

# asset managers

La revista para profesionales de  
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

DIC. 22  
N. 44

- Ranking de Fondos
- BME Growth, con Tier1
- Entrevista a Almudena Mendaza,  
Generali Investments



# 2023

**Año de reajuste y oportunidades  
con rentabilidades positivas**

# ¿Impulsar la transición al vehículo eléctrico? 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 la automoción para velar porque esta se oriente hacia la fabricación de vehículos eléctricos. Nuestra prioridad es mejorar las cosas, tanto para el planeta como para su cartera de inversión.

Conozca nuestra labor de interacción activa en [robeco.com/es/interaccion](https://robeco.com/es/interaccion)

**EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE\***

\*Broadridge Market Analysis, 2022. Broadridge Distribution Achievement Award – Esc/SRI – 2018, 2019, 2020, 2021



**ROBECO**  
The Investment Engineers

Con los expertos en inversión sostenible  
**ROBECOSAM**

**Información importante** Robeco Institutional Asset Management B.V. (Robeco) es titular de una licencia de gestora de OICVM y FIA concedida por la Autoridad Neerlandesa para los Mercados Financieros. El presente documento comercial está destinado únicamente a inversores profesionales. El documento pretende proporcionar al inversor profesional información general sobre las estrategias específicas de Robeco, pero no ha sido preparado como estudio de inversión y no constituye una recomendación para comprar o vender determinados productos de inversión. Sin explicaciones adicionales, este documento no puede considerarse completo. La inversión implica riesgos. Antes de invertir, tenga en cuenta que el capital inicial no está garantizado. Los inversores deben asegurarse de entender completamente el riesgo asociado con cualquier producto o servicio de Robeco ofrecido en su país de domicilio. Los inversores también deben considerar su propio objetivo de inversión y nivel de tolerancia al riesgo. Rentabilidades históricas se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. El valor de su inversión puede subir o bajar y rentabilidades pasadas no son garantía de resultados futuros. Las decisiones de inversión deben basarse en el folleto correspondiente, que se puede obtener de forma gratuita en [www.robeco.es](http://www.robeco.es). La sucursal española de Robeco tiene NIF W0032687F y domicilio social en Madrid en Calle Serrano 47-14º y está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, en el tomo 19.957, folio 190, sección 8, hoja M- 351927 y con la CNMV en el Registro Oficial de Sucursales de Empresas europeas de servicios de inversión, con el número 24.

# Cara y cruz en los mercados

**L**egamos al final del año con la vista puesta en 2023 y en la esperanza de que el próximo ejercicio traiga algo más de optimismo con el que parece que cerrarán los mercados y que arrastran desde la publicación del dato de inflación en EEUU. La llave la tienen, como viene siendo habitual, los bancos centrales.

Cada vez hay más voces que no descartan que las subidas puedan continuar, al menos hasta que se celebren las reuniones previstas en diciembre de los Comités de Política Monetaria del BCE, del Banco de Inglaterra (BoE) y del Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC). Será lo que hagan y, sobre todo, lo que digan sobre cuál será la "tasa terminal" y el proceso de reducción de su balance de lo que dependerá en gran medida el comportamiento del mercado de bonos y acciones.

Un condicionante más en los mercados aparte de los ya vigentes (inflación, guerra en Ucrania, desaceleración/recesión de la economía), es el que empieza a emerger como preocupación tras el incremento de los casos de Covid en China y la reacción de las autoridades del país para contenerlo, algo que ya está enfriando las expectativas de un repunte económico en el país, avivando los temores a nuevas interrupciones en el suministro con el consiguiente impacto a nivel global.

La cara (optimismo de los inversores) y la cruz (incertidumbre y volatilidad) en los mercados.

Les deseo que pasen muy felices fiestas y "prósperas inversiones" en 2023. ■

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](mailto: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](mailto:info@estrategiasdeinversion.com)  
**Imprime:** Entyc





# CONTENIDOS



**2023, año de reajuste y oportunidades con rentabilidades reales positivas** 6  
Reportaje por Consuelo Blanco y Silvia Morcillo

**ASEAFI** 14  
Abante

**Macroeconomía** 18  
Por Ramón Bermejo

**Entrevista gestor** 30  
HSBC Asset Management Turkey

**Ranking de Fondos** 38  
Por Consuelo Blanco

**Fondo a examen** 46  
Schroders GAIA Wellington Pagosa

**BME Growth** 58  
Tier1

**Entrevista final** 60  
Almudena Mendaza Sanz. Generali Investments



# SÚMATE A LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN

## INVERSIONES AL SERVICIO DEL PLANETA Y DE TU FUTURO.

La inversión sostenible necesita contar con un compromiso sólido. Requiere una perspectiva a largo plazo, innovación y responsabilidad activa. Buscamos conseguir una evolución, no una revolución.

Invirtiendo de manera sostenible con un enfoque pragmático y medido, podemos aspirar a un futuro que sea mejor para todos.

El valor de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente.

[mandg.es](http://mandg.es)





# 2023 será un año de reajuste y oportunidades con rentabilidades reales positivas, especialmente en renta fija

Hacer un Asset Allocation al final de un año tan complicado como ha sido 2022, sirve para conocer el escenario con el que partimos en 2023 y ver cuáles son las oportunidades de inversión que nos depara el nuevo ejercicio.

POR **CONSUELO BLANCO** Y **SILVIA MORCILLO** / REDACCIÓN

**S**ilvia Morcillo y Consuelo Blanco, directora de contenidos y directora de fondos de Ei, respectivamente, apuntan que partimos hacia un 2023 en el que seguirá habiendo subida de tipos, con la inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales, con lo que el Asset Allocation podría complicarse. Analizamos el escenario de la mano de representantes de gestoras como Nabil El-Asmar, country head Iberia de Vontobel AM; Jesús Ruíz de las Peñas,

director de desarrollo de negocio de Allianz G; y Pablo Moreno, director de desarrollo de negocio de abrdn para Iberia. También nos acompañaron Álvaro Galiñanes, director de inversiones de Santander Private Banking; Juan Carlos García, director de Asset Allocation de Sabadell; Luis Buceta, director de inversiones en España de Creand Wealth Management; Victoria Torre, responsable de oferta digital de Singular Bank; Miguel Uceda, director de inversiones de Welzia Management; Santiago Churruga, presidente del comité de inversión de iCapital;



Guillermo Santos, socio de iCapital; José Casasayas, executive director de Julius Baer; Juan José González relationship manager de Julius Baer; Carlos Zunzunegui, banquero senior de A&G Banca Privada; Fernando Cano, Senior Portfolio Manager - Private Banking de Banco Cooperativo Español; Miguel Macho, Head of Markets & Investment Solutions de Indosuez WM España; Ismael Pellicer, selector de fondos de Morabanc; y Albert Garrido, responsable de gestión discrecional en Morabanc.

En primer lugar, entre los riesgos a la baja que comentaron los panelistas destacan una inflación se mantenga persistente y la posibilidad de ir a un escenario de estanflación, que la guerra de Ucrania escale aún más, el mercado inmobiliario chino, y riesgos de estabilidad financiera provenientes de activos líquidos.

Dicho esto, de cara al próximo ejercicio, lo primero que deben hacer los inversores es contar con un asesoramiento profesional, como apunta Luis Buceta, quien además de ser vicepresidente de CFA Society Spain es CIO en Creand Wealth Management. “Es un momento en el que hay que hacer valer el servicio de un asesoramiento muy cualificado”, ya que en un año complicado las decisiones equivocadas son difíciles de revertir.

## Binomio inflación-recesión

Aun cuando estamos cerca de los picos dinámicos de inflación, existen algunas cuestiones sobre las que los bancos centrales tendrán que seguir lidiando, según apunta **Stefan Hofrichter, Director of Economics and Global Strategy para Allianz GI**, y son: a) exceso de liquidez generado por los estímulos fiscales y monetarios aplicados por el COVID, es decir, un tema monetario; b) también hay tres choques estructurales de oferta o las tres “D” - demografía, descarbonización y desglobalización- que son inflacionarios de largo plazo; y c) los choques cíclicos energéticos. Con ello, la inflación se mantendrá en niveles incómodamente altos, llevando a los bancos centrales a hacer más de lo que los mercados están valorando actualmente.

En cuanto a la recesión, Hofrichter no está del todo convencido de que será corta y poco profunda, debido a que en los indicadores que se basan los que piensan eso son en cierta forma “lagging indicators”, como el mercado laboral y los depósitos como proporción del ingreso disponible, destaca la desaceleración en los mercados de la vivienda, y cuando esto sucede realmente lo que se da es una recesión más profunda. Para este experto 2023 es un año de reajuste de carteras, con una cierta secuenciación, primero para la renta fija y después la renta variable, ya que estamos viviendo en un mundo donde la economía se ha restablecido.

**Ismael Pellicer** plantea: ¿qué activos se comportarían mejor si al final se materializa una recesión fuerte y los bancos centrales se ven en la necesidad de aplicar un QE? A ello Stefan comenta que, si se diera una flexibilización masiva, tendríamos un riesgo importante de estabilidad financiera, tipo la de Reino Unido, aunque no es algo que esperaría.

Entre los riesgos a la baja que comentaron los panelistas destacan una inflación se mantenga persistente y la posibilidad de ir a un escenario de estanflación, que la guerra de Ucrania escale aún más, el mercado inmobiliario chino, y riesgos de estabilidad financiera provenientes de activos líquidos

Sin embargo, **Felipe Villarroel, socio y gestor de TwentyFour AM-Vontobel**, comenta que la visión de su casa es más pegada a la del consenso. En cuanto a la recesión en EE.UU., no será grave y va a bajar de los picos más o menos como la mayoría espera. No obstante, para Europa es un poco más difícil de predecir, no sólo por la situación subyacente de la energía, sino que también es complicado prever cómo van a funcionar exactamente los subsidios al consumidor, con lo que considera que es casi imposible predecir el IPC en la eurozona. La fortaleza de la economía, en lo que va del año, ha sorprendido a muchos, ya que se pensaba que el crecimiento iba a ser más»

» débil de lo que estamos viendo ahora dado el endurecimiento de las condiciones financieras. Con lo que posiblemente la recesión ocurra en el segundo o tercer trimestre. El choque de las subidas de tipos de interés llegó en un momento en el que la economía tenía vientos de cola sustanciales, es decir, al principio del ciclo, lo que nos hace estar con el consenso en cuanto a la dureza, pero posiblemente será más importante la duración de los bajos crecimientos. Respecto a invertir en renta fija emergente, Villarroel comenta que no hay un gran incentivo ahora para ello, cuando al invertir en alto rendimiento europeo se puede conseguir entre un 7-8% en euros.

### El momento de la renta fija

Respecto al impacto que podría tener el endurecimiento cuantitativo de la reducción de balances de los bancos centrales a los mercados de deuda en EE.UU. como Europa, que plantea **Miguel Uceda**, según apunta Villarroel cualquier tipo de macro evento que es conocido que va a suceder tiende a reflejarse en los precios de forma anticipada y también en este caso, ya que los bancos centrales nos lo han advertido, conociendo el ritmo. Sin embargo, Stefan Hofrichter cree, al igual que **Felix Freund, Head of European Credit and Aggregate en abrdn**, que hay que estar muy atentos a los anuncios del BCE, cuyos anuncios pueden afectar los rendimientos en la primera mitad del 2023, y en especial a los activos ilíquidos como puntualiza Balteo.

El experto de Vontobel enfatiza que “2023 probablemente será un año en el que los rendimientos de los activos financieros serán bastante buenos, a pesar de que la macro no apoye. En particular en renta fija, será un año con rendimientos que no hemos tenido desde hace mucho, mucho tiempo”.

En cuanto a Europa, es muy probable que, en el cuarto trimestre de 2022, primero de 2023 y posiblemente hasta el segundo trimestre, la región esté en recesión debido a los factores mencionados anteriormente, aunque, para Felix Freund, entre los factores que lo

hacen estar ligeramente más positivo es la situación del gas, en comparación con las estimaciones que se manejaban en verano. Destaca que los niveles de almacenamiento son elevados, y los precios del gas han bajado debido a menor consumo en el hemisferio norte, “con lo que no tendremos que racionar el gas, y por tanto somos relativamente positivos en cuanto a la situación económica en Europa, con una recesión más moderada de lo esperado en verano”, puntualiza. Con todo, considera que “2023 está lleno de oportunidades de inversión, ya que éstas suelen darse durante las recesiones, cuando los precios de los activos caen masivamente, y ese será el caso en 2023”.

### Asignación de activos en crédito

**Cristian Balteo, Head of Product Management Multi-Asset en Nordea AM**, considera que el problema energético en Europa sí que podría ser una dificultad a finales de 2023 o principios de 2024 porque “probablemente no tendremos gas ruso para reabastecer, y es esa nuestra preocupación, y aunque pueda ser una recesión moderada ahora, nos enfrentaríamos a una doble caída debido a ello”. En cuanto a la clase de activos, comenta que todo depende de la inflación, y que, de mantenerse alta, será otro año de beta muy baja, y un año para las primas de riesgo alternativas. Si la inflación hubiera tocado máximos, que es su escenario central, sería un año muy bueno para la duración, con los activos de renta fija de alta duración, y particularmente los de alta calidad, podrían repuntar bastante, pero cuidado que si entramos en recesión hay que tener posiciones defensivas y de calidad, no tanto en grado de inversión en EE.UU. Particularmente “vemos oportunidad en los diferenciales en covered bonds europeos”. En renta variable son optimistas, pero de largo plazo, no tanto para el año entrante. Además, comenta que “en 2023 hay que tener los ojos bien abiertos para evaluar el momento adecuado para añadir un poco de duración a las carteras. Con el fin de sobrevivir en el corto plazo nos centraremos en bajo riesgo y alta calidad, con la renta variable para el largo plazo, permitiendo ofrecer rendimientos reales positivos”.



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 responsable<sup>1</sup> 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](http://es.allianzgi.com) es.allianzgi.comes.allianzgi.com

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



“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”

<sup>1</sup> 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](http://regulatory.allianzgi.com)).

© 2007 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí incluida: 1) está protegida para 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 español o en [regulatory.allianzgi.com](http://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](http://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.



» Respecto a la asignación a renta fija, Freund opina que el entorno en 2023 es muy favorable para la renta fija ya que la inflación puede suponer una menor amenaza, aunque estamos de acuerdo en que la inflación subyacente tardará en bajar. “Dentro de nuestra asignación de activos tenemos una preferencia por el grado de inversión sobre el alto rendimiento, y también duraciones cortas sobre la duración más larga. Europa sobre otras regiones del mundo, en especial en grado de inversión, debido a la brecha tan grande entre Europa y EE.UU., en la que Europa tiene el mejor precio de la recesión en cuanto a diferenciales de crédito y valoración”. Añade que la fortaleza del dólar ha sido significativa y por tanto los costes de cobertura para los inversores europeos, lo que también jugará a favor a entrar más al mercado doméstico. Según comenta, los inversores con liquidez han estado aumentando su exposición a la renta fija, al menos, ellos han visto flujos de entrada.

Respecto al mercado de crédito, Villarroel destaca dos clases, los financieros europeos y los CLOs también en Europa. Los dos son muy atractivos porque están descontando un escenario que no cree que suceda, mientras que el alto rendimiento descuenta una recesión poco profunda, que es lo que él cree que pasará. Los bonos COCOs y AT1 se están negociando a perpetuidad, como si no fueran a ser llamados,

ya que la decisión de los bancos de llamar a un bono AT1 no depende de los tipos a los que esté sino del diferencial al que puede refinanciar un AT1 frente al diferencial de la emisión de ese bono en particular.

### ¿Y la renta variable?

Para Hofrichter, la asignación de activos para 2023 debe ser dinámica, comenzando por el lado defensivo, con activos líquidos en el mercado de bonos, que reflejarán en algún momento las expectativas de menor crecimiento, primando los segmentos de menor duración y mayor calidad.

En activos de riesgo, la apuesta es únicamente en aquellos de mayor convicción. Los activos de riesgo como renta variable tienden a tocar fondo en medio de una recesión, no al principio, y queda claro que aún no estamos ahí. Por ello, “menor exposición cíclica, primar valores con rentabilidad por dividendo, sin alejarnos de los segmentos de verdadero crecimiento, como sectores relacionados con la tecnología que tienen una oportunidad de superar a largo plazo, en particular los que están a la vanguardia de la innovación tecnológica, IA, ciberseguridad, etc., que siguen siendo parte de nuestra cartera. Por lo que equilibrio está en el crecimiento, por un lado, y valores defensivos, por otro”. ¿Para el largo plazo? La ren-»



# Don't worry. Stay covered.

¿Te está costando obtener rentabilidad este año en renta fija?

¿Buscas serenidad, un bajo riesgo de impago y flexibilidad para generar alfa?

Covered Bonds de Nordea. **Renta fija fuera de lo común.**



## Nordea 1 - European Covered Bond Opportunities Fund

[nordea.es/MantengaseCubierto](http://nordea.es/MantengaseCubierto)

Material publicitario sólo para clientes profesionales, según la definición de la MiFID. Los subfondos citados forman parte de la SICAV Nordea 1, una sociedad de inversión colectiva de capital variable luxemburguesa (Société d'Investissement à Capital Variable) constituida y debidamente autorizada conforme a las leyes de Luxemburgo, de acuerdo con lo establecido en la Directiva Europea 2009/65/CE del 13 de julio de 2009, y registrada en el registro oficial de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV bajo el número 340 para su comercialización pública en España. **El presente documento es material publicitario y no divulga toda la información relevante relativa a los subfondos.** Cualquier decisión de inversión en los subfondos deberá realizarse sobre la base de la información contenida en el último folleto informativo y del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), que se pueden solicitar de forma gratuita, junto con el último informe anual y semestral, en versión electrónica en inglés y en el idioma del país en el que la citada SICAV se encuentra autorizada para su distribución, a Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg o en la dirección de cada uno de los distribuidores autorizados de la SICAV y también en [www.nordea.lu](http://www.nordea.lu). El agente representativo es Allfunds Bank S.A.U., C/ de los Padres Dominicos, 7, 28050 Madrid, España. La lista completa de los distribuidores autorizados está disponible en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). La entidad depositaria de los activos de la SICAV es J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. Publicado por Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, autorizada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier en Luxemburgo. 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.



»ta variable europea que está a una valoración sumamente atractiva.

## ¿Dólar o euro?

En cuanto a divisas, todo depende del diferencial de tipos de interés, apunta Balteo. Si hay una recesión y el hecho de que los futuros apuntan a un tipo para el efectivo es del 4% en EE.UU. en cuatro años, que es excesivo respecto a lo que apunta el gráfico de puntos, que es 2,5%, considerando que la Fed logra controlar la inflación y se genera un endurecimiento del diferencial de tipos, podría haber un rally para el resto de las divisas vs el dólar, beneficiando al yen que ha sido el gran perdedor. Villarroel cree que, si no vamos a una profunda recesión, se disiparía la necesidad de tener dólares. Hofrichter comenta que es una cuestión de “timing”. Dado el escenario actual, el dólar tiene el potencial para mantenerse en estos niveles, no es momento para ir contra el dólar, y dadas las perspectivas para Europa, posiblemente es muy pronto para irse a euro. El dólar sigue siendo un safe heaven. En los próximos dos años posiblemente pierda en torno 10-15% vs euro.

Respecto a materias primas, **Albert Garrido** cuestiona el por qué no apostar por ellas cuando hay un déficit de producción en muchas y si además sirven de protección a la inflación y a la desglobalización. A lo que Stefan responde que en el corto plazo la inflación ha tocado máximos, además en un entorno con subida de tipos mantener un activo que no tenga flujo de ingresos como los commodities, es menos atractivo.

**Guillermo Santos** comenta que en este año hemos visto una correlación positiva en activos financieros, y cuestiona si esta correlación se mantendrá con el impacto que tenga en los bonos. A ello Villarroel comenta que una vez que la fuente de incertidumbre se desvanece, las correlaciones podrían volver a donde estaban. En una primera etapa, pasaría como fue noviembre, la correlación se mantiene, pero con los activos financieros subiendo y en una segunda etapa volveremos a la “normalidad”. Añade que “la liquidez es el mejor activo que existe porque da retorno elevado, lejos de la inflación, pero permite tener pólvora seca bien remunerada para cuando haya visibilidad entrar. Actualmente entre 15-25%”. ■

## Otras reflexiones para 2023

### ■ Santiago Churrua (iCapital)

“La oportunidad viene más por la duración. El siguiente movimiento viene en la línea de tener poca renta fija. En cuanto a los riesgos que vemos es que la recesión no sea tan ligera y que los mercados se apaguen”.

### ■ Miguel Macho (Indosuez WM)

“2023 será un año de rotación. Cuando los Bancos Centrales hagan pivot en sus políticas monetarias, habrá que rotar de renta fija a renta variable. Por lo tanto, aprovecharemos el giro de los bancos centrales,

aunque en Europa nos ocupa la capacidad del BCE. El mensaje no está tan claro como el de la FED”.

### ■ Juan Carlos García (Banco Sabadell)

“Vemos mucho consenso en el mercado. 2023 será buen año para la renta fija en duraciones más cortas pues tienen rentabilidades muy atractivas y quizás puede ser momento de estar en tendencias, pero en determinados sectores de renta variable vemos un elemento de preocupación. Activos cíclicos, como el inmobiliario, han sufrido mu-

cho y suelen descontar lo que hará el sector”.

### ■ Carlos Zunzunegui (A&G Banca Privada)

“Las carteras las hemos tenido en fondos de retorno absoluto, y buscando ahora duraciones medias en renta fija con algo de rotación”.

### ■ Pablo Moreno (abrdrn)

“Ha habido mucha cautela, y en el Asset Allocation se iba incrementando la liquidez y en las propias estrategias de liquidez de abrdrn han visto flujos. En 2023 los devenires económicos no están bien reflejados en los activos”.

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](https://vontobel.com/fi2022)

Asset Management



# Un 2023 en el que estar invertido y alejarse del ruido

**H**acer balance del año, en el mes de diciembre, es una tradición que este 2022 no vamos a romper. Y mirar hacia lo que podemos esperar del nuevo año es un ejercicio inevitable, aunque no podamos saber qué nos va a deparar el mercado.

En Abante siempre decimos que nadie tiene la bola de cristal. Una frase que, en años como el que estamos a punto de despedir, tiene más fuerza que nunca. Y es que, aunque estos últimos meses hayamos visto una cierta recuperación y subidas en la mayoría de los activos, la sensación que nos deja este 2022 es más agredulce, aunque con optimismo para el año que viene.

Podemos decir que 2022 ha sido un año exigente y una lección para la gestión de carteras. Ha sido un año realmente complicado tanto para los gestores como para los inversores, y lo ha sido en los dos principales activos: la renta variable y la renta fija.

En las bolsas, todos estamos más acostumbrados a convivir con las caídas y con la volatilidad, pero lo que ha pillado a muchos inversores con el pie cambiado y lo que ha dejado esa sensación de más pesimismo es lo que ha pasado en la renta fija, donde hemos vivido el peor mercado bajista de la historia de los bonos, lo que ha lastrado mucho las carteras de los inversores más conservadores.

Nosotros, en el equipo de gestión, siempre recordamos que podemos tener o buenas noticias o buenos precios, pero no las dos cosas a la vez. Y este 2022 ha sido muy intenso en la parte de noticias, y no precisamente por el lado positivo. Hemos tenido altísimos niveles de inflación -en Europa unas lecturas no vistas desde la Segunda Guerra Mundial-, la guerra en Ucrania, los precios de las materias primas disparados, los problemas de stocks y de suministros, y el miedo que sigue latente por una posible recesión. Todo ello con unos bancos centrales que han comenzado a subir tipos más de lo que hace unos meses podíamos esperar con el objetivo de contener los precios.

Podemos decir que esto es algo paradójico porque llevábamos más de una década luchando porque no teníamos inflación y, ahora, los bancos centrales están tratando de enfriar la economía para frenar la escalada de los precios, lo que ha hecho que se empiece a hablar de recesión. Más allá de ver cómo de intensa será y cómo afectará a los beneficios empresariales, hay que tener en cuenta que, de producirse, será autoinducida por los bancos centrales, por lo que no esperamos que sea ni muy larga ni muy profunda.

Volviendo a los activos cotizados, la buena noticia es que los mercados ya dan por hecho que la inflación va a caer y, aunque siguen nerviosos por saber hasta dónde van a llegar los tipos de interés, ya han puesto en precio la nueva situación de tipos, e incluso están reflejando las subidas que están por venir.



¿Y ahora, qué? Esto es lo que se pueden estar preguntando muchos inversores que no saben qué pueden hacer con su dinero o dónde están en este momento las oportunidades de inversión. Y, aquí, mi recomendación es que, antes de invertir, primero hagan el ejercicio de pensar para qué quieren ese dinero, cuáles son sus objetivos y de qué plazo disponen. Solo así podrán saber qué perfil de riesgo tienen y en qué tipo de activos y cuál es la forma más adecuada, en su caso, para acudir a los mercados financieros.

A nivel general, el punto de partida en el que nos encontramos ahora es mucho más alentador que el de hace unos meses. Los ahorradores e inversores que quieran tomar decisiones de inversión tienen que saber que, en la actualidad, los precios de muchos activos son buenos y atractivos. Es decir, ahora tienen muchas más posibilidades de inversión que hace 10 u 11 meses. Y un claro ejemplo de ello lo estamos viendo en la renta fija.

El inversor más conservador ahora puede encontrar oportunidades que le den rentabilidad en renta fija. Para empezar, la liquidez ya remunera por encima del 1%, el bono alemán a diez años, que en enero estaba en negativo, ya remunera cerca del 2%, y en Europa, el crédito de calidad ofrece rendimientos que se aproximan al 4%.

Ahora parece que todas las miradas apuntan a la renta fija para 2023, y lo cierto es que es un activo que ha cambiado mucho. Hace unos meses, para nosotros, no era una opción de inversión (con los tipos a cero solo tenía riesgo y no ofrecía rentabilidad). Y ahora, con un perfil relativamente cauto, en empresas de calidad en Europa, podemos optar a rentabilidades interesantes.

Aunque sigue habiendo volatilidad, en el último mes y medio hemos visto una recuperación sostenida. Creemos que hay valor y que es un factor a tener en cuenta para las carteras mixtas y para los inversores más conservadores. 2023 podrá ser un año volátil, pero será un año de oportunidades para mantenerse invertidos y mirar hacia adelante. ■



**Ángel Olea**

Socio y director de  
inversiones de Abante



**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.

# Renta variable en la “nueva normalidad”

**E**n 2022 fuimos testigos del endurecimiento más rápido de las condiciones monetarias en 40 años, con los bancos centrales tratando de evitar un “anclaje” de las expectativas de la inflación al estilo de los años 70. Los mercados tardaron en apreciar lo agresivos que estaban dispuestos a ser los responsables de la política monetaria, pero las medidas adoptadas ya están ayudando a enfriar la inflación y van a sentar las bases para la marcha de los mercados en 2023.

Dada su relativa fortaleza económica y su resistencia en materia energética, Estados Unidos tiene la capacidad de absorber un endurecimiento monetario más drástico que otros países. Una dosis tan fuerte de medicina ayuda a la lucha contra la inflación, pero también puede tener consecuencias globales. Ha contribuido a suprimir de forma brusca la demanda, a incrementar el riesgo de recesión y a crear tensiones en los mercados de divisas. Las perspectivas mundiales cada vez difieren más, con un creci-

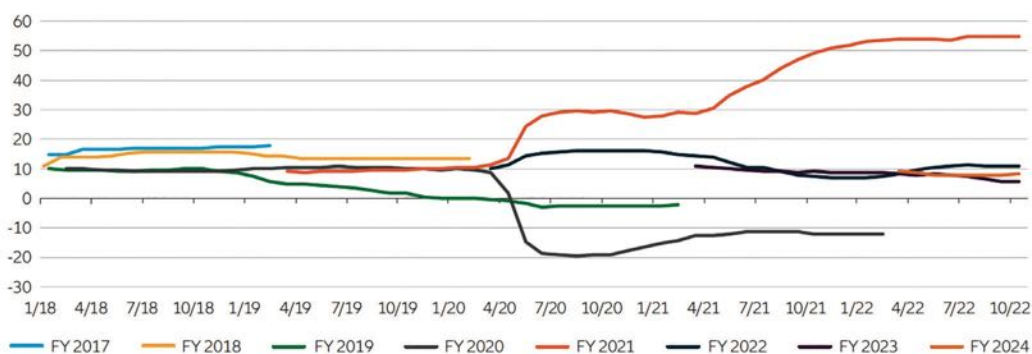
miento lento y una inflación baja en China, y con Europa debilitada por su dependencia estructural del gas ruso.

## Oportunidades en 2023

Los inversores deberían estar atentos a diversas señales y prepararse para el posible cambio de tendencia del mercado de renta variable: a corto plazo, nos acercamos al momento en que las malas noticias para la economía podrían convertirse en buenas noticias para las bolsas, a medida que el debilitamiento de la actividad económica comience a reducir la inflación. Esto podría provocar un ritmo más lento de subidas de tipos, y en última instancia un pico de tipos en 2023, junto con una recesión.

Las expectativas de beneficios corporativos aún tienen que bajar, quizás de forma significativa en algunos casos, para reflejar el entorno recesivo, el aumento de los inventarios, el incremento de los costes de los insumos y los tipos de interés, así como un dólar más fuerte. Además, las expecta-

### ■ Tras el enorme repunte de los beneficios por acción en 2021, las expectativas de beneficios para 2023 y 2024 parecen poco halagüeñas, pero podrían ajustarse aún más



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos a 1 de noviembre de 2022.

tivas tendrán que ajustarse a un mundo en el que el dinero vuelve a tener un coste. El crecimiento ya no puede financiarse con un endeudamiento ilimitado, y el umbral de rentabilidad que se exige al capital empleado debe aumentar. En última instancia, esta evolución es saludable y puede promover la supervivencia de los más aptos y favorecer a las empresas y los balances de más calidad.

Los inversores deben ver la volatilidad como una oportunidad potencial: los cambios de “régimen” en los mercados tienden a provocar volatilidad y perturbaciones, creando un entorno atractivo para los gestores activos más que para la gestión pasiva. En 2023, los inversores deberían explorar las oportunidades para posicionar las carteras a largo plazo.

En primer lugar, conviene plantearse la posibilidad de anclar las carteras con estrategias multifactoriales de baja volatilidad que ofrezcan una posible base de estabilidad sobre la que construir el resto. En segundo lugar, debemos explorar el value de calidad y oportunidades en growth, así como la búsqueda de rentas a través de dividendos. Por último, conviene considerar temáticas de alta convicción en torno a pilares clave como la seguridad nacional (por ejemplo, alimentos, energía, agua, ciberseguridad), la adaptación al cambio climático y la innovación (por ejemplo, la inteligencia artificial) y sostenibilidad.

Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), para lograr las emisiones netas cero en 2050 será necesario que la inversión anual en energías limpias se multiplique por más de tres de aquí a 2030, hasta alcanzar unos 4 billones de dólares. De este modo, se prevé que el panorama de la inversión pase de estar centrado en materias primas como el petróleo y el gas a las renovables y las materias primas necesarias para la transición energética. Podría decirse que el mundo nunca ha experimentado una transformación energética de esta magnitud.

Además de la evolución de las presiones inflacionistas, vemos tres señales importantes que debemos vigilar en 2023. En primer lugar, la evolución del mercado laboral estadounidense. Creemos que la Reserva Federal podría sentirse cómoda con un aumento del paro del 3,5% a más del 4%. En segundo lugar, será importante ver cómo afronta Europa la crisis energética que se está desarrollando; y, por último, valorar los ajustes que lleve a cabo China en su política tras la Asamblea Popular Nacional de marzo de 2023 y el modelo de crecimiento que adopte el país. ■



**Virginie  
Maisonneuve**

Directora de Inversiones  
Global de Renta Variable  
de Allianz Global Investors





## Una posible evolución favorable conjunta del precio del gas y del petróleo podrían evitar la entrada en Recesión

La Unión Europea acordó poner un precio máximo al petróleo ruso en US \$ 60 por barril, allanando el camino para un acuerdo más amplio del Grupo de los Siete. El precio es más alto que donde Rusia ya vende la mayor parte de su crudo. Esto se debe a que uno de los principales objetivos de la medida es tratar de mantener el flujo de petróleo ruso hacia los mercados mundiales. Pero es menos generoso que una propuesta anterior después de la presión de Polonia y los países bálticos.

Después de largas negociaciones, esos países lograron obtener condiciones adicionales destinadas a castigar a Moscú, incluido un mecanismo que permitiría revisiones del precio cada dos meses, por debajo de las tasas medias del mercado.

“Realmente estamos reduciendo el potencial de la máquina de guerra rusa al recortar los ingresos presupuestarios derivados de las ventas de petróleo”, dijo a Bloomberg News Andrzej Sados, embajador de Polonia en la UE. “Esta es una buena solución para Ucrania y para Europa”.

Los diplomáticos han estado tratando de encontrar un nivel que sea lo suficientemente atractivo para Moscú como para que siga vendiéndose. Si está por encima de la tasa del mercado, como está ahora, Rusia y sus compradores pueden argumentar que simplemente sigue igual. El Canciller Serguéi Lavrov indicó que el nivel de precio máximo era irrelevante.

El riesgo para los mercados petroleros es que, si el límite se establece demasiado bajo, Moscú puede cumplir con la amenaza de cerrar la producción, lo que elevaría los precios mundiales del petróleo.

“Cada dólar cuenta. Cada dólar que se negoció significa un estimado de US \$ 2.000 millones menos en ingresos para Rusia”. **“Paralizar los ingresos energéticos de Rusia es fundamental para detener la máquina de guerra”**, dijo el primer ministro estonio, Kaja Kallas, en un comunicado.

“La propuesta inicial era fijar el precio en US \$ 65. Agradezco a los socios que acordaron bajar a US \$ 60; esto significa US \$ 10.000 millones menos para que Rusia financie su guerra genocida contra los ucranianos”.

EE.UU. propuso por primera vez el límite, ya que había preocupaciones en Washington de que las sanciones inminentes de la UE fueran tan estrictas que cortarían el suministro ruso y causarían un aumento masivo en los precios mundiales del petróleo. El límite proporciona una vía de salida, lo que permite a los compradores que se adhieran a él acceder a los servicios de seguro y envío que las sanciones de la UE prohibirían.

El plan de EE.UU. fue adoptado en principio por el G-7, con los detalles aún por aclarar. Como Rusia ya está vendiendo su crudo con descuento, el límite es más alto que el precio del grado de referencia del país, conocido como Urales, que cayó a US \$ 45,31 por barril esta semana en el puerto de Primorsk, en el mar Báltico, según Argus Media, una de las dos compañías difusoras de precios más importantes del mercado junto a Platts.

Rusia ha dicho que no venderá a nadie que se registre en el límite de precios. Pero como el G-7 está deteniendo principalmente las importaciones rusas, el límite está dirigido a compradores como India, China y Turquía. Esos países no se han registrado, pero eso no les impide comprar petróleo por debajo del límite y acceder a servicios de envío cruciales.

El límite de precio incluye un mecanismo que permitiría evaluaciones regulares y posibles revisiones del precio cada dos meses desde mediados de enero de 2023, así como una disposición para comprometer futuras revisiones del umbral a al menos un 5% por debajo de las tasas promedio del mercado. También introduce períodos de gracia de 45 días para los buques en el mar que cargaron antes del 5 de diciembre, lo que les da hasta el 19 de enero para descargar el petróleo, así como un período de transición de 90 días para cualquier cambio futuro en el nivel de precios.

Los diplomáticos han estado bajo presión para concretar el plan de límites antes de las sanciones de la UE contra el petróleo ruso por vía marítima. Una vez que el acuerdo de la UE se adopte formalmente, debe ser aprobado por el G-7. Una persona familiarizada con el asunto dijo que US \$ 60 estaba dentro del rango del G-7.

La mayoría de las naciones del G-7 dejarán de importar crudo ruso para fines de este año. Una prohibición de la UE sobre otros productos refinados del petróleo originarios de Rusia vence el próximo febrero, junto con un límite para esos productos. »



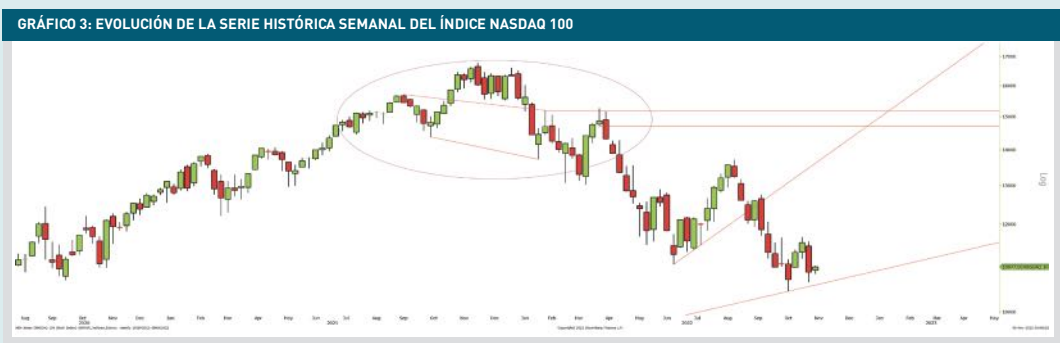
## Ramón Bermejo Climent

*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*

» **Conclusión:** Los mercados de renta variable de EEUU y Europa siguen a la espera de cualquier señal de alivio tanto por el lado de la invasión de Ucrania que pudiera ponerla fin, como por el lado de la inflación con caídas sostenidas y profundas del precio del gas natural y del crudo que explican el 99% de la inflación en Europa (en EEUU también pesa la escasez de mano de obra generada por el Covid-19 y por tanto la inflación salarial), algo que aún no tenemos pero que estamos comenzando a ver tanto en el precio del crudo (véase en Gráfico 1 y 2 como el gas natural en EEUU presenta un patrón de doble máximo y junto al precio del WTI, am-

bos vencimiento enero 2023 del NYMEX) que hiciera que la Reserva Federal y el BCE frenaran este ciclo de endurecimiento de la política monetaria.

Desde el punto de vista de reconocimiento de patrones el poder contar en el índice Nasdaq 100 cinco ondas a la baja desde un techo de mercado y haber alcanzado la línea de tendencia bajista de largo plazo trazada desde marzo 2009, constituye un primer indicio alcista, pero necesitamos nuevas señales provenientes de los precios del gas natural y del crudo exhibiendo caídas sostenidas que frenen a los bancos centrales. ■



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](http://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 fi nanciero, 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](http://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](http://columbiathreadneedle.es).

01.22 | J32084\_ES | 4335399





## Cuando la inflación es alta, los inversores se centran en la renta variable de alto precio

**L**os crecientes riesgos geopolíticos, las posiciones restrictivas de los bancos centrales y la ascendente inflación han alterado la asignación de activos durante 2022. La durabilidad se ha reducido en todos los activos, y según nuestra última encuesta entre inversores profesionales europeos<sup>1</sup> el 77% de ellos utiliza la renta variable para protegerse contra la inflación.

### Combatir la inflación ejerciendo el poder del precio

Lo que diferencia la reacción de las inversiones en renta variable ante la inflación es el “poder de fijación de precios”: la capacidad de una compañía de incrementar su precio sin perjudicar la demanda o su cuota de mercado respecto a la competencia. En entornos inflacionistas, las

compañías presionan los márgenes porque “importan” inflación. Los costes globales aumentan por los salarios, la oferta o la energía e incrementar los precios es la única herramienta para capear la inflación. Las compañías que tienen un poder de fijación de precios mayor son las que:

- Brindan servicios primarios. Compañías de bienes de consumo, salud, servicios públicos o energía
- Ofrecen productos o servicios de alta calidad y poseen claras ventajas competitivas
- Compañías de artículos de lujo. Se benefician de la baja sensibilidad del consumidor ante la variación de los precios y de las dinámicas favorables entre oferta y demanda en momentos determinados, como los semiconductores en 2021 o las eléctricas este año



## Pierre Debru

Jefe de Investigación  
Cuantitativa y Soluciones  
Multiactivo en WisdomTree

### La historia es la mejor guía para el futuro

Para evaluar el futuro miramos al pasado. El siguiente gráfico analiza las cotizaciones en EE.UU. desde 1960, cuando la inflación superó la media de los últimos cinco años y evalúa la rentabilidad media de los grupos de acciones. Este es el promedio:

- Las de alta calidad resistieron mejor la inflación que las de baja calidad
- Las de valor superaron a las de crecimiento
- Las de alto dividendo superaron a las de bajo dividendo
- Las Small Cap y de Baja Volatilidad se comportaron mejor que las compañías Large Cap o de alta volatilidad

Resumiendo, parece que las acciones de alta calidad, altos dividendos y bajo coste actúan mejor cuando la inflación es alta.

Aquellos orientados al valor y altos dividendos suelen comportarse mejor ante la inflación. Sucede con la energía, la salud, el consumo de bienes percederos (alimentos, tabaco, textiles) cuando sube la inflación.

Los factores y sectores que históricamente obtuvieron mayor rentabilidad con inflación alta, podrían alojar empresas con alto»

<sup>1</sup> Fuente: CoreData Research, Estudio paneuropeo de inversores profesionales, julio - agosto de 2022.

» poder adquisitivo. Esto ayuda a los inversores a reorientar su cartera contra la inflación.

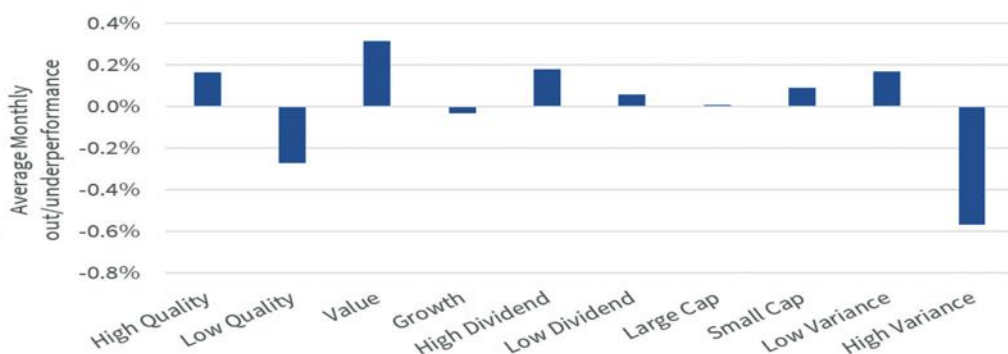
## La Calidad y el Crecimiento de Dividendos para enfrentar la inflación

Las compañías de alta calidad centradas en el crecimiento de dividendos podrían ayudar a fortalecer las carteras, pues muestran un comportamiento “todoterreno” que tiende a equilibrar la creación de riqueza a largo plazo y la protección de la cartera

durante las recesiones económicas. Las compañías más rentables que pagan dividendos tienden a:

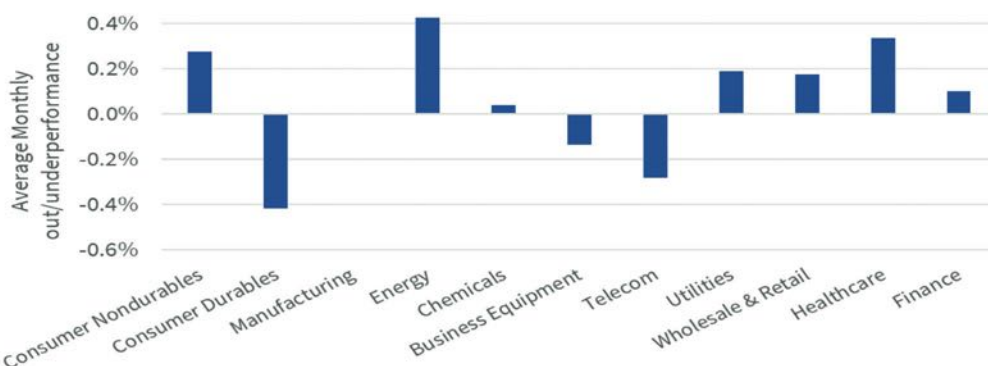
- Mayor poder de fijación de precios que les permite defender sus márgenes trasladando la inflación de costes a sus clientes.
- Duración implícita menor, protegiéndose de las subidas de tipos de interés con su foco sobre los flujos de efectivo a corto plazo.
- Posición defensiva y una mayor capacidad para sobrellevar la incertidumbre. ■

### ■ Rentabilidad mensual superior histórica versus S&P 500 cuando la inflación superó la media de 5 años



Fuente: Biblioteca de datos Kenneth French. Datos están comprendidos entre julio de 1963 y septiembre de 2022. Los factores están definidos como la cesta de valores ponderados del 30% de las acciones con las características relevantes. La Volatilidad Mínima utiliza una varianza menor, la Calidad una rentabilidad operativa, el Valor utiliza la relación de precios/beneficios más baja, los Small Caps utilizan la menor capitalización de mercado y el Alto Dividendo utiliza el mayor rendimiento por dividendo. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

### ■ Rentabilidad mensual superior histórica versus S&P 500 cuando la inflación superó la media de 5 años



Fuente: Biblioteca de datos Kenneth French. Datos están comprendidos entre julio de 1963 y septiembre de 2022. Los factores están definidos como la cesta de valores ponderados del 30% de las acciones con las características relevantes. La Volatilidad Mínima utiliza una varianza menor, la Calidad una rentabilidad operativa, el Valor utiliza la relación de precios/beneficios más baja, los Small Caps utilizan la menor capitalización de mercado y el Alto Dividendo utiliza el mayor rendimiento por dividendo. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**



# Centrex Contact Center, ofrece un servicio de atención al cliente excepcional

Uso intuitivo  
Fácil configuración  
Comunícate en cualquier lugar

**Con la solución Centrex Contact Center, podrás mejorar la experiencia de tus clientes, permitiéndote conectar con ellos en cualquier momento y lugar de forma rápida, sencilla y personalizada.**

## **El mejor servicio de Contact Center para tu empresa**

- > Disfruta de una solución intuitiva, fácil de usar y totalmente flexible
- > Comunícate con tus clientes desde el canal que ellos prefieran
- > Gestiona todas las consultas de tus clientes de forma sencilla y efectiva
- > Reduce el tiempo de espera de los clientes y mejora la atención ofrecida
- > Incluye funcionalidades diseñadas especialmente para las pymes muy útiles y fáciles de usar
- > Accede a informes en tiempo real
- > Sincroniza Centrex Contact Center con tu CRM
- > Utiliza el servicio desde cualquier lugar con conexión a Internet



# El abaratamiento del sector de la tecnología

**E**n el volátil y restrictivo entorno monetario de este año, los inversores no han perdonado ni tan siquiera decepciones relativamente pequeñas y han pasado del optimismo excesivo de los últimos años a un pesimismo excesivo. Los gigantes cotizados también han sido víctimas de este cambio en la percepción de los inversores. Las inusuales circunstancias que motivaron su excelente comportamiento durante la pandemia fueron puntuales, pero llevaron a muchos a pensar que eran valores refugio.

Los mercados están dándose cuenta ahora de que también son susceptibles de sufrir una desaceleración y, por otro lado, los efectos negativos de la fortaleza del dólar sobre sus beneficios no se habían descontado plenamente. Sigó siendo optimista sobre las perspectivas a largo plazo de varios de ellos, pero siempre conviene examinarlas caso por caso.

Por otro lado, los resultados en el conjunto del sector tecnológico no han sido tan malos como cabría pensar a la vista de los titulares en pren-

sa; así, las sorpresas positivas en los beneficios de las empresas que han publicado resultados hasta ahora se cifran en un 4%. De este modo, es innegable que las empresas y los inversores se enfrentan a un entorno macroeconómico difícil. El endurecimiento monetario está dificultando la captación de capital en los mercados.

Los presupuestos tecnológicos de las empresas probablemente sufran presiones a medida que se frene la actividad. Los consumidores y las empresas de fuera de EE.UU. podrían sufrir asimismo nuevas presiones sobre sus presupuestos debido a la fortaleza del dólar. Después del fuerte aumento del gasto durante la pandemia, el descenso que sufre la demanda de hardware por parte de los consumidores está creando dificultades a muchas empresas de equipos y semiconductores.

Sin embargo, el sector tecnológico sigue beneficiándose de varios impulsos estructurales. En muchas empresas el poder de fijación de precios sigue siendo elevado, mientras que las cuestiones geopolíticas, como la creciente riva-

lidad entre EE.UU. y China y los puntos débiles de las cadenas de suministro internacionales que sacó a la luz la pandemia, están alentando una relocalización de la industria, lo que conlleva una mayor inversión en TI.

## La importancia de diferenciarse

Entre los megavalores, creo que algunos siguen teniendo buenas perspectivas a largo plazo a pesar de los problemas cíclicos más inmediatos. A **Meta** le han perjudicado las inquietudes del mercado en torno al aumento de las inversiones y el control de costes. A pesar de ello, y de que han defraudado los márgenes y la inversión prevista en el ejercicio 2023, sigo siendo optimista sobre el valor. En un horizonte más lejano, aunque sería de agradecer más claridad sobre sus inversiones a largo plazo, su creciente gama de opciones de interacción con los usuarios, su crecimiento en los mercados emergentes y sus ingresos totales auguran un buen futuro al valor. La acción está sobrevendida, en mi opinión.

**Amazon** está muy barata en los mercados si nos atenemos a su poder de generación de beneficios a largo plazo y, aunque a corto plazo las recesiones en grandes mercados podrían lastrar sus resultados, creo que los inversores están subestimando la duración de su crecimiento y el potencial de sus márgenes.

Con respecto a **Alphabet**, los esfuerzos de control de costes mejorarán los beneficios a partir de ahora y la acción está muy barata. Mientras, en **Apple** y **Microsoft** apreciamos unas valoraciones bastante elevadas, lo que significa que estoy cómodo con mis posiciones actuales en ellas.

## Mirando al futuro

La temporada de resultados ha puesto de relieve muchos de los problemas a los que se enfrentan las empresas en el plano de la demanda, las existencias y la macroeconomía. Sin embargo, sigue habiendo luces en el sector, con una gama cada vez más amplia de valores con fuertes descuentos, y estoy encontrando algunas oportunidades muy buenas. Además, las empresas tienen la capacidad de responder rápidamente ante los cambios en la demanda. Estos esfuerzos sostendrán la rentabilidad a partir de ahora. El endurecimiento de las condiciones monetarias está centrando la atención de las compañías en mejorar los beneficios y racionalizar los modelos de negocio.

A corto plazo, la debilidad cíclica podría persistir, lo que podría tirar a la baja de las valoraciones, pero a largo plazo espero ver más movimientos positivos de las cotizaciones a tenor de los numerosos factores estructurales que sostienen el universo de la tecnología. ■



**Hyun Ho Sohn**

Gestor del FF Global Technology  
Fund de Fidelity International





# “Cambia tu perspectiva sobre la economía”

**P**ara financiar la transición ambiental y la independencia estratégica (defensa, digital, salud, energía, cadena alimentaria), las economías desarrolladas tendrán que invertir masivamente! Por ejemplo, en Europa necesitaríamos un crecimiento de la inversión en términos reales de alrededor del 4% anual, durante 10 años. Es por eso que podemos evocar la perspectiva de un “boom de inversión”.

La inversión y el empleo son “complementarios”. Este ciclo favorable a la inversión permite vislumbrar la resiliencia del mercado laboral, o incluso el “pleno empleo”. Esto, por lo tanto, pone en perspectiva la amenaza de estanflación si se define como un entorno que combina alta inflación, débil crecimiento y deterioro del mercado laboral. Por el contrario, el entorno de reconstrucción a medio plazo está más cerca de la “reflación”!

## Cambio de paradigma

Desde principios de 2021 venimos repitiendo que la inflación “no es transitoria” y que incluso hay un “cambio de régimen en la inflación”. Los períodos de cambio de modelo económico son por naturaleza inflacionistas. De hecho, las transiciones exigen muchos recursos que no necesariamente existen en cantidad suficiente. El auge de la inversión está dando lugar, por tanto, a un nuevo régimen inflacionario, que se concretará en aumentos del precio de las materias primas, pero también y sobre todo, del precio del capital humano y del capital financiero.

## Deuda pública

Necesitamos un enfoque más amplio de la deuda. También se necesita un enfoque más amplio de los activos. Más allá de los activos físicos, financieros y humanos, existen activos intangibles, que a menudo están infravalorados. La crisis financiera nos ha recordado que la transparencia es un activo. La crisis de la deuda europea nos ha demostrado que la buena gobernanza reduce las primas de riesgo. Y la crisis geopolítica actual debería recordarnos rápidamente que la paz es un activo intangible que a menudo se subestima.

La trayectoria de la deuda pública tiene dos frenos en la década actual. Primero, el aumento en el coste de la deuda solo será progresivo en vista de la caída pasada en las tasas de mercado. Luego, se pretende que el crecimiento nominal sea superior a las tasas nominales durante este período de recuperación de la inversión, lo que favorece la sostenibilidad de la deuda pública, e incluso permite una reducción gradual de la deuda.

## Bancos centrales

En primer lugar, los bancos centrales han capitalizado la experiencia monetaria de la década de 1980 hasta tal punto que no bajarán su tipo de referencia en caso de recesión para no reactivar las expectativas de inflación, aunque esto resulte costoso a corto plazo para el crecimiento. En segundo lugar, el “Put” por parte de los bancos centrales ante una corrección en

los mercados financieros deja de ser automático. Las últimas declaraciones de los banqueros centrales muestran que la mejora de las condiciones financieras no se percibe necesariamente de forma positiva.

## Recesión mundial

El mercado laboral es la variable clave. Actualmente, en Estados Unidos, la demanda de mano de obra supera la oferta en unos 4,5 a 5 millones, lo que está alimentando una inflación salarial en el sector privado de alrededor del 6%. Para garantizar su objetivo de inflación del 2 %, la Fed debe llevar el aumento de los salarios a un ritmo del 3,5% - 4%. A menos que supongamos un fuerte aumento en la tasa de participación, la Fed debe entonces "forzar" una caída en la demanda de mano de obra provocando una recesión cíclica. Para ello, deberá llevar su tipo de referencia por encima del 5%.

Las economías desarrolladas se enfrentan a tres adversidades que las llevarán a la recesión. En primer lugar, los inventarios se han recuperado con fuerza en muchas empresas industriales, por lo que ahora son vulnerables a una caída en los libros de pedidos. En segundo lugar, aunque existan escudos tarifarios, la subida del precio de las materias primas energéticas penalizará la demanda, especialmente en Europa. Finalmente, en Estados Unidos, el endurecimiento de las políticas presupuestarias y especialmente monetarias llevará a la economía a recesión.

## En conclusión

Los planes de inversión pública obligan a todo el ecosistema (empresas, banqueros centrales) a alargar el horizonte. Creo que también hay una necesidad urgente de que los economistas hagan lo mismo. Ha sido costumbre hasta ahora comenzar con las perspectivas económicas, luego pasar a la inflación y concluir con lo que esto implica para la política monetaria. De ahora en adelante, es necesario repensar este orden: primero, es necesario alargar el horizonte planteando las perspectivas de crecimiento a largo plazo para deducir de ello lo que esto significa sobre el régimen de inflación y sobre la reacción de los bancos centrales. De aquí podemos deducir las perspectivas económicas. Por último, necesitamos un escenario a largo plazo para anticipar la evolución a corto plazo.

Con respecto a la industria de gestión de activos, las compras masivas por parte de los bancos centrales han perjudicado la discriminación por riesgo. Este nuevo entorno más saludable es una excelente noticia para la gestión de activos "activa". Lo que da relevancia al análisis. También supone revisar los procesos de gestión optando por enfoques más tácticos y más contrarios. ■



**Christophe Morel**

Economista Jefe de  
Groupama AM

**MURATIĞNEBEKÇILI** |

Head of Equities / Senior Portfolio Manager de HSBC Asset Management Turkey

# «Aspiramos a obtener al menos 600 puntos básicos de generación de alfa»

El HSBC GIF Turkey Equity es uno de los fondos que mejor se ha comportado desde comienzos del ejercicio, a pesar de los “baches” que todavía tiene que superar la economía turca, como la elevada inflación, depreciación de sudivisas y la falta de visibilidad en sus políticas monetarias. Pero tanto por valoración, como por el trabajo que están haciendo los organismos para proteger a la divisa y las elecciones, pueden jugar a favor de la región, asegura Muratiğnebekçili, Head of Equities / Senior Portfolio Manager de HSBC Asset Management Turkey.

---

 POR **SILVIA MORCILLO** / REDACCIÓN
 

---

## ¿Cuál es el potencial de Turquía en un momento como el actual?

El mercado de renta variable de Turquía se ha ido desvinculando gradualmente de la renta variable de los mercados emergentes desde 2013, con una enorme depreciación de los múltiplos de beneficios. Esto fue impulsado principalmente por políticas monetarias poco ortodoxas, la consiguiente depreciación de la moneda y la inflación incontrolada. Además, la falta de visibilidad en la política monetaria y las decisiones regulatorias en la mayoría de los sectores han deteriorado aún más el sentimiento de los inversores extranjeros a lo largo de los años. En consecuencia, el interés de los inversores extranjeros se encuentra en el nivel más bajo de los últimos 20 años, en torno al 30%. El panorama macroeconómico sigue siendo incierto. Actualmente, el principal problema local es la inflación, que ha aumentado un 85% en lo que va de año. El poder adquisitivo de los consumidores ha disminuido rápidamente y se espera otra ronda de subidas del salario mínimo en enero de 2023, lo que podría aliviar temporalmente el problema, aunque garantizando que la inflación siga siendo alta también en 2023. Por otro lado, otras preocupaciones

rodean el bajo nivel de las Reservas del Banco Central.

## Del lado macro hay riesgos, pero ¿dónde puede estar la oportunidad de inversión?

1. *Valoración:* El mercado turco cotiza ahora a un múltiplo PER de 5,3 veces, frente a una media de 10 años de 8,0 veces, mientras que el índice bancario cotiza a un PER de 2,5 veces, frente a una media de 10 años de 5,0 veces. Esto supone un descuento de alrededor del 50% con respecto a sus homólogos de los mercados emergentes. Pero la valoración sin desencadenantes no es un caso sólido por sí mismo, como hemos visto en los últimos 10 años con la continua descalificación.
2. *Incentivos a corto plazo:* el gobierno y el banco central parecen tener un buen control de la moneda. La baja volatilidad del TRY:USD significa menos riesgo para la renta variable turca. Más importante es la falta de alternativas de inversión en liras turcas en el mercado para los inversores nacionales. Los tipos de los depósitos a plazo fijo alcanzan el 25% en el mejor de los casos para los inversores de alto nivel, y están por debajo del 20% para la mayoría





de los inversores, lo que implica una importante rentabilidad real negativa en comparación con el 85% de inflación. El esquema de depósitos protegidos por el tipo de cambio no está ganando nada mejor, con el cambio lira turca/dólar más o menos plano en los últimos dos meses, dejando el mercado de acciones como la única alternativa viable para los inversores en divisa local. Mientras que las cuentas extranjeras se mantienen en el lado vendedor, reduciendo la participación en el mercado de renta variable turco a alrededor del 30%, las cuentas nacionales minoristas e institucionales aumentan su participación.

3. *Incentivos a largo plazo:* Las expectativas postelectorales comenzarán a ser valoradas a partir de febrero-marzo de 2023. Si el mercado confía en que tras las elecciones Turquía dejará de aplicar políticas poco ortodoxas y atraerá con éxito el capital extranjero, esto tendrá, en última instancia, un impacto positivo en los CDS y en los rendimientos de los bonos del Tesoro en moneda fuerte, lo que llevará también a una historia de revalorización de la renta variable. Obviamente, esto significaría un aumento de los tipos de interés de los depósitos y la revitalización del depósito a plazo fijo, lo que podría provocar algunas salidas en la renta variable turca; sin embargo, las compras extranjeras podrían equilibrar fácilmente esta situación.

### **¿Qué tipo de acciones ve con potencial para la cartera?**

Tenemos una cobertura activa de más de 80 valores, con modelos y estimaciones financieras trimestrales. Los miembros del equipo realizan un seguimiento diario de las empresas designadas, y nuestras estimaciones se comparan con las del mercado para alcanzar nuestro objetivo final de detectar activos mal valorados. Una parte importante de nuestra generación de alfa proviene de nuestra capacidad de investigación interna e incluimos estos nombres basándonos en la valoración, los principios de gestión, la sostenibilidad y la liquidez.

### **¿Tienen un objetivo de rentabilidad en el fondo?**

Aspiramos a obtener al menos 600 puntos básicos de generación de alfa (excluyendo las comisiones de gestión del fondo) en comparación con nuestro índice de referencia, que es el 100% del índice BIST100.

### **¿Cuál es el nivel actual de liquidez del fondo?**

Por término medio, aspiramos a preservar al menos un 3% de efectivo del valor liquidativo para la liquidez. Nos abstenemos de posicionarnos en nombres ilíquidos, mientras que la mayoría de las ideas de alta convicción se posicionan en empresas con altos volúmenes diarios. ■



# Las subidas de tipos serán limitadas en 2023 y el mercado del crédito corporativo europeo ofrece oportunidades atractivas

**A** medida que nos acercamos al cierre de un año difícil, es hora de hablar de lo que el próximo ejercicio puede deparar a los inversores. Si analizamos nuestras perspectivas en base a varios factores, somos ahora más optimistas sobre las perspectivas del mercado de grado de inversión (IG). Creemos que todavía existe una vía para que se produzca un aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos. Además, los niveles de los diferenciales, prácticamente recesivos, que descuenta el segmento de bonos corporativos IG de la zona europea también son alentadores.

## Factor macroeconómico

Siguiendo los pasos del Banco de la Reserva de Australia (RBA) y del Banco de Canadá

(BOC), algunos miembros de la Fed han manifestado su deseo de ralentizar el ritmo de subidas para ver si la evolución de los tipos frena la economía. Los movimientos del comité ya se están haciendo visibles y la debilidad de la actividad económica se extenderá de forma más amplia y con un mayor retraso. Esto derivará en menores tasas de empleo, una menor creación de dinero y una inflación más baja, lo que representa nuestro escenario principal. Por supuesto, todo ello se está produciendo con una demora. El Banco Central Europeo (BCE) podría ir por un camino similar, indicando que su ritmo de endurecimiento también debería ralentizarse en el futuro. La presidenta de la institución, Christine Lagarde, se ha mostrado más cautelosa al indicar que el tipo máximo



podría no ser tan alto como descuenta el mercado. Sin embargo, la única diferencia con Estados Unidos es que el riesgo de una leve recesión es mayor en la zona europea, con un tipo máximo que se sigue contemplando en el entorno del 2,25%.

### **Factor de valoración**

En EE.UU., esperamos que las subidas sean limitadas en 2023, lo que debería aportar estabilidad a los tipos y, por tanto, también a los diferenciales de crédito. En la zona europea, los diferenciales están cerca de los niveles de recesión, lo que también se refleja en los precios. Teniendo en cuenta los sólidos fundamentales del crédito, creemos que los diferenciales podrían haber alcanzado sus máximos para este ciclo. Por ejemplo, el endeudamiento es mucho menor hoy en día, cerca de 2,0 veces frente a 3,2 veces durante el Covid, y los diferenciales no están demasiado alejados de los niveles máximos de esa época. Los diferenciales máximos se sitúan en 260 puntos básicos recientemente, frente a unos 330 puntos básicos durante el Covid, respectivamente. En otras palabras, el diferencial para un apalancamiento de una vez es más elevado hoy en día, y esto no está justificado en nuestra opinión.

### **Factor de sentimiento**

Esperamos que los PMI se enfríen en los próximos doce meses, aunque no esperamos que los beneficios se desplomen y, por lo tanto, las revisiones de los beneficios deberían ser menores de lo previsto. »



**Mondher  
Bettaieb-Loriot**

Head of Corporate Bonds,  
Vontobel

» Hemos tomado este caso como escenario base, ya que el consumo estadounidense, aunque probablemente se vea afectado, debería seguir disfrutando de cierto apoyo gracias a la bajada de los precios de la gasolina y, teniendo en cuenta que el panorama del empleo en ese país debería seguir siendo bastante resistente a pesar de estar debilitado por las subidas de la Reserva Federal (Fed), los argumentos a favor de un aterrizaje suave en Estados Unidos, a pesar de que se estén reduciendo, siguen vivos.

En el caso de la zona europea, aunque cuanto más alto sea el tipo máximo al que aspira el BCE, mayor será el riesgo de recesión, la demanda real de los consumidores, tanto de servicios como de bienes, ya se ha estabilizado. Por tanto, hay buenas razones para que los tipos no se muevan hacia un territorio demasiado restrictivo, ya que la inflación está mucho más inducida por la oferta de energía que por la demanda. El riesgo de una espiral salarial en la zona euro también está relativamente controlado. A su vez, una senda de tipos menos agresiva en comparación con la de la Fed debería reducir la magnitud de cualquier desaceleración.

Además, Alemania, Francia, España e Italia han anunciado compensaciones fiscales para proteger al consumidor de la carga del precio del gas. También vemos que los precios del gas TTF (Title Transfer Facility) se mantienen a la baja después de haber caído, ya que los niveles de reservas son ahora muy saludables (cerca del 90% en Alemania) y con los europeos ahora bastante dispuestos a subirse al carro del ahorro energético.

Asimismo, las revisiones de los beneficios en Europa también se han mantenido gracias, entre otras cosas, a la solidez del sector bancario, que debería disfrutar de un margen de intereses récord en 2023, y a unas provisiones no muy elevadas. Los bancos europeos no han consumido por completo las provisiones constituidas durante la pandemia, ya que éstas no se liberaron en su totalidad, sino que los equipos directivos las mantuvieron con prudencia.

## **Aspectos técnicos: la mejor visibilidad de los tipos debería aportar estabilidad a los diferenciales de crédito**

El aspecto técnico de los mercados de crédito también sigue siendo favorable, ya que los mercados de tipos de interés están valorando unos tipos máximos que ya son bastante restrictivos tanto en EE.UU. como en la zona europea. El BCE sigue reinvertiendo su cartera crédito corporativo, lo que sigue creando una buena demanda, con una necesidad de reinversión de unos 28.000 millones de euros programada para el próximo año. Esto debería seguir apoyando a nuestro mercado corporativo de la zona euro, en un momento en el que las empresas no están gastando completamente sus flujos de caja operativos, debido al gasto estático en capex.

En consecuencia, los niveles de emisión también podrían desacelerarse, una tendencia que hemos observado para el tercer trimestre, con una emisión muy inferior a la de 2021. Creemos que el mercado de nuevas emisiones debería permanecer bastante abierto, dada esta menor previsión de emisiones, y dados los rendimientos crediticios más atractivos que se ofrecen. De hecho, las rentabilidades de los IG se han vuelto bastante atractivas para los inversores, tanto en términos absolutos como en relación con la renta variable, lo que debería garantizar el éxito de la colocación de nuevas emisiones de empresas fundamentalmente sólidas.

Desde nuestro punto de vista, los cuatro factores anteriores confirman nuestra opinión de que los diferenciales de crédito podrían seguir siendo bastante resistentes a partir de ahora. Creemos que la deuda corporativa europea no ha sido tan atractiva durante mucho tiempo, con rendimientos y diferenciales más altos que ofrecen cupones atractivos para sus actuales fundamentales crediticios relativos. Esperamos que la ralentización en EE.UU. se haga más evidente en el cuarto trimestre de este año, por lo que las yields de la deuda pública deberían estabilizarse trayendo consigo la estabilidad de los diferenciales de crédito. ■





Afrontamos retos.  
Aportamos soluciones.  
Transformamos nuestra sociedad.



## ¿Inversión en bonos ligados a la inflación europea: tiene todavía sentido en una cartera diversificada?

**C**reemos que sí. Pese a que la inflación está próxima o ha superado su pico en las dos costas del Atlántico, pensamos que la inversión en bonos ligados a la inflación continental europea a través de fondos de bonos ligados a la inflación mantiene su interés por protegerse de las presiones inflacionistas que seguirán presentes en los próximos trimestres.

Si se observan las últimas estadísticas, la inflación total de la zona del euro se aceleró una vez más en octubre, alcanzando el 10,6% en un año consecutivo, mientras que la inflación subyacente (es decir, excluida la energía y los alimentos) también se incrementó en un 5,0%. Estas cifras de inflación superaron con creces las previsiones del consenso y el desglose muestra que, una vez más, todos los componentes principales contribuyeron a acelerar la inflación en octubre y, en particular, la inflación subyacente.

Si se analiza en detalle el componente de energía, a pesar de la mejoría del entorno del mercado (los precios al por mayor del gas y la electricidad), la repercusión de la bajada de los precios al por mayor de la energía en los precios al consumo sigue siendo específica para cada país y llevará tiempo. Por ejemplo, se han anunciado medidas adicionales de bloqueo de precios en Alemania, pero no entrarán en vigor hasta principios del año que viene. En cuanto a la inflación de los alimentos, ésta sigue siendo sólida y refleja la rápida repercusión de la elevada inflación de los precios de producción en los precios de consumo.

Creemos que la dinámica actual podría continuar varios meses más, ya que los precios de consumo siguen recuperando los elevados costes de producción y el suministro de fertilizantes sigue siendo limitado. Por lo que respecta a los productos industriales, observamos un comienzo de ralentización de los precios, a medida que la demanda

de los consumidores se ralentiza, las condiciones de las cadenas de suministro se normalizan y el poder de fijación de los precios de las empresas disminuye.

Por último, en los servicios, se espera que la inflación siga siendo elevada principalmente a través del componente salarial. Seguimos excluyendo un escenario de estancamiento con un ciclo de precios y salarios, aunque parece probable que a finales de 2022 y 2023 se produzca cierta recuperación del nivel salarial.

En particular, el suministro de energía para el próximo invierno (2023-2024) y un potencial de recuperación de los precios de los servicios a las colectividades cuando se detengan las medidas de apoyo al poder adquisitivo, crean potencialmente riesgos de sorpresas al alza sobre la inflación en 2023.

Así pues, creemos que la inflación a medio plazo debería volver a situarse en niveles más acordes con los objetivos de los bancos centrales, pero más elevados que los que se han conocido en la última década por varias razones. La crisis pandémica y el conflicto en Ucrania han exacerbado las debilidades del modelo hipermundializado y estos choques han provocado profundas transformaciones en la organización de las economías mundiales, con numerosos movimientos de reubicación que deberían contribuir a alimentar la inflación de las dos costas del Atlántico.

Por otra parte, el coste de la transición ecológica, en la que habrá que invertir decenas de miles de millones para desarrollar fuentes de energía y productos menos contaminantes, se financiará en parte con precios energéticos más elevados. También aumentará la demanda de ciertos metales (cobalto, litio, níquel, etc.) y la falta de mano de obra en algunas industrias, con consecuencias inflacionistas adicionales. Por último, en la zona euro, el BCE está considerando la posibilidad de integrar más costes relacionados con la vivienda en la cesta de cálculo de la inflación de la zona euro, como ya se ha hecho en Estados Unidos.

Con el fin de protegerse contra la inflación que erosiona el valor de las deudas a lo largo del tiempo, **los bonos indexados a la inflación pueden ofrecer una protección contra la subida de precios directamente integrada en el producto.** En efecto, a diferencia de una obligación clásica o "nominal", el cupón y el precio de reembolso que se pagarán al portador no se conocen en el momento de la compra, ya que están directamente vinculados a un índice de precios al consumo, es decir, al nivel de inflación constatado en una zona económica durante un período determinado. Así, el inversor está garantizado a tener el mismo poder adquisitivo al vencimiento que en el momento en que compra el bono. ■



**Arnaud Grimoult**

Gestor del CM AM Inflation,  
Crédit Mutuel

# El buen tono de los mercados en este último trimestre del año impulsa el patrimonio de la industria española de fondos

Desde octubre hemos visto un mercado con ánimo para subir. La moderación de los datos de inflación tanto en Europa como al otro lado del Atlántico debido a la mesura en los precios de la energía, y también a cierto acompañamiento del precio de algunos servicios como seguros de salud, hacen prever que los principales Bancos Centrales no se vean presionados a subir en 75 puntos básicos los tipos de interés en la reunión de política monetaria que tendrá lugar en diciembre.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, en su discurso de finales de noviembre cimentó las expectativas que ya rondaban entre los inversores de reducir la velocidad de incrementos de tipos, con lo que los mercados se mueven en diciembre en tono de *risk-on*, que esperamos que se materialice en los flujos a fondos españoles y por tanto la industria logre revertir, en cierto modo, el difícil año que han vivido.

Según los datos previos de Inverco, durante el mes de noviembre **el patrimonio de la indus-**

**tria española de fondos de inversión supera los 309.200 millones de euros**, resultado en un **67% del repunte del mercado** y en un 32% (2.117 millones de euros) de suscripciones netas de fondos. De este modo, en el conjunto del año, la caída del patrimonio se reduce a solo un 2,7%, a pesar de los duros meses que se han vivido desde febrero.

Las categorías con el **mayor incremento patrimonial** en el mes han sido: **gestión pasiva**, de casi un 10%, explicado en su mayoría por las fuertes entradas netas mensuales que no solo se

## ■ Categorías de inversión con mayor patrimonio y suscripciones en noviembre (millones euros)

Categoría	Patrimonio	Var Mensual	Susc. Nov
Renta Fija	89,017	2.3%	1,336
Renta Variable Internacional	50,039	3.3%	-61
Gestión Pasiva	15,060	9.6%	1,089
Globales	64,028	0.7%	-259
Garantizados	10,900	4.2%	376
Renta Variable Mixta	24,602	1.8%	-42
Renta Fija Mixta	36,526	0.5%	-314
Renta Variable Nacional	3,364	5.9%	28
Monetarios	5,160	-0.2%	-12
Retorno Absoluto	7,143	-0.6%	-24
Inversión Libre	3,420	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>309,259</b>	<b>2.2%</b>	<b>2,117</b>



## Los fondos RV Nacional más rentables de 2022

Nombre	1 mes(%)	Año
Azvalor Iberia FI	4.94%	19.55%
March International Iberia Class S EUR	-4.50%	17.23%
EDM International Spanish Equity I EUR	2.44%	11.17%
Iberian Value FI	5.49%	8.59%
Santander Acciones Españolas A FI	5.74%	4.56%

están viviendo en España sino a nivel internacional; la **renta variable nacional**, rondando el 6% de incremento mensual en la que seguramente serán aquellos fondos con la mejor rentabilidad en el año, como podrían ser **AzValor Iberia** (+19,55%), **March International Iberia** (+17,23%), **EDM International Spanish Equity** (+11,17%) e incluso el **Santander Acciones españolas** (+4,56%).

Solo **dos categorías mostraron variaciones patrimoniales negativas** en el mes, **monetarios y retorno absoluto**, que también son dos de las seis categorías que tuvieron reembolsos en el mes, siendo las salidas más importantes por volumen en la renta fija mixta (314 millones de euros) y los globales (258 millones de euros). Por el contrario, **la renta fija y la gestión pasiva registraron entradas netas mensuales superiores a los 1.000 millones de euros**, siendo la primera la líder en flujos en 2022 a pesar de la fuerte correlación mostrada con otros activos durante este complicado año. Hay que destacar que, en los últimos meses, los fondos garantizados han registrado el lanzamiento de nuevas estrategias por parte de muchas de las gestoras nacionales,

lo que ha hecho que en el año sea una de las categorías con mayores entradas netas.

## Los mercados y el cambio en la dirección de la gestora del Santander dan frutos

Hace un par de meses que la gestora del Santander renovó su cúpula directiva, nombrando a Nicolás Barquero como nuevo CEO de la gestora en España y, aunque los mercados han estado de su lado, las suscripciones vuelven a la gestora. En el mes de noviembre, es la gestora que logra las mayores captaciones netas mensuales, superando los 456 millones de euros, mientras que su arduo competidor, Caixabank, registró salidas netas por casi 99 millones de euros. No obstante, ésta última sigue siendo la líder por patrimonio, que alcanza los 77.356 millones de euros, lo que representa una cuota del 25%, que es 0,23% menor a la registrada en octubre.

De las diez mayores gestoras por patrimonio, se suma Unigest también con salidas mensuales cercanas a los 60 millones de euros. El resto reportaron flujos positivos en el mes, con BBVA, Ibercaja y Bankinter por detrás del Santander. ■

## Santander - líder de captaciones en noviembre (millones euros)

Gestora	Suscr. Nov	Patrimonio	Cuota
CAIXABANK AM	-98.71	77,356	25.0%
SANTANDER AM	456.39	46,850	15.2%
BBVA AM	343.78	44,324	14.3%
IBERCAJA GESTIÓN	301.21	17,860	5.8%
KUTXABANK GESTION	183.26	17,731	5.7%
SABADELL AM	80.99	14,380	4.7%
BANKINTER Gº ACTIVOS	275.89	10,703	3.5%
UNIGEST	-59.75	8,559	2.8%
GESCOOPERATIVO	124.12	6,959	2.3%
MUTUACTIVOS	33.08	6,238	2.0%



# Optimistas sobre la renta fija en 2023

Los mercados mundiales de renta fija padecieron en 2022 el agresivo giro en la política aplicada por los principales bancos centrales en su cruzada contra la persistente inflación. Tanto en EE.UU. como en otros países, las rentabilidades han sido exiguas desde una perspectiva histórica. A lo largo del año, la volatilidad -consecuencia fundamentalmente de unos tipos de interés al alza- provocó que los bonos más sensibles a las variaciones de los tipos de interés, como la deuda pública, generasen rentabilidades marcadamente negativas. Pero los bonos de menor calidad -aquellos con calificación inferior a «investment grade»- también tuvieron un comportamiento nefasto. Por este motivo, los inversores en renta fija podrían haber perdido casi el mismo dinero con sus posiciones en bonos del Tesoro que con las de bonos de alto rendimiento.

Hay práctica unanimidad sobre lo que haría falta para frenar la hemorragia: claridad en torno al final de las subidas de los tipos de interés por parte de los bancos centrales. El presidente de la Reserva Federal estadounidense, Jay Powell, ha dejado claro que la autoridad monetaria desea «pruebas convincentes de que la inflación se está moderando» antes de aplicar un cambio de políticas<sup>1</sup>.

Pero los bancos centrales se encuentran ante un dilema. Saben que los efectos de la política

monetaria se transmiten a la economía real con cierto retardo. Si, por ejemplo, suponemos que los cambios en los tipos de interés tardan seis meses en transmitirse al crecimiento, entonces podríamos concluir que las primeras subidas de tipos de la Fed a principios de 2022 apenas han empezado a dejarse notar en EE. UU., con más penurias aún por llegar. Este fenómeno de «más penurias aún por llegar» a menudo se engloba bajo la expresión «endurecimiento de las condiciones financieras». Simplificadamente, los bancos centrales están intentando enfriar el crecimiento económico y aliviar la presión sobre la inflación reduciendo la demanda a través de unos tipos de interés más altos, lo que encarece la financiación para consumidores y compañías. ¿Han tenido éxito? La «buena» noticia es que las autoridades de EE.UU. están comprobando que sus políticas empiezan a funcionar. El riesgo es que se extralimiten en su ciclo de subidas de tipos de interés. Históricamente, endurecimientos de las condiciones financieras solo algo mayores de lo que tenemos hoy han ido asociados a recesiones.

## Un catalizador diferente de la renta fija

Las subidas de tipos de interés y el endurecimiento de las condiciones financieras provocaron la caída de las rentabilidades generadas por la renta fija en 2022. De cara a 2023, deberíamos asistir a un frenazo bastante drástico

en las economías. Pero no creo que nos encaminemos a una repetición de lo ocurrido en 2008 o 2020, años caracterizados por una desaceleración excepcional en áreas concretas de la economía. En lugar de eso, considerando el intenso endurecimiento de las condiciones financieras que ya ha tenido lugar, creo que las penurias económicas se concentrarán en la parte más vulnerable de cada sector. Esto significa que las compañías y los consumidores con excesivo apalancamiento y los soberanos no adecuadamente posicionados para afrontar los elevados niveles de volatilidad en las divisas serán quienes soporten mayor presión.

Los inversores ya no cuentan con el beneficio de unos amortiguadores desde la política monetaria -en forma de expansión cuantitativa o de tipos de interés artificialmente bajos- para proteger sus carteras, y deberán encontrar nuevos colchones para atenuar el impacto de la volatilidad de mercado y económica. Esto exige básicamente hacer hincapié en la calidad crediticia de sus inversiones: compañías con fundamentales sólidos, flujos de caja saludables y menor apalancamiento. También puede implicar rotar desde determinados riesgos, como títulos sobreexpuestos al extremo inferior del crédito al consumo, en favor de clases de activos como los bonos municipales y de titulación hipotecaria de agencias estatales.

El amplio reajuste de los precios de los bonos y unos rendimientos de partida más altos podrían ayudar ahora a blindar a los inversores frente a nuevas pérdidas. La curva de tipos presenta un perfil muy plano y muy alto, lo que significa que aun cuando los inversores no se sientan cómodos manteniendo bonos de duración más larga, hay oportunidades atractivas en la renta fija corporativa a corto plazo, la cual ofrece un rendimiento cercano al 5,5% o el 6%<sup>2</sup>.

Para aquellos cómodos con los bonos de duración más larga, conviene prestar atención a la narrativa sobre la duración que, en EE.UU., se desplazará desde el ciclo de subidas agresivas de la Fed a las repercusiones de la pausa en las subidas de tipos. En el pasado, hemos asistido a rentabilidades negativas en el mercado de renta fija a las que luego seguían otras elevadas, cuando no de doble dígito, una vez que se producía el giro en la política, pero la respuesta del mercado al final del ciclo de subidas suele suceder en general muy rápidamente, y tratar de acertar con el suelo puede hacer que un inversor se pierda el rebote. ■



**Gene Tannuzzo**

Director Global de Renta Fija,  
Columbia Threadneedle

---

<sup>1</sup> FT.com, «Jay Powell faces test of Fed's "unconditional" resolve to tame inflation», 22 de junio de 2022.

<sup>2</sup> Bloomberg, a noviembre de 2022.



# ¿Es la hora de los fondos de vencimiento?

**E**ste 2022 pasará a la historia por ser, de largo, el peor en lo que rentabilidad en renta fija se refiere. Todos hemos asistido con estupor a caídas de doble dígito en un activo supuestamente idóneo para los perfiles más conservadores. Dichas caídas, no obstante, no impactaron a todos los inversores por igual. Aquellos que tenían exposición a los segmentos más conservadores de renta fija (deuda gubernamental y corporativa de grado de inversión de mayor calidad) están sufriendo más. Y es que el binomio rentabilidad-riesgo que ofrecían, ya cuando nos adentramos en el desconocido universo de los tipos negativos, pasó a ser más que una propuesta de inversión un auténtico disparate.

No obstante, tras la corrección de estos excesos este 2022, nos encontramos ante una ventana de oportunidad nueva que muchas gestoras

quieren aprovechar. Tras haber experimentado los niveles más bajos en términos de spreads de la historia, vemos como éstos se han disparado más de un 250% en menos de 12 meses mismamente en Europa. Y es que la renta fija ha vuelto con fuerza y ofrece una propuesta de valor claramente interesante, sin duda muy superior a la que ha ofrecido este último lustro. Es por ello que los fondos de vencimiento han brotado como setas recientemente, aunque algunas gestoras hace tiempo que se aventuraron en dicha dirección. Sin duda, el momento actual es una buena oportunidad para aprovechar un contexto de spreads que nadie sabe cuánto tiempo durará. Mientras los spreads se encuentren por encima de los 400 puntos básicos, el binomio rentabilidad-riesgo permanece siendo atractivo.

¿Cómo puede el inversor juzgar, de entre las diferentes opciones, aquellos gestores que eviten



este posible “campo de minas”? Sencillamente analizando la diferencia en términos de rentabilidad frente a los índices, ya que menores rentabilidades implican una selección más por-menorizada de cada emisor, descartando aquellos que dados sus riesgos se ven obligados a ofrecer mayores rentabilidades. Favorecer carteras más bien concentradas también contribuirá a conseguir esto. La duración es otro elemento que contribuye a mejorar la calidad media de una cartera, ya que no es lo mismo tener un BB a dos años que a ocho. La visibilidad a menos de tres años es más que razonable para el entorno actual.

Otro segmento interesante es el de los bonos convertibles con perfil puro de crédito que se han quedado con valoraciones muy atractivas porque muchos inversores no pueden entrar por distintos motivos (tamaño, ser non-rated, porque están out of the money...). Nos podemos encontrar con convertibles de una calidad que se asemeja a IG pero que han optado por no pagar a ninguna agencia de rating. La calidad de los balances es buena, pero fruto de esa falta de rating ofrece rendimientos similares a los de High Yield. En definitiva, merece la pena apostar por los segmentos del mercado que ofrecen rendimientos elevados, ya que el binomio rentabilidad-riesgo es superior que en otros tramos.

Las mayores oportunidades se encuentran probablemente en Europa. Hay que recordar que las valoraciones son mejores: los spreads en Europa (513pbs) frente a los de Estados Unidos (450 pbs). El High Yield europeo ofrece cerca de tres veces el spread versus la sensibilidad, algo bastante interesante. Lo que sin duda exige este segmento es mucha selectividad. Como es lógico, son muchos los inversores que se preguntan por los riesgos de este enfoque a las puertas de una recesión. Las tasas de default están en mínimos históricos, por lo que lo único que van a hacer es subir, es algo que podemos afirmar con total certeza. Ahora bien, esa selectividad nos ayudará a discernir entre los buenos emisores y los problemáticos o simplemente los que corren excesivos riesgos de sufrir problemas a futuro, bien por su elevado endeudamiento, por el deterioro de su actividad (menores ingresos, caída de márgenes, etc.) o una combinación de ambas.

Estamos viviendo un entorno macroeconómico y geopolítico de enorme incertidumbre, algo que los mercados financieros detestan. Los fondos de vencimiento representan no solo la oportunidad de volver a incorporar renta fija en las carteras con una propuesta de valor sensata sino hacerlo con una visibilidad a un periodo específico de tiempo que genera cierta paz mental en este entorno tan incierto. Ahora sí, la renta fija es una alternativa. Ahora sí, merece la pena construir cartera. ■



**Pablo Martínez Bernal**

Head of Sales para Iberia de Amiral Gestion



# China: perspectivas para 2023

**H**a sido un año difícil para los inversores en China debido a factores como la política de “covid cero” del país, el desapalancamiento inmobiliario, las tensiones con Taiwán y los temores continuos sobre las presiones regulatorias han influido en el sentimiento. Pero creemos que las perspectivas son mejores de cara a los próximos meses.

El crecimiento del PIB del tercer trimestre fue del 3,9% interanual. Sin embargo, los indicadores generales apuntan a la necesidad de nuevas medidas de flexibilización fiscal y monetaria en los próximos 12 meses. Dado que la política de “covid cero” se está relajando gradualmente, las deficientes ventas minoristas y el alto desempleo deberían continuar pesando sobre la economía. La fuerte inversión en infraestructuras podría compensar la debilidad del sector inmobiliario. No obstante, el *momentum* en este último es demasiado anémico para que se recupere este año. Dicho esto, creemos que las empresas de propiedad estatal (SOE) de secto-

res con acceso continuo a financiación podrían obtener un rendimiento superior.

Además, vemos potencial para la estabilización entre los promotores de empresas de propiedad privada (POE) grandes y bien establecidas. Tras la consolidación del equipo de los niveles más altos del partido, y teniendo en cuenta la importancia del sector inmobiliario para la economía, esperaríamos un apoyo más coordinado para el sector. Esto podría hacer que se implementen paquetes de rescate más grandes si fuera necesario. Sin embargo, también existe el peligro de que no se actúe durante demasiado tiempo si surge una crisis. Dados estos factores conflictivos, el riesgo de impago dentro del sector sigue siendo elevado.

En cuanto a la renta variable, puede decirse que las valoraciones son atractivas desde una perspectiva relativa e histórica.

Seguimos prefiriendo la exposición al mercado de acciones clase A, más centrado en el ámbito nacional, gran parte del cual sigue subestimado

e ignorado. Aquí, seguimos viendo una serie de oportunidades atractivas específicas en temas estructurales a largo plazo con vientos de cola a su favor entre los que destacamos:

- **Aspiración:** aumento de la riqueza que conduce a un rápido crecimiento en el consumo premium.
- **Digital:** vemos un futuro brillante para la ciberseguridad, la nube, el software como servicio y los hogares inteligentes.
- **Verde:** somos positivos con respecto a las energías renovables, las baterías, los vehículos eléctricos y la infraestructura relacionada.
- **Salud:** el rápido crecimiento de los ingresos disponibles está impulsando la demanda de productos y servicios de salud.
- **Riqueza:** el aumento de la prosperidad respalda el crecimiento de la financiación al consumo, los servicios de inversión y los seguros.

En cuanto a la renta fija, las empresas de propiedad estatal (SOE) de China han disfrutado de una demanda saludable en los últimos meses. Esperamos que conserven un fuerte apoyo del gobierno, aunque somos prudentes con respecto a las valoraciones. Creemos que los diferenciales de las empresas de propiedad estatal *onshore* seguirán siendo ajustados en los próximos meses, ya que este mercado carece de activos atractivos para absorber el exceso de liquidez en el sistema.

En lo que respecta a los bonos offshore, nos gustan los líderes nacionales con riesgo geopolítico limitado y capacidad continua para refinanciar. También los LGFV con roles estratégicos claros dentro de su provincia/región/ciudad y los bonos inmobiliarios con un precio bajo en previsión de la reestructuración o la normalización del entorno operativo.

Por otro lado, en el espacio de deuda *onshore* optamos por duraciones largas frente al índice de referencia. Tras recortar promotores POE, preferimos mayormente empresas de propiedad estatal (SOE) / LGFV locales más fuertes en el ámbito de crédito *onshore* en RMB.

Debemos considerar diferentes factores al acercarnos a 2023. El reciente Congreso Nacional desconcertó a los mercados. Sin embargo, creemos que el potencial de China a largo plazo sigue siendo una realidad. Además, las empresas que puedan adaptarse a los marcos regulatorios emergentes y alinearse con los objetivos políticos -como la innovación digital, la tecnología ecológica, el acceso a una atención médica asequible, los servicios financieros y unos mejores medios de vida- deberían continuar prosperando. Como siempre, el análisis en profundidad y los conocimientos locales de primera mano serán clave para poder acceder al genuino potencial de China. ■



**Álvaro Antón Luna**

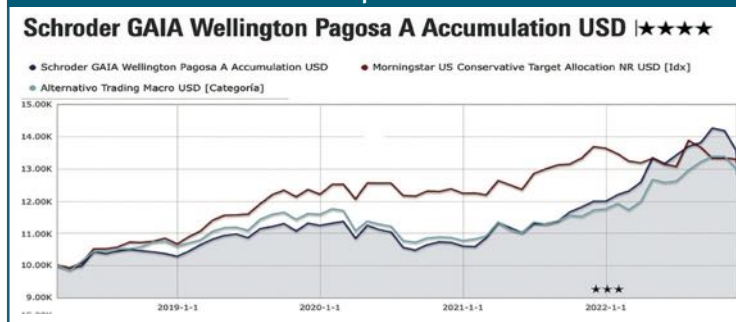
Country Head  
de abrdn para Iberia



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

# Schroders GAIA Wellington Pagosa

## Cómo se ha comportado este fondo



## Asignación de activos (31/10/2022)

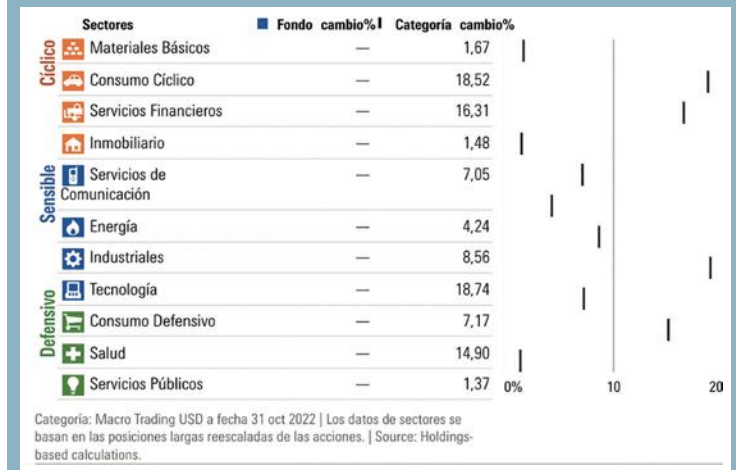
Clase de activos	Fondo	Categoría	Índice
Renta variable	—	30,99	23,14
Renta fija	—	35,61	69,54
Preferred	—	0,00	0,00
Convertible	—	2,15	0,07
Posiciones liquidas	—	184,61	0,00
Otros	—	2,76	7,25

Categoría: Macro Trading USD A 31 oct 2022 | Índice: Morningstar US Con Tgt Alloc NR USD A 30 nov 2022 | Source: Holdings-based calculations.

## Rentabilidad anual del fondo (31/10/2022)

	2019	2020	2021	31/10
Rentabilidad %	9,39	-5,73	13,19	18,30
+/- Categoría	-2,99	4,01	3,00	2,83
+/- Índice	-	-5,97	1,71	20,56
% Rango en la categoría (sobre 100)	31	77	22	33

## Exposición sectorial (31/10/2022)



Hace un tiempo hablé del Schroders GAIA Wellington Pagosa, un fondo multiestrategia que brilla cuando entra en escena un mercado volátil y convulso. Un fondo con una estrategia propia que no ha dejado de funcionar con un mercado tan cambiante como el que hemos tenido este año.

Recordemos que basa su gestión en la estrategia Pagosa, desarrollada y testada desde 2012 por los gestores Christopher Kirk y Dennis Kim. La estructura del fondo fusiona el Bottom-Up, con una asignación de activos con enfoque Top-down y su filosofía reside en la búsqueda constante de alfa atractiva y no correlacionada entre sí.

Cuando un fondo de gestión alternativa se encuentra en un año como el actual, es cuando podemos valorar la calidad del alfa del mismo. Recordemos que, según los gestores, el objetivo de rendimiento neto anualizado se encuentra entre el 6 y 8%, en un ciclo con una volatilidad esperada en torno al 6%.

La solidez y consistencia que presenta el fondo son irrefutables. Hay que matizar que nos encontramos con tres clases distintas, ya que tenemos un USD, otro EUR Hedged y otro CHF Hedged.

Los tres presentan rentabilidades positivas si bien es el USD con ISIN LU1732474868 el que mejor se comporta debido al fortalecimiento del Dólar este 2022. No obstante, el que presenta mayor equilibrio en lo que a rentabilidad se refiere es el CHF Hedged con ISIN LU1732476137.

Si nada cambia, parece que 2023 podría presentar otro buen año para este fondo. ■



**gigas**

# LA VACUNA CONTRA EL RANSOMWARE

**g-Backup**

Los ciberataques aumentan año tras año y la única manera efectiva de evitar la pérdida o el robo de datos es a través de un **REPOSITORIO INMUTABLE**: una copia de seguridad que permanece **siempre intacta**

**HAZLO SEGURO,  
HAZLO GIGAS**

**gigas.com**



# Por qué invertir en activos reales cotizados

Los acontecimientos de 2022 han mostrado claramente la necesidad de cambio. La invasión rusa de Ucrania llevó a la inflación a máximos históricos. Con la economía mundial en un punto de inflexión, urgen nuevos enfoques para reducir la dependencia de los combustibles fósiles y disminuir el uso de energía. Además de acelerar el cambio hacia la generación de energía renovable y alternativa, el mundo necesita ser más eficiente en términos energéticos. Al mismo tiempo, necesitamos satisfacer las necesidades cambiantes de la sociedad para un futuro sostenible.

Identificar a los líderes sostenibles en el espacio de los activos reales será imprescindible para lograr los cambios que necesitamos. Por ello, Nordea Asset Management (NAM) ha incorporado recientemente la **estrategia Global Sustainable Listed Real Assets** a su gama de soluciones temáticas ESG, en colaboración con CBRE Investment Management

(CBRE IM), un reconocido gestor de inversiones en activos reales. Una colaboración que se consolida, después de que ambos grupos empezaran a colaborar juntos en 2019 con la estrategia Global Listed Infrastructure.

## Pero... ¿por qué invertir ahora en activos reales sostenibles cotizados?

Los activos reales engloban tanto a bienes inmobiliarios como de infraestructura. Combinándolos con un componente de sostenibilidad, resultan cruciales para la transición ecológica. De hecho, existe una enorme oportunidad de inversión para las próximas tres décadas donde se prevé **una inversión de 130 billones de USD dirigida a las necesidades cambiantes de la sociedad que conciernen a los activos reales**<sup>1</sup>.

Estos no sólo sustentan las necesidades de las sociedades en materia de vivienda, transporte, servicios públicos e infraestructura de telecomunicaciones, sino que también



**Laura Donzella**

Head of Institutional and Wholesale Distribution Iberia, LatAm and Asia, Nordea

ofrecen el potencial de liderar el cambio medioambiental. Las empresas de activos reales están a la vanguardia de la iniciativa de cero emisiones netas, invirtiendo en actividades sostenibles como la instalación de parques solares, la mejora de las líneas de transmisión para la carga de coches eléctricos y la mejora de la eficiencia energética de los edificios.

Además, **las compañías de activos reales cotizadas han superado a la renta variable general durante periodos de alta inflación.**

Esto significa que podrían ayudar a proteger las carteras contra la inflación gracias a sus múltiples ventajas:

### **1. Flujos de caja estables**

Los activos reales suelen tener rentabilidades contractuales o reguladas, que proporcionan una sólida base de estabilidad durante periodos de estrés económico.

### **2. Contratos a largo plazo ligados a la inflación**

Los valores inmobiliarios y los alquileres tienden a aumentar con el entorno general de precios debido al aumento de los costes de materiales y mano de obra. Mientras esto ocurre, los flujos de caja y los valores de los activos de infraestructura suelen tener vínculos directos o indirectos con la inflación. En ambos casos, el aumento de los flujos de caja proporciona a los inversores un elemento de protección contra la inflación. »

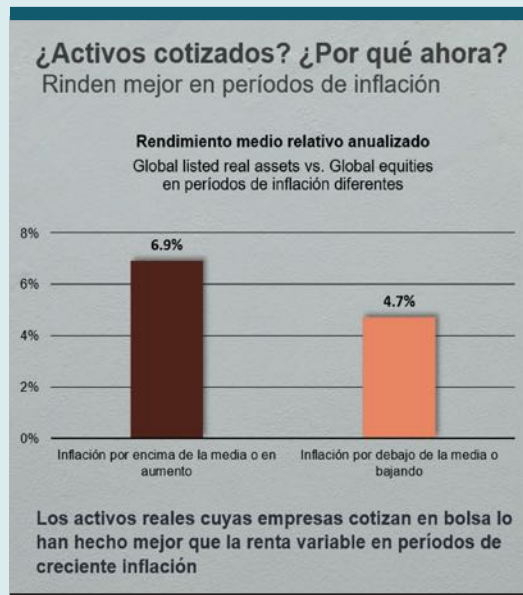
### » 3. Dividendos en crecimiento

Es evidente que los proyectos de desarrollo de infraestructuras y vivienda no han seguido el ritmo de los recientes cambios demográficos y sociales en muchas partes del mundo. Por tanto, se necesitan inversiones significativas para asegurar que estos activos estén a la altura de los retos que haremos frente. Este crecimiento de la inversión favorecerá por ende al crecimiento futuro de los dividendos.

### 4. Un mercado enfoque por la sostenibilidad que garantice el futuro de los activos subyacentes

Los activos reales ofrecen la oportunidad de originar cambios reales, ya que son responsables directos del desarrollo de la infraestructura necesaria para construir las ciudades del mañana. De igual manera, estos activos encabezan el potencial de cambio medioambiental que necesitamos.

**Los activos reales ofrecen un historial de fuertes rentabilidades y brindan la oportunidad de invertir en un futuro sostenible para la sociedad.** A medida que nos enfrentamos a desafíos desde múltiples frentes, los activos reales sostenibles cotizados ofrecen una solución para la sociedad, el planeta y su cartera. Precisamente por eso se creó la **estrategia Global Sustainable Listed Real Assets de Nordea**<sup>2</sup>. ■



Fuente: CBRE Investment Management, U.S. CPI, UBS Global Infrastructure & Utilities linked to FTSE Global Core Infrastructure 50/50 Index, FTSE EPRA Nareit Developed Index, MSCI World Index, a 30.06.2022. Periodo considerado: 30.06.2002 - 30.06.2022. 20 años posteriores basados en los rendimientos totales mensuales medios durante los regimenes de inflación, anualizados. Los regimenes de inflación se calcularon utilizando la variación interanual del IPC estadounidense, normalizando su historia utilizando una puntuación z y realizando un seguimiento de la media móvil de 3 meses de esa puntuación z. El régimen de inflación está determinado tanto por el nivel como por el cambio en el indicador, requiriendo dos meses en el mismo ciclo para confirmar un nuevo régimen. La rentabilidad presentada es histórica. Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de los resultados futuros, y los inversores podrían no recuperar la totalidad del importe invertido. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido. La comparación con otros productos financieros o índices de referencia se ofrece con fines meramente indicativos.

<sup>1</sup> Fuentes: Global Infrastructure Hub, International Renewable Energy Agency (IRENA) y CBRE Investment Management, Junio 2022. Periodo considerado: 3 próximas décadas.

<sup>2</sup> 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.





## Hidrógeno

Un gran paso para su inversión y para la transición energética.

### CPR Invest - Hydrogen, una oportunidad para crear valor invirtiendo en el ecosistema del hidrógeno:

- un mercado innovador de gran potencial;
- que podrá cubrir alrededor del 17% de las necesidades energéticas en 2050\*\*;
- ayudando a reducir las emisiones globales.

[amundi.es](https://amundi.es)


Fund managed by 

La confianza se gana

**Amundi**

ASSET MANAGEMENT

\*Fuente: IPE "Top 500 asset managers" publicado en junio 2022 según volumen de activos gestionados a diciembre 2021. Fondos sin garantía de capital ni rentabilidad. \*\*ETC (Energy Transition Commission), "Making the Hydrogen Economy Possible", Abril 2021.

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](https://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. Ni el capital ni la rentabilidad están garantizados; y rentabilidades pasadas no garantizan ni son indicativos de resultados futuros. Documento con carácter publicitario, simplificado, sin valor contractual. No constituye recomendación, solicitud, oferta o asesoramiento sobre inversiones. CPR Invest - Hydrogen es un subfondo de CPR Invest SICAV, gestionado por CPR Asset Management, compañía del Grupo Amundi. CPR Asset Management está autorizada en Francia y regulada por el regulador francés Autorité des Marchés Financiers (AMF). Subfondo autorizado en Luxemburgo y supervisado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). En España, la IIC extranjera CPR Invest está registrada en CNMV con el número 1564. Octubre 2022. | 



# Descifrando la inversión ESG

**P**uede que la inversión ESG no sea algo que te hayas planteado con anterioridad o que no conozcas mucho sobre ella, pero cada vez son más personas las que buscan obtener beneficios con este objetivo. El término inversión ESG (siglas en inglés de medioambiental, social y gobernanza corporativa) se emplea a menudo para referirse a una amplia variedad de productos de ahorro, por lo que podría no ser especialmente útil a la hora de tomar tus decisiones de inversión. Suele ser un término comodín que engloba desde fondos que simplemente excluyen sectores controvertidos como el juego y el tabaco, hasta el extremo opuesto, en el que encontrarás inversiones que únicamente invierten su capital en empresas y proyectos que trabajan para generar un impacto real y cuantificable en el medioambiente o la sociedad.

En M&G nos gusta hablar de inversión respetuosa con el planeta.

## ¿Qué es la inversión respetuosa con el planeta?

La inversión respetuosa con el planeta consiste en seleccionar fondos que inviertan en compañías y proyectos innovadores y pioneros que ayuden a resolver algunos de los mayores desafíos del mundo. Son empresas que desarrollan nuevas tecnologías para capturar carbono, reducen la contaminación por plásticos o producen soluciones de energía renovable. También son las compañías que combaten la desigualdad social mediante los productos y servicios que ofrecen, las que desarrollan componentes para ayudar a impulsar soluciones de transporte limpias y las que ayudan a que la atención sanitaria y el tratamiento médico resulten más accesibles para todos. Son las empresas que trabajan para hacer que el mundo sea un poco mejor, a la vez que buscan la rentabilidad a largo plazo para sus inversores.

## Medioambiental

Una compañía que utiliza el agua de manera eficiente, por ejemplo, podría pagar facturas de agua más bajas y gastar menos en la elimi-

nación de aguas residuales que una empresa que no. O una compañía que trata de reducir sus residuos podría beneficiarse al gastar menos en materias primas (comprando únicamente las que necesita) y pagar menos costes de eliminación de residuos. Algunas podrían incluso vender o intercambiar sus residuos o derivados industriales no deseados a otras empresas para utilizarlos como materia prima.

## Social

Una compañía que trata bien a sus empleados y les retribuye con buenos salarios podría atraer y retener a profesionales de mayor talento y más leales que otra que no. Por ejemplo, una empresa de logística conocida por su retención de los trabajadores cualificados, podría ser más productiva o resistir mejor en tiempos de incertidumbre que una compañía que ofrezca peores salarios y condiciones de trabajo. Incluso las empresas que apoyan a sus comunidades locales podrían beneficiarse de una mayor fidelidad de los clientes y de marca que las que no.

## Gobernanza

La transparencia, los estrictos controles y el buen trato a los proveedores y vendedores pueden mejorar la reputación de una compañía, así como su valor. Unas funciones y responsabilidades claras también pueden acelerar la toma de decisiones, adelantándose a los competidores. La buena gobernanza corporativa y la regulación podrían incluso ayudar a reducir los casos de mala praxis, lo que puede evitar el daño a la marca y a la reputación, así como las sanciones que pueden conllevar.

## Inversión respetuosa con el planeta: mucho más que números

Estamos firmemente convencidos de que tener en cuenta los desafíos globales a los que nos enfrentamos pronto será algo habitual para las compañías que deseen prosperar a largo plazo. Utilizar las inversiones para ayudar a sanar el planeta no solo es lo correcto, sino que también resulta lógico desde el punto de vista de la inversión. ■

---

*El valor de los activos del fondo podría tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión. No podemos ofrecerle asesoramiento financiero. Si no está seguro de que su inversión sea apropiada, consúltelo con su asesor financiero. Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en cualquiera de los fondos de M&G. Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.*



**Ben Constable-Maxwell**

Director de inversión sostenible y de impacto en M&G Investments



# DPAM: Diversificación a través de la cadena de valor agroalimentaria

**E**l ciclo agroalimentario es muy diferente del ciclo económico tradicional. El gasto de los consumidores en productos alimentarios es intrínsecamente menos volátil: **la gente seguirá comiendo, independientemente de las circunstancias.** Por lo general, esto da una **ventaja defensiva** al sector agroalimentario, ya que los mercados pueden suponer razonablemente que la demanda mundial de alimentos seguirá creciendo y desarrollándose en consonancia con el crecimiento de la población.

Es cierto que la presión sobre los ingresos puede influir en la forma de consumir o en lo

que se consume. Pero, aunque los consumidores adquieran menos productos de marca o reduzcan su consumo de carne, esto no tendrá un impacto significativo en la demanda general del sector. Sin embargo, conviene **distinguir claramente entre los mercados desarrollados y los emergentes**, que en general han evolucionado de forma diferente:

Los mercados desarrollados han experimentado un claro cambio en la conciencia de los consumidores. La gente es cada vez más sensible al **impacto de la producción de alimentos en el medio ambiente.** Además, los consumidores occidentales han empezado a prestar



atención **a los beneficios (o peligros) para la salud** relacionados con los alimentos que consumen. Por último, **el origen y la producción de ciertos alimentos** también son objeto de una atención creciente. Hemos observado amplios cambios en el sector, como, por ejemplo, un aumento del consumo de salmón (considerado más sano que la carne), pero también una diferencia en la forma de criar el salmón. Mientras que antes la alimentación del salmón solía consistir mayormente en peces más pequeños, hoy en día la mayoría de los productores han pasado a utilizar sustitutos de origen vegetal.

Los mercados desarrollados ya no se conforman con la mera disponibilidad de alimentos. Ahora **se centran en toda la cadena de valor, favoreciendo los productos sanos y de alta calidad con un impacto limitado en el medioambiente**. Por ello, aunque el crecimiento del volumen en los mercados maduros es bastante limitado, vemos una clara tendencia a la **premiumización y la innovación**.

Por el contrario, los mercados emergentes siguen centrándose en gran medida en la disponibilidad general de alimentos. Los desequilibrios en el suministro de alimentos hacen que una gran parte del mundo siga teniendo dificultades para acceder a alimentos (suficientes). En cuanto la gente empieza a ascender en la escala de ingresos, una de las primeras cosas en las que gasta más dinero es en la cantidad y la calidad de sus alimentos.

A medida que un mayor número de personas en los mercados emergentes comienzan a entrar en la clase media, vemos un claro cambio hacia productos alimenticios de mayor precio. Esto explica por qué -aunque Occidente ha empezado a alejarse de los productos cárnicos- la producción mundial de carne sigue aumentando. Como la renta personal sigue creciendo con el tiempo, es probable que se produzca un aumento similar del gasto per cápita en alimentos.

### **Ampliar la cadena de valor**

La inversión temática puede ser una herramienta valiosa para los inversores que buscan **beneficiarse de los cambios estructurales a largo plazo en la economía**. Esta modalidad de inversión permite a los participantes en el mercado **centrarse en un tema específico** que crean que experimentará un crecimiento significativo en el futuro.

También es importante señalar que el tema “agroalimentario” permite una diversificación interna significativa. Es un tema amplio, que abarca una multitud de industrias y sectores. Para simplificar, podemos **dividir la cadena de valor**»



**Ignace De Coene**

Equity Fund Manager de DPAM



» **agroalimentaria en tres grandes segmentos.**

En primer lugar, **el segmento ascendente** se refiere sobre todo a los elementos fundacionales y los bloques de construcción de la cadena de valor: todo lo relacionado con el cultivo, la cría y la cosecha de productos agrícolas básicos. Las empresas de este segmento suelen centrarse, entre otras cosas, en la propiedad de los terrenos, el equipamiento y los fertilizantes.

Dado que los picos de volatilidad y las turbulencias afectan a todas las clases de activos, invertir en la cadena de valor agroalimentaria puede contribuir a un enfoque diversificado

El **segmento intermedio** abarca el transporte, la transformación y la logística. En este subsector, las instalaciones B2B actúan principalmente como intermediarios para cubrir los procesos entre el cultivo y la venta de los productos.

El **segmento descendente** es la parte final de la cadena de valor, e incluye los bienes de consumo, la distribución al consumidor, la venta al por menor, el envasado y las empresas de ingredientes. Las empresas pueden participar en varios segmentos a la vez, o especializarse únicamente en uno.

Dado que el sector agroalimentario es una compleja red de empresas interconectadas (pero enormemente diversas), ofrece variedad a los inversores y permite una **gran capacidad de maniobra**: al contemplar toda la cadena de valor agroalimentaria, los inversores tienen la posibilidad de centrarse en aquellos aspectos que están respaldados por las condiciones actuales del mercado. Por ejemplo, las actuales presiones inflacionistas y geopolíticas han provocado un aumento de los precios de las materias primas blandas. Esto beneficiará en general a los agricultores, que probablemente utilizarán el aumento de la renta disponible para reinvertir en sus explotaciones, comprando mejores equipos, semillas y fertilizantes.

Esta temática defensiva se beneficiará probablemente de una demanda continuada en consonancia con el crecimiento de la población. También abarca una amplia y variada selección de empresas, industrias y sectores. Creemos en un enfoque diversificado a lo largo de toda la cadena de valor agroalimentaria, centrándonos en la innovación y en los temas clave de crecimiento.

**Comunicación - Marketing. Invertir implica riesgos. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. ■**



SQUARE GARDEN

- SOUTH BUSINESS DISTRICT -

# OFICINAS EN ALQUILER

TU ESPACIO DE TRABAJO  
EN RIVAS VACIAMADRID

CONOCE SQUARE GARDEN DONDE EDIFICIO,  
PERSONAS Y ENTORNO VAN DE LA MANO

Para las demandas de dos o más plantas o  
una superficie mayor de **2.500 m<sup>2</sup>**

Precio de salida:

**4,75€**

m<sup>2</sup> / mes + IPC

Honorarios:

**35%** de la  
anualidad de la  
renta pactada



(Plazo hasta el 1<sup>er</sup> trimestre de 2023)

[squaregardenmadrid.com](http://squaregardenmadrid.com)  
[dormaza@socimisilicius.com](mailto:dormaza@socimisilicius.com)

**686 776 096**

📍 Marie Curie, 9. Rivas-Vaciamadrid

Propiedad de



**silicius**

SOCIMI

**EDUARDO FUENTESAL** |  
Presidente Ejecutivo de Tier1

# «La línea de crecimiento inorgánico continúa siendo una línea viva»

Tier 1, compañía cotizada para el mercado de BME Growth que presta servicios informáticos con especial foco en el desarrollo de sus productos software, habla con sobre los últimos resultados publicados, que ponen de manifiesto la correcta ejecución del Plan Estratégico y cuyo objetivo “es continuar trabajando en todas nuestras líneas estratégicas con la misma pasión e ilusión que nos ha llevado a ser lo que somos”, dice Eduardo Fuentesal, Presidente Ejecutivo de Tier1.

---

POR **ESTHER CHAPA** / REDACCIÓN

## **En los últimos resultados destaca, sobre todo, el crecimiento en producto software. ¿Cuál ha sido la estrategia de crecimiento de Tier1 este semestre?**

El crecimiento de Producto Software en 1S2022 muestra un crecimiento prepandemia de un 156% y de un 32% con respecto al año pasado. Es la primera vez que la línea de negocio de Producto Software supera en volumen de venta la de Infraestructura TI. Lo anterior se sustenta en el crecimiento del producto comerzzia, más el resto de soluciones software para el retail que se derivan de las adquisiciones realizadas en años anteriores. Todavía no se muestra en estos resultados el nuevo enfoque de canal global para diferentes territorios internacionales, como pueda ser Brasil (ya con nueva empresa constituida), Italia o México que también son de nuestro interés.

## **Esto en relación a las ventas. ¿Y con respecto a la contribución al resultado?**

El incremento en software no es solo en Ventas, sino, sobre todo, en su contribución a los resultados de la compañía. En el primer semestre el EBITDA de Producto Software alcanzó un 23,5%, frente al 12,6% del conjunto de la organización. Viene a contrarrestar la disminución del margen del área de infraestructura TI debido al arranque del nuevo proyecto con player de primer nivel del sector retail alimentación, ya anunciada al mercado. Estamos priorizando decisiones con impacto positivo a medio plazo que nos posicionan en grandes clientes, aunque a corto penalicen los resultados.

## **Ha crecido también la recurrencia en los ingresos. ¿Cómo se han logrado las cifras obtenidas?**

La recurrencia se ha incrementado tanto en el área de software como en Infraestructura TI, y es una consecuencia natural de nuestro modelo de negocio y del buen desempeño de la estrategia definida. Que las ventas recurrentes vengán aumentando año a año (un 47% con respecto al año anterior) y que a día de hoy supongan más del 50% de la facturación es también un indicador del buen hacer de la compañía y de la confianza de nuestros clientes.

## **¿Estos números reflejan una correcta ejecución de vuestro Plan Estratégico? ¿Cuáles serían los puntos clave de este plan?**

El core de la estrategia de Tier1 descansa sobre tres líneas concretas: el desarrollo de comerzzia como solución de comercio unificado a nivel nacional e internacional, ser un referente 360º en el sector retail Iberia y en la política de adquisiciones.

## **Tier1 ha bajado el ritmo en la línea de crecimiento inorgánico. ¿Retomarán esta línea o, por el contrario, prefieren pausarla y centrarse en estabilizar lo que ya tienen en cartera?**

La línea de crecimiento inorgánico continúa siendo una línea viva y en la que se ha seguido y se sigue trabajando aunque no se haya ejecutado ninguna operación en este año. El año pasado cerramos dos operaciones y seguimos estudiando compañías. No obstante somos selectivos en este sentido. Nuestra estrategia de M&A no se





basa únicamente en agregar volumen de venta, buscamos compañías que sumen en sinergias en ambos portfolios y a un precio razonable, de forma que el conjunto tenga un resultado positivo en tanto en nuestros resultados como en los de la compañía adquirida. En este sentido también hemos avanzado en la integración de las compañías adquiridas hasta el momento, punto fundamental para que se puedan materializar las sinergias conjuntas que nos llevaron a su adquisición.

**Han publicado la creación de una nueva sociedad: Comerzzia Brasil ¿qué nos puede contar sobre esto?**

Efectivamente hemos constituido una compañía al 50% con Seidor Brasil, un partner de primer nivel con un importante posicionamiento en el sector Retail en un país que cuenta con un potencial inmenso. Se trata de un modelo win to win en el que Comerzzia pone producto y Seidor Retail Brasil el conocimiento del mercado y su fuerza de venta entre otras cuestiones. Ya hemos realizado aproximaciones conjuntas a clientes y esperamos que el próximo año se puedan materializar varias operaciones. Con la creación de esta sociedad nos estamos dirigiendo a un cambio en el modelo de partneriado que nos gustaría hacer extensible en otros países. Este modelo entendemos que

además de potenciar la escalabilidad del producto conlleva una mayor probabilidad de éxito dado que la entrada en el nuevo mercado se hace de la mano de un player de reconocido prestigio.

**¿Cuáles son los objetivos prioritarios de la compañía para terminar el año y de cara al próximo ejercicio?**

Nuestro objetivo es continuar trabajando en todas nuestras líneas estratégicas con la misma pasión e ilusión que nos ha llevado a ser lo que somos. Desde el punto de vista de Operaciones e infraestructuras TI, el objetivo es confirmarnos como referente 360º en Retail consolidando nuestra presencia a nivel de toda Iberia, garantizando la calidad del servicio. Seguimos asimismo trabajando en la línea de M&A como hemos comentado con anterioridad, con foco en compañías que tengan presencia en sector Retail y que puedan sumar sinergias a nivel de software. Y por último continuar trabajando para mantener a comerzzia en la vanguardia de software para Retail a nivel Internacional. Esto nos llevará a mantener la buena trayectoria que llevamos tanto en cifra de negocio como en margen de EBITDA, a continuar avanzando en la integración de softwares adquiridos para la generación de sinergias a nivel de grupo. ■

**ALMUDENA MENDAZA SANZ** |  
 Head of Sales Iberia en Generali Investments

# «Generali IP, modelo innovador y diferencial centrados en ofrecer alfa en gestión activa»

Almudena Mendaza ha cumplido año y medio desde que asumió la responsabilidad de liderar el proyecto de distribución de Generali Investments en el mercado ibérico y, según comenta, “la posibilidad de empezar prácticamente de cero un proyecto como éste, ha sido como ser emprendedora, pero con el dinero de otros”. Todo un trabajo que ha consistido en la parte jurídica de abrir una sucursal, hablar con la CNMV, establecer contratos con plataformas, desarrollar un negocio de distribución, y un largo etcétera.  
 “Crear una pequeña PYME, pero con un GIGANTE detrás”.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

**G**enerali Investments no tenía una marca en gestión de activos, como puede ser el Grupo Generali en compañía de seguros. **“Ese es el primer gran reto de este proyecto”**, apunta Mendaza, añadiendo que es algo que requiere de tiempo ya que no se consigue ni en un año ni en dos. Hay gestoras internacionales, con más de 12 años con presencia en España, que siguen luchando por hacerse hueco en España.

## **Generali Investment Partners, un ecosistema de innovación y crecimiento con autonomía**

Desde el año 2017 Generali Investments no tenía ningún representante, con un modelo de negocio totalmente distinto, “una gestora única” que era la factoría del propio grupo, con algunos productos para clientes externos y que, habiendo valorado su potencial, se decidió crear un **modelo muy innovador y diferencial**, creando un **ecosistema en el que conviven distintas gestoras** (hoy en día nueve) que conforman a Generali Investment Partners. Todas ellas muy especializadas y con plena autonomía de inversión.



En Generali IP **hay dos modelos, uno en el que se adquieren la mayoría del capital de las gestoras que integran el ecosistema.** Dos ejemplos muy ilustrativos son: **Lumyna** (plataforma pionera y casi hegemónica de hedged funds líquidos) y **Sycomore** (referente ESG), la adquisición ha sido del 100% y es debido a que son gestoras maduras con una especialidad muy particular.

El **otro modelo es en formato JV**, en la que Generali da su balance para constituir gestoras nuevas, como **Aperture Investors** (alternativos líquidos) y **Plenisfer Investments** (multiactivo unconstrained). La primera se lanza en 2018 con 4.000 millones de inversión por parte del Grupo Generali, que creyó en el modelo de **Peter S. Kraus**, enfocada al alfa consistente a tres años y con intereses muy alineados a los inversores, donde la comisión de gestión es equiparable

a la de un ETF (siendo una gestión activa), cuando la verdadera retribución es vía un *performance fee*, algo que generalmente las gestoras aplican únicamente en mandatos institucionales grandes. Y en el caso de Plenisfer hay que comentar que está formada por el antiguo equipo de Pioneer.

### Evolución de activos muy razonable en año y medio

Para la directiva es algo complicado porque algunas boutiques ya tenían activos en España, como Sycomore ya tenía activos, al igual que Lumyna, muy importantes vía su estrategia Marshall Wave Tops uno de los fondos *market neutral* más reputados en el mercado. Sin embargo, puntualiza que **el objetivo es crecer en las ventas brutas**, donde la evolución ha sido muy positiva, y ha permitido demostrar que la presencia de un equipo local hace la gran diferencia. Una interacción con los clientes día a día y hace que el negocio»



» crezca. Actualmente es un equipo formado por dos personas, pero con planes de ampliación de equipo en 2023.

“Hemos trabajado con un plan de negocios a cinco años con profesionales especializados por tipo de cliente, que nos permita conocerlo bien y ofrecerle lo mejor”, comenta Mendaza. Y añade que “el 80% de los activos en España en fondos de inversión de terceros se gestionan a través de fondo de fondos o ETF”, que en realidad es un mercado mayorista y muy bancarizado.

“Es un momento en el que el producto puede marcar la diferencia en una cartera, en especial, en momentos como el actual donde hay mucha dispersión”.

Almudena refuerza el hecho de que el volumen será el foco u objetivo en una segunda fase, en la primera es penetrar el mercado con esa gama diferencial de productos de Generali IP.

### Democratización de activos alternativos, ¿qué pasará cuando el cliente retail tenga necesidades de liquidez?

Mendaza comenta que a nivel inversor es muy atractivo e interesante, pero siempre y cuando el inversor tenga cierta cultura financiera. Es una manera de diversificar en plazo, tipo de activo, gestión... Sin embargo, en **Generali la orientación es prioritariamente al cliente institucional.**

Los alternativos han gozado de un momentum de mercado donde no había “yield”, que **ha propiciado que el cliente retail haya demandado alternativos. Sin embargo, las necesidades de liquidez aún no se han generado y veremos qué pasa en ese momento**, comenta Almudena, y dice que por tanto hay que ser prudente en cuanto a la *vehiculización* para cliente privado. Generali es un grupo muy cauto y preocupado por el riesgo reputacional y por tanto el cliente con mayor preparación y aguante de iliquidez es el institucional.



### La política de sostenibilidad de Generali es muy estricta y comprometida

Han sido muchos años de desarrollo de productos, y a nivel gestoras, de ahí la importancia de nuestra boutique francesa **Sycomore**, que se lanza en 2002 con capital totalmente independiente, y en 2008 comienza a desarrollar su propia metodología que se llama **SPICE**, que es un modelo de análisis fundamental al servicio de un rendimiento sostenible. Es un modelo construido de manera muy práctica, sin imposiciones por parte del regulador. “Nos hemos apalancado mucho en la experiencia de Sycomore para estar al día en temas de sostenibilidad”, apunta la directiva.

La articulación y clasificación de fondos de inversión sin tener clara la taxonomía es algo que ha generado mucho trabajo por parte de empresas de gestión y todo apunta a que, en los próximos meses, veamos una ola de un alto porcentaje de fondos considerados artículo 9 rebajados a artículo 8, en un ejercicio de transparencia. Sycomore se adelantó hace meses (septiembre) cuando reclasificó buena parte de sus fondos, con la posibilidad de perder activos, pero es un ejercicio anti *greenwashing*.

Pero el verdadero problema será en aquellos fondos artículo 8 que pasen a artículo 6, ya que si no puedes reportar un mínimo de inversiones sostenibles en cartera, esos fondos tienen que dejar el artículo 8.

“De 6.000 fondos artículo 9 en Europa, solo 70 son realmente artículo 9”, finaliza Mendaza. ■



## Transformar es parte de nuestro ADN

Nuestra capacidad y experiencia en tecnologías como 5G, *cloud*, ciberseguridad, IA, *big data* o *IoT* nos convierten en un gran aliado para la transformación digital. Hacemos nuestro mundo más humano **conectando la vida de las personas**.



**Invertir en empresas  
estadounidenses  
de alta calidad con  
valoraciones atractivas.**



## **Fidelity Funds America Fund**

**Un enfoque diferenciado de la inversión en valor.**



Toda la información  
del fondo en este QR



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 (Luxemburgo) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en [www.fondosfidelity.es](http://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 (Luxemburgo) S.A. CS1053