía, especialmente de la proveniente de la industria del carbón, que es muy difícil de reemplazar con electricidad y figura entre las más contaminantes.

**Distintos analistas esperan una caída del precio del hidrógeno verde durante los próximos años, lo que le haría competitivo frente al hidrógeno gris que actualmente representa el 95% de la fabricación de este gas.**

Dentro del mundo de la automoción, presenta ventajas frente a los coches eléctricos. Por un lado, al ser un material más denso por estar comprimido, necesita menor espacio de almacenaje para recorrer una misma distancia. Por otra parte, el tiempo de carga es más rápido frente a un coche eléctrico y se asemeja al de un vehículo tradicional. Es sin duda, una alternativa muy atractiva para el transporte de mercancías aéreo, terrestre y marítimo.

En el corto plazo, la electrificación va a seguir siendo la clave del proceso de descarbonización. Sin embargo, el hidrógeno tiene un gran potencial en el largo plazo. En Alantra WM apostamos por esta industria y contamos con algunas compañías en nuestras carteras de inversión.

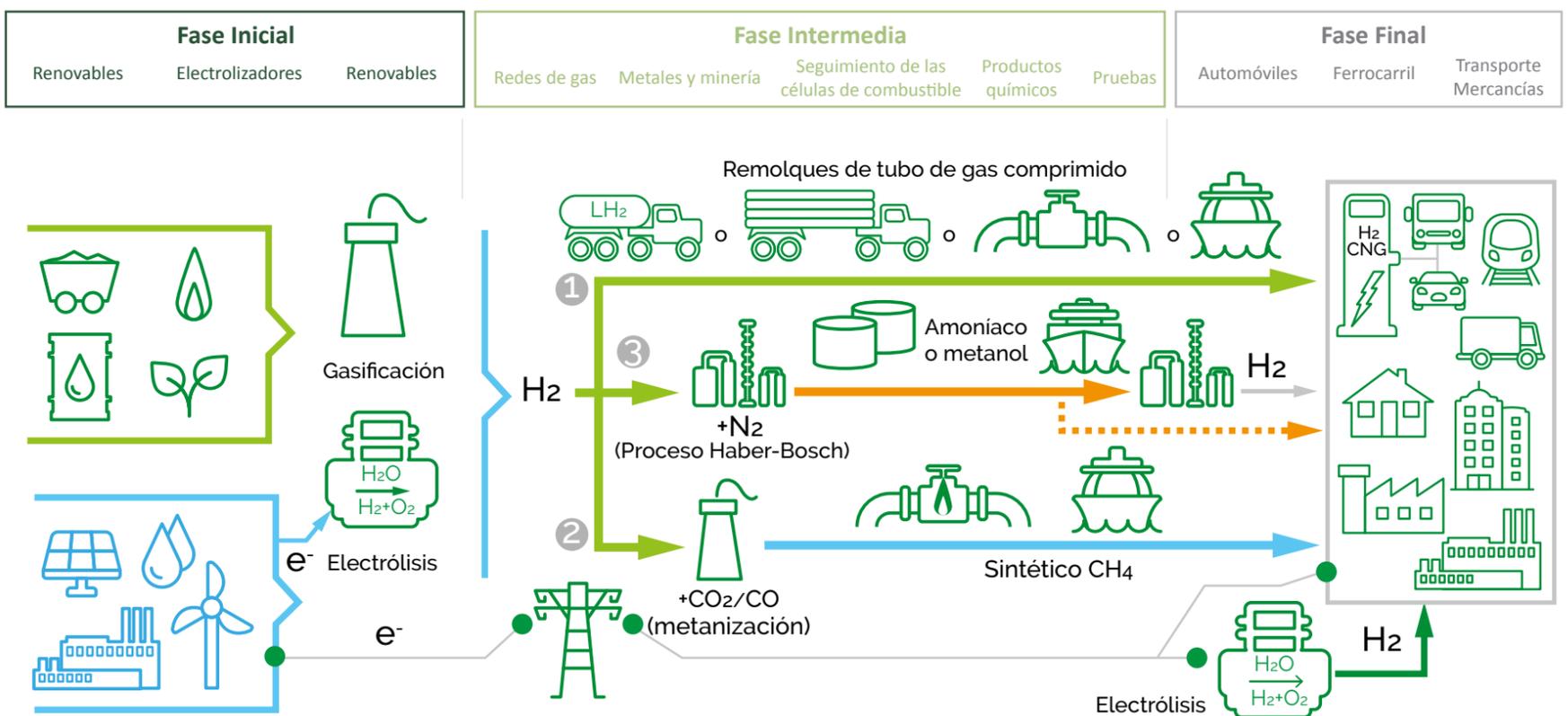
**Air Products** y **Linde** son valores del sector que tenemos en nuestros fondos, dedicados al negocio de venta de gases y productos químicos para usos industriales como el hidrógeno. Ambas compañías forman un oligopolio junto a Air Liquide.



Otro ejemplo de empresa por la que apostamos es **Plug Power**, que opera en toda la cadena de valor del hidrógeno desde la producción, al transporte, las estaciones de llenado, las pilas de hidrógeno y los electrolizadores. Una parte importante de su negocio es la fabricación de toros mecánicos para el movimiento de mercancías, pero cada vez está creciendo más en coches y, sobre todo, autobuses y camiones. Plug Power cuenta con socios comerciales y financieros fuertes como Amazon, Walmart o Renault.

**En Alantra WM apostamos por la industria del hidrógeno verde y contamos con compañías en nuestros fondos como Air Products y Linde, que participan del negocio de venta de gases para usos industriales, o Plug Power que opera en toda la cadena de valor del hidrógeno.**

## Solapamiento del Sector



Fuente: Hidrogen Council



## ¿QUÉ ES EL METAVERSO?



El metaverso es, como lo definió el inversor Piers Kicks *“un universo en vivo y digital persistente que permite a los individuos mantener una presencia social y conciencia espacial compartida, además de la habilidad de participar en una economía virtual extensiva con profundo impacto social”*. Esto a lo mejor es algo difícil de entender, pero cobra sentido cuando se comprende el funcionamiento de este “nuevo universo”, que a continuación explicamos junto con sus posibilidades en términos económicos. El término “metaverso” no es algo nuevo que haya surgido en los últimos años, ya que se encuentra en nuestro vocabulario desde el año 1992 cuando el escritor estadounidense Neal Stephenson en su novela Snow Crash, describió un espacio virtual colectivo, compatible y convergente con la realidad. Más recientemente, en el año 2014 la compañía Google nos quiso acercar a él a través de las Google Glasses pero el producto resultó un fracaso al igual que otros intentos parecidos. Pero es en los últimos años y sobre todo meses, cuando se ha situado en boca de todos. Mark Zuckerberg, presidente de Meta (antigua Facebook) ha anunciado una elevadísima inversión y un cambio de imagen hacia el metaverso en una apuesta de todo o nada que de fracasar provocaría pérdidas millonarias, comprometiendo el futuro de toda la compañía.

### **Descripción y análisis**

El Metaverso se explica de forma simple como un universo virtual donde desde la comodidad de una habitación cualquiera



podrá visitar diferentes lugares, realizar transacciones, jugar y tener relaciones sociales en directo con todas las personas que estén conectadas en ese momento. En resumen, se podrá crear una segunda vida desde cero en este “nuevo mundo” que podrá estar conectada o no a nuestra vida real. Este “universo virtual” se asienta, entre otros, en los siguientes pilares fundamentales:

- 1) **La persistencia:** este concepto es crucial, ya que permite que creemos algo que se mantenga en el tiempo, aunque nos desconectemos de dicho universo o de la red, incluso durante años y volvamos a conectarnos desde otra localización.
- 2) **La escala masiva:** el metaverso no solo abarca a un territorio o tiempo, sino que será un universo conjunto para todos a nivel global y en directo, donde se podrá acceder a conciertos, destinos turísticos, museos, partidas en juegos integrados en dicho universo y mucho más, ofreciendo así posibilidades que no existen en el mundo real.
- 3) **Accesibilidad e interoperabilidad:** se podrá acceder desde cualquier lugar, y una vez dentro nos desplazaremos de un lugar a otro siendo “el mismo individuo”. Esto quiere decir que, por ejemplo, en el mundo de los videojuegos, se podrá pasar de un juego de acción en el que eres un militar que busca liberar a los habitantes de una aldea asediada por unos terroristas, a otro en el que juegas la final del Mutua Madrid Open contra Rafa Nadal, siendo en ambos casos la misma “persona”. Pero no solo afecta a los videojuegos sino también a la vida social y económica que se quiera llevar dentro del metaverso, ya que también existirá la opción de crear tu propio negocio, (por ejemplo, un gimnasio) al que sacarle una rentabilidad dentro e incluso fuera del propio metaverso.
- 4) **Economía virtual con impacto social:** aquí está el punto clave de todo y la razón por la que cada vez más gente se



interesa por este “mundo”. Gracias al universo *blockchain* y dentro de él a las criptomonedas y los NFT podemos darle valor a las cosas que existen en el metaverso. Según IBM, el *blockchain* es “un libro mayor compartido e inmutable que facilita el proceso de registro de transacciones y de seguimiento de activos en una red de negocios” y en esto se basa la estructura de las criptomonedas y los NFT. Las primeras llevan algo más de tiempo integradas en la sociedad y se conocen vulgarmente como monedas virtuales (aun siendo mucho más que eso), pero los NFT (token no fungible, por sus siglas en inglés) son algo más desconocidos para la mayor parte de la población. Permiten darle una identidad única y una propiedad específica a un activo digital (por ejemplo, una foto), lo que da sentido a la economía del metaverso y explica la entrada de grandes compañías, que invertirán sumas millonarias para hacerse con parte de esta nueva tendencia, que se antoja imparable.

## Ejemplos de la economía del metaverso

En los últimos años, pese al desconocimiento de la mayor parte de la sociedad, ya había gente haciendo negocios a través de los NFT.

Uno de los primeros ejemplos es el de los gatos del juego Axie Infinity. Cada gato tiene un único propietario, gracias a los NFT y un valor monetario respaldado por la criptomoneda del videojuego (SLP) y Ethereum (ETH), la que “conecta la economía del juego con la del mundo real”. Para participar, cada jugador debe poseer un mínimo de 3 gatos que tendrán diferentes habilidades que les darán un valor económico (el que la gente esté dispuesta a pagar): cada gato suele costar desde 300 dólares hasta miles de dólares. Aparte de los gatos, en este juego también se pueden comprar terrenos (virtuales). Sirva de ejemplo la transacción de 9 parcelas que se realizó el 8 de febrero de 2021 por valor



de 888,25 ETH, equivalente en ese momento a 1,5 millones de dólares. Además, con el juego también se puede generar dinero virtual (SLPs).

Somnium space es un mundo de realidad virtual con parcelas limitadas donde los usuarios pueden comprar edificios, terrenos, casas y demás activos en el metaverso a través de Ethereum y donde ya hay grandes inversores comprando estos terrenos por decenas de miles de dólares para construir sus propias casas o, por ejemplo, galerías de arte digitales, en las que se expondrán obras de arte NFT con las que tanto sus autores como propietarios buscarán recibir ingresos recurrentes con las visitas del resto de usuarios.

**El metaverso se explica como un universo virtual en el que se podrán visitar diferentes lugares, realizar transacciones, jugar y tener relaciones sociales en directo con todas las personas que estén conectadas en ese momento.**

Decentraland o Sandbox son otros ejemplos parecidos al anterior. Plataformas de realidad virtual, descentralizadas y basadas en la tecnología *blockchain*. El primero es propiedad de sus usuarios, donde solo existen 90.601 parcelas de tierra virtual y el medio de pago es la criptomoneda MANA (basada en el *blockchain* de Ethereum). En noviembre de 2021 se vendieron 116 parcelas por el equivalente a 2,5 millones de dólares. En Sandbox, muchos famosos se han hecho sus propias casas virtuales y como muestra, un usuario adquirió el pasado 2 de diciembre una parcela al lado del rapero Snoop Dogg por casi medio millón de dólares en Ethereum. Este tipo de operaciones es cada vez más común, llegando al punto de alcanzar, en una semana, la suma de 106 millones en transacciones en estos universos.

Tras estos acontecimientos, grandes multinacionales como



## Crecimiento del Metaverso 2020-2024



Fuente: Bloomberg

Facebook, marcas de ropa, artistas, museos y galerías de arte, entre otros, se han hecho eco del éxito de estas plataformas y empiezan a tomar parte en este nuevo universo. La escasez de criptomonedas y NFT es fundamental para la independencia y evolución de la economía del metaverso.

## Compañías

A continuación, comentamos algunas de las compañías que se han visto beneficiadas por esta tendencia o que quieren formar parte de ella. Open sea y Meta (Facebook) son dos buenos ejemplos, aunque hay otros:

- **Open sea**, considerada como el Amazon de los NFT fue creada en diciembre de 2017 por Devin Finzer y Alex Atallah como un mercado descentralizado, especializado en la comercialización de activos no fungibles (NFT). Su negocio se basaba en ofrecer dicha plataforma a cambio de un 2,5% de cada transacción realizada. Los inicios no fueron fáciles ya que hasta marzo de 2020 las ganancias no cubrían los salarios de sus empleados, con unas pérdidas que debían soportar sus propios inversores.





Fuente: PWC

Pero ese mismo año, gracias a la pandemia global que confinó en sus casas a gran parte de la población mundial, a la mejora en las comunicaciones (5G) y a la búsqueda de nuevas formas de entretenimiento, la compañía sufrió un giro radical y los beneficios comenzaron a llegar. Terminó el año con cerca de 24 millones de dólares en transacciones y multiplicando dicha cantidad por 400 en 2021 para superar los 10.000 millones de dólares. Actualmente, la empresa está valorada en alrededor de 1.500 millones de dólares.

- **Meta.** El caso de esta compañía es el que ha puesto en boca de todos la palabra metaverso, ya que su presidente, Mark Zuckerberg, ha decidido centrar todos sus esfuerzos en la creación de un metaverso propio y se ha ocupado de que todo el mundo se entere, empezando por cambiar el nombre de su compañía, Facebook, por Meta Platforms. El gigante tecnológico está realizando miles de contrataciones a nivel mundial, entre ingenieros, programadores, especialistas en inteligencia artificial... y está dispuesto a “perder” 10.000 millones de dólares al año en el desarrollo de esta nueva tecnología. No es



una apuesta a la ligera, sino que lleva mucho estudio detrás, y Zuckerberg ve en este metaverso la posibilidad de conocer todavía más a sus usuarios: personas reales trabajando y disfrutando en un mundo virtual (oficinas, tiendas, zonas de juegos, salud...). La agencia Bloomberg estima que en el metaverso en el año 2024 se realizarán transacciones por valor de 800.000 millones y según la consultora PwC en 2030 ya habrá más de 1.000 millones de usuarios. Previsiones que apoyan la apuesta de esta compañía, nacida como la principal red social en el mundo.

- Otras muchas compañías y artistas se han hecho eco de este nuevo negocio y quieren sacar valor no con la creación de su propio universo, sino aprovechando los ya existentes y los que tendrán que venir. Por ejemplo, marcas como Nike o Gucci ya reciben ingresos a través de la venta de ropa virtual para los personajes de diferentes universos y videojuegos. En el caso de Nike, también ha comenzado a diseñar un espacio deportivo; un universo en el que ir a jugar al fútbol, tenis, baloncesto... desde el salón de casa. Por otro lado, el artista The Weeknd se dejó ver por el famoso videojuego Fortnite en un concierto seguido por miles de personas en directo y a nivel mundial.

## Conclusiones

Todavía hay muchas cosas que entender dentro del metaverso y sobre todo muchas que definir, ya que actualmente no existe ninguna regulación. Faltan leyes así como medidas de protección para los usuarios con la preocupación siempre presente de la confidencialidad: (¿quién querría tener una oficina virtual si cualquier usuario pudiese acceder a su información confidencial?) Estos puntos necesitan ser concretados para llegar a convertirse de verdad en una sociedad paralela y conectada a la vida real.

**El metaverso provocará que los usuarios pasen más tiempo conectados a la red lo que dará mayor visibilidad a las marcas.**



**Además, permitirá a los usuarios que sean capaces de monetizar las experiencias, crear valor en el mundo virtual y en la vida real, gracias a las criptomonedas y a los NFT.** El mejor de los futuros para esta tecnología es poder utilizar el dinero virtual obtenido en el metaverso y que tenga un contravalor que se pueda monetizar en la realidad, para que todo forme parte de un mismo ecosistema económico y que todos los usuarios tengan el potencial de sacarle provecho. Por ejemplo, que un participante del famoso juego Fortnite tenga la opción de salir de ese juego con uno de sus trajes, diseñado por él mismo o por una marca de moda, que alguien que no sea usuario de dicho juego pueda comprárselo con criptomonedas y que, según se negocie, tanto el jugador como el diseñador de dicho traje se lleven un porcentaje de dicha transacción y todas las transacciones futuras, al estar el traje asociado a un NFT.

**El mejor de los futuros para esta tecnología sería poder utilizar el dinero virtual obtenido en el metaverso con un contravalor que se pueda monetizar en la vida real, para que todo forme parte de un mismo ecosistema económico del que todos los usuarios puedan beneficiarse.**

En definitiva, esto es ya una tendencia económica de la que habrá que aprovecharse a través de la inversión en compañías que sean capaces de sacarle beneficio de forma recurrente, sin dejarse llevar por las escandalosas cifras que se manejan ahora mismo. Para ello, habrá que realizar un estudio realista y fundamental de cada caso.

**Marcas como Nike o Gucci ya reciben ingresos por la venta de ropa virtual para personajes de diferentes universos y videojuegos. La firma deportiva está diseñando un espacio propio; un universo en el que ir a jugar al fútbol, tenis, baloncesto... desde el salón de casa.**



# 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: 197,69 M€
- Duración cartera renta fija: 3,29 años
- Tipo de fondo: Renta Fija Mixta Internacional
- Fecha de lanzamiento: 20/07/2016

Clases	ISIN	Com. Gestión	V.L
CLASE A	ES0164723001	1%+5% éxito	10,5824
CLASE B	ES0164723019	0,6%+5% éxito	10,9030
CLASE C	ES0164723027	0,43%+5% éxito	10,9864

## EVOLUCIÓN DESDE EL INICIO



## RENTABILIDADES

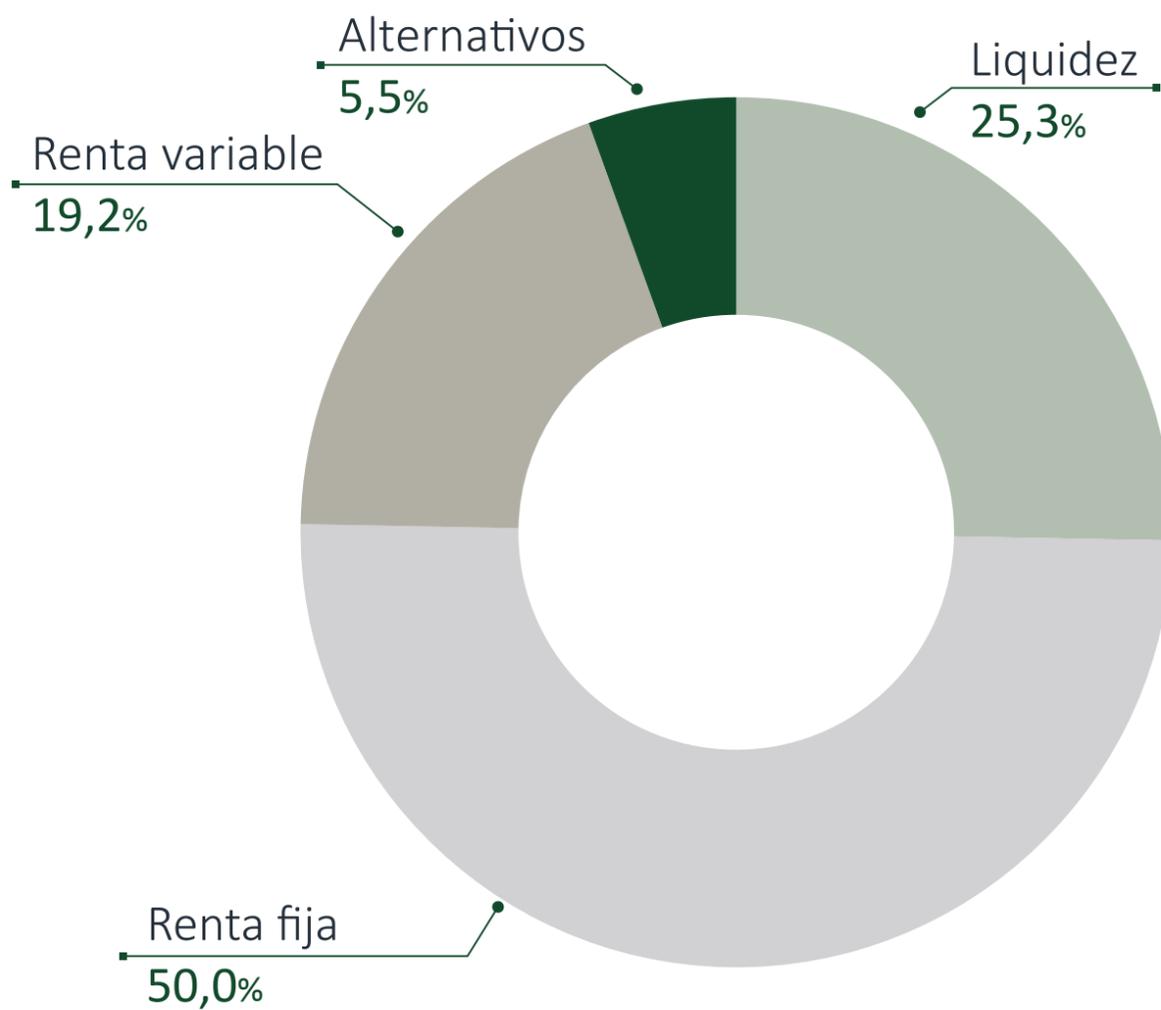
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
<b>2021</b>	-0,26%	0,44%	0,96%	0,29%	0,13%	0,32%	0,15%	0,41%	-0,45%	0,41%	0,13%	0,22%	<b>2,78%</b>
<b>2020</b>	-0,12%	-1,57%	-5,17%	2,36%	1,17%	1,02%	0,73%	0,66%	-0,41%	-0,54%	2,53%	0,80%	<b>1,24%</b>
<b>2019</b>	2,20%	0,54%	0,24%	0,49%	-0,97%	1,09%	0,11%	-0,09%	0,34%	0,07%	0,42%	0,43%	<b>4,96%</b>
<b>2018</b>	0,50%	-1,14%	-1,09%	0,71%	-1,04%	-0,59%	0,91%	-0,49%	0,18%	-2,30%	-0,15%	-1,56%	<b>-5,94%</b>
<b>2017</b>	0,12%	0,55%	0,96%	0,41%	0,37%	0,10%	0,14%	-0,16%	0,53%	0,49%	-0,25%	0,39%	<b>3,69%</b>

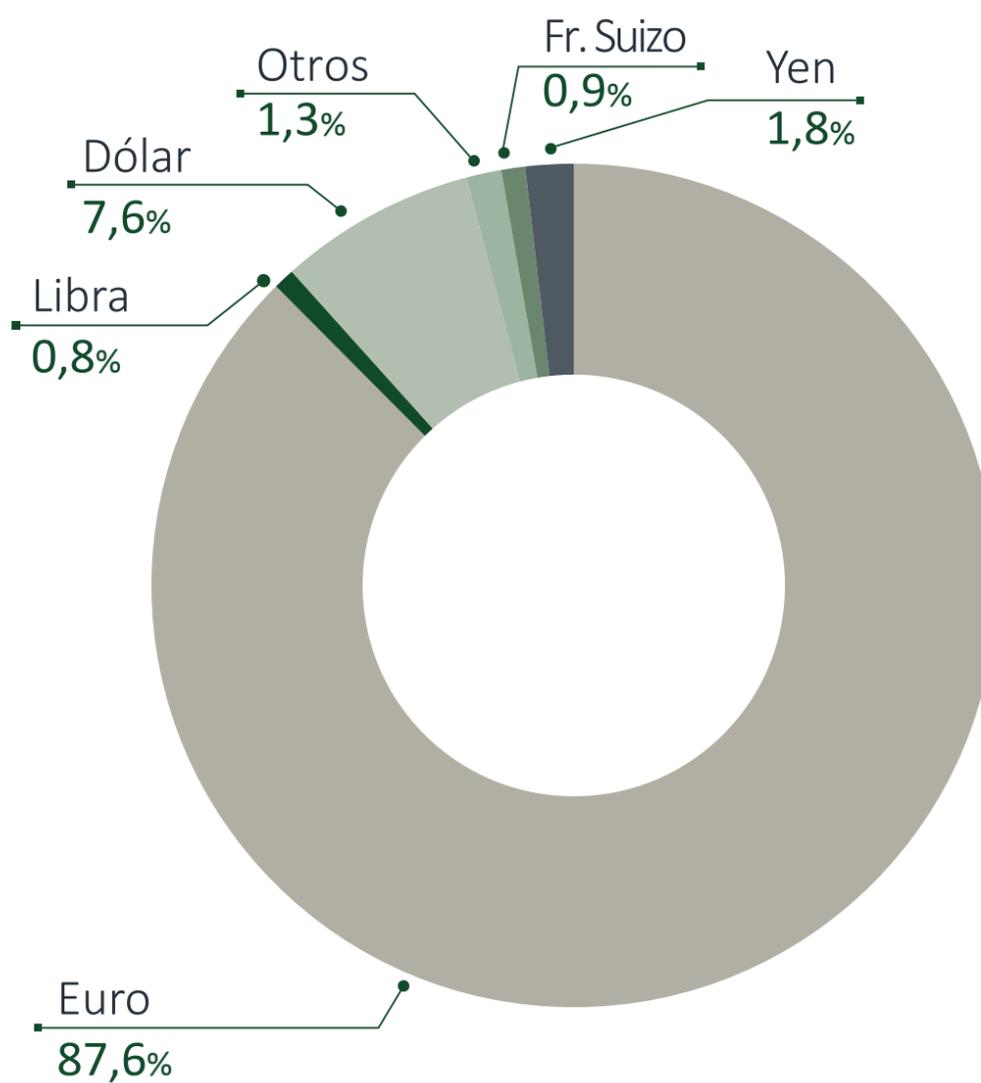
YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
2,78%	2,78%	-0,22%	0,5%	0,76%	0,86%	2,78%	5,82%	1,04%



## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2021.



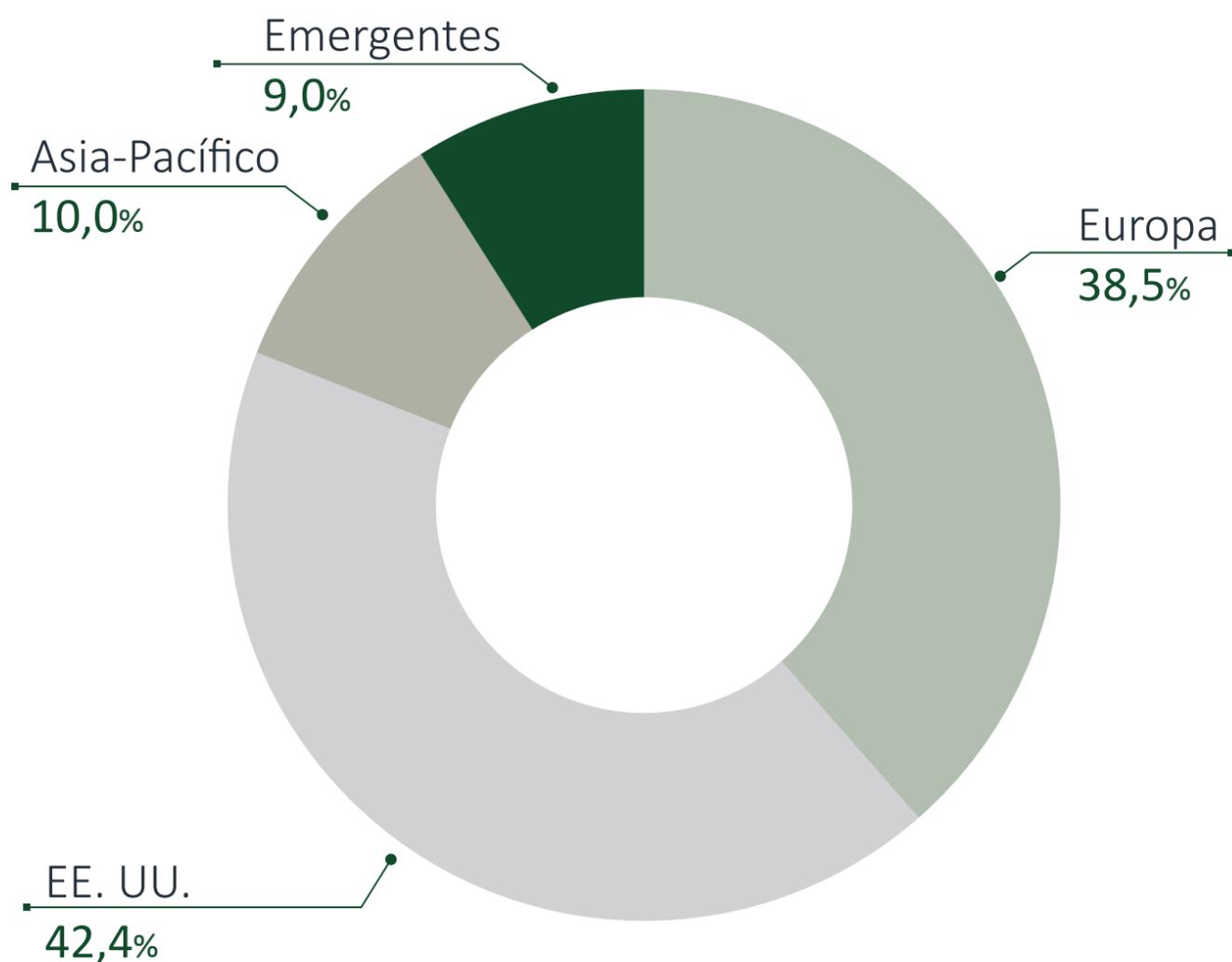
Exposición neta de coberturas.



## PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
MUTUAFONDO FI L EUR	11,65%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	8,14%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	5,66%
MUTUAFONDO CORTO PLAZO L CLEAN	3,69%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	3,61%
INVESCO EURO SHORT TERM BOND C	3,01%
FIDELITY EURO SHORT TERM BOND Y	2,64%
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	3,01%
JUPITER JGF DY B FD-I EUR A	2,18%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	2,16%

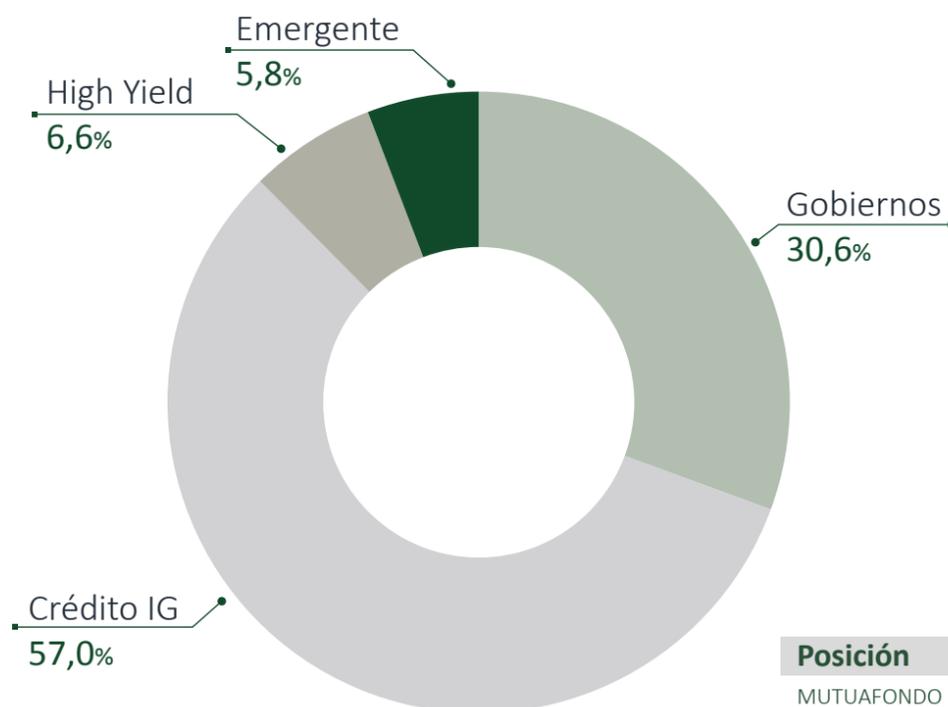
## EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE RENTA VARIABLE



Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2021.



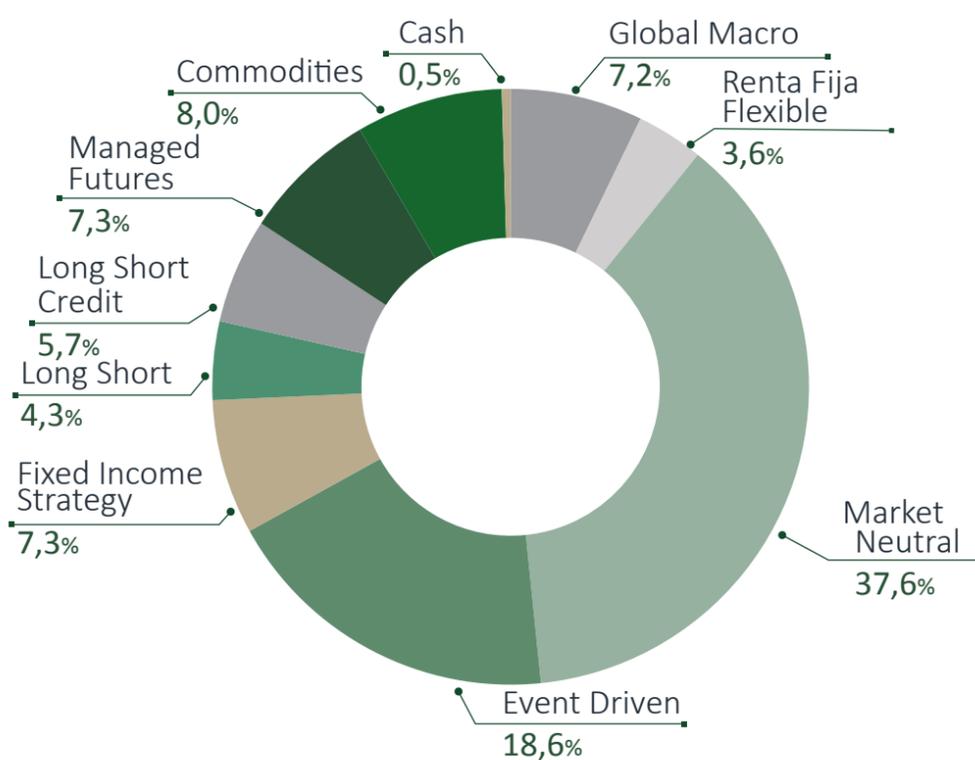
## TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



Posición	Peso
MUTUAFONDO L EUR	10,08%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	8,17%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	5,68%
FUT EURO-BOBL MAR 22	4,58%
SPDR BBG EURO AGGREGATE	3,63%

Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2021.

## TIPO DE ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES POSICIONES DE RETORNO ABSOLUTO



Posición	Peso
BMO REAL ESTATE EQ MK NEUTRAL B CLEAN	1,31%
LYXOR TIEDEMANN ARBITRAGE STRATEGY	1,30%
EXANE FUNDS 1 CERES A ACC	1,28%
OYSTER MULTI-ASSET ABSOLUTE RETURN EUR I	1,05%

Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2021.



## Comentarios del trimestre

- Venta de la posición en bono italiano y compra de bono de la Union europea 2031.
- Venta total de la posición en FTSE 100.
- Aumento de duración Europea con la compra de 3% en futuros del Bund.
- Venta total Ishares US Infra y compra por el importe S&P 500
- Compra de un 1% de futuros del Eurostoxx 50.
- Compra de un 1% de nominal en un Risk Reversal de Eurostoxx, con vencimiento en febrero, strikes 3.800 – 4.150.
- Compra de Eurostoxx y S&P 500 por rebalanceo.





## 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: 58,94M€
- Duración cartera renta fija: 3,34 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

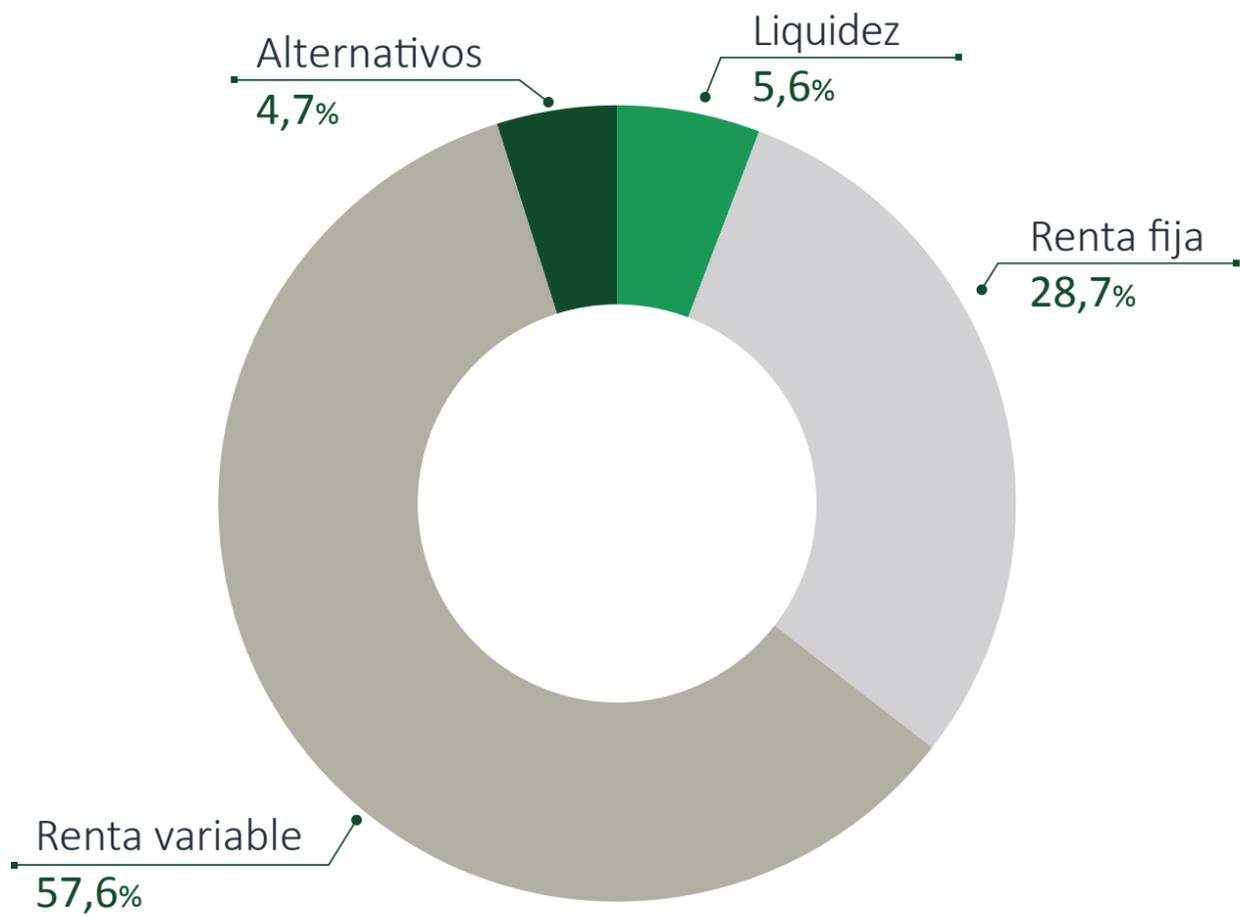
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
<b>2021</b>	-0,25%	1,87%	3,22%	0,91%	0,27%	1,24%	0,17%	1,50%	-0,66%	■	■	■	<b>8,52%</b>
<b>2020</b>	-1,17%	-4,58%	-10,29%	5,65%	2,51%	2,52%	0,66%	2,58%	-1,34%	-2,18%	7,02%	1,74%	<b>1,93%</b>
<b>2019</b>	4,93%	1,46%	0,84%	1,37%	-2,97%	2,45%	0,49%	-1,10%	1,54%	0,37%	1,55%	1,13%	<b>12,54%</b>
<b>2018</b>	1,40%	-2,07%	-2,20%	2,22%	-0,98%	-0,67%	2,13%	-0,61%	0,78%	-4,96%	0,59%	-4,26%	<b>-8,59%</b>

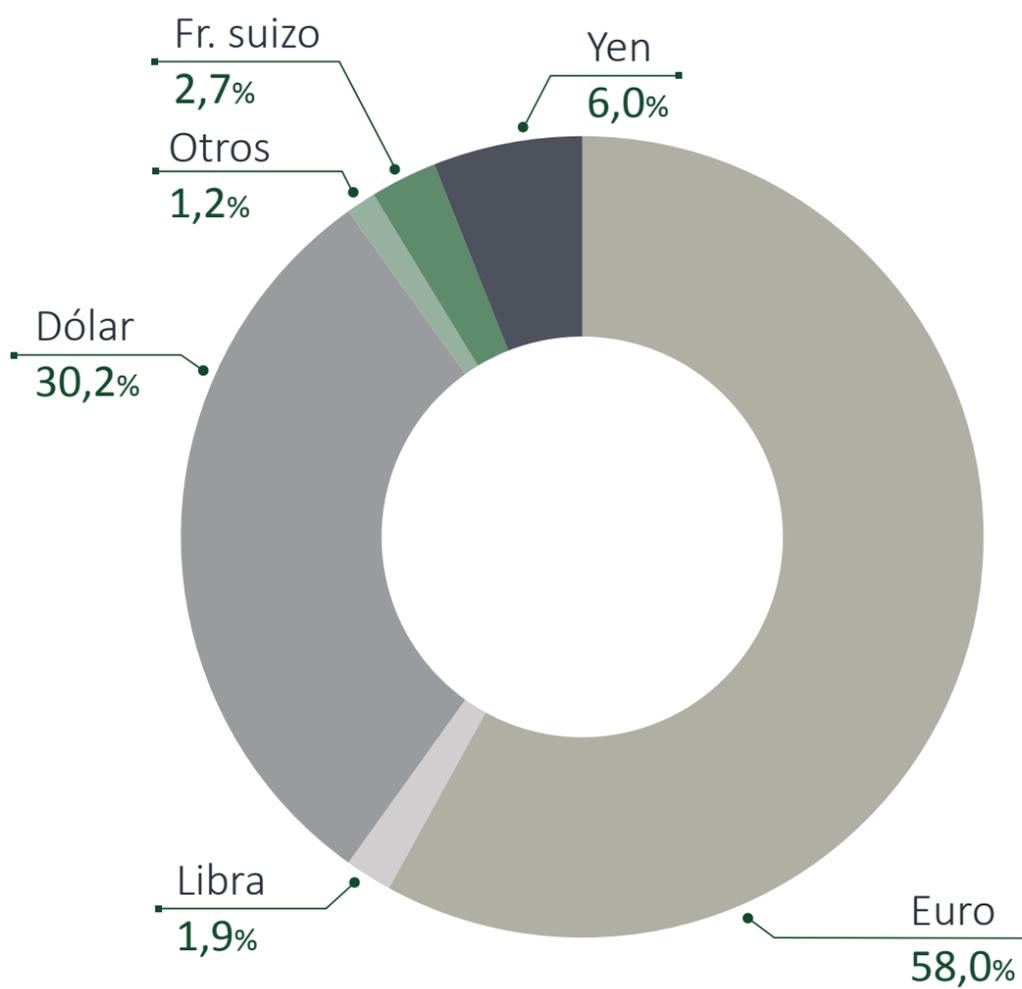
YTD	TAE 2021	1 mes	2 meses	3 meses	6 meses	1 año	Desde lanzamiento	TAE desde lanzamiento
8,52%	11,55%	-0,66%	0,83%	1,00%	3,46%	15,58%	14,32%	3,51%



## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y DIVISAS



Fuente: Alantra Wealth Management, diciembre 2021.



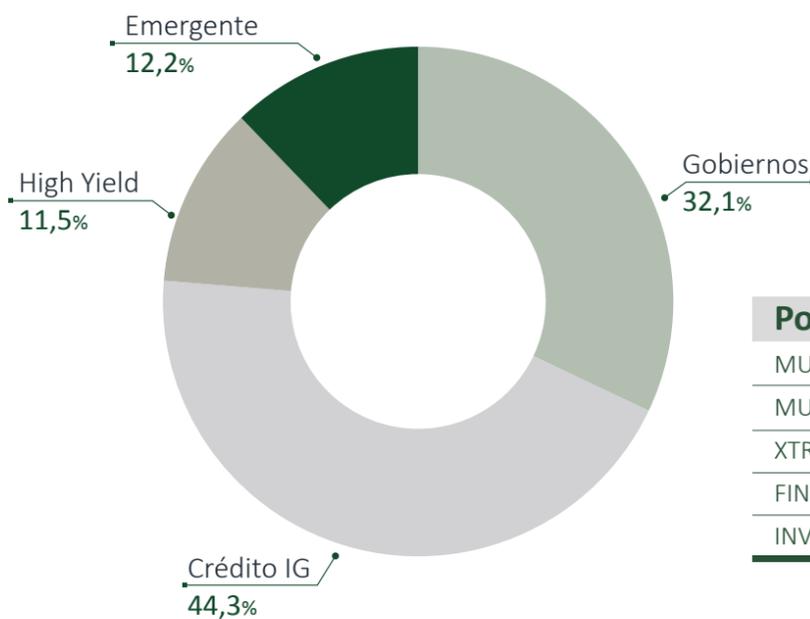
Exposición neta de coberturas.



## PRINCIPALES POSICIONES

Posición	Peso
X-TRACKERS S&P 500 SWAP ETF UCITS	11,78%
EDGEWOOD L SELECT US SELECT GWT USD IZ	4,84%
MUTUAFONDO FI L EUR	4,68%
ROBECO US PREMIUM EQ I	4,54%
ISHARES MSCI JPN MONTH EUR	4,11%
LYXOR EURO GOV BOND 3-5Y ETF	3,43%
ISHARES STOXX 600 DE ETF	3,42%
MUTUAFONDO RENTA FIJA FLEXIBLE L CLEAN	3,25%
XTRACKERS II ITRAXX CROSSOVER SHORT ETF	2,42%
SCHRODER GLOBAL CLIMATE CHANGE C EUR	1,93%

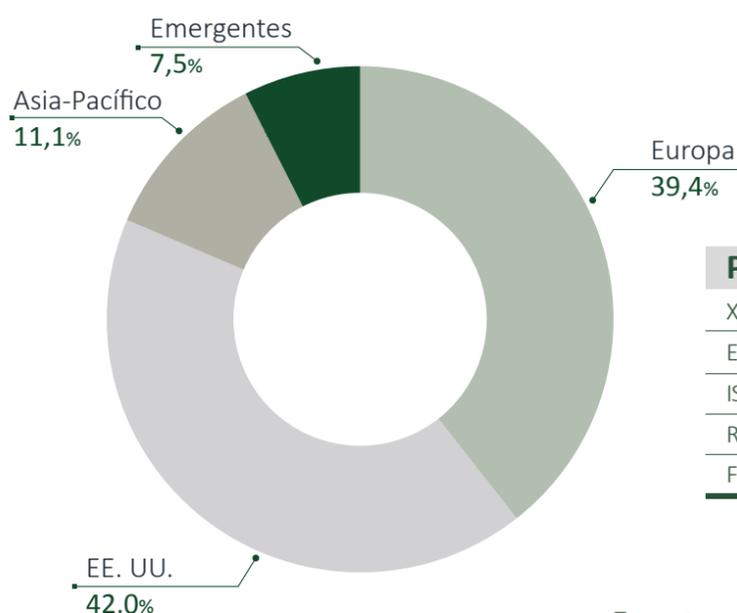
## TIPO DE EMISOR Y PRINCIPALES POSICIONES DE RENTA FIJA



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, diciembre 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, diciembre 2021.



## Comentarios del trimestre

- Venta de la posición en bono italiano y compra de bono de la Union europea 2031.
- Venta total de la posición en FTSE 100.
- Aumento de duración Europea con la compra de 3% en futuros del Bund.
- Venta total Ishares US Infra y compra por el importe S&P 500
- Compra de un 1% de futuros del Eurostoxx 50.
- Compra de un 1% de nominal en un Risk Reversal de Eurostoxx, con vencimiento en febrero, strikes 3.800 – 4.150.
- Compra de Eurostoxx y S&P 500 por rebalanceo.



# SOBRE ALANTRA WEALTH MANAGEMENT

## ESPECIALIZACIÓN EN BANCA PRIVADA



**>80**  
Profesionales



**8 oficinas**  
en España

(A Coruña, Bilbao,  
Barcelona, Madrid,  
San Sebastián, Sevilla,  
Vitoria y Zaragoza)



**> 1.500**  
Grupos Familiares

## SOLIDA TRAYECTORIA Y EXPERIENCIA



**€3.350mn**  
AUM



**18**  
Socios Ejecutivos



**>25**  
Media años  
de experiencia

## FORTALEZA DE LOS ACCIONISTAS

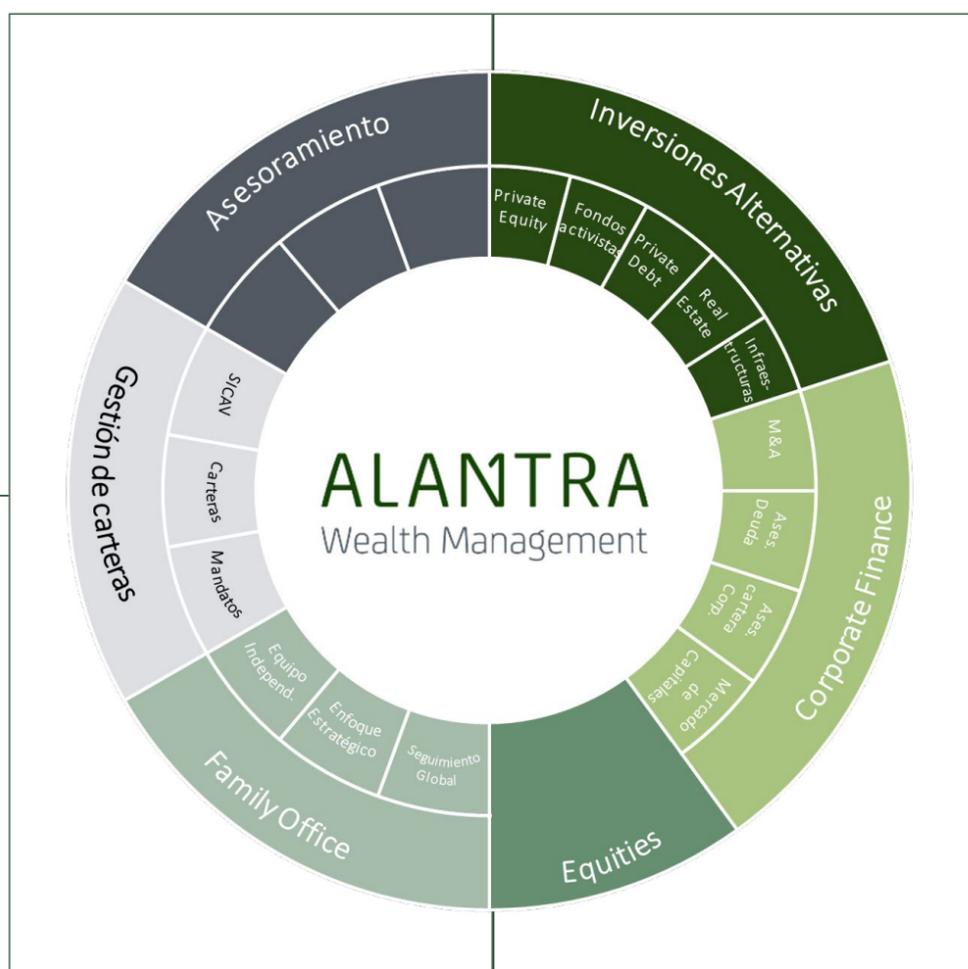
<b>Grupo "MM"</b> 50.01% del accionariado	
<b>€14.996mn</b> Patrimonio (valor Mercado)	<b>€304,1mn</b> Bº Neto consolidado
<b>€9.121mn</b> AUM	<b>0</b> Endeudamiento Financiero

Cifras a diciembre 2021.

<b>Grupo Alantra</b> 25% del accionariado	
<b>€605mn</b> Capitalización bursátil	Presente en <b>20 países</b>
<b>€21.800mn</b> Activos Bajo Gestión	<b>0</b> Endeudamiento Financiero

Cifras a diciembre 2021.

## PROPUESTA DE VALOR



### Activos tradicionales

- Nuestras capacidades de gestión residen en Mutuactivos<sup>1</sup>, 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.

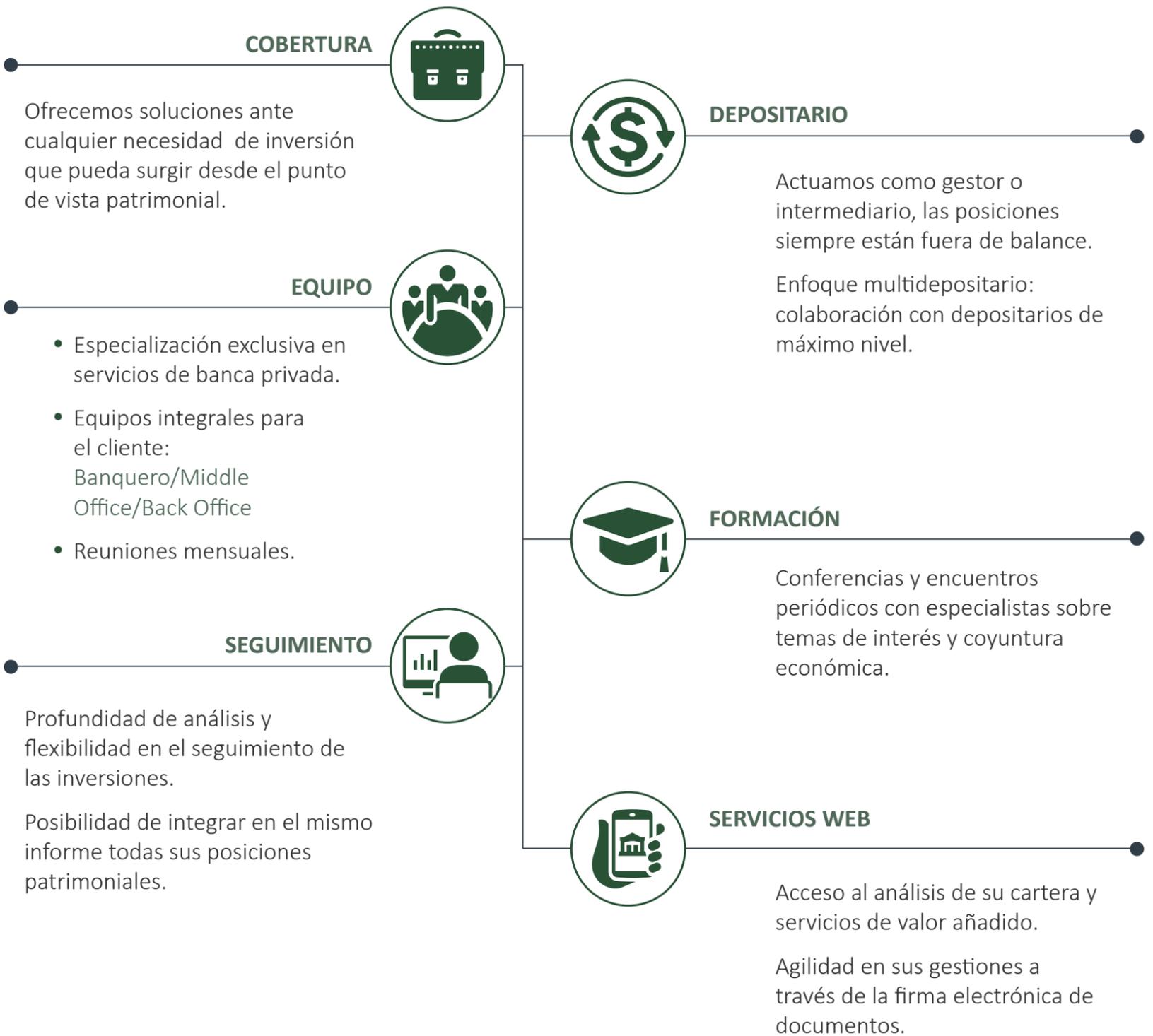
### Activos alternativos

- 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.

<sup>1</sup> 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](mailto: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](mailto: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.alantrawm.com](http://www.alantrawm.com)

