

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

ABR. 22
N.37

- Una hora con Eoin Walsh, TwentyFour AM
- Más allá del Ibex, Solaria
- Entrevista a Iván Martín, Magallanes Value Investors

El nuevo escenario de inversión tras el conflicto Rusia-Ucrania

Aquí 

La mejor selección
de suelos para invertir



Descubre **Series**,
nuestro catálogo con la mejor
selección de activos. Descárgalo
en inversores.servihabitat.com

Descarga
el catálogo



 **Servihabitat**

Aquí empieza todo.

Cautela, diversificación y ser selectivo en un entorno de estanflación

La guerra que ha iniciado Rusia con la invasión de Ucrania cambia todas las previsiones. El FMI dejaba ver recientemente que nada parece escapar de la guerra con unas consecuencias económicas que son imprevisibles. El organismo adelantó que rebajará su previsión de crecimiento global para 2022 (en su reunión de ese mes de abril) ya que la invasión rusa está contribuyendo a aumentar más los precios y pone trabas al comercio mundial. Kristalina Georgieva sin dar cifras anticipó una corrección a la baja de la actual estimación de crecimiento del 4,4%.

Y todo ello con Rusia camino de la bancarrota, situación que el organismo no considera "improbable" a raíz de las sanciones aplicadas al país. Sanciones que, por cierto, también tendrán un impacto muy relevante en el PIB de la Eurozona, en el comercio o en las oportunidades de crecimiento potencial, sin hablar del impacto que tendrá la escalada de los precios de la energía y, por ende, de la inflación. Algo que vuelve a poner a los Bancos Centrales bajo presión. La FED ya ha puesto sobre la mesa que es necesaria una política de subida de tipos más agresiva para hacer frente a la espiral inflacionista. El BCE por el momento no se ha pronunciado sobre cuándo realizará la primera subida. Pero ¿y el crecimiento? Aunque el mandato de la institución europea se basa en controlar que los precios no se muevan más allá del 2%, ya se sabe que un escenario de subida de tipos + guerra + subida de precios energéticos = posible recesión económica. Un entorno que exige más que nunca diversificación en las carteras, ser selectivos con los activos y tratar de que impere la cautela en la estrategia. ■

Que disfruten estas páginas



Silvia Morcillo Acero

Directora

Editor: Juan Ángel Hernández
CEO: José Ignacio Serres
Director General: Manuel López Torrents
Directora: Silvia Morcillo
Coordinación: Raquel Jiménez
Dirección de Arte: Javier López

Redacción: Pablo Gallén, Esther Chapa e Isabel Delgado
Análisis de Fondos: Consuelo Blanco
Agencias: Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF
Director Desarrollo de Negocio y Publicidad: Juan Ramón Peña
 jpena@estrategiasdeinversion.com / 91 574 72 22

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL
 Plaza de Canalejas, 6 - 3ª planta. 28014 Madrid
 Tel.: 91 574 72 22 - Fax: 91 409 59 38
 info@estrategiasdeinversion.com
Imprime: Entyc



ABRIL 2022 | N° 37



CONTENIDOS

El nuevo escenario de inversión tras el conflicto Rusia - Ucrania
Reportaje por Consuelo Blanco

6

Macroeconomía
Por Ramón Bermejo

18

ASEAFI
Mantén la calma y continúa

30

Una hora con Eoin Walsh
TwentyFour AM

34

Entrevista gestor
La Française

38

Más allá del Ibx
Solaria

42

Ranking de Fondos
Por Consuelo Blanco

48

Fondo a examen
Morgan Stanley Investment Fund - Global Opportunity

50

Entrevista final a Iván Martín
Magallanes Value Investors

60



**Elija soluciones
de inversión
que marcan
la diferencia.**



**Algunas de nuestras soluciones
para actuar frente al cambio
climático:**

- CPR Invest – Hydrogen
- KBI Global Sustainable Infrastructure Fund

**Descubra nuestra
gama de soluciones
climáticas.**

amundi.es



**La confianza
se gana**

Amundi
ASSET MANAGEMENT

*Fuente: IPE "Top 500 asset managers" publicado en junio 2021 según activos gestionados a diciembre 2020. Fondos sin garantía de capital ni rentabilidad. Documento promocional no dirigido a ciudadanos o residentes de EEUU de América o cualquier "persona estadounidense" como define la "US Securities Act de 1933". La compra de participaciones debe basarse en el último Folleto, KIID, estatutos, e informes anual y semestral registrados en CNMV. Consulte la documentación legal gratuitamente en Amundi Iberia SGIIC, SAU, entidad comercializadora principal en España registrada en CNMV nº 31 (Pº Castellana 1, Madrid 28046), o en www.amundi.com. Antes de suscribir, asegúrese que esté permitido por la normativa vigente y compruebe sus repercusiones fiscales. Debe considerar si los riesgos asociados son adecuados a los posibles inversores, que deben comprender el contenido del documento. Invertir implica riesgos, los accionistas pueden perder todo o parte del capital inicialmente invertido. Rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Documento con carácter publicitario, simplificado, sin valor contractual. No constituye recomendación, solicitud, oferta o asesoramiento sobre inversiones. Información suministrada por Amundi Asset Management, SAS ("Sociedad por acciones simplificada") con capital social de 1143 615 555 € y aprobada por el regulador francés (AMF) nº GP 04000036 como sociedad gestora de carteras, Bd Pasteur 91-93 - 75015. En España, las IICs extranjeras están registradas en CNMV: CPR Invest: nº 1564, KBI FUNDS ICAV: nº 1248. Datos a Febrero 2022. | W

El nuevo escenario de inversión tras el conflicto Rusia-Ucrania

A poco más de un mes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, los mercados se han visto afectados de manera muy distinta. Mientras las materias primas han visto un rebote significativo en sus cotizaciones, la renta variable y la renta fija sufrieron el primer shock con caídas significativas. A medida que ha ido avanzando la guerra y se han ido aplicando sanciones a Rusia que van desde la suspensión del SWIFT hasta la eliminación de Rusia de los índices de referencia (con varias más en medio), el balance de daños económicos sigue en las hojas de cálculo de inversores, gobiernos y Bancos Centrales. La inflación que parecía ser algo coyuntural en 2021 se encamina a ser algo más estructural, llevando así a la Fed al primero de otros muchos incrementos de tipos de interés en 2022.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

Con el mercado de renta variable ruso suspendido de cotización durante unas cuantas semanas, la pregunta natural es **¿qué hacen las gestoras de fondos con las muchas o pocas posiciones que les quedaban de Rusia?** En este sentido, **Irene López (Head Iberia Client Group en Neuberger Berman)** comenta que la consecuencia más inmediata es que los fondos dedicados a Rusia o Europa del Este han tenido que paralizar lo que son las operaciones del fondo hasta ver la evolución. Han tenido que valorar esas posiciones a cero, pero por lo que conoce, contablemente dejas una línea que refleje esa posición (el llamado "side pocket"). Todo esto, genera un tracking error



alto hasta que los índices saquen a Rusia al final del trimestre.

Sin embargo, y a pesar del fuerte impacto del conflicto bélico en emergentes, hay regiones dentro de esta categoría que muestran un favorable comportamiento en lo que va del año, como es el caso de Latinoamérica. No obstante, **Oscar Esteban (Sales Manager en Fidelity International)** comenta que las diferentes zonas geográficas emergentes deben ser tratadas por separado debido a que tienen sus propias idiosincrasias, pero hay algunas subregiones que desde el punto de vista inversor presentan mayores dificultades a la hora de invertir debido al reducido volumen, como en Latinoamérica. Y puntualiza que "la región de emergentes para Fidelity es Asia, la región



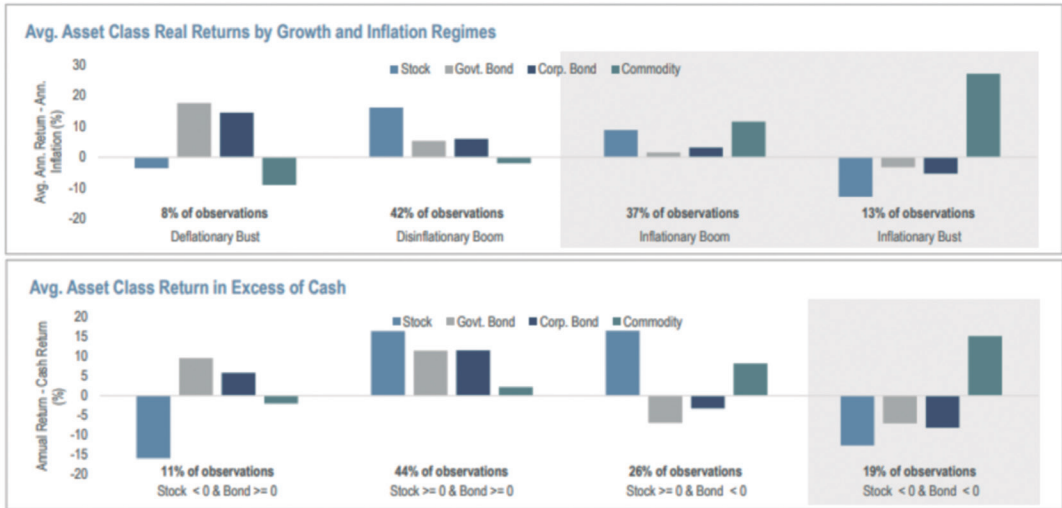
que más estmos sobreponderando debido a su mayor crecimiento y atractivo para invertir, a pesar del ruido regulatorio del 2021”.

Coincidiendo con esta visión, **Miguel Macho (Head of Merkets & Investment Strategies de Indosuez Wealth Management)**, añadía que Asia/China es una zona estructural para invertir, con un overweight claro ya que **Asia/China es una zona estructural para invertir**. Además, la ralentización económica de las sanciones a Rusia tendrá un impacto directo en Europa vía el precio del gas y de la energía, con lo que “estamos dirigiendo parte de la inversión que teníamos en Europa a Asia, y en concreto en China, tanto por crecimiento como por una política monetaria en dirección opuesta a aquella de los

países desarrollados”. Incide que es una de las grandes oportunidades de inversión este año. En cuanto a la exposición del cliente español en activos rusos, comenta que solo los más agresivos han considerado tener exposición rusa en cartera, y en muchos casos vía ETFs.

Rafael Ciruelos (socio de Diaphanum) comentó que en su casa tenían poca exposición a activos rusos, en parte criterios ESG y también por su propia filosofía de inversión de inversión. Veían a una Europa con crecimientos menores que Asia y por ello, el impacto es marginal. Apunta que la guerra los que “está cambiando es la forma de pensar, veníamos de poner más énfasis en sectores y ahora estamos más en geografías”. Para Ciruelos **Estados Unidos es**»

■ La mejor defensa es un buen ataque: Las Materias Primas como diversificador en entornos simultáneos de pánico en renta fija y renta variable



Source: Bloomberg and Ibbotson. Data from January 1, 1970 to December 31, 2021. Stocks are represented by the S&P 500 TR Index (backfilled by Ibbotson prior to Feb 1970), Government Bonds by the Bloomberg US Long Treasury Total Return Index Value Unhedged (backfilled by Ibbotson data prior to Jan 1973), Corporate Bonds by the Bloomberg U.S. Long Credit Total Return Index Value Unhedged (backfilled by Ibbotson prior to Jan 1973) and Commodities by the Bloomberg Commodity Index Total Return. CPI is the year over year percent change in the CPI Index. Unexpected inflation is the rate of change in CPI Index. Inflationary and deflationary regimes are defined by the change in the level of Gross Domestic Product (GDP) compared to the previous year. If the current year-over-year (YoY) GDP minus the YoY GDP lagged one year is less than zero, it is considered a bust regime and vice versa. Inflationary and deflationary regimes are defined by the change in the level of the Consumer Price Index (CPI) compared to the previous year. If the current YoY CPI minus the YoY CPI lagged one year is less than zero, it is considered a deflationary regime and vice versa. Past performance is no guarantee of future results. All returns are gross of fees. Gross of fee returns do not reflect the deduction of investment advisory fees, trading cost or any other expenses. If such fees and expenses were reflected, returns referenced would be lower. Indexes are unmanaged and are not available for direct investment. Unless otherwise indicated, returns reflect reinvestment of dividends and distributions. Investing entails risks, including possible loss of principal. See Additional Disclosures at the end of this piece, which are an important part of this presentation.

» **la bandera de inversión** y de **más peso** tanto en el pasado como en el futuro, seguida de Asia, Europa y Latam no lo ven invertible por tamaño y por nacionalismos que se están dando en la región. Considera que Europa va a ser la gran perjudicada de la guerra, teniendo que gastar mucho dinero en cosas que antes no gastaba, como puede ser defensa, y eso puede lastrar el crecimiento a corto plazo.

Esta crisis está siendo mucho más abrumadora, desde un punto de vista psicológico incluso que la del Covid, con **los mercados cayendo mucho más fuerte y causada por algo que pesa en los un 3,6% en el índice global emergente de renta variable y un 7% la renta fija**. “El impacto está siendo mucho más de lo que pensábamos, pagando justos por pecadores”, comenta **Álvaro Antón Luna (Country Head Iberia de abrdn)**. En cuanto a Asia, hace un poco de retrospectiva, y recuerda que en 2013 Asia pesaba un 50% de uno de sus fondos (abrd Global Emergentes) y hoy pesa un 75%. El movimiento ha estado reforzado por el interés de las compañías, mayor capitalización de

mercado y otros factores que hacen que **Asia sea el gran ganador de toda esta crisis**. “El consumo y la demografía, desde el punto de vista de abrdh, es lo que mueve al mercado asiático y lo que impulsa su crecimiento, con unos pilares claves: el crecimiento de la clase media”.

Sin embargo, cabe recordar que a finales del 2021 y tomando como base las estimaciones de crecimiento de las principales casas de análisis, marcando una cierta moderación en el crecimiento norteamericano y un impulso al PIB europeo, aunado a unas valoraciones históricamente más baratas que EE.UU. dado al fuerte peso de valores value, todo apuntaba a una sobreponderación de Europa, pero . . .

¿Acaso nuevamente Europa quedará muy diluida en las carteras? El conflicto está afectando la visibilidad y potencial de algunos activos o mercados, entre ellos Europa, apunta **Mar Barrero (Directora de Análisis de Arquia Profim Banca Privada)**. Sin embargo, considera que a medida que se avancen las negociaciones,»

Un selfie
desde Marte.
¿En serio?

En serio.

Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

La tecnología cambiará nuestra forma de conectarnos...
y no solo desde este planeta.

Gracias a la innovación constante que vive este sector, en el mañana también nos conectaremos a internet desde Marte. Invierte en el futuro de la conectividad de la mano de Fidelity y el fondo **Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund**.

fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A.

» **el mercado europeo tiene todo ese potencial de crecer, de subir, de recuperarse en el corto plazo.** En el medio y largo plazo Europa volverá a sufrir más que el resto. “Estados Unidos sigue siendo el que sale mejor parado de esta situación y que Europa, desde luego, va a ser de nuevo la más perjudicada, aunque el mercado en el corto plazo si se da un alto al fuego, el mercado europeo subirá como hemos visto en los últimos días”. Recomienda “una cartera bien diversificada, cautela a corto plazo y retomar posiciones en EE.UU.”

“Es verdad que Europa, por su situación geográfica, le perjudica mucho más el conflicto, sobre todo porque somos mucho más dependientes de la energía rusa, aunque estamos intentando hacer toda esa transición a energías limpias, todavía seguimos siendo muy dependientes, lo que va a afectar a la economía europea en el corto-medio plazo”, agrega **Leticia del Campo (selectora de fondos de Abante Asesores)**. Aunque considera que es interesante saber “**pesca**” dentro de los sectores que hay en Europa, aquellas compañías que van a ser capaces de sobrevivir a esos incrementos de costes siendo capaces de trasladarlo en precio, **esas compañías de calidad** que tienen poder de marca, negocios muy fuertes y estables. En Abante “seguimos pensando que Europa es una región interesante”. Un inversor global por lo menos debería invertir un 20% de sus carteras de renta variable europea. “No hemos hecho cambios significativos en las carteras, seguimos pensando que hay que ser prudentes con esta situación”. Hay que aprovechar la volatilidad, subir un poco la renta variable con las caídas que llevamos y en renta fija, con la ampliación de spreads (tras años sin verlos) ser capaces de un poco escoger papeles interesantes en crédito, que pague TIREs interesantes y adecuadas al riesgo asumido.

Y en cuanto a **esa previsibilidad** que se comentaba anteriormente, “es **muy complicada en los mercados emergentes**, tanto en bonos como en acciones, por el movimiento de divisas, mercados estrechos y regímenes políticos liderados por personas que no dan ningún valor a la vida

humana”, puntualiza **Guillermo Santos (Socio de iCapital Asesores Financieros y Patrimoniales)**. Además, comenta que desde el punto de vista del inversor español, que en general es prudente por no decir conservador o muy conservador, meter emergentes en su cartera de inversiones, ya sean bonos o acciones, es muy complicado y se requiere de una altísima convicción y aguante altos niveles de volatilidad. En iCapital tratamos de vender previsibilidad del comportamiento de los activos, de su patrimonio y con emergentes esa previsibilidad no se da. Según Guillermo Santos, **los fondos de mercados emergentes deberían especializarse en temáticas.**

Según Álvaro Antón, al inversor español posiblemente le falta conocimiento de los mercados emergentes. Cuanta más formación tenga sobre ellos, más podrá invertir. Hay que destacar que los mayores crecimientos de PIB se dan en esa región, así como las mayores reservas mundiales y que hoy son los únicos que cumplen los criterios de Maastricht, requisitos a cumplir por los estados pertenecientes a la Unión Europea. La deuda rusa, son cerca de 30 mil millones cuando en 1998 eran cerca de 150 mil. Y como ese ejemplo hay más. Por ello, es **importante esa educación financiera, el conocimiento de las compañías y cercanía a los mercados emergentes y asiáticos**, ya que el sí considera que poco a poco deben formar parte de las carteras de inversión. Y puntualiza que hay que mantener posición en “emergentes, no podemos vivir sin ellos, han pagado justos por pecadores”.

Respecto a los vencimientos de la deuda rusa del pasado mes de abril, López argumenta que **aún cuando Rusia ha hecho el pago de los vencimientos de marzo y en dólares, hay otros vencimientos más en abril** que plantea el dilema respecto a la posibilidad de que Rusia pudiera hacer el pago en rublos dada la imposibilidad de hacerlo en dólares, lo que pudiera generar nuevamente incertidumbre en los mercados, así como las implicaciones de que el conflicto dure un poco más. En NB están prestando especial atención a los corporativos, caracterizado por empresas sólidas y »

LLYC
LLORENTE Y CUENCA

→ **ANTICÍPATE.**

**PRIMERA CONSULTORA DE COMUNICACIÓN
COTIZADA DE ESPAÑA**

llorenteycuenca.com

■ Se debe evitar salir y entrar de las inversiones

Lo que ocurre cuando se pierden las 5 o las 30 mejores jornadas bursátiles a lo largo del tiempo

Del 31/12/1992 al 31/12/2021	Rentabilidad total en todo el periodo	Rentabilidad total menos las 5 mejores jornadas	Rentabilidad total menos las 30 mejores jornadas
CAC 40	838%	485%	35%
DAX	928%	528%	44%
FTSE 100	631%	379%	53%
Hang Seng	1035%	485%	10%
Nikkei 225	70%	8%	-75%
S&P 500	1835%	1122%	233%
ASX 200	1446%	1052%	311%

Fuente: Refinitiv, Fidelity International, febrero de 2021 * Periodo de análisis: 31 de diciembre de 1992 – 31 de diciembre de 2021. En todos los cálculos se emplean rentabilidades totales en moneda nacional, excepto para el Nikkei 225, cuyos cálculos están basados en el índice de precios

» que han estado pagado, pero que al estar muy ligadas sus ventas al exterior y con las mismas sanciones impuestas al país, pudieran verse en aprietos, por lo que refuerza la recomendación **mantener la cautela**.

En este mismo sentido, Óscar Esteban comenta que **además de cautela es importante evitar salir y entrar del mercado o de las inversiones**, ya que como se ha visto en otros periodos de similar estrés de mercado, se suelen perder las 5 o 30 mejores jornadas bursátiles a lo largo del tiempo.

Los especialistas coincidieron en una apuesta por EE.UU. y Asia. El caso de Europa, aunque alguna de las especialistas consideran que podría haber un repunte si se llegara a una solución del conflicto, en el largo plazo hay factores que les hacen ser menos positivos. En este sentido, Ciruelos considera que no es el sitio donde invertir por las diferencias de crecimiento de un país y otro, la falta de una unidad fiscal y política, y ahora con una deficiencia energética que le impacta directamente el incremento de los precios de la energía, lo que justifica el gap de valoración, añade Macho.

Otro tema destacado y que seguirá influyendo en la inflación es la **desglobalización**, según Irene López, las cosas van a ser mucho más caras, van a tener que ser producidas localmente y como va a afectar los costes de producción y la capacidad de poder trasladar esas subidas de precios, con lo que hay que considerar aquellas empresas e incluso gestoras que cuenten con personas de pelo blanco que hayan gestionado en aquellas épocas de los años 70`s-80`s, con crecimientos a la baja y presión de precios. Y EE.UU. es ese gran mercado que, a pesar de tener una fuerte carga de tecnológicas, también tiene muchas empresas con foco local, menos expuestas a exportaciones y con valoraciones atractivas, y como comentó Leticia del Campo, **compañías de calidad**.

NB apuesta por fondos corto plazo HY, commodities desde el punto de vista de la escasez, y gestión value. Fidelity pone foco en compañías de dividendo y Asia. En abrdn protección contra la inflación, diversificación mediante calidad vía un fondo multiactivo, y China clase A y EE.UU. small caps. ■



Elige una nueva
ruta de inversión
con las Carteras *Master*

Cuando invertimos, planificamos cómo llegar a nuestro destino.
En CaixaBank **te acompañamos en el viaje**, combinando la gestión, análisis y supervisión de CaixaBank Asset Management y el *expertise* de gestoras internacionales.

Carteras *Master*, gestión discrecional de carteras de fondos adaptadas a tus necesidades que invierten con el compromiso de **transformar la sociedad hacia un modelo más sostenible**.



Inversión mínima: 6.000 €. El valor de su inversión estará sujeto a fluctuaciones de mercado, pudiendo producirse pérdidas.



Clasificación de productos y servicios de CaixaBank S.A. en materia de sostenibilidad atendiendo a lo dispuesto en el Reglamento (EU) 2019/2088 sobre divulgación en materia de sostenibilidad.



La categoría "Impulsa" agrupa aquellos productos y servicios financieros que promueven características ambientales y/o sociales conforme al artículo 8 del Reglamento de Divulgación (SFDR).

Servicio exclusivo para clientes asesorados de Banca Privada o Banca Premier. Carteras *Master* es un servicio de gestión discrecional de carteras de fondos titularidad de CaixaBank, S.A. CaixaBank, A.M., SGIIC, S.A.U., con n.º de registro 15 en la CNMV, gestiona las carteras (por delegación) y los fondos subyacentes. ECABANK, S.A., con n.º de registro 236 en la CNMV, es la entidad depositaria de todos los fondos. La contratación del servicio requiere suscribir el contrato de Carteras *Master* y superar un test de idoneidad. El valor de la inversión en los fondos en que pueden invertir las carteras está sujeto a fluctuaciones de mercado, existiendo la posibilidad de que se produzcan pérdidas en la inversión. Rentabilidades o costes pasados no suponen derechos para el futuro. Se pueden consultar la denominación, el número de registro, los folletos y los documentos de datos fundamentales para el inversor de los fondos invertibles por las Carteras *Master* en cualquier oficina CaixaBank, en www.caixabankassetmanagement.com y en los registros de la CNMV. NRI: 5127-2022/09338

Invertir en un mundo de incertidumbres:

Cómo la estrategia única de Nordea en el mercado de bonos cubiertos puede marcar la diferencia

Las primeras semanas de 2022 han apuntalado la enorme incertidumbre de los mercados financieros. El repunte significativo de la inflación en febrero provocó expectativas de que el BCE podría cambiar de rumbo antes de lo previsto. Esto dio lugar a aumentos inmediatos de los tipos de interés, lo que presionó hacia la alta calidad pero con sensibilidad a los tipos de interés como los bonos del gobierno y los bonos cubiertos. La invasión de Ucrania por el ejército ruso dividió el mundo de la renta fija en dos partes: la rentabilidad de la parte más segura como el bono gubernamental alemán se benefició de la “huida a la calidad”, mientras que prácticamente todos los demás activos, como los bonos corporativos, la deuda periférica europea, pero también los bonos cubiertos, vieron cómo sus diferenciales se ampliaban. Esta volatilidad observada en los mercados financieros dio mayor relevancia a la pregunta: ¿Qué es lo siguiente? ¿Cómo equilibrar el riesgo en las carteras? ¿Cómo adaptarse a los elevados riesgos de inflación?

Dentro del universo de inversión de activos de alta calidad, los bonos cubiertos ofrecen a los inversores una característica única: alta protección, sin incumplimientos de pago desde 200 años, pero aún un rendimiento más alto en comparación con los bonos del gobierno. En general, un bono cubierto es un instrumento de deuda emitido por una institución hipotecaria o un banco respaldado por un conjunto de activos. Este bono es un instrumento de doble recurso ya que ofrece diferentes capas de protección. La primera línea de defensa es la solidez del banco. La segunda línea es la calidad del fondo de cobertura (cantidad, tipo, calidad de los préstamos que respaldan el bono).

Con respecto a esto, la regulación local desempeña un papel importante. La protección tiene un aspecto diferente en cada país. Sin embargo, como ejemplo, las Cédulas españolas deben tener una sobregarantía del 25%, lo que significa que un bono de 100m EUR debe estar respaldado por un valor de 125m EUR de préstamo teórico. La sobregarantía real en España es del 168%¹. Además, los bancos están obligados a gestionar activamente el fondo de cobertura, lo que debería apoyar la buena calidad de los préstamos que respaldan los bonos cubiertos. Por último, pero no por ello menos importante, el fondo de cobertura está verdaderamente dedicado a los bonos cubiertos emitidos por el banco. En caso de quiebra, los bonos de los bancos senior pueden impagar, pero los bonos cubiertos no deberían verse afectados, ya que los préstamos se reservan para proteger esos bonos cubiertos. La prueba de fuego tuvo lugar en 2008/2009 cuando algunos bancos de hecho incumplieron sus pagos, pero sus bonos cubiertos se reembolsaron en su totalidad.

Todo esto sitúa a los bonos cubiertos en una posición muy cercana al crédito. Sin embargo, los países europeos difieren en términos de legislación, los bancos difieren en términos de estructura de cobertura y, por último, los inversores venden (ver las últimas semanas en febrero de 2022) sin demasiada discriminación, la gestión activa puede ofrecer un valor añadido significativo a los inversores. Nordea Asset Management ha desarrollado desde 1997 una estrategia única de inversión en bonos cubiertos, gestionando ahora más de 45 mil millones de euros². Las tres estrategias principales están dedicadas a inversores que desean beneficiarse de la divergencia entre los diferentes mercados, que necesitan activos con alta calificación y aún así tener acceso a un mayor potencial de rentabilidad.

La estrategia **European Covered Bond** tiene un perfil de riesgo de tipo de interés intermedio (duración en torno a 4 a 5,5) y, por lo tanto, está más expuesta a una mayor inflación y hacia acciones potencialmente más restrictivas del BCE. La **estrategia Low Duration European Covered Bonds** accede al mismo mercado con un riesgo limitado frente a la subida de los tipos del gobierno. Por último, la **estrategia European Covered Bond Opportunities** también presenta un riesgo de tipos de interés limitado, pero ofrece un acceso elevado a las oportunidades de crédito.

En términos de estrategia, buscamos oportunidades de valor relativo en el mercado de renta fija, tomando exposición principalmente en bonos cubiertos y selectivamente en bonos gubernamentales. Las ineficiencias y complejidades del mercado nos ofrecen una amplia gama de oportunidades, ya que somos verdaderamente dinámicos en nuestra asignación. Tenemos la flexibilidad de invertir fuera del universo denominado en euros (sin riesgo de cambio, ya que la cartera está cubierta a euros). Aprovechamos nuestra experiencia en los mercados nórdicos y aprovechamos las ineficiencias de las calificaciones y las limitaciones de los agentes del mercado. Las divergencias con respecto a los valores justos, como se ha visto recientemente, nos ofrecen oportunidades, y las perseguimos activamente para añadir valor a nuestros inversores. Dadas las incertidumbres en los mercados financieros, creemos que el equipo de Covered Bonds de Nordea está en una posición única para ofrecer una piedra angular fuerte y activa a los inversores en busca de activos de alta calidad³. ■

¹ Fuente: BCE, Informe sobre los bonos cubiertos 2020.

² Fuente: Nordea Investment Funds S.A. Activos bajo la gestión del equipo danés y europeo de renta fija a febrero de 2022.

³ No se ofrece ninguna garantía de que se conseguirán los objetivos de inversión, rentabilidad y resultados de una estructura de inversión. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.

Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB ("Entidades Legales") y sus sucursales y filiales. **El presente documento es material publicitario** y está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. **El presente documento (cualquier opinión u opiniones expresadas) no representa asesoramiento de inversión**, y no constituye una recomendación para invertir en cualquier producto financiero, estructura o instrumento de inversión ni para formalizar o liquidar cualquier transacción ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. Este documento no es una oferta de compra o venta, ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. Este documento no podrá copiarse ni distribuirse sin consentimiento previo. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales y/o filiales de las Entidades Legales.



Laura Donzella

Directora de distribución a clientes institucionales y mayoristas en Iberia, Latinoamérica y Asia de Nordea



Tres escenarios para Ucrania-Rusia y valores de recuperación de los bonos para Ucrania, Rusia y Bielorrusia

La guerra de Ucrania ha desbaratado todas las previsiones, y creemos que en el espacio de la deuda emergente conviene trabajar con distintos escenarios sobre cómo será el final de la guerra. Estos nos permitirán vislumbrar con claridad factores como los posibles valores de recuperación de los bonos rusos, ucranianos y bielorrusos. Teniendo en cuenta que estos escenarios tendrán que ser actualizados conforme vayan sucediendo los acontecimientos, esta es nuestra visión.

1. Acuerdo de paz a corto plazo: Este escenario cuenta, en nuestra opinión, con un 35% de probabilidades. Actualmente Rusia y Ucrania están negociando un acuerdo de paz y aunque no parece que pueda ser inmediato, podría serlo en los próximos dos meses.

- **Ante este supuesto, Ucrania evitaría el impago de su deuda** o llevaría a cabo una reestructuración favorable al mercado. Esto sería

posible gracias a la ayuda financiera que recibe de los socios occidentales y que ha permitido a Ucrania seguir pagando el servicio de su deuda externa.

- **Además, Rusia también puede evitar el impago en función del posible alivio de las sanciones.** El Estado y las empresas rusas han demostrado hasta ahora su voluntad y capacidad de evitar el impago, pero las sanciones actuales de EE.UU. impedirían a los tenedores de bonos recibir los reembolsos de los bonos del Estado después del 25 de mayo. Si el acuerdo de paz se produce antes de esta fecha y es aceptable para EE.UU., entonces existe la posibilidad de que ésta y otras sanciones económicas se suavicen permitiendo que el bono soberano ruso evite el impago. Si Rusia logra obtener un alivio en las sanciones para evitar el impago tras un acuerdo de paz satisfactorio, entonces esperaríamos que Bielorrusia también lo evite.
- **En cuanto a la deuda corporativa, una gran mayoría de los emisores de bonos corporati-**

vos rusos evitan el impago. Sólo unos pocos emisores corporativos que ven sus ingresos gravemente perturbados podrían llevar a cabo reestructuraciones favorables al mercado con altos valores de recuperación.

2. Una guerra prolongada: A este escenario le otorgamos una probabilidad del 45%. En él, la guerra podría prolongarse durante varios meses. Esto supondría daños humanitarios y de infraestructuras mucho mayores para Ucrania. Algunas variantes de este escenario podrían ver a Ucrania dividida en dos, con Rusia controlando el este de Ucrania y un gobierno democrático legítimo controlando el oeste de Ucrania.

- **En este entorno, Ucrania reestructura su deuda externa, pese a que la recuperación es muy incierta.** La recuperación de los bonos soberanos de Ucrania dependerá del grado de conservación de la integridad territorial, así como de la duración de la guerra, que determinará el grado de daños en las infraestructuras, así como una probable gran pérdida de capital humano debida principalmente a la migración.
- **Además, en este entorno es probable que el bono soberano ruso incumpla con los pagos después del 25 de mayo.** Como Bielorrusia depende financieramente de Rusia, no vemos ninguna razón para que la primera evite el impago si la segunda se ve obligada a dejar de pagar.

3. Ucrania acaba bajo el control de Rusia: Este es, en nuestra opinión, el escenario que cuenta con menos probabilidades de materializarse, alrededor de un 20%. La fuerte resistencia del ejército y de la población ucraniana, y el constante equipamiento militar proporcionado por Occidente hacen improbable una conquista total de Ucrania, aunque sigue siendo un resultado posible. En el peor de los casos, Ucrania estaría gobernada por un gobierno prorruso ilegítimo. Ucrania sería sancionada y perdería el apoyo financiero de Occidente. **Los bonos soberanos de los tres países entrarían en impago** y la reestructuración sólo se produciría tras un cambio de régimen. **Las perspectivas para las empresas rusas se vuelven más inciertas** cuanto más tiempo permanezcan las fuertes sanciones económicas. Esperamos que se produzcan más reestructuraciones empresariales que en los escenarios anteriores.

La situación sobre el terreno en Ucrania es extremadamente inestable, por lo que estos escenarios son cambiantes. Observamos que el factor crítico para los inversores en renta fija serán las decisiones políticas en torno a las sanciones, por lo que seguiremos vigilando de cerca este aspecto. Nos entristece profundamente que una guerra prolongada parezca ser el resultado más probable, pero mantenemos la esperanza de que se pueda alcanzar una solución pacífica lo antes posible. ■



Carlos de Sousa

Estratega de mercados emergentes y gestor de Vontobel

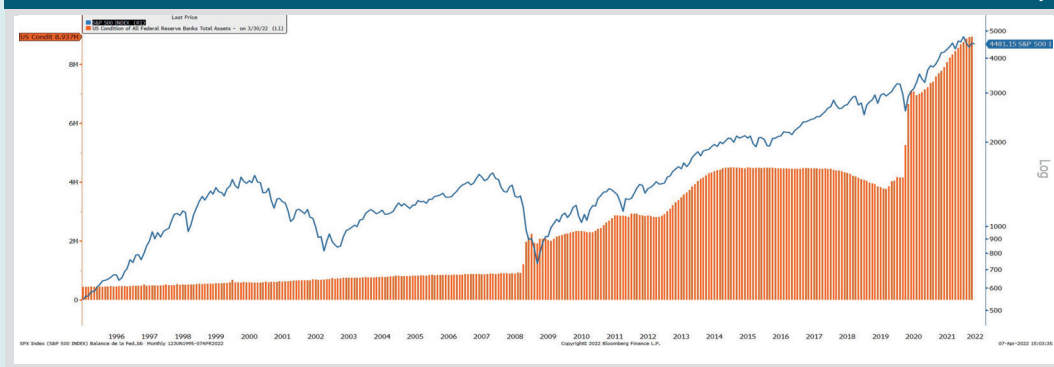
La guerra, la inflación y el tono hawkish de la Fed, siguen oscureciendo las perspectivas

El 6 de abril 2022 se publicaron las Actas relativas a la última reunión de la Reserva Federal donde los participantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) propusieron reducir el balance de la Reserva Federal a un ritmo mensual máximo de 60 mil millones USD en bonos del Tesoro y 35 mil millones USD en valores respaldados por hipotecas (en inglés, MBS: Mortgage-backed securities), lo que supone un total de 95 mil millones USD por mes, y 1,1 billones al año. Eso implica, en el caso de que efectivamente ejecute este plan, que la cuantía máxima de \$ 50 mil millones por mes que utilizó la última vez que la Fed recortó su balance, desde diciembre 2017 hasta agosto 2019 ahora va a ser mucho más alta, casi el doble. Véase en el Gráfico nº1 la evolución simultánea del balance de la Fed y del índice S&P 500 donde se observa como la Fed en situaciones críticas cómo en la crisis financiera del 2008 (desde septiembre tras la quiebra de Lehmann) o con el Covid-19 en marzo 2020 inicia un QE (Quantitative Easing, es decir un programa de compras de activos repartidos entre títulos emitidos por el Tesoro nortea-

mericanos y títulos respaldados por hipotecas) generando una recuperación de la renta variable al reducirse los tipos de interés de los títulos que compra en el mercado secundario de renta fija y que pasan a formar del activo del balance de la Reserva Federal. Y en el momento actual podríamos estar cerca de iniciar una reducción, siempre que la invasión de Ucrania lo permita y no escale a algo peor donde la OTAN se vea involucrada a la fuerza por una potencial agresión a uno de sus miembros como podrían ser los Países Bálticos (Letonia, Lituania y Letonia), tal como ha manifestado recientemente un ex oligarca ruso que pasó 9 años en la cárcel gracias a Vladimir Putin.

Con Estados Unidos y las principales potencias aumentando las sanciones contra Moscú, suministrando armas a Kiev y entrenando al ejército de Ucrania, Putin considera que su nación está esencialmente en guerra con Estados Unidos y Europa en suelo ucraniano, dijo Khodorkovsky en una entrevista en Washington. Nos referimos a Mikhail Khodorkovsky, exdirector exiliado de Yukos Oil Co y que alguna vez fue la persona más rica del país, sostiene que Estados

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA MENSUAL DEL ÍNDICE S&P 500 (en azul) Y EL BALANCE DE LA RESERVA FEDERAL (Activos Totales en naranja)



Unidos y sus aliados occidentales no entienden que, desde la perspectiva del presidente Vladimir Putin, ya están en guerra con Rusia. Los argumentos occidentales que trazan una línea dura entre el conflicto en territorio ucraniano y la expansión de la guerra en el territorio de los miembros de la OTAN son un matiz que significa poco para Putin, dijo Khodorkovsky, cuyo enfrentamiento con el líder ruso a principios de la década de 2000 le costó 9 años de prisión antes de partir al exilio.

Khodorkovsky, de 58 años, continúa señalando en dicha entrevista que “Putin ha dicho desde el principio que esta guerra los incluye a ellos, es decir a Estados Unidos y a sus aliados de Occidente”, y sostiene que “Putin piensa que la OTAN es débil y que no defenderá a los Países Bálticos si Rusia ataca a esas naciones”, todas exmiembros de la Unión Soviética. Si eso sucede, señala que “Putin cree que la OTAN colapsará y eso significa que la influencia global estadounidense se desplomará”. Los funcionarios de EE.UU. y la OTAN han dicho en repetidas ocasiones que honrarían la carta central de la alianza invocando que un ataque a un miembro es un ataque a todos. Por otro lado, Rusia ha argumentado que la expansión de la OTAN hacia el este se ha convertido en una amenaza de seguridad existencial, a pesar de que Ucrania no estaba siendo considerada seriamente para ser miembro.

Retomando las Actas del 6 de Abril, estas mostraron además que muchos miembros de la Fed hubieran preferido subir las tasas en medio punto porcentual en la reunión de marzo, pero decidieron no hacerlo ante la incertidumbre generada por la invasión rusa de Ucrania, incertidumbre que aún podría persistir durante mucho más tiempo y además es susceptible de agravarse, ya que el presidente Joe Biden ha manifestado que espera que sea una guerra larga. »



Ramón Bermejo Climent

Profesor de Fundamentos de Finanzas en Icade E2-E3-E4, Doctorando en la Universidad Pontificia Comillas y Director del Servicio de Proprietary Trading Profesional de Estrategias de Inversión

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA SEMANAL DEL ÍNDICE S&P 500



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

» A medida que la inflación ha subido, la Fed ha pasado de un enfoque gradual de la política monetaria a querer “mover la política monetaria hacia una postura neutral de manera expedita”, como señaló en las Actas. Con postura neutral se refiere a subir los tipos de interés de manera rápida hasta alcanzar un tipo neutral, es decir que no acelere ni desacelere la economía, aunque esto en la práctica es muy difícil de lograr e históricamente todas las fases de Expansión no han muerto por vejez sino por una excesiva subida de los tipos de interés tal como ha venido sucediendo desde 1955.

Estos banqueros centrales ven los riesgos para la inflación principalmente al alza, lo que ha hecho que muestre un enfoque más agresivo con respecto a las subidas de tipos y a la liquidación del balance. Los factores que según las actas podrían mantener la inflación elevada incluyen una fuerte demanda agregada, aumentos significativos en los precios de la energía y las materias primas, junto con las interrupciones en la cadena de suministro que probablemente requieran un período prolongado para resolverse.

El comité concluyó que la invasión rusa de Ucrania no había tenido un efecto significativo en las condiciones financieras hasta la reunión de marzo, pero había aumentado las presiones inflacionarias y empeorado las perspectivas económicas. La guerra afectaría negativamente a la economía principalmente a través de condiciones financieras mundiales más estrictas y precios más altos de la energía y los alimentos.

Por tanto, las Actas subrayan que la prioridad de la Fed se ha convertido en luchar contra la inflación que ahora ven como un riesgo grave. Y por otro lado la ausencia de cualquier mención al aplanamiento de la curva 10-2 sugiere que su inversión reciente, aunque puntual (sólo al de la cierre de sesión del 1 de abril registrando una inversión de 8 puntos básicos) dado que aún no se ha registrado ningún cierre mensual y que en el caso de generarse se abriría un escenario de

recesión en una ventana temporal de los 18 meses siguientes a dicha señal, solo desempeñará un papel pequeño en las decisiones de la Fed, ya que la alta inflación superará las preocupaciones sobre el crecimiento.

El día previo a la publicación de las Actas la gobernadora de la Reserva Federal Lael Brainard calificó de “crucial” la tarea de disminuir las presiones inflacionarias y dijo que el banco central subirá las tasas de interés de forma constante, al tiempo que comenzará la reducción del balance en su próxima reunión del 3 y 4 de mayo. El Comité Federal de Mercado Abierto “continuará ajustando la política monetaria metódicamente a través de una serie de aumentos de los tipos de interés y comenzando a reducir el balance a un ritmo rápido ya en nuestra reunión de mayo”, dijo Brainard el martes. “Dado que la recuperación ha sido considerablemente más fuerte y rápida que en el ciclo anterior, espero que el balance se reduzca considerablemente más rápido que en la recuperación anterior”.

Conclusión: el riesgo de que la invasión de Ucrania pueda escalar a un estadio superior implicando a países miembros de la OTAN como serían los Países Bálticos, junto con la posibilidad de que esta agresión de Rusia contra Ucrania pueda extenderse demasiado en el tiempo, generando una inflación persistente e insostenible en energía, materias primas y alimentos, dificultando y encareciendo así los procesos productivos de muchas empresas, pone en serio riesgo la continuidad de la creación de empleo en Europa y en Estados Unidos y por tanto nos acerca al riesgo de Recesión en ambas zonas geográficas. Todo ello se produce en un contexto además en el que la Reserva Federal parece muy decidida, a tenor de lo expuesto en las últimas Actas de su reunión del 15 y 16 de marzo, a subir los tipos oficiales y a contraer su Balance, lo que desde 1955 ha sido muy pernicioso para el crecimiento económico generando así la propia Reserva Federal todas las fases de Recesión desde dicha fecha salvo la generada por el Covid-19. La figura de cabeza y hombros en las series semanales de los índices S&P y Nasdaq 100 son un recordatorio de los riesgos expuestos. ■

Renta fija sin ideas fijas

Es el momento de ponerse en forma

¿Quiere tonificar sus ingresos o minimizar el impacto de la inflación? Podemos ayudarle a que su cartera de bonos esté en plena forma.



Conozca más
vontobel.com/fi2022

Asset Management



Deterioro del entorno económico

A menos que la situación se agrave, el impacto de la guerra en Ucrania sobre la economía mundial se hará sentir principalmente a través del aumento de los precios de las materias primas. Este aumento, principalmente en el coste de la energía, se suma a las presiones inflacionistas y lo más probable es que mantenga la inflación más alta durante más tiempo.

En esta situación, el poder adquisitivo de los hogares, así como los márgenes de beneficio de muchas empresas, disminuyen, lo que tiene un impacto negativo en el consumo privado y la inversión, y en consecuencia en el crecimiento económico. Por lo tanto, el espectro de la estancación está resurgiendo, especialmente en Europa.

Esta guerra también llega en un momento en que los bancos centrales han decidido cambiar la orientación de su política monetaria. Mientras que hace unos meses descartaban cualquier subida de sus tipos de interés oficiales en el primer semestre de 2022, ahora se plantean un endurecimiento monetario bastante agresivo.

El deterioro de la situación económica y el cambio de actitud de los bancos centrales provocan inevitablemente un repunte de la volatilidad en los mercados financieros, así como un aumento de las primas de riesgo exigidas por los inversores. Unas primas de riesgo más altas significan unos múltiplos de valoración más bajos. Por tanto, el declive registrado por el mercado mundial desde principios de año



Guy Wagner

Managing Director
de BLI - Banque de
Luxembourg Investments

no debe sorprender e incluso parece muy moderado. Esto es tanto más cierto cuanto que, a diferencia de las grandes crisis de los últimos años, la caída de las cotizaciones bursátiles no ha provocado un descenso de los rendimientos de los bonos.

¿Cuáles son las implicaciones para los mercados de renta variable?

Las perspectivas de los mercados de renta variable se han ensombrecido en los últimos meses. Si los inversores exigen una mayor prima de riesgo por invertir en renta variable, o bien el tipo libre de riesgo tendrá que bajar o bien la rentabilidad esperada de la renta variable tendrá que aumentar (lo que significa que los múltiplos de valoración tendrán que bajar). En general, cabe señalar que los factores que provocaron la inflación de los precios de los activos financieros en las últimas décadas están desapareciendo o incluso invirtiéndose: el regreso de una economía mundial más fragmentada y de políticas económicas y comerciales más proteccionistas, la probable reducción de los márgenes de beneficio de las empresas, los problemas de la cadena de suministro y la inestabilidad de los precios, y la subida de los tipos de interés tras un periodo consecutivo de 40 años de descenso.

Esto no quiere decir que haya que abandonar por completo la renta variable. En primer lugar, si bien es cierto que los»



» tipos de interés parecen estar subiendo, todo apunta a que esta subida seguirá siendo relativamente moderada. Es probable que los tipos de interés sigan siendo negativos en términos reales (ajustados a la inflación). Este tipo de entorno no es desfavorable para la renta variable, mientras que la inversión en activos monetarios y bonos no resulta muy atractiva.

Más fundamentalmente, la renta variable no es una clase de activos homogénea. Por lo tanto, hay que centrarse en la calidad de los fundamentos de la empresa (capacidad de generar un rendimiento del capital invertido que supere el coste de dicho capital) y en su valoración. Basándose en la relación histórica entre los niveles de valoración y los rendimientos posteriores, es probable que los rendimientos que se esperan de los principales índices bursátiles en los próximos años sean muy bajos.

La selección de valores será muy importante y debería basarse en las siguientes observaciones:

- En un entorno inflacionista, hay que favorecer a las empresas que son capaces de trasladar a sus clientes el aumento de sus costes de producción y mantener así sus márgenes;
- En un entorno de subida de los tipos de interés, hay que evitar las empresas con altos niveles de endeudamiento;
- En un entorno en el que es probable que el crecimiento sea más escaso, se encontrarán empresas que se beneficien de las tendencias estructurales;

- En un entorno en el que las consideraciones ASG son cada vez más importantes, se debería favorecer a las empresas que integran estos aspectos en su modelo de negocio y refuerzan así su ventaja competitiva.

Estos resultados abogan claramente por la continuación del rendimiento estructural superior del estilo de crecimiento.

En resumen, seguimos creyendo en la renta variable, siempre y cuando seamos selectivos, adoptemos un horizonte de inversión adecuado, ajustemos nuestras expectativas de rentabilidad y aceptemos una mayor volatilidad.

¿Y el oro?

El oro ha cumplido su función de refugio en el conflicto actual. Aunque a veces las empresas auríferas están más correlacionadas con la bolsa que con el precio del oro, este no ha sido el caso esta vez y los precios de estas empresas han amplificado el movimiento del metal amarillo, ofreciendo una protección adicional a los inversores.

Aunque un rápido final de la guerra en Ucrania podría provocar una caída del precio del oro, las perspectivas para el oro siguen siendo favorables: tipos de interés todavía negativos en términos reales, mayores riesgos geopolíticos, ausencia de un crecimiento significativo de la oferta, deseo de algunos países de reducir su dependencia del dólar y voluntad de China de ofrecer una alternativa al actual sistema financiero basado en la moneda estadounidense. ■



EL MUNDO ESTÁ
INTERCONECTADO.
NUESTRO ENFOQUE DE
RENTA FIJA TAMBIÉN.

Nuestro enfoque Active 360°

Para encontrar oportunidades en renta fija se requiere un análisis activo y profundo. Por ello, nuestros analistas globales de renta fija, renta variable y cuantitativos intercambian información e ideas para gestionar el riesgo y tratar de generar rentabilidad de forma responsable.



Descubra nuestro enfoque de renta fija en mfs.com/active360.



Consideraciones de inversión en relación a Ucrania: el tiempo en el mercado supera al market timing

Hace más de un mes que los inversores se despertaron con la noticia de que Rusia había invadido Ucrania, lo que provocó que el miedo se propagara por los mercados globales. Este miedo, sumado a los desafíos actuales de las subidas de tipos y la elevada inflación, lleva lógicamente a cuestionarse por las consecuencias para las carteras de inversión.

Cuando las emociones dominan y las rentabilidades de las carteras se tiñen de rojo, es muy fácil que el miedo y el pánico lleve a los inversores a tomar decisiones drásticas sobre sus inversiones.

Aunque sin duda es importante tener en cuenta los riesgos actuales y, en caso necesario, rea-



Fuente: Bloomberg. Se muestra una rentabilidad hipotética de una inversión de 10.000 USD en el índice S&P 500 Total Return entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre de 2021, impuestos, comisiones o costes no incluidos¹.



Sabrina Geppert

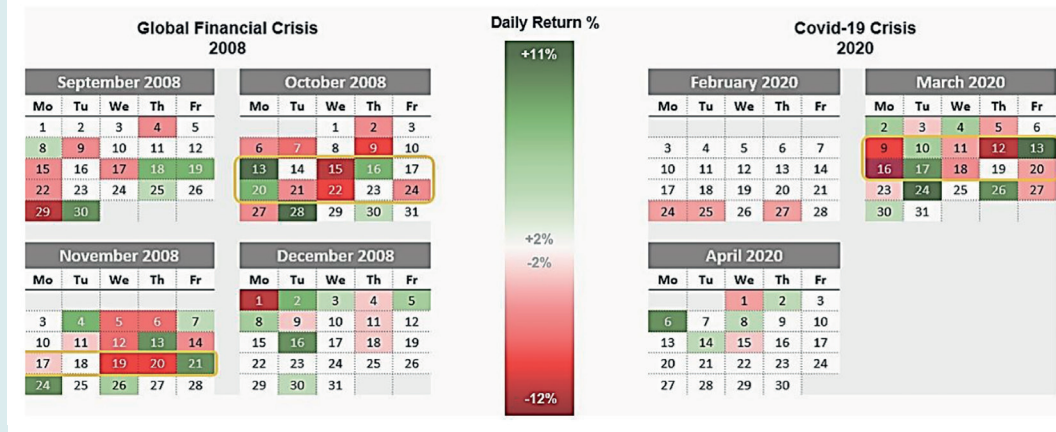
Miembro del equipo de
Construcción y Estrategia
de Carteras de Janus Henderson

lizar ajustes en las carteras, creemos que primero conviene pararse, dar un paso atrás y tomarse un respiro antes de hacer posibles cambios dejándose llevar por las emociones o el miedo a sufrir pérdidas.

En realidad, el market timing casi nunca funciona y a menudo supone un alto coste para los inversores. Por ejemplo, una cartera hipotética de 10.000 USD invertida en el índice S&P 500® a 1 de enero de 1999 se habría revalorizado hasta los 59.799 dólares a 31 de diciembre de 2021, una rentabilidad de casi el 600% (excluyendo comisiones, impuestos o costes aplicables). Si hubiese eliminado los diez mejores días de rentabilidad del S&P 500 durante ese periodo, se habría perdido 32.401 dólares de rentabilidad compuesta, cantidad que para muchos puede tener un impacto en la vida real.

El motivo por el que ha sido tan difícil sincronizar el mercado es que, tras algunas de las peores fluctuaciones y pérdidas del mercado a corto plazo, suelen venir los días o periodos de mayor recuperación. Esto no quiere decir que las grandes caídas siempre vayan a ir seguidas de una rápida y fuerte recuperación. Sin embargo, sirve para recordarnos que los mercados pueden ser volubles y revertir rápidamente los movimientos de los días anteriores. »

■ Crisis financiera global de 2008 / Crisis de la Covid-19 de 2020



Fuente: Bloomberg. El índice representado es el S&P 500[®]. Las rentabilidades pasadas no son un pronóstico de rentabilidades futuras.

» Aunque este conflicto seguirá provocando incertidumbre en las próximas semanas, creemos que situaciones como esta requieren tener la cabeza fría desde el punto de vista de la inversión. Y aunque es pronto para predecir los efectos a largo plazo de esta invasión en Ucrania, lo que podemos hacer ahora es aprender de la historia mientras seguimos pendientes de la situación.

En un año ya de por sí volátil, en el equipo de Construcción y Estrategia de Carteras hemos

venido pregonando la importancia de contar con una cartera equilibrada, flexible y diversificada para ayudar a superar la volatilidad. Los recientes acontecimientos ponen aún más de manifiesto este enfoque disciplinado, que puede ayudar a los inversores, como seres con emociones que son, a tener mayor voluntad para mantener la inversión durante la fase de incertidumbre que viene, al recordar cuál es su objetivo principal: el tiempo en el mercado, no el market timing. ■

¹ Se ha ajustado para mostrar el impacto en la rentabilidad total si la inversión se hubiera retirado del mercado tras periodos significativos de volatilidad, perdiéndose así los posteriores repuntes del mercado. Nota: la rentabilidad hipotética que aquí figura se muestra exclusivamente con fines ilustrativos y no representa la rentabilidad real de ninguna cuenta de cliente. No se declara que las rentabilidades hipotéticas serían similares a la rentabilidad real. Las rentabilidades pasadas no son un pronóstico de rentabilidades futuras.

Nada de lo incluido en el presente material debe considerarse una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversión específicos para los requisitos de ningún cliente. Las opiniones y los ejemplos se ofrecen a efectos ilustrativos de temas más generales, no son indicativos de ninguna intención de operar, pueden variar y podrían no reflejar los puntos de vista de otros miembros de la organización. Las previsiones no pueden garantizarse y no es seguro que la información proporcionada sea completa o puntual, ni hay garantía con respecto a los resultados que se obtengan de su uso.

Janus Henderson no es responsable de cualquier distribución ilícita del presente material a terceros, en parte o su totalidad. El contenido de este material no ha sido aprobado por ningún organismo regulador.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual productos y servicios de inversión son ofrecidos por Janus Capital International Limited (n.º de registro 3594615), Henderson Global Investors Limited (n.º de registro 906355), Henderson Investment Funds Limited (n.º de registro 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n.º de registro 2606646), (cada una de ellas registrada en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (n.º de registro B22848, en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Las llamadas telefónicas podrán ser grabadas.

Fuera de EE. UU: Para uso exclusivo de inversores institucionales, profesionales, cualificados y sofisticados, distribuidores cualificados, inversores y clientes comerciales, según se definen en la jurisdicción aplicable. Prohibida su visualización o distribución al público. Comunicación Publicitaria.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Knowledge Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.

INVERTIR CON IMPACTO POSITIVO


FONDO JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL SUSTAINABLE EQUITY




AÑOS DE
INVERSIÓN
SOSTENIBLE

1991 - 2021

 Contamos con tres décadas de experiencia en inversión sostenible*

 Seleccionamos empresas innovadoras que abordan los retos medioambientales y sociales

 Impulsamos una menor huella de carbono

*La estrategia se lanzó 01/08/1991. El fondo se lanzó el 29/05/2019.



janushenderson.com/es/gse

Comunicación publicitaria. Sólo para profesionales. Capital en riesgo. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras. Nada en este anuncio debe interpretarse como un consejo. Este anuncio no es una recomendación de venta, compra o cualquier otra inversión. Antes de tomar cualquier decisión de inversión definitiva, consulte el folleto del OICVM y el documento de datos fundamentales para el inversor.

El fondo Janus Henderson Horizon Fund (en lo sucesivo, el "Fondo") es una SICAV luxemburguesa constituida el 30 de mayo de 1985, gestionado por Henderson Fund Management S.A. Emitido en Europa por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual se proporcionan los productos y servicios de inversión por parte de Henderson Global Investors Limited (reg. n.º 906355) (cada uno registrado en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulado por la Financial Conduct Authority) y Henderson Management S.A. (reg. n.º B22848 en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo, y regulado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier). El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en español en www.janushenderson.com/summary-of-investors-rights-spanish. Henderson Management SA puede decidir dar por finalizados los acuerdos de comercialización de este organismo de inversión colectiva atendiendo a lo dispuesto en la regulación pertinente. Janus Henderson, Janus y Henderson son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o de una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.

“Keep calm and carry on” (“Mantén la calma y continúa”)

Estamos asistiendo a un inicio de año muy convulso en los mercados financieros. A la incertidumbre económica en torno a la inflación, ya persistente, con la obligada subida de tipos oficiales por parte de los Bancos Centrales, sobre todo por parte de la FED se unió a finales de febrero la invasión de Rusia a Ucrania.

Esto último produjo gran agitación de inicio en los mercados y el buen comportamiento que estaban registrando los índices europeos frente a los estadounidenses se esfumó, lo que tuvo también reflejo en el comportamiento sectorial del mercado. Si al inicio de año los sectores que mejor se comportaron fueron el bancario, y cíclicos frente al castigo del sector tecnológico, desde el 23 de febrero los sectores que mejor se han comportado son los relacionados con materias primas, recursos naturales, mineras y energéticas, recuperando también posiciones el sector tecnológico mientras que el damnificado ha sido el sector bancario.

Los inversores buscaron refugio en la renta fija y en el oro. Así las rentabilidades de los bonos subieron. Mientras, la vida económica seguía con las publicaciones de datos de inflación. Se conoció el dato de inflación de Estados Unidos situándose en 7,9%, dato más alto desde 1982 liderado por la vivienda, alimentos y transporte. En La Eurozona el dato de inflación se situó en 5,8%. Todos ellos sin recoger aún el incremento de precios de materias primas y sobre todo del crudo derivado de la invasión de Ucrania.

En las reuniones de los Bancos Centrales, el BCE mantuvo los tipos invariables, pero con un mensaje más agresivo de lo esperado, con un ritmo mayor en la reducción de compras de deuda en el mercado para luchar contra las presiones inflacionistas lo que lleva a pensar que si las subidas de precios no re-

miten habrá inicio de subidas de tipos para el último trimestre del año en la zona euro. Por otro lado, también se hizo una revisión de las previsiones macroeconómicas por parte de la autoridad monetaria que rebajó el crecimiento para la zona de un 4,2% anterior a un 3,7% y elevó las previsiones de inflación desde 3,2% a 5,1%.

La Reserva Federal por su parte inició el ciclo de subida de tipos con 25pb, la primera subida de tipos desde 2018. Se puede decir que la economía estadounidense, a diferencia de las europeas, tiene más margen de actuación dado que tiene economía cercana al pleno empleo. Esperan subir tipos 6 veces más en 2022, aunque el mercado ya descuenta 8 subidas de tipos. También planean reducir el tamaño del balance de la Fed, actualmente de \$9tn.

La actuación de los bancos centrales como siempre llega tarde y en la actual situación tienen poco margen de maniobra. Así, actualmente para no dañar al crecimiento tendrían que ser ayudados por la política fiscal con recortes de impuestos. Según la evolución de los diferenciales entre la parte larga y corta de la curva de tipos, el mercado estaría descontando que, con esta actuación de la FED, la economía estadounidense entraría en recesión en 2023.

Así nos encontramos con una preocupación que subyace en esta situación, es la falta de crecimiento económico. Por un lado, se tiene la intensificación de las presiones inflacionistas con alzas en los precios de las materias primas. Se estima que cada incremento del precio del crudo en 10 dólares llevaría a un incremento de 0,5% en la inflación y una caída del 0,2% del crecimiento. Por otro lado, la presión de incrementos de tipos que mermarían el crecimiento. Así las previsiones de crecimiento ya están revisando a la baja desde

distintas casas de análisis como JPM o Exane BNP que cifran un crecimiento del 3% para la economía global en 2022 frente a 5% anterior. No obstante, los datos que se han publicado de PIMs, tanto industrial como de servicios, aún muestran dinamismo en la economía.

El sentimiento de mercado en el actual entorno de mercado es de preocupación, de incertidumbre si atendemos a datos de confianza publicados recientemente en Europa como el índice ZEW con registros negativos y en Estados Unidos la confianza del consumidor que cayó a niveles de 2011. Pero parece que existe cierta complacencia a su vez por parte de los inversores con la esperanza en una resolución rápida del conflicto y que se retome, aún, la senda alcista de mercado, con lo que las salidas de renta variable global han sido mínimas.

No nos debemos confiar de esta complacencia de los mercados y ser conscientes del escenario en el que nos movemos. Si se materializa el ritmo de subidas de tipos para luchar contra la inflación, nos puede llevar a un estancamiento de la economía.

Los inversores parecen no tener alternativa, de momento a la renta variable dado el nivel tan bajo de tipos de los que se parte, la renta fija no actúa esta vez como activo alternativo a la renta variable. Con estas precauciones se estaría en sectores que mejor se adecuan a este escenario de cambio, es decir, sectores que tengan poder de fijación de precios (sector lujo, sector de servicios a empresas), sectores que se apoyan en esta subida de precios (sector energía y recursos básicos), sectores relacionados con el impulso de la política fiscal (sector construcción y renovables)

En la toma de decisiones en este escenario de incertidumbre sobre todo mantendremos la calma ya que como señaló Howard Marks "La disciplina que es más importante no es la contabilidad o la economía, sino la psicología". ■



Araceli de Frutos Casado

Fundadora de Araceli de Frutos Casado EAF y miembro de ASEAFI



ASEAFI

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

Asociación de Empresas de Asesoramiento Financiero (ASEAFI), sin ánimo de lucro, cuyos fines son:

- Representar los intereses de las ESIS, autorizadas por la CNMV, cuyo plan de actividades incluya el asesoramiento financiero.
- Coordinación en beneficio de todas las empresas de servicios de inversión, integradas en la asociación.
- Establecer y fomentar relaciones con otras empresas, españolas o extranjeras, que favorezcan los intereses generales de los asociados.



Ucrania y la transición energética

Tras más de dos décadas de prosperidad, las economías industrializadas de Occidente estuvieron amenazadas en 1973. El 6 de octubre de ese año comenzó la guerra de Yom Kipur, en la que una coalición de países árabes liderados por Egipto y Siria se enfrentó a Israel. Una guerra que duró tres semanas en Oriente Próximo y cambió la economía moderna para siempre. ¿El motivo? El embargo petrolero de los países productores árabes al primer mundo precipitó un cambio global en los modelos productivos. La subida drástica del precio del crudo generó una inquietud por optimizar el consumo energético.

Cincuenta años después, volvemos a encontrarnos en un cuello de botella. La invasión de Ucrania ha evidenciado la dependencia energética de Europa respecto a Rusia. Se trata, por tanto, de una situación delicada a nivel diplomático. Por lo pronto, Europa ha respondido con sanciones económicas que han provocado el alza de los precios. Esta coyuntura propicia un debate que ya surgió con el Acuerdo de París y que a raíz de la pandemia, a través del Plan Next Generation, ha ganado cada vez más inercia: la necesidad de llevar a cabo una transformación energética que implique a todo el modelo productivo.

De hecho, la Comisión Europea ha afirmado que “acabar con la peligrosa sobredependencia de los combustibles fósiles rusos puede lograrse bastante antes de llegar al 2030”. En

este sentido, Europa tiene que modernizar su mix energético. Desde la década de los 90, el suministro local se ha contraído, obligando a importar combustibles fósiles como el carbón, el petróleo y el gas natural. Hasta hace poco, Europa compraba a Rusia la mitad del petróleo y alrededor de un tercio del gas que consumía. En cambio, con los problemas actuales en las cadenas de suministros, provocadas por la guerra de Ucrania, muchas centrales eléctricas han optado por quemar carbón en vez de gas, ya que resulta más económico. Sin embargo, dicha solución queda lejos del horizonte sostenible.

En consecuencia, estamos asistiendo a una ralentización a la hora de reducir el uso de combustibles fósiles. Cada día es más evidente que si Europa quiere aumentar su independencia energética debe acelerar la inversión en infraestructuras, dado que la crisis actual ha puesto en peligro la seguridad energética, la accesibilidad y la expansión de las fuentes de energía renovables. Así pues, el inversor encontrará oportunidades interesantes para resolver esta problemática en diferentes ámbitos: soluciones de captura de carbono (CCUS, por sus siglas en inglés) y de almacenamiento de energía, tecnologías de eficiencia energética y abastecimiento local de minerales y metales estratégicos. Todas, soluciones que requieren inversión para ser escalables.

Ampliar las fuentes de energía renovables es una necesidad imperiosa y debemos acelerar la implementación para capear la crisis actual. Es cierto que la contribución al mix europeo ha

sido exponencial. Si en 1990 ocupaba un 4,3%, en 2020 su contribución fue del 22,1%; pero todavía queda camino por recorrer para alcanzar el 32% y el 60% marcados para 2030 y 2050, respectivamente. Asimismo, 2050 es el año límite para lograr las emisiones de carbono netas cero. Por ello, aquellas empresas que se sumen a la transición energética en Europa pueden beneficiarse notablemente, sobre todo las que se dediquen al hidrógeno verde y al azul, o a las energías renovables como la solar y la eólica.

Sin embargo, todas estas soluciones dependen en gran medida de minerales y metales estratégicos, que se obtienen de las conocidas como tierras raras. Por ejemplo, las tecnologías eólicas y fotovoltaicas necesitan magnesio para funcionar, mientras que el cobalto y el grafito son imprescindibles para las baterías y las células de combustible. Y, sobre el mapa, China y Rusia representan el grueso de las importaciones de estos metales y minerales para la Unión Europea, por lo que es el momento de buscar otras fuentes de suministro que permitan llevar a cabo un cambio de modelo.

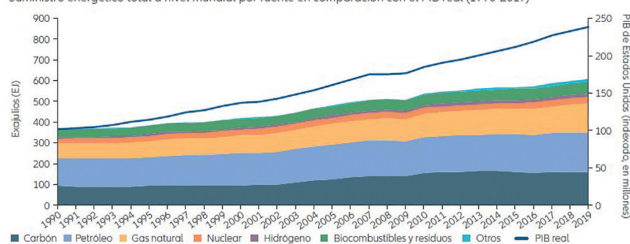
A corto plazo, y en paralelo a las soluciones anteriores, la Unión Europea planea reclasificar la energía nuclear y el gas como “verde”. No obstante, esta medida ha quedado en entredicho tras el ataque del ejército ruso a la central nuclear ucraniana de Zaporíyia. Es evidente, por tanto, que la iniciativa comunitaria necesita de la inversión privada para acelerar la transición energética a través de la creación de nuevas infraestructuras. ■



Julien Girault

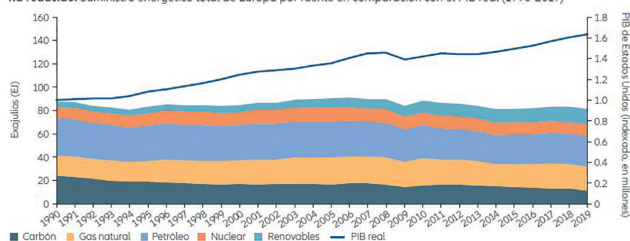
Analista de Sostenibilidad de Allianz Global Investors.

Gráfico 1: Los combustibles fósiles siguen siendo una fuente primordial del suministro energético mundial. Suministro energético total a nivel mundial por fuente en comparación con el PIB real (1990-2019)



Nota: El exajulio (EJ) equivale a un trillón de julios (10¹⁸). Fuente: Agencia Internacional de la Energía, Banco Mundial. Datos a 2019.

Gráfico 2: Europa es ahora más dependiente del gas natural que hace 30 años, pero el suministro energético se ha reducido. Suministro energético total de Europa por fuente en comparación con el PIB real (1990-2019)



Nota: El exajulio (EJ) equivale a un trillón de julios (10¹⁸). Fuente: Agencia Internacional de la Energía, Banco Mundial. Datos a 2019.

EOIN WALSH | Portfolio Manager, TwentyFour AM

«Creemos que el actual episodio de volatilidad acabará siendo una caída intraciclo que ofrecerá una oportunidad de compra»

La invasión rusa de Ucrania ha introducido claramente una gran incertidumbre, dadas las sanciones económicas y financieras de gran alcance impuestas y su posible impacto en la inflación y las cadenas de suministro mundiales. ¿Cuáles son los principales riesgos a los que se enfrenta la renta fija en los próximos meses? ¿Dónde están encontrando oportunidades? Eoin Walsh, Portfolio Manager de TwentyFour AM, nos lo cuenta

REDACCIÓN

¿Cuáles son los principales riesgos a los que se enfrenta la renta fija en los próximos meses?

Ya cuando empezó el año vimos que 2022 había comenzado con una clara desconexión entre la orientación de la política monetaria correspondiente al inicio del ciclo, la orientación de los fundamentales económicos propios de mitad del ciclo y la orientación de las valoraciones del mercado que, posiblemente, fuesen las del final del ciclo. Pensábamos que estos tres elementos tendrían que converger, y con los bancos centrales esperando detrás de la curva, creíamos que el mayor riesgo era un error de política que provocara un final prematuro del ciclo. Antes de la invasión rusa de Ucrania, ya habíamos visto cómo se producía esta convergencia, con unos sólidos datos de inflación que llevaron a los inversores a prever múltiples subidas de los tipos de interés, lo que provocó una fuerte subida de los rendimientos de la deuda pública y una ampliación de los diferenciales del crédito.

Dado que los bancos centrales han girado bruscamente hacia un mayor endurecimiento de sus políticas, creemos que el riesgo de un error se ha reducido, aunque los responsables todavía se mueven sobre una fina línea. La invasión rusa de Ucrania ha introducido claramente una gran incertidumbre, dadas las sanciones económicas y financieras de gran alcance im-

puestas y su posible impacto en la inflación y las cadenas de suministro mundiales.

¿Dónde están encontrando oportunidades?

Creemos que el actual episodio de volatilidad acabará siendo una caída intraciclo que ofrecerá una oportunidad de compra y que los inversores encontrarán unos yields mucho más atractivos que hace seis meses. Al entrar en esta crisis, los fundamentales de la economía y del crédito eran especialmente robustos, lo que nos hace confiar en que podrán resistir las consecuencias de las sanciones y cualquier endurecimiento de las condiciones financieras. La evolución de las calificaciones crediticias siguen siendo positivas y las tasas de impago se mantienen cerca de mínimos históricos. Por lo tanto, estamos contentos de aumentar nuestras posiciones de crédito y nos sentimos más cómodos asumiendo el riesgo de crédito que el de duración. En consecuencia, pensamos que los inversores deberían evitar el riesgo de duración no deseado, evitando los títulos de mayor calidad y con fechas de vencimiento más largas y apuntando a vencimientos de entre tres y cuatro años que puedan beneficiarse de la reducción de un roll down, y estar dispuestos a ir más abajo en la curva de calificación.

En cuanto a los sectores, seguimos siendo positivos con los bancos y la deuda subordinada de los valores más fuertes. También nos gustan



los productos de tipo flotante, como los ABS europeos, en particular los CLO, que pueden captar el respaldo de los inversores durante un ciclo de subidas de tipos.

El Vontobel Fund - TwentyFour Strategic Income Fund ofrece la ventaja de abarcar todo el espectro de la renta fija mundial y de centrarse activamente en las mejores oportunidades para generar rendimientos. ¿Cuáles son los puntos fuertes de su estrategia y por qué cree que puede ser una opción ganadora para los inversores en renta fija?

En nuestra opinión, la principal ventaja del fondo es su flexibilidad y su enfoque de alta convicción. Al tratarse de una cartera no restringida, no tenemos limitaciones en cuanto a clases de activos, geografías, sectores o calificaciones que el equipo desee incluir. En última instancia, esto significa que el fondo puede acceder a una serie de oportu-

tidades globales y que puede obtener mayores ingresos y rendimientos totales que los fondos con un universo de inversión más restringido. También significa que podemos llevar a cabo una estrategia muy sencilla long only (aunque cuenta con la capacidad de cubrirse) sin asumir ningún apalancamiento o riesgo de cambio.

Asimismo, la flexibilidad del fondo nos da un mayor abanico de opciones a la hora de sortear periodos de incertidumbre o volatilidad en comparación con las estrategias pasivas o las estrategias activas más restringidas. Podemos hacer cambios rápidos para ayudar a mitigar los riesgos emergentes o pivotar para apuntar a las oportunidades emergentes, y la cartera suele tener una concentración relativamente alta para que las posiciones puedan tener un impacto significativo.

¿Cuál es el posicionamiento del Vontobel Fund - TwentyFour Strategic Income?

En primer lugar, el fondo posee actualmente una duración spread de unos 3,5 años y una calificación crediticia media de BBB-. La duración de los tipos también es baja, cercana a los 2,5 años. Además, el fondo tiene actualmente una importante ponderación en efectivo y equivalentes de efectivo. Creemos que el mantenimiento de este nivel de liquidez contribuirá a proporcionar un margen de maniobra para mejorar potencialmente los rendimientos de la cartera y añadir a los títulos favoritos una vez que la incertidumbre actual comience a disiparse.

Por ejemplo, pensamos que la reciente venta de deuda bancaria ha sido muy exagerada, ya que el índice ICE BofA Contingent Capital (Coco) ha aumentado 151 puntos básicos en lo que va de año. Por lo tanto, mantenemos nuestra importante asignación a los bonos de nivel 1 adicional (AT1) y esperamos ver un fuerte repunte en este sentido. También vemos oportunidades en el alto rendimiento estadounidense.

Por último, hace poco aumentamos la asignación del fondo a las obligaciones de préstamos garantizados (CLO), dados los atractivos diferenciales que vemos, especialmente porque la naturaleza de los tipos flotantes de las CLO debería proporcionar una mejor protección en un entorno de tipos crecientes que los bonos de tipo fijo. ■

Mercados emergentes: centrarse en los fundamentos finalmente dará sus frutos

En el periodo actual, la volatilidad macroeconómica ha prevalecido en los mercados emergentes y ha eclipsado los fundamentales. Más concretamente, la volatilidad ha respondido a un conjunto de acontecimientos y cuestiones de gran alcance, entre los que cabe incluir el reseteo normativo en China, los efectos de las políticas para frenar la COVID-19, el contexto macroeconómico de Brasil, las preocupaciones sobre la inflación, el endurecimiento de las políticas monetarias y, en fechas más recientes, la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Dado que somos inversores fundamentales y adoptamos un enfoque ascendente (bottom-up), este entorno ha resultado complejo de abordar, aunque nos mantenemos firmes en nuestro planteamiento de que, a largo plazo, los beneficios dictan el rumbo de los mercados bursátiles y, si bien la volatilidad macroeconómica podría persistir a corto plazo, centrarnos en los fundamentales acabará dando sus frutos.

En China, nos pareció que el mercado estaba reaccionando de forma exagerada al reseteo normativo. De hecho, muchos de los anuncios parecían sacados de las listas de deseos de los Gobiernos de los mercados desarrollados, como las normas de defensa de la competencia o las medidas para frenar los comportamientos monopolísticos y el uso de los datos de los consumidores por parte de las grandes compañías tecnológicas. A nuestro parecer, ya hemos dejado atrás la primera fase de regulación, en la que la prima del riesgo de renta variable procedente de la regulación interna ya parece descontada, y estamos pasando a la siguiente fase, en la que se procede a la aplicación de las

normas reglamentarias. Resulta probable que esta sea menos volátil. Observamos indicios que apuntan a una relajación de las medidas políticas en el sector inmobiliario, como demuestra la flexibilización en el plano de la disponibilidad de las hipotecas, lo que también resulta cada vez más positivo. Además, en vista de que 2022 es un año de elecciones en China, prevemos una flexibilización monetaria y fiscal moderada, en lugar de la aplicación de grandes paquetes de estímulos (que es lo que hemos observado hasta ahora). A nuestro juicio, la política de tolerancia cero con la COVID-19 del gigante asiático ha supuesto un lastre para la economía y estamos siguiendo de cerca los progresos en este ámbito.

En Brasil, la coyuntura macroeconómica en 2021 resultó compleja: las preocupaciones fiscales derivadas de los gastos en los que incurrió el país con motivo de la pandemia, las inquietudes en torno a la inflación y los tipos de interés y la incertidumbre en cuanto al resultado de los comicios constituyeron rémoras para la confianza. Si bien nos seguimos mostrando recelosos debido a las notables distorsiones que se han creado en el ámbito de los valores, continuamos teniendo una opinión favorable sobre Brasil a largo plazo debido a los cambios en el plano del emprendimiento, así como a los tipos de compañías y modelos de negocio que entran en el mercado. Las valoraciones actuales reflejan un riesgo macroeconómico elevado que, en nuestra opinión, está cerca de tocar techo. Consideramos que el banco central hizo lo correcto ante el aumento de la inflación. Basta con analizar el caso de Turquía para ver una forma totalmente opuesta de abordar esta cuestión. Con todo, las medidas

adoptadas frenaron al mercado de renta variable. Los indicios de que el ciclo de subidas de tipos de interés está llegando a su final, así como los comentarios colaborativos de ambos partidos, han aliviado las preocupaciones sobre las elecciones. Visto en retrospectiva, podríamos haber rebajado antes nuestra sobreponderación brasileña el año pasado. No obstante, cabe reseñar que ha sido uno de los mercados que mayor solidez ha mostrado en lo que llevamos de año.

Rusia ha sido sin lugar a dudas el «cisne negro». Cuando nos adentramos en 2022, nuestra hipótesis de base era una probable anexión de la parte oriental de Ucrania y la posible imposición de sanciones. En consecuencia, liquidamos nuestra posición en Sberbank en enero. Si bien la invasión de Rusia constituía un riesgo de cola que habíamos identificado, no esperábamos que llegase a materializarse. Tras la invasión, iniciamos el proceso de deshacernos de toda nuestra exposición lo mejor que pudimos en un contexto de limitaciones de liquidez y restricciones de mercado. Por suerte, la exposición que aún conservábamos era pequeña y, posteriormente, la redujimos (menos de 40 p.b.). Tal y como se vaticinaba, Rusia quedó excluida del universo de los mercados emergentes esta semana.

Resulta evidente que las variables macroeconómicas han lastrado el mercado a corto plazo, lo que ha conllevado un proceso de reducción del riesgo del universo, y las consiguientes ventas registradas han creado unas distorsiones de gran envergadura en los valores individuales. A su vez, esta situación ha provocado que los valores registren una rentabilidad mediocre a corto plazo. Seguimos centrados en nuestra labor en el plano de los fundamentales y las valoraciones. La coyuntura de posguerra afectará a la inflación e impulsará al alza los precios de los alimentos y del combustible, lo que ejercerá presión sobre los consumidores tanto en los mercados emergentes como a escala mundial. En este contexto, estamos incrementando nuestra exposición a los valores que se ven beneficiados por la inflación, como las compañías de finanzas y los productores de commodities, al tiempo que continuamos centrados en las oportunidades de crecimiento estructural y hacemos hincapié en una estructura de cartera de tipo bipolar («barbell») para sacar partido de la coyuntura actual. Ya nos hemos visto en esta situación con anterioridad y, si bien puede no resultar un camino de rosas cuando nos encontramos en el ojo del huracán, nuestra filosofía y nuestro proceso nos han guiado y han acabado por imponerse en periodos en los que se ha registrado una volatilidad similar. ■



Dara White

Director de Renta Variable
Global de los Mercados
Emergentes de Columbia
Threadneedle Investments

JÉRÉMIE BOUDINET |

Gestor del fondo La Française Sub Debt

«Nos gustan los bonos de bancos españoles puramente domésticos»

En medio de los vaivenes del mercado de renta fija, la deuda subordinada es uno de los pocos segmentos que actualmente combina rendimientos atractivos con buenas calificaciones. De hecho, como explica Jérémie Boudinet, gestor del fondo La Française Sub Debt, “la crisis del Covid-19 ha sido una bendición para los tenedores de bonos de bancos. El enorme apoyo de los reguladores y los bancos centrales ha favorecido que los balances de las entidades sean aún más fuertes y los tenedores de bonos se hayan visto protegidos de cualquier impacto negativo”.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

Cómo describiría la situación de la banca europea tras la crisis del Covid y los últimos movimientos del BCE?

A riesgo de sonar cínico, la crisis del Covid-19 ha sido una bendición para nosotros como tenedores de bonos de bancos. El sector se ha beneficiado de un enorme apoyo de los reguladores y los bancos centrales, debido a la relajación temporal de los requisitos de capital y la prohibición de los dividendos. Esto obligó a los bancos a crear reservas de capital aún más robustas, al tiempo que aumentaban sus provisiones para posibles pérdidas de préstamos. Como resultado, los balances son aún más fuertes y los tenedores de bonos se han visto protegidos de cualquier impacto negativo.

Algunos bancos europeos estaban expuestos a Rusia, ¿ha implicado esto cambios en el fondo La Française Sub Debt?

Hemos reducido nuestra exposición a los bancos que tienen una actividad bancaria minorista en Rusia (Société Générale, UniCredit, ING Groep...), ya que no podemos predecir con exactitud las pérdidas que pueden sufrir allí o si tendrán que abandonar el país por completo. Hemos sometido a pruebas de estrés los balances de estas entidades con escenarios extremos para calcular los impactos teóricos de la solvencia. Estas pruebas resultaron tranquilizadoras, ya que, en el peor de los escenarios contemplados podrían estar protegidos por su rentabilidad. La

excepción fue el banco austriaco Raiffeisen Bank International, mucho más expuesto a Rusia y Ucrania que otros bancos europeos y que podría sufrir en mayor medida. Por ello, deshicimos nuestras exposiciones a este banco.

¿La deuda subordinada es uno de los pocos segmentos que ofrece rentabilidad dentro del mercado de la renta fija? ¿En qué se fija a la hora de seleccionar emisores o emisiones?

La deuda subordinada es uno de los pocos segmentos de renta fija que actualmente combina rendimientos atractivos con calificaciones de emisor de grado de inversión en promedio. Por ejemplo, los bonos bancarios Tier 1, también llamados CoCos, ofrecen actualmente una rentabilidad media del 5,5%, comparable a la de las empresas con calificación high yield, pero con un mayor componente de “calidad”, que compensa el aspecto de subordinación de los títulos.

¿Qué tipo de bancos le gustan más?

Actualmente, preferimos los bancos domésticos con actividades limitadas de banca de inversión. Nos gustan los bancos con una exposición limitada o nula a los países de Europa Central y Oriental y con buenas métricas de solvencia y franquicias nacionales o regionales líderes. Por ejemplo, nos gustan los bancos españoles puramente domésticos, cuyas valoraciones parecen atractivas en comparación con sus fundamentales.



La duración es importante en este entorno de posibles subidas de tipos. ¿Qué duración y volatilidad tiene el fondo La Française Sub Debt?

El fondo tiene actualmente una duración media modificada de los bonos de 4,3 años junto con una volatilidad a un año del 3,8% y una volatilidad del 10,0% en un periodo de 5 años. La rentabilidad media en euros se sitúa en el 5,0%, lo que significa que no es necesario ampliar la duración media para obtener un buen rendimiento de la deuda subordinada. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la duración se calcula siempre sobre la base de la demanda, lo que significa que los indicadores de duración no tienen realmente en cuenta ese riesgo.

¿Ven riesgos de impago en los bancos europeos y qué riesgos presenta el fondo?

No. El sector se ha visto obligado durante los últimos 12 años a aumentar significativamente la cantidad y la calidad de sus reservas de liquidez y capital, al tiempo que ha desapalancado sus balances y ha descargado los riesgos de crédito y de mercado en el sector bancario en la sombra. Además, las denominadas normas de “bail-in” diseñadas para proceder a las reso-

luciones bancarias fueron suspendidas por la Comisión Europea desde el inicio de la crisis del Covid19. Dado que el riesgo de impago es bastante improbable, en nuestra opinión, los principales riesgos que corre nuestro fondo están relacionados con la posible falta de demanda de valores y el aumento de la volatilidad de los precios en este entorno de mercado.

Considera que puede aumentar el número de bancos que no acudan a las ventanas de liquidez (call) de sus CoCos. ¿Cómo afectaría esto al mercado?

Desde que el Santander decidiera no amortizar un CoCo a principios de 2019, el hecho de que los bancos no acudan a la primera ventana de liquidez de estos bonos dejó de ser un acontecimiento relevante para el mercado. Hoy en día, la mayoría de los CoCos cotizan por debajo de la par, lo que significa que los inversores ya no están descontando que se amortice en la fecha de call teórica. Esto no es malo, ya que los CoCos deberían considerarse un producto de “carry”. En este sentido, que el banco no acuda a la call, conlleva que se obtenga un cupón recién restablecido, que es, por naturaleza, más ventajoso que el del “nuevo” bono que se debería emitir para sustituirlo.

En el folleto del fondo hablan de obtener una rentabilidad anual superior al 7% en un periodo de inversión recomendado de más de 10 años? ¿Cree que esto es factible?

El objetivo de rentabilidad anual neta del 7% se fijó en el lanzamiento del fondo, allá por 2008 y, efectivamente, quedó desfasado, ya que no se trata de un fondo de rentabilidad total. Por ello, en septiembre de 2021 cambiamos nuestro objetivo de rentabilidad por una rentabilidad neta de comisiones superior a la del índice de referencia compuesto en un horizonte de inversión recomendado de más de 10 años. El índice de referencia compuesto es una mezcla de tres índices de deuda subordinada Markit iBoxx que representan una simplificación de nuestra asignación de activos a largo plazo: 50% de CoCos bancarios, 25% de deuda subordinada de aseguradoras y 25% de deuda subordinada de empresas no financieras (también llamados híbridos corporativos). ■



Rebajar la factura energética invirtiendo en soluciones climáticas

La terrible guerra que se está librando en Ucrania ha disparado los precios mayoristas de la energía, haciendo mella en los costes domésticos de la electricidad y el gas e incrementando la presión económica que sufren millones de hogares. No obstante, existe un abanico de soluciones a largo plazo que no solo mitigarían el impacto de los elevados precios de la energía, sino que también reducirían las emisiones.

Desde el punto de vista histórico, ya sea a causa de Rusia, Venezuela, Irán, Libia, Irak o muchos otros países exportadores de energía, el suministro de petróleo y gas siempre ha sido volátil. El año pasado, el precio del gas natural importado a Europa aumentó un 300%. Mientras que la electricidad proviene de muchas fuentes diferentes como el carbón, la energía hidroeléctrica, la nuclear y las renovables, en Europa su precio viene fijado principalmente por el precio del gas. Esto significa que los consumidores tendrán que hacer frente no solo a facturas de gas más elevadas, sino también a unos altos precios de la electricidad.

La respuesta de la mayoría de los gobiernos se basa en soluciones a corto plazo como subvenciones, que no evitan que los precios mayoristas de la energía sigan altos durante más tiempo. Sin embargo, las autoridades podrían adoptar varias soluciones a largo plazo con beneficios más duraderos que pueden mitigar este tipo de crisis energéticas en el futuro, disminuir los costes energéticos y reducir las emisiones de carbono.

Soluciones climáticas para reducir las emisiones de los edificios

Gran parte del problema es la cantidad de energía que se utiliza para calentar los edificios. Si Europa quiere alcanzar las cero emisiones netas, necesita aumentar rápidamente el ritmo de las mejoras de la eficiencia energética en los inmuebles impulsando, entre otras, las siguientes medidas:

1. Aislamiento de edificios

El aislamiento de los edificios mantiene su temperatura y, de esta manera, reduce la pérdida de calor en invierno y el exceso de calor en verano, que obliga a consumir más energía para refrige-

rar el edificio. En climas más fríos, un edificio con un aislamiento eficiente de techados, paredes, puertas, ventanas y suelos utiliza solo el 10% de la energía que necesita un inmueble no aislado (Levine et al, 2007) y, según la consultora PRC Bouwcentrum, la inversión suele amortizarse en menos de 10 años.

2. Bombas de calor

Las bombas de calor son sistemas que utilizan un ciclo de refrigeración para transferir energía térmica de un espacio a otro. Suelen ser mucho más eficientes energéticamente que un simple calentador de resistencia eléctrica y su huella de carbono es menor que la de otros calentadores que utilizan combustibles fósiles, como el gas natural. Las bombas de calor alimentadas por hidrógeno producen muchas menos emisiones.

3. Hidrógeno verde

El aislamiento y las bombas de calor pueden mejorar notablemente la eficiencia energética de un edificio y la calefacción podría abordarse con hidrógeno verde, otra tecnología baja en carbono que podría contribuir a reducir las emisiones de CO2 mediante su uso de energías renovables para alimentar la electrólisis del agua y extraer energía en forma de gas.

Las políticas públicas como resortes

Aunque estas medidas pueden reducir los costes de funcionamiento de un edificio, el gasto inicial es significativo. Aquí es donde los gobiernos pueden tener un papel importante, atendiendo las necesidades de financiación e instaurando códigos de edificación más rigurosos que impulsen la adopción de las soluciones disponibles.

La financiación verde puede facilitar el acceso a capital, lo que posibilitaría e incentivaría que los hogares tomen medidas. En este sentido, cabe mencionar las «hipotecas verdes», que ofrecen ventajas por comprar y mantener hogares eficientes energéticamente, y los préstamos verdes, que sufragan la inversión inicial en reformas relacionadas con la energía.

Una oportunidad para abordar la pobreza energética y el cambio climático

Los responsables políticos son cada vez más conscientes de que la lucha contra las emisiones de los edificios debe formar parte de nuestra estrategia climática. Estamos ante una oportunidad para que los gobiernos aborden la pobreza energética y el cambio climático de manera simultánea al apostar por políticas que puedan disminuir estructuralmente nuestra dependencia de los combustibles fósiles, protegernos de la volatilidad de los precios de la energía y, lo más importante, apoyar la transición hacia las cero emisiones netas. ■



**Velislava
Dimitrova**

Gestora del Fidelity Funds
Sustainable Climate Solutions
Fund de Fidelity International

DAVID GUENGANT | Director de relación con inversores de Solaria

«Este contexto geopolítico se traducirá en una aceleración sin precedentes del despliegue de renovables en la Unión Europea»

En mitad del gran conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, las energías renovables toman la delantera a los combustibles fósiles y se preparan para el mayor despliegue de su historia. David Guengant, Director de relación con inversores de Solaria, compañía generadora de energía solar fotovoltaica en España, ve este cambio como “una necesidad y no solo una imposición legal”.

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN

Solaria ha cerrado 2021 aumentando sus ingresos un 71% hasta los 110,5 millones. ¿Cuál ha sido el pilar fundamental para conseguir estos resultados?

Una de nuestras claves para cerrar de manera tan positiva el año ha sido aumentar exponencialmente nuestra cartera de proyectos en operación. Nos hemos convertido en un referente para el suministro de energía verde en España; contamos ya con más de 2.000 MW en operación y en construcción. Creemos que es el momento de la energía solar en Europa y que debemos acelerar su implantación, asimismo tenemos un objetivo de alcanzar 18 GW en 2030, convirtiéndonos en el generador de energía solar líder en el sur de Europa. Otro de los pilares de nuestro modelo de negocio es la eficiencia en la estructura de costes. Contamos con un CAPEX muy competitivo que, combinado con un estricto control de los costes operativos, nos proporciona una rentabilidad proyectada por encima del 12%.

En Solaria, año tras año, seguimos poniendo nuestros esfuerzos en generar energía renovable local que no solo reduce la dependencia energética exterior, sino que también permite rebajar el coste del mix eléctrico.

En general, ¿qué balance hacen del 2021?

A pesar de un entorno complicado, el año 2021 ha sido para nosotros un año de fuerte crecimiento y de excelentes resultados. Hemos mejorado

todas las líneas de nuestra cuenta de resultados aumentando un 90% nuestro EBITDA y un 58% nuestro beneficio neto. Por otro lado, en el ámbito de la sostenibilidad hemos reforzado aún más nuestro compromiso. Estamos convencidos de que una estrategia empresarial sostenible es una apuesta segura y, es más, tengo claro que la sostenibilidad y la rentabilidad van de la mano.

Hace apenas unos meses, Solaria ha firmado el mayor acuerdo de financiación de su historia con ABN AMRO, Commerzbank y el BEI. ¿De qué trata este acuerdo? ¿Qué supone para la compañía?

Gracias a este acuerdo financiamos 736 MW de plantas solares fotovoltaicas en España. Esta financiación a largo plazo con ABN AMRO, Commerzbank y el BEI supone para nosotros un gran hito y demuestra la confianza de bancos tan relevantes en los planes de Solaria. Sin duda, esta financiación contribuirá a la consecución de nuestro plan estratégico de alcanzar 18 GW en 2030 y hace que miremos al futuro con optimismo.

La construcción de estas plantas fotovoltaicas de 736 MW tendrá una repercusión muy positiva para la sociedad. Por un lado, la energía vertida a la red será 100% renovable y, por otro lado, evitará la emisión de 340.000 toneladas de CO₂ a la atmósfera anualmente. Es importante resaltar que la generación de estas plantas fotovoltaicas podría abastecer a 416.000 hogares españoles al año.



En su plan de expansión internacional, ¿contemplan abrirse a nuevos mercados este año?

Hoy por hoy nuestro foco está puesto en el sur de Europa, en concreto en España, Italia y Portugal. Esta es la zona donde más horas de radiación solar hay a lo largo de año, lo que la convierte en el lugar ideal para desarrollar energía solar fotovoltaica y debemos aprovecharlo. Además, somos la única compañía 100% solar y con foco en Europa por lo que tenemos una posición estratégica privilegiada. La implantación de Solaria en Portugal ya es una realidad.

El conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania ha traído a un primer plano al sector energético aupando a las renovables. ¿Cómo creen que evolucionará el sector una vez termine el conflicto?

A raíz de esta dramática situación se ha puesto de relieve lo que nosotros ya veníamos defendiendo desde hace años: la energía solar fotovoltaica es una necesidad y no solo una imposición legal. Como comentaba anteriormente, debemos desarrollar energía solar localmente para tener una menor dependencia energética que se traducirá en una reducción del precio de la factura de la electricidad para todos los europeos.

Este contexto geopolítico se traducirá en una aceleración sin precedentes del despliegue de renovables en la Unión Europea para no depender de recursos exteriores y/o contaminantes. Asimismo, la Comisión Europea acaba de anunciar un aumento masivo del objetivo de nuevas instalaciones de capacidad fotovoltaica hasta 420 GW para 2030.

¿Qué nuevos objetivos se han marcado para el 2022? ¿Qué previsiones tienen para el año?

En 2022 continuaremos la senda del crecimiento de los últimos años incrementando los números de manera sustancial incorporando nuevas plantas en España, Italia y Portugal.

Nuestro negocio seguirá alineado con nuestra estrategia ESG, un pilar fundamental para Solaria. Seguiremos cumpliendo los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, la regulación europea y los planes de lucha contra el cambio climático.

En Solaria somos parte de la solución, por ello, hemos aumentado nuestros objetivos para convertirnos en la empresa fotovoltaica líder en el sur de Europa con 18 GW en 2030. ■



Comunicación, transparencia y accesibilidad entre cotizadas

Es un hecho que los criterios ESG se han convertido en cuestiones centrales y recurrentes para la adecuada gestión y los buenos resultados de cualquier empresa.

Hay quien lo considera una respuesta empresarial obligada ante la grave crisis económica mundial de 2008 y los problemas de gobierno corporativo que le dieron origen. Es probable que esa reacción empresarial haya existido y sea la adecuada, aunque también puede deberse a una reflexión interna de las propias culturas corporativas, en las que el peso de la filosofía del Derecho, de la deontología profesional y de la propia estructura del gobierno corporativo ha avanzado más en los últimos diez años que en los treinta anteriores.

Se ha hablado mucho del propósito que ahora se le exige a las empresas. Con buen criterio,

la legitimidad social de aquello que una empresa hace se ha convertido en una exigencia previa pero indispensable para el posterior y correcto desempeño de su negocio. Esa licencia social ha comenzado a medirse de acuerdo a un triple criterio medioambiental, social y de gobernanza, porque es en ellos donde coinciden el derecho a la propiedad y los principios democráticos internos con el compromiso, la transparencia, la competitividad y la aportación a la sociedad.

De un tiempo a esta parte hay una estimulante reflexión general sobre cuál debería ser la fórmula magistral de una buena política de ESG. El cuidado medioambiental y la gobernanza tienen ya tanta relevancia en la gestión como la fortaleza del balance o los resultados operativos. La parte social también está en proceso de conseguirlo desde un valor más



Hernán San Pedro

Director de Relaciones con
Inversores y de Comunicación
Corporativa de Lar España

solidario y reputacional. Hay quienes recomiendan dosis equitativas de los tres ingredientes, hay quienes ponen el énfasis en la parte ambiental y quienes recomiendan centrarse en la parte social para corregir su posible retraso respecto a las otras dos. Me permitiré añadir una receta más, porque a mi juicio la proporción ideal se compone al menos de dos dosis de buen gobierno por cada dosis medioambiental y social.

Como es lógico, no pretendo dar validez universal a esa fórmula, pero sí considero que aporta las proporciones idóneas para las empresas inmobiliarias cotizadas en general, y en particular para las socimis que lo hacemos en el Mercado Continuo o en el Ibex. Es decir, aquellas empresas donde la atención al conjunto de los accionistas, y sobre todo a los minoritarios, se convierte en la principal obligación para garantizar la transparencia, una decuada comunicación y el acceso equitativo a la información para los diferentes grupos de interés..

Es indudable que el Código Olivencia, excelente adaptación del informe Cadbury inglés a las peculiaridades normativas y a la propia idiosincrasia española, ha sentado las bases de nuestro actual gobierno corporativo. Sus recomendaciones de instaurar una mayoría de consejeros independientes respecto a los dominicales, de contrapesar con los necesarios»



» controla la condición ejecutiva de la presidencia o la propia existencia de comisiones delegadas sobre auditoría, nombramientos o retribuciones forman parte ya de la rutina de todas las grandes cotizadas.

Esos principios de buena gobernanza deben hacerse extensivos y garantizar tanto la transparencia sobre la información financiera como la equidad y la total simetría en el acceso a esa información para el conjunto de los accionistas y grupos de interés. Desde una adecuada política de comunicación, de road shows y relacionamiento con los inversores hasta una página web accesible, intuitiva y diáfana; o un teléfono de atención verdaderamente útil y próximo, o una presencia escalable en redes sociales. Todo suma para convertir esas buenas prácticas en una realidad contrastada y cotidiana de comunicación corporativa.

En definitiva, el componente financiero de una empresa tiene su correlato en la transparencia, la accesibilidad y la política de la información no financiera, así como en los principios de gobierno corporativo y la constitución y funcionamiento del Consejo. Ocurre así porque una gobernanza transparente, con consejeros independientes reconocidos y abiertos a los distintos grupos de interés, es requisito indispensable para avanzar en atención medioambiental y responsabilidad social.

La amplitud de las cuestiones, la necesidad de priorizar y de contar con una perspectiva extensa, han acrecentado la importancia de

contar con consejeros independientes capaces de garantizar una visión pluridisciplinar del negocio. Además, si la supervisión del Consejo y sus comisiones garantizan esa eficiencia, los accionistas se sentirán doblemente atendidos por la organización. Una buena ESG permitirá más y mejores iniciativas sostenibles, que a su vez repercutirán positivamente en las condiciones y el rango de la financiación.

En el sector inmobiliario, considerado motivo de riesgo sistémico desde la crisis de financiación de 2008, la ESG, unida a la figura de las socimis, se ha convertido en respuesta eficiente para impulsar la profesionalidad, la capacidad de desarrollo sostenible y la rentabilidad del sector. De ser parte de un problema, el inmobiliario se ha convertido en parte importante de la solución y de la recuperación económica, sobre todo en el incierto mundo de la pospandemia.

Si esto es así en el ámbito inmobiliario, en el segmento del retail los principios de gobernanza se han convertido en un importante valor añadido. Por su capacidad de imbricación con la sociedad y el desarrollo urbanístico de las ciudades donde se ubican, los centros comerciales se han convertido en fuente de progreso, de desarrollo, de digitalización y de inclusión social. Por ello, cuando todos esos valores se encauzan y se impulsan a través de un buen gobierno corporativo, los resultados, el compromiso y el desarrollo se vuelven mucho más transversales y eficientes. ■

Quedan menos de 150 días... ¿Tiene todas las piezas necesarias para crear una cartera ESG compatible con MiFID?



Nordea ESG STARS. Las piezas para construir su cartera ESG.



nordea.es/ESGBuildingBlocks

Las soluciones de **Nordea ESG STARS** abarcan diferentes regiones y clases de activos. Contamos con la trayectoria, los recursos y la experiencia que su cartera necesita.

Permítanos ser su socio ESG de confianza.

* que invierten por cuenta propia, según la definición de la MiFID
Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB ("Entidades Legales") y sus sucursales y filiales **El presente documento es material publicitario** y está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. **El presente documento (cualquier opinión u opiniones expresadas) no representa asesoramiento de inversión**, y no constituye una recomendación para invertir en cualquier producto financiero, estructura o instrumento de inversión ni para formalizar o liquidar cualquier transacción ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. Este documento no es una oferta de compra o venta, ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá reproducirse ni divulgarse sin consentimiento previo y no podrá facilitarse a inversores privados. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales y/o filiales de las Entidades Legales.

En aquellos mercados donde los bancos dominan la distribución de fondos no hay indicios de reducción de comisiones para el minorista

El proveedor independiente de análisis de inversiones Morningstar publicó el 30 de marzo el primer capítulo del estudio bial Global Investor Experience (GIE) en el que evalúa el coste en Comisiones y Gastos en fondos mutuos en 26 mercados de América del Norte, Europa, Asia y África, asignándoles a cada uno una calificación que va de superior, superior al promedio, promedio, inferior al promedio e inferior para destacar aquellos mercados más amigables para los inversores. El principal componente de puntuación es el índice de gasto medio ponderado por activos por país o mercado.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

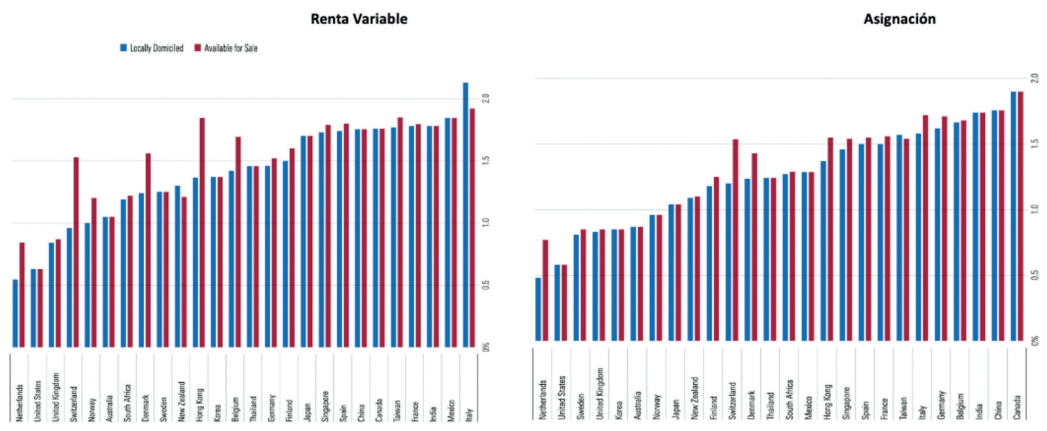
El estudio excluye las clases “institucionales” e incluye aquellas que requieren una inversión mínima inferior a los 100 mil dólares. El estudio muestra que **los ETFs** siguen favoreciéndose del apetito inversor y por tanto **ejercen presión sobre las comisiones** de los fondos abiertos, tendencia que se acentuó en la década pasada y que mantiene presión en las gestoras. Al igual que las clases limpias que excluyen los cargos iniciales y las comisiones continuas, los ETFs son particularmente adecuados para su uso en programas de asesoramiento desagregado.

Las conclusiones destacadas son las siguientes:

1. En la **mayoría de los mercados caen las comisiones** medias ponderadas por activos para los fondos domésticos y disponibles para la venta desde el estudio de 2019. Para los fondos domiciliados en el país, la tendencia fue más notable en los fondos de asignación y de renta variable.
 - a. España alcanza una **calificación MEDIA**, obstaculizada por el uso prominente de comisiones de desempeño o performance fee, que son difíciles de entender para inversores minoristas, así como por el uso de comisiones de seguimiento o *trail commissions*, incluso para fondos adquiridos sin asesoramiento.
 - b. Los **gastos medios ponderados** españoles para fondos de asignación, renta variable y renta fija son 1,50%, 1,74% y 0,43%, respectivamente.
 - c. Como se dijo, **cada vez se utilizan más performance fees**, a menudo **junto a comisiones de gestión fijas**, que por lo general son asimétricas en sentido que no hay reducción de comisiones en caso de bajo desempeño, basándose en rendimientos positivos sin establecer una marca de agua alta (high water mark), dificultando al inversor saber cuanto está pagando en realidad.
 - d. Las grandes gestoras han creado clases limpias que aún no están disponibles para los inversores minoristas, sino solo vía asesores, banca privada o carteras gestionadas ofrecidas por los bancos.
2. Las **menores comisiones** son impulsadas **por una combinación de flujos hacia fondos más baratos, como por la revalorización de las inversiones existentes**. En los mercados donde los inversores individuales tienen acceso a múltiples canales de venta, éstos son cada vez más conscientes de la importancia de minimizar los costos de inversión, lo que los ha llevado a favorecer las series de acciones de fondos de menor costo.

- Fuera del Reino Unido, EE. UU., Australia y los Países Bajos, **los inversores suelen no pagar por asesoría financiera** directamente. La ausencia de regulación que limite las comisiones iniciales y las comisiones por administración puede hacer que muchos inversores paguen por recomendaciones que no buscan ni reciben. Incluso en los mercados en los que están disponibles series de acciones sin comisiones de administración, como en **Italia**, no son fácilmente accesibles para el inversionista individual al estar **dominada la distribución de fondos por intermediarios, especialmente bancos**.
- El cambio hacia **el asesoramiento financiero basado en comisiones** en los EE. UU. y Australia, **ha estimulado la demanda de fondos de menor costo como los pasivos. Las instituciones** y cada vez menos, los asesores han optado por acciones más costosas que engloban comisiones de distribución y asesoría. La tendencia se extiende a mercados como India y Canadá.
- La guerra de precios en el espacio de los ETFs ha presionado a la baja las comisiones de los fondos en todo el mundo.** En los EE. UU., la competencia ha reducido las comisiones a cero en el caso de un número reducido de fondos indexados y ETFs, y estas fuerzas competitivas se están extendiendo a otros rincones del mercado de fondos.
- En **mercados donde los bancos dominan la distribución de fondos, no hay señales** de que las fuerzas del mercado por sí solas reduzcan las comisiones para los inversores individuales. Esto es particularmente evidente en mercados como Italia, Taiwán, Hong Kong y Singapur, donde las ventas de fondos "offshore" con altas comisiones predominan sobre los fondos más baratos domiciliados localmente.
- El Reino Unido ha introducido evaluaciones anuales de valor, uno de los desarrollos regulatorios más importantes** desde el estudio de 2019. Éstas requieren que los administradores de activos **justifiquen el valor que cada fondo ha brindado a los inversionistas en el contexto de las comisiones cobradas**.
- Nuevamente, las mejores calificaciones** fueron para Australia, los Países Bajos y los EE. UU. **debido a sus comisiones de fondos típicamente desagregadas**. Este es el cuarto estudio consecutivo en el que estos tres países han recibido la calificación más alta en esta área. ■

Comisiones medias ponderadas por activos





Morgan Stanley Investment Fund – Global Opportunity

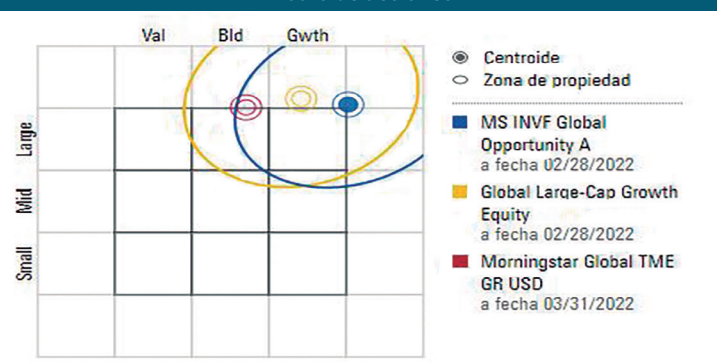
Antonio Alcón Carreras
Analista y asesor financiero
 (certificado CISI). Director Académico
 en FIM Institute y docente en IDD.

Cómo se ha comportado este fondo



Rentabilidades anuales					Rentabilidades acumuladas					
	2022	2021	2020	2019	2018	1 mes	3 meses	1 año	3 años	5 años
Fondo	-18,00%	8,28%	40,00%	37,41%	-2,07%	7,71%	-18,55%	-12,64%	42,00%	04,86%
Categoría	-1,84%	19,00%	3,57%	22,44%	-5,00%	6,23%	-2,05%	7,27%	31,34%	37,75%
Ranking	584/593	521/547	12/501	3/417	63/383	50/597	588/594	553/557	81/441	5/345
Quintil	5	5	1	1	1	1	5	5	1	1

Estilo de acciones



Principales posiciones (28/02/2022)

Posiciones	Cartera Peso	Compra inicial	Valor de mercado USD A fecha 28 feb 2022
ServiceNow Inc	6,47	31 dic 2018	929.407.875
Uber Technologies Inc	6,11	31 may 2019	878.380.259
DSV AS	5,28	31 dic 2010	758.043.776
HDFC Bank Ltd	5,22	28 feb 2017	750.493.990
Coupage Inc Ordinary Shares - Class A	4,79	31 mar 2021	688.727.843
Amazon.com Inc	4,62	30 nov 2021	664.383.928
The Walt Disney Co	4,28	31 mar 2020	615.262.930
Shopify Inc Registered Shs -A- Subord Vtg	3,99	31 mar 2020	572.613.281
MercadoLibre Inc	3,93	31 dic 2021	565.206.435
Meta Platforms Inc Class A	3,69	31 may 2012	529.740.558

Con todos los cambios desde inicio de año, parece que si hay algo unánime es la gran rotación que está habiendo de growth a value. Si es cierto que la situación nos empuja a ello, pero por esa razón igual deberíamos pensar más en el largo plazo y sobretodo analizar que consideramos growth y value.

El mundo gira muy rápido, y en parte todas estas evoluciones son generadas por este gran growth existente (cotizadas y no cotizadas). Empresas disruptivas, revolucionarias...

Si tenemos una cartera que se construye a largo plazo... ¿Por qué no aprovechar estos recortes y posicionarse a largo plazo de forma inteligente con algo de growth?

Tras esta puesta en escena, uno de los fondos que más me encajan es el de Morgan Stanley. Invierte principalmente en títulos growth, de compañías infravaloradas y con gran potencial. Su gestor lo define muy claro: "los principios de inversión de Warren Buffet aplicados a compañías de crecimiento".

Los ratios y rentabilidades ahí están... yo no me preocuparía mucho en estos momentos ya que cualquier dato está afectado por la situación anómala actual.

Valoremos que es un fondo con objetivo de largo, con pesos importantes en Mercado Libre, Shopify, Amazon, Disney, Uber...

¿Creemos que estas compañías pueden liderar sus sectores los próximos años?

Creo que este fondo es ideal para aquellos que quieren tener miradas puestas en 2-3 años. ■



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos nuestra sociedad.

En las guerras actuales, es probable que los primeros disparos se produzcan en el ciberespacio y las cadenas de suministro

Siempre recordaremos los últimos días de febrero de 2022, como el momento en el que Rusia emprendió un ataque no provocado a Ucrania. Mientras seguimos esperando una solución rápida y pacífica, hemos visto cómo las empresas han sido objetivo de ciberataques, una táctica bien establecida utilizada por Rusia, lo que nos recuerda el impacto potencial de la megatendencia de la digitalización. También es importante considerar cómo los grandes inventarios de materias primas en Rusia y Ucrania pueden alimentarse a través de cadenas de suministro relacionadas con la tecnología.

Las empresas centradas en la ciberseguridad están tomando medidas

Microsoft es probablemente la compañía de seguridad cibernética más grande del mundo, si aceptamos la necesidad de proteger cosas como Azure (su plataforma cloud) y Office 365. El tamaño actual del negocio de ciberseguridad de Microsoft alcanza en ingresos los \$15 mil millones, lo que representa un crecimiento de un 45% anualizado. Esto no significa que Microsoft no se vea comprometida¹. De hecho, últimamente²:

- Microsoft se vio comprometida en el hackeo de Solarwinds de diciembre de 2020, el cual fue un ataque con posibles vínculos con el gobierno ruso
- Solo unos meses después del ataque a Solarwinds, se produjo el ataque por correo electrónico a Exchange, con el gobierno de China pudiendo estar involucrado
- También hubo una falla relativamente reciente dentro de su plataforma cloud Azure, que fue descubierta por la empresa de ciberseguridad Wiz Inc

El 23 de febrero de 2022, CrowdStrike notó en su blog la existencia de un nuevo malware de limpieza que se utiliza para apuntar a los sistemas de Ucrania, conocido como <<DriveSlayer>>. Según CrowdStrike, este fue el segundo malware destructivo encontrado recientemente dirigido a la región, siendo primero el <<WhisperGate>> .

Mandiant, una empresa líder en ciberseguridad, recordó a los clientes que Rusia ha cortado dos veces el suministro eléctrico a Kiev en invierno y les suplicó que recordaran los efectos del ataque NotPetya en 2017. Señalan que la guerra cibernética es asimétrica, en el sentido de que Rusia, al no poder competir directamente con los ejércitos más grandes del mundo, necesita usar tales tácticas para mostrar la apariencia de paridad con otros países³.

Outsourcing de la IT

Ucrania es un mercado vibrante para los servicios de outsourcing de la tecnología de la información (IT), y el Ministerio de Relaciones Exteriores señaló que más de 100 de las empresas Fortune 500 dependen parcialmente de los servicios prestados desde Ucrania. El volumen de exportaciones de IT de Ucrania aumentó en 2021 un 36% a una cifra de \$6.800 millones, frente a aproximadamente \$5.000 millones de 2020. Actualmente, en Ucrania hay entre 85 mil y 100 mil trabajadores de servicios de exportación, enfocados principalmente en ingeniería de software y servicios de IT⁴.

Empresas como SAP SE, Revolut Ltd., Fiverr y Wix.com han dado a conocer el uso y empleo de ingenieros en la región.

Cadenas de suministro de semiconductores

El conflicto de Ucrania no se centra en una base global de producción de semiconductores -algo que sí contrastaría mucho con un lugar como Taiwán, si se presentara como un futuro conflicto -. Sin embargo, Ucrania y Rusia son importantes tanto en el suministro global de neón como de paladio. El 37% del suministro mundial de paladio procede de Rusia.

El 40-50% del neón de grado semiconductor proviene de esta región, y se utiliza en algunos de los láseres involucrados en la producción de chips. Alrededor del 75% de la producción mundial de neón acaba utilizándose para este fin. ASML, un actor importante en la producción de equipos para la fabricación de chips ha indicado que, en su caso, menos del 20% del neón que utiliza proviene de esta región, por lo que a corto plazo el impacto no debería ser muy significativo⁵. Por supuesto, esto puede cambiar a medida que el conflicto se extiende hacia el futuro.

Ataques cibernéticos

Rusia tiene un conjunto establecido de precedentes históricos que utilizan ataques cibernéticos en Ucrania, sobre todo a través del ataque <<NotPetya>> de junio de 2017. Este ataque destruyó agencias federales, sistemas de transporte, cajeros automáticos e incluso los monitores de radiación en el sitio de Chernobyl; en resumen, básicamente fue un “apagón” en la infraestructura de Ucrania durante un período de tiempo. Sin embargo, como suele ser el caso con los sistemas en red, <<NotPetya>> no se quedó confinada a Ucrania, un país que está integrado globalmente. Algunas de las empresas más grandes del mundo se vieron afectadas⁶, incluidas Maersk-Shipping, Saint-Gobain-French Construction, Mondelez International (propietaria de Cadbury) y Merk-Pharmaceuticals. >>

¹ Fuente: Tilley, Aaron & Robert McMillan. “El nuevo Jefe de Seguridad de Microsoft dice que es hora de refugiarse en el cloud.” *Wall Street Journal*. 23 de febrero de 2022.

² Fuente: Tilley, 2022.

³ Fuente: Joyce, Sandra. “La crisis cibernética de Ucrania: debemos prepararnos, pero no entrar en pánico.” *Mandiant Blog*. 15 de febrero de 2022.

⁴ Fuente: Bousquette, Isabelle & Suman Bhattacharyya. “El floreciente sector de outsourcing de tecnología de Ucrania en riesgo después de la invasión rusa.” *Wall Street Journal*. 24 de febrero de 2022.

⁵ Fuente: Bhattacharyya, Suman. “El ataque ruso a Ucrania podría afectar las líneas de suministro de los fabricantes de chips.” *Wall Street Journal*. 25 de febrero de 2022.

⁶ Fuente: “Las empresas tienen mucho que temer del belicismo digital de Rusia.” *Economist*. 19 de febrero de 2022.

⁷ Fuente: McGuire, Michael. “Estados nacionales, conflicto cibernético y la red de plus-valías.” *HP Wolf Security*. 2021.



Christopher Gannatti

Jefe de análisis de
WisdomTree Europe

» La estimación general del daño global estuvo en el rango de los \$10 mil millones, y se cree que es el ejemplo más costoso de un ataque cibernético jamás registrado.

También vale la pena señalar que incluso antes de que comenzara la guerra específica de Ucrania en febrero de 2022, hubo un aumento del 100% de los incidentes “significativos” con los Estados nacionales entre 2017 y 2020. De hecho, en un mes en 2020, hubo un promedio de más de diez ataques cibernéticos atribuidos públicamente⁷.

Invertir en la respuesta de ciberseguridad

Nos detendríamos para volver a enfatizar que cualquier guerra es una tragedia, y el mejor resultado posible siempre se encontraría en el camino a la paz. Aclarado esto, por el momento, es nuestra responsabilidad como inverso-

res, consumidores y empresarios recordar la importancia de las precauciones de seguridad cibernética y tener una “mentalidad de seguridad”. Fue interesante ver una cita atribuida a Jen Easterly, directora de la Agencia de Seguridad en el área de Ciberseguridad e Infraestructura de la Administración Biden, afirmando que el uso de la autenticación de dos factores podría proteger al usuario general en el 99% de los casos.

La computación en la nube y la ciberseguridad se han integrado rápidamente en la vida de muchas personas y representan dos vertientes de la megatendencia de la digitalización. La guerra de Ucrania nos recuerda lo rápido que puede cambiar la dinámica del mercado, poniendo en tensión las cadenas de suministro, y la importancia de mantener la seguridad de, posiblemente, nuestro activo más preciado, nuestros datos. ■

Comunicaciones emitidas en el Espacio Económico Europeo («EEE»): Este documento ha sido emitido y aprobado por WisdomTree Ireland Limited, sociedad autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda.

Comunicaciones emitidas en jurisdicciones fuera del EEE: Este documento ha sido emitido y aprobado por WisdomTree UK Limited, sociedad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido.

WisdomTree Ireland Limited y WisdomTree UK Limited se denominan cada una de ellas «WisdomTree» (según corresponda). Nuestra Política e Inventario de conflictos de interés están disponibles previa solicitud.

Exclusivamente para clientes profesionales. La información contenida en este documento se ofrece únicamente para su información general y no constituye una oferta de venta ni una solicitud de oferta de compra de valores o acciones. No se deberá utilizar este documento como base a la hora de adoptar una decisión de inversión. El valor de su inversión puede tanto disminuir como aumentar y es posible pueda perder una parte o la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. Cualquier decisión de inversión debe basarse en la información contenida en el folleto correspondiente, tras haber solicitado asesoramiento independiente en materia de inversión, fiscal y jurídico.

El presente documento no constituye, y bajo ninguna circunstancia debe interpretarse como una oferta o cualquier otra acción destinada a fomentar una oferta pública de acciones o valores en Estados Unidos o en cualquier provincia o territorio de dicho país. Ni este documento ni ninguna copia del mismo deberá ser aceptado, enviado o distribuido (directa o indirectamente) en Estados Unidos.

Este documento puede incluir comentarios de mercado independientes elaborados por WisdomTree sobre la base de información disponible al público. Aunque WisdomTree se esfuerza por verificar la exactitud del contenido del presente documento, no ofrece garantía alguna sobre su exactitud o integridad. Ningún tercer proveedor de datos externo a quien se haya recurrido para obtener la información contenida en este documento ofrece ninguna garantía ni realiza manifestación alguna en relación con dichos datos. Las opiniones expresadas por WisdomTree en relación con el producto o la actividad del mercado, pueden variar. Ni WisdomTree, ni ninguna filial, ni ninguno de sus respectivos directivos, consejeros, socios o empleados aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que se derive del uso de este documento o de su contenido.

El presente documento podrá incluir declaraciones a futuro, incluyendo aseveraciones basadas en nuestras opiniones, expectativas y previsiones actuales con respecto al rendimiento de ciertas clases de activos y/o sectores. Las declaraciones a futuro están sujetas a determinados riesgos, incertidumbres e hipótesis. No es posible garantizar que dichas declaraciones sean exactas y los resultados reales podrían diferir sustancialmente de los anticipados en dichas declaraciones. WisdomTree le recomienda encarecidamente que no confíe excesivamente en estas declaraciones a futuro.

Cualquier rentabilidad pasada incluida en este documento se puede basar en pruebas retrospectivas. Las pruebas retrospectivas consisten en el proceso de evaluar una estrategia de inversión aplicándola a los datos históricos para simular la posible rentabilidad de dicha estrategia. Sin embargo, la rentabilidad basada en estas pruebas es puramente hipotética y se proporciona en este documento únicamente con fines informativos. Los datos derivados de pruebas retrospectivas no representan la rentabilidad real y no deben interpretarse como una indicación de la rentabilidad real o futura.

Comunicación de promoción comercial. Consulte el folleto del OICVM y el documento de datos fundamentales para el inversor antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

Búsqueda de las mejores oportunidades frente a cada subida y bajada del mercado

Fondo de gestión activa que busca generar rentabilidades positivas tanto en mercados alcistas como bajistas invirtiendo en las mejores oportunidades de crédito global y europeo.

- Selección de emisores y valores para impulsar retornos estables.
- Enfoque fundamental y una cultura de trabajo en equipo que nos permiten descubrir las mejores ideas en todo el espectro crediticio.
- Cartera de más de 1.000 millones de euros con un riesgo de tipos de interés muy bajo y un histórico acumulado a lo largo de varios ciclos económicos y crediticios.*

Riesgos a tener en cuenta:

Riesgos relacionados

El fondo puede estar expuesto a riesgos de crédito, mercado, apalancamiento, tipos de interés y liquidez adicionales, debido a la naturaleza de las inversiones en los mercados de crédito mundiales y en derivados relacionados.

Riesgos de inversión

El fondo está sujeto a riesgos relacionados con la inversión en títulos de deuda, divisas, posiciones cortas y derivados.

Perfil del inversor

Este fondo es adecuado para inversores que pueden tolerar niveles moderados de riesgo y que presentan un horizonte de inversión a medio plazo.

columbiathreadneedle.es



*Fuente: Columbia Threadneedle Investments, a 31 de diciembre de 2021.

Para fines de marketing. Información importante: Exclusivamente para uso de clientes profesionales (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). El valor de las inversiones y cualquier ingreso no está garantizado y puede tanto aumentar como disminuir; dicho valor puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor podría no recuperar el importe invertido. Su capital está sujeto a riesgos. El presente documento tiene carácter meramente informativo y no debe considerarse como una oferta o una invitación para realizar una oferta de compra o venta de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Threadneedle (Lux) está autorizada en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y está registrada con el número 177. Threadneedle (Lux) es una sociedad de inversión de capital variable (Société d'investissement à capital variable, o «SICAV») constituida conforme a la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo. La SICAV emite, reembolsa y canjea acciones de diferentes clases. La sociedad gestora de la SICAV es Threadneedle Management Luxembourg S.A., que recibe asesoramiento de Threadneedle Asset Management Ltd. y/o de una selección de subasesores. Solo podrán efectuarse suscripciones en un fondo sobre la base del folleto en vigor y el documento de datos fundamentales para el inversor (KIID), así como de los últimos informes anuales y semestrales, y de los términos y condiciones aplicables. En el apartado «Factores de Riesgo» del folleto pueden consultarse todos los riesgos aplicables a la inversión de cualquier fondo y, en concreto, de este fondo. Otros documentos distintos de los documentos de datos fundamentales para el inversor (KIID) están disponibles en inglés, francés, alemán, portugués, italiano, español y holandés (no existe folleto en holandés). Los KIID están disponibles en idiomas locales. El resumen de los derechos de los inversores se encuentran disponibles en nuestro sitio web en inglés. Los documentos pueden obtenerse gratuitamente previa petición por escrito a la sociedad gestora remitida a 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), así como a través de International Financial Data Services (Luxembourg) S.A. con domicilio en 47, avenue John F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), y en www.columbiathreadneedle.com. Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A. inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo). Threadneedle Management Luxembourg S.A. podrá decidir rescindir los acuerdos realizados para la comercialización del Fondo. Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle. columbiathreadneedle.es.

01.22 | J32084_ES | 4335399



Cómo surfear en la Tormenta Perfecta

“**E**n estos momentos un departamento como Compras tiene 3 retos importantes: continuar la producción, limitar el impacto económico y monitorizar el mercado para la recuperación”

Nuestro entorno

El mundo ya no es como era antes. Fue a finales de 2019 cuando escuchamos las primeras noticias del virus con el que nuestros colegas de China estaban lidiando. En marzo de 2020 el mundo al completo estaba en lock down. Y aunque contar con una fábrica en China nos ayudó a anticipar lo que iría llegando, la realidad superó todas las previsiones.

Además, durante los últimos 2 años, se han ido sumando escalonadamente otros efectos que, combinados, han creado una situación aún más complicada. Era marzo de 2021, cuando un buque encalló en el canal de Suez. Una de tantas causas por la que el transporte se ha encarecido, y la disponibilidad de medios y su puntualidad ha empeorado de forma importante.

Con este panorama, las materias primas y en especial los componentes electrónicos sufren

escasez y aumento de costes, a todos los niveles nos hemos visto impactados por una subida excepcional del precio de la energía, y ahora la terrible situación bélica en Ucrania que ha tensado aún más la cuerda de algunas de las materias primas. Sin duda, todos los elementos para generar “**la tormenta perfecta**”.

La función estratégica, más que nunca, de los departamentos de Compras

En este contexto, un departamento como Compras tiene 3 retos importantes. La primera: continuar la producción. En el caso de las empresas multinacionales, como es el caso de Artech (nuestros productos están instalados en más de 175 países) lo más importante es que nuestros clientes sigan recibiendo nuestros productos. El segundo reto es, por supuesto, limitar el impacto económico que esta situación tiene sobre la organización en su conjunto sin que esto repercuta en la calidad, el plazo o los compromisos de sostenibilidad de nuestra cadena de valor. Y el tercer objetivo es la monitorización continua de la situación para poder actuar en tiempo real cada vez que se presentan oportunidades que podemos aprovechar, para preparar la recuperación en cuanto la situación se estabilice.



Willem Admiraal

Chief Procurement Officer (CPO)
Artech

- **Continuar producción:** éste es, sin lugar a duda, el principal objetivo. Sucede en la mayoría de empresas con diferentes centros de producción, en Artech cada una de las fábricas tiene unas características específicas: unas tienen más materiales electrónicos, otras dependen más de materias primas como pueden ser el aceite, la resina o el aluminio... Cada una, por lo tanto, se enfrenta a retos específicos.

Con el objetivo de evitar cualquier interrupción en la producción, colaboramos de manera muy estrecha con el Departamento de Operaciones, encargado de la operativa diaria de las fábricas. Manejamos los temas con tantos días o semanas de antelación como podemos, e informamos de los riesgos que identificamos en el medio plazo. De esta forma, nos preparamos para afrontar las situaciones de la forma más eficiente posible.

Son múltiples y varias las acciones que tomamos, desde el seguimiento de envíos y recepciones, la redistribución de materias entre diferentes plantas, la búsqueda y homologación de fuentes alternativas, etc.

Para todo ello, la clave radica en tener canales de comunicación simples, rápidos y bien coordinados.

- **Limitar el impacto económico:** el aumento del coste de los commodities, la energía y el transporte provoca una importante presión sobre los precios con los proveedores, en nuestro caso concreto, incluso con los que ya teníamos acuerdos anteriores en el tiempo. Y parte fundamente de nuestra labor es trabajar conjuntamente con ellos, de manera muy estrecha, para buscar maneras de retrasar y limitar los impactos que estos aumentos generan.



Por lo tanto, aunque es imposible evitar el impacto económico, sí podemos minimizarlo todo lo posible, para juntos, empresas y proveedores, seguir siendo competitivos frente a nuestra competencia.

En Arteché lo tenemos claro, y trabajamos codo con codo para que a pesar de las múltiples dificultades a las que nos estamos viendo sometidos en materia de suministros, nuestras relaciones y procesos internos salgan fortalecidos de esta situación.

Al fin y al cabo, nuestro claim es #MovingTogether porque creemos que es la mejor forma de afrontar los retos a los que nos enfrentamos a diario.

- **Monitorizar el mercado para la recuperación:** ésta es una situación temporal que tarde o temprana llegará a su fin y, por lo tanto, tenemos que estar preparados para la siguiente fase. En cuanto veamos una cierta estabilización en algunos parámetros, tenemos que empezar a vol-

ver a negociar para asegurarnos una posición competitiva.

Esa anticipación nos permitirá tener una mejor posición de negociación de cara a asegurar la mejor combinación de calidad, servicio y precio.

¿Qué hemos de tener en cuenta?

Esta situación está siendo difícil para todas las entidades que intervenimos en el mercado, para las empresas, para los departamentos de compras, pero también para la sociedad en su conjunto. No hay nadie a quién no afecte esta situación. Es como intentar surfear debajo de una tormenta. Nos puede suponer un esfuerzo adicional mantener el equilibrio y no tener tanto control, pero en igualdad de (difíciles) condiciones, debemos asegurarnos de hacer lo posible por mantenernos en la tabla, porque habrá quienes por querer ir más rápido, tengan que llegar a nado hasta la orilla.

Y el objetivo de Arteché, como lo ha sido siempre desde hace 75 años, bajo todos los contextos que hemos experimentado, es ser quienes mejor manejamos esta situación. Tenemos que hacerlo mejor que nuestra competencia, para que nuestro cliente encuentre en nosotros la solución más competitiva en cuanto a calidad, servicio y precio.

Conclusión

Estamos inmersos en una situación compleja y difícil, pero miramos a largo plazo centrándonos en hacer una lectura positiva de futuro. Por un lado, en Arteché tenemos tanto clientes como mercado, lo que nos motiva y nos da la fuerza necesaria para seguir trabajando todos los días. Y esa es la clave, seguir trabajando todos los días. Actuar como el futbolista que se vuelve a levantar después de que le tumben en el suelo, sin darse por vencido porque sabe que el partido aún no ha terminado.

Por otro lado, estamos implementando muchas acciones que nos hacen más fuertes en estos momentos, y que darán sus frutos en cuanto lleguemos al final del túnel. Y saldremos de esta más fuertes. ■

¿Luchar contra la adicción a los videojuegos?

Aceptamos el reto.



Como verdaderos especialistas en gestión activa, no nos da miedo abordar ningún frente. Colaboramos con otros inversores que realizan un ejercicio activo de su titularidad accionarial y con la industria de los videojuegos para desterrar los incentivos que pueden provocar que los niños se conviertan en adictos. Nuestra prioridad es mejorar las cosas, tanto para el mundo como para su cartera de inversión.

Conozca nuestra labor de interacción activa en
robeco.com/es/interaccion

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*

*Broadridge Market Analysis, 2021. Broadridge Distribution Achievement Award – ESG/SRI - 2018, 2019, 2020, 2021



ROBECO
The Investment Engineers

Con los expertos en inversión sostenible
ROBECOSAM

Información importante La presente publicación está dirigida a inversores profesionales. Robeco Institutional Asset Management BV está inscrita en los registros de la autoridad supervisora de los mercados financieros de los Países Bajos (AFM), estando asimismo la sucursal española inscrita en los registros de la CNMV. Las decisiones de inversión deben basarse en el folleto correspondiente, que puede encontrarse en www.robeco.es.

IVÁN MARTÍN ARÁNGUEZ |

Socio Fundador, Presidente y Director de Inversiones - Magallanes Value Investors

«Tenemos un goodwill que hemos creado y cultivado todos los integrantes de Magallanes, y nos hace diferentes»

Martín Aránguez es un fiel seguidor de la filosofía de inversión de valor, que ha aplicado en sus más de dos décadas de travesía en el sector de gestión de activos. Habiendo sido el responsable de renta variable de gestoras de calibre como Sabadell, Aviva y Santander AM, en 2014 decidió embarcarse, junto con sus dos socias Blanca Hernández y Mónica Delclaux en un nuevo proyecto, totalmente independiente y basado en esa filosofía de inversión que le ha llevado a encumbrarse como uno de los gestores españoles de mayor reconocimiento a nivel internacional.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

Tal es su “buen hacer” que desde hace muchos años varios inversores institucionales nacionales y extranjeros como fondos de pensiones, soberanos y endowments de universidades norteamericanas le han seguido de cerca e incluso le han otorgado mandatos segregados. La travesía comenzó con unos 30 millones de euros (dinero semilla) aportado por los tres socios, y que con el paso de los años asciende a algo más de 2,000 millones de euros al cierre del 2021, manteniendo los fundadores y empleados alrededor del 20%, fiel reflejo de *“skin in the game”*. Estudió Administración y Dirección de Empresas y Máster en Análisis Financiero, además de CFA. Ha participado como conferenciante en la Value Investor Conference (de Omaha y Londres), Sohn Investment Conference, Iberian Value en Madrid, entre otras. Entre sus pasatiempos la pintura, y reconoce que se le da bien. Hace lo necesario para mantener una adecuada salud física.

Alineación de intereses con nuestros partícipes y foco en lo que saben hacer

Al mantener los fundadores y empleados de Magallanes una parte significativa de los acti-

vos (20%), Martín comenta que la gestión la realiza con una visión no solo de largo plazo, sino con un control adecuado del riesgo y bajo unos principios enmarcados en su código ético, situando **el interés y la integridad de sus clientes por encima de todo**.

En su **código ético** se recoge que también el equipo gestor invertirá sus ahorros en los fondos de Magallanes, y promoverán que el resto de la gestora lo haga.

Esa prioridad por el cliente hace que su base de clientes sea muy diferencial a otras. Entre las características de los clientes de Magallanes es su permanencia y su alta convicción a la filosofía value que imprime Martín en sus fondos. Muchos de ellos han acompañado a Magallanes en sus más de 7 años de trayectoria. Entre los más representativos son los **Family Offices**, con una presencia fuerte en sus estrategias (más del 60%), muy exigentes y sofisticados; le sigue el **cliente minorista** (15%) que sabe que las inversiones hay que dejarlas madurar en el tiempo, y el resto son **clientes institucionales/endowments**.



A pesar de ser una **estructura pequeña**, “un equipo optimizado”, están totalmente **volcados** en lo que son expertos: la **gestión y la relación con los clientes**. El resto de las tareas son externalizadas, entre ellas la depositaria, auditoría interna, control de riesgos y compliance regulatorio.

Magallanes tiene **tres estrategias** accesibles vía fondos españoles y luxemburgueses, planes de pensiones y mandatos: **Europea** (85% de los activos), **Ibérica** (10%) y **Microcaps** (5%), y al ser tan insistentes en cuidar a sus clientes, no buscando convertirse en un “supermercado de fondos”, establecieron desde su nacimiento ciertos límites de capacidad para no perjudicar el desempeño de sus estrategias: Europea (entre 2.500 y 3.000 millones de euros), Ibérica (500 millones de euros) cerrada a nuevas suscripciones en junio 2018, y Microcaps (100 millones de euros) que alcanzó los límites de AuM en mayo 2021.

“Si volviera el tiempo atrás, volvería a embarcarme en este proyecto, estoy muy satisfecho de

como ha salido todo”, enfatiza Martín. “En la parte de la gestión tenía seguridad y confianza en el equipo, pero además tuve la suerte de asociarme y rodeándome de la gente más adecuada y comprometida. Tenemos un *goodwill* que hemos sido capaces de crear y cultivar a lo largo de los años”.

Martín considera que **hacen falta más proyectos independientes** ya que el inversor está en búsqueda de gestión verdaderamente independiente, según lo han podido verificar en los últimos años. Reconoce que no sabe si es debido a las nuevas distribuidoras o por una evolución normal del inversor.

Las compañías en las que invertimos están bien posicionadas y lo mejor está por venir

“No hemos tenido que cambiar nuestras carteras, ni un ápice, y nuestras estrategias son Artículo 8”, dice Martín.

Su proceso de inversión siempre ha sido llevado a cabo con sentido común, de forma»



» coherente y respetuosa, **poniendo énfasis en la "G"**, que es el **governance** o gobierno corporativo. **"Muchas empresas se malogran por una mala gestión"**, que tiene al final del día que ver si una empresa contamina o no cuida a sus empleados, enfrentándose a demandas, multas o incluso cierres. **"Nosotros desde siempre hemos tomado en consideración todos los factores, pero con especial énfasis en la gobernanza, que es desde donde emana todo"**, puntualiza.

Martín comenta que estamos en un entorno de inflación que no es meramente transitoria por los cuellos de botella del Covid-19, sino porque venimos en un entorno donde se ha invertido poco en los factores de producción tradicionales, de tal manera que no se está preparado para atender un crecimiento de la economía, ni mucho menos soportar un entorno de rotura de suministros por riesgos geopolíticos. El desequilibrio entre una oferta limitada, acuciada por problemas temporales como covid o conflictos bélicos, y una demanda ligada al crecimiento económico hace que el factor de ajuste cuando no se está preparado para ello sea precios al alza.

Un entorno con crecimientos pírricos y tipos bajos de interés hace que aquellas bolsas con un componente más "proxy bond", "quality"

y que en general vendieron expectativas, aunque hoy quemen billions y billions, valen más. Sin embargo, ante el entorno al que nos enfrentamos, de tipos de interés que comienzan a subir, con cierta recuperación del crecimiento económico, se ponen en valor los desequilibrios acumulados, donde no se puede vivir exclusivamente de lo intangible, lo renovable y tecnológico sino de la **clara necesidad de lo tradicional y lo tangible**, lo intensivo en capital para que siga habiendo progreso.

Hay una carestía de los factores de producción tradicionales, esas fábricas de papel, químicos, energía, productores de coche tradicionales, plásticos, esa falta de inversión sistemática durante años y años, con deflación por globalización. Y la pandemia ha puesto de manifiesto todos esos desequilibrios acumulados, y se empieza a fraguar un nuevo orden de tipos de interés que comienzan a subir que ponen en poner el valor y retoma importancia lo tradicional.

Magallanes no compra expectativas sino realidades, compramos VALOR. De ahí que lo mejor esté por venir, porque las compañías en las que invertimos están bien posicionadas para este nuevo entorno. ■

5/7

Este número es indicativo del riesgo/rentabilidad del producto, siendo 1/7 el menor y 7/7 el mayor

Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite invertir de manera responsable¹ en cualquier entorno de mercado. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 ha sido galardonado como el mejor fondo multiactivo dinámico en los premios Expansión Allfunds**.

es.allianzgi.com es.allianzgi.com.es es.allianzgi.com

XXXIII
**Premios
Fondos
2022**
Expansión | **allfunds**



"Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el folleto informativo del fondo y el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) antes de tomar una decisión final de inversión"

¹ Fondo catalogado como artículo 8 según el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). La información es exacta en el momento de la publicación. Los inversores deben tener en cuenta todas las características y/u objetivos del fondo tal y como se describen en su folleto y DFI (regulatory.allianzgi.com).

*© 2007 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí incluida: 1) está protegida por Morningstar o su proveedor de contenido por derechos de autor; 2) no puede ser reproducida ni distribuida; y 3) no se garantiza que sea correcta, que esté completa ni que esté actualizada. Morningstar y sus proveedores de contenido no asumen responsabilidad alguna por cualesquiera daños o pérdidas que puedan derivarse del uso de la información presentada. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de los resultados futuros. Para las calificaciones de Morningstar se consideran fondos de un grupo de homólogos con al menos tres años de existencia. Como base de la calificación se utiliza la rentabilidad a largo plazo, teniendo en cuenta las comisiones y el riesgo. Como resultado, los fondos se puntúan con estrellas, que se calculan mensualmente. El 10% de los mejores fondos reciben cinco estrellas, el 22,5% siguiente cuatro, el 35% siguiente tres, el 22,5% siguiente dos y el 10% de los peores fondos una estrella. Las clasificaciones, calificaciones o premios no son indicaciones de la evolución futura y pueden cambiar con el paso del tiempo. Ratings a fecha de 28 / 02 / 2021.

** Una clasificación, una calificación o un premio no proporcionan un indicador de resultados futuros ni son constantes en el tiempo. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

Transformemos juntos nuestra *sociedad*

Nuestra experiencia en 5G y soluciones digitales nos convierte en un gran aliado para lograr una sociedad más inclusiva, justa y sostenible.



Entra en nuestro metaverso y descúbrelo.



son marcas de Telefónica

www.telefonica.com