

- ASEAFI. Vuelta a la normalidad
- Más allá del Ibex, Atrys Health
- Entrevista a Domingo Barroso, Fidelity International



Perspectivas para el segundo semestre

Claves para mejorar tu cartera de inversión

Cuantificando la sostenibilidad.

Para algunos no son más que palabras.
Para nosotros, son datos.



En Robeco somos líderes en inversión sostenible gracias a nuestro enfoque científico. Tomamos decisiones en base a un análisis riguroso, datos precisos e interpretaciones expertas. Nos ceñimos a los números como parte integral de todo lo que hacemos con el objetivo de generar valor a nuestros clientes y al mismo tiempo, cuidar el planeta para las generaciones presentes y futuras. Y funciona.

Descubre cómo cuantificamos la sostenibilidad en [robeco.es](https://www.robeco.es)

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*



Con los expertos en inversión sostenible
ROBECOSAM

ROBECO
The Investment Engineers

Información importante

Esta publicación comercial está destinada exclusivamente a inversores profesionales y tiene como objetivo proporcionar información sobre las posibilidades específicas ofrecidas por los fondos de inversión de Robeco, sin que, en ningún caso, deba considerarse una invitación a comprar o vender título o producto de inversión alguno. Las decisiones de inversión deben basarse en el folleto correspondiente, que puede encontrarse en www.robeco.es. El valor de su inversión puede fluctuar, no pudiendo considerarse los comportamientos pasados como indicativos de futuros resultados. Cualquier información contenida en la presente publicación que no sea información facilitada directamente por Robeco está expresamente identificada como tal y, aunque proviene de fuentes de información consideradas fiables, no se ofrece garantía, implícita o explícita, en cuanto a su certeza. Robeco Institutional Asset Management BV ("Robeco") es titular de una licencia de gestión de OICVM y FIA, concedida por la entidad reguladora de los mercados financieros (AFM) de Países Bajos. La sucursal de Robeco en España, con CIF W0032687F, está registrada en el Registro Mercantil de Madrid, en el tomo 19.957, folio 190, sección 8, hoja M-351927 y en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de sucursales de empresas de servicios de inversión del Espacio Económico Europeo, con el número 24. Tiene domicilio en Madrid en la Calle Serrano 47.

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

Perspectivas segundo semestre: los bancos centrales no han podido con los mercados

El primer semestre del año no ha podido ser mejor para los mercados. Si el 2022 fue un mal año para la renta variable y para los bonos, el 2023 nos ha traído una recuperación de estos activos.

Las perspectivas para el segundo semestre tienen los mismos elementos a vigilar que al principio: las subidas de tipos por parte de los bancos centrales, el precio de la energía, las tensiones geopolíticas y la guerra entre China y EEUU por la supremacía tecnológica.

Quizá la diferencia es que con el paso de los meses ya estamos viendo las consecuencias de esos elementos durante el año y eso puede hacer que seamos temerosos en nuestra toma de decisiones a futuro.

A nivel local, tenemos además unas elecciones que puede que hagan virar el gobierno. La cuestión es si el nuevo gobierno anima los productos de inversión y los mercados financieros para los ahorradores españoles o los sigue penalizando cómo hasta ahora. ■



Juan Ángel Hernández /

Editor de Asset Managers

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

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

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

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



CONTENIDOS



<p>Perspectivas Segundo Semestre: Claves para mejorar tu cartera de inversión <i>Reportaje por Isabel Delgado</i></p> <p>Macroeconomía <i>Por Ramón Bermejo</i></p> <p>ASEAFI <i>Abante. Vuelta a la normalidad</i></p> <p>Entrevista gestor <i>Gesconsult</i></p> <p>Ranking de Fondos <i>Por Consuelo Blanco</i></p>	<p>6</p> <p>16</p> <p>26</p> <p>30</p> <p>32</p>	<p>Fondo a examen <i>BGF World Technology Fund</i></p> <p>BME Growth <i>Inversa Prime Socimi</i></p> <p>Una hora con... <i>Generali Investment</i></p> <p>Más allá del Ibex <i>Atrys Health</i></p> <p>Entrevista Final a... <i>Domingo Barroso</i></p>	<p>34</p> <p>36</p> <p>38</p> <p>42</p> <p>52</p>
---	--	--	---

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) Global Focus

Énfasis en la ventaja competitiva de un crecimiento constante

Una cartera de renta variable mundial que invierte en compañías de calidad con ventajas competitivas duraderas y capacidad para generar rentabilidades sólidas y sostenibles.

- **El fondo invierte en compañías de elevada calidad de todo el planeta que pone el foco en la selección de valores**
- **La libertad para invertir sin restricciones nos permite acceder a los mercados desarrollados y emergentes**
- **El análisis de alta calidad impulsa una cartera de grandes convicciones que se compone de nuestras mejores ideas**

Riesgos a tener en cuenta

El fondo está sujeto a una serie de riesgos derivados de los valores en los que invierte y de las técnicas que emplea para alcanzar su objetivo. Se recomienda a los inversores leer la descripción completa de los riesgos que figura en el Folleto.

Riesgos de inversión

El fondo está sujeto a riesgos relacionados con la inversión en renta variable, la concentración de la cartera y las divisas.

Perfil tipo de inversor

Este fondo es adecuado para inversores que pueden tolerar altos niveles de riesgo y volatilidad y disponen de un horizonte de inversión a largo plazo.

columbiathreadneedle.es



Información importante: Threadneedle (Lux) es una sociedad de inversión de capital variable ("SICAV") domiciliada en Luxemburgo, gestionada por Threadneedle Management Luxembourg S.A.. Este material no debe considerarse como una oferta, solicitud, consejo o recomendación de inversión. Esta comunicación es válida en la fecha de publicación y puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. La información de fuentes externas se considera confiable, pero no hay garantía en cuanto a su exactitud o integridad. El Folleto informativo actual de la SICAV, el Documento de Datos Fundamentales y el resumen de los derechos del inversor están disponibles en inglés y / o en castellano (cuando corresponda) en la Sociedad Gestora Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxemburgo), SA, su asesor financiero y / o en nuestro sitio web www.columbiathreadneedle.es. Threadneedle Management Luxembourg S.A. puede decidir rescindir los acuerdos realizados para la comercialización de la SICAV. Emitido por Threadneedle Management Luxembourg S.A. registrado en el Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburgo), No. de registro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo. Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de empresas Columbia y Threadneedle. WF293346 (02.23)_ES | 5406304



Perspectivas segundo semestre

Claves para mejorar tu cartera de inversión

Entramos en la segunda parte del año y es el momento perfecto para evaluar y mejorar nuestras carteras de inversión. En este reportaje, exploraremos las claves fundamentales para impulsar y optimizar nuestras estrategias de inversión.

Desde la identificación de oportunidades en el mercado hasta la gestión de riesgos, descubriremos cómo aprovechar al máximo nuestras inversiones. Todo ello de la mano de profesionales expertos de primer nivel que nos desvelarán los secretos para mejorar nuestra cartera de inversión y obtener así resultados sólidos en la segunda parte del año.

POR ISABEL DELGADO / REDACCIÓN

En un mundo como el actual, en constante evolución, es esencial explorar nuevas opciones que nos permitan maximizar nuestros rendimientos y gestionar eficazmente nuestros activos. En un entorno caracterizado por la volatilidad y la incertidumbre, es crucial analizar diferentes estrategias de inversión y

considerar alternativas más allá de las tradicionales. ¿Cuál es el escenario base frente a esta situación actual? ¿Cuál es la actitud con la que se están enfrentando al mercado los profesionales de la inversión?

Desde abrdn, siempre intentan poner notas positivas, aunque en realidad están bastante

preocupados por la situación de cara a la segunda mitad del año, porque son de los que piensan que, a pesar de que el año haya comenzado sorprendentemente bien, en general, tanto en Europa como en Estados Unidos, y con los datos que han salido en las últimas semanas, como las subidas de tipos tan rápidas e intensas, así como los niveles de inflación... lo que sí ven razonable es que el efecto retardado de esas políticas monetarias es lo que provocará una recesión.

El escenario más probable de la gestora para la segunda parte del año sería, siendo ésta un poco la parte negativa, una recesión comenzando en el último trimestre de este año, tanto en Estados Unidos como en Europa, una recesión de un nivel medio, que durase dos o tres trimestres. Mientras que la parte positiva, es que ven una agresiva bajada de tipos de interés el año que viene, siempre y cuando la inflación lo permita. *"En nuestro asset allocation vemos que hay que sobreponderar fuerte deuda gubernamental, especialmente de Estados Unidos; sobreponderar razonablemente fuerte Investment Grade, pero de muy alta calidad; estar con la escopeta cargada en high yield y en pequeñas compañías, en Europa especialmente; y hablando de zonas geográficas nos centramos en la región Asia pacífica, China, incluso emergentes, que es la gran promesa, porque pensamos que el efecto de las políticas monetarias debilitaría el dólar, lo que siempre beneficia a los emergentes"*, comenta **Pablo Moreno, Business Development Director de abrdn**.

Por otra parte, es importante destacar que la presión inflacionista está latente en los mercados. En cuanto a datos de crecimiento en Estados Unidos y Europa, vemos que en Estados Unidos sería de decrecimiento del 0,9%. La inflación en 2024, que es uno de los puntos de inflexión, sería del 1,7%; del 1,6% en 2025; y los tipos en 2024, sobre todo para finales de año, se prevé que estén en el 1,38% y en el 0,88% en 2025, en Estados Unidos. En Europa, sin embargo, se mantendría la inflación, que en 2024 estaría en 2,2%; en 2025 en Eu-

ropa a un 1,6%; y los tipos se mantendrían en el 1,5% tanto en 2024 como en 2025.

En Aegon AM están bastante positivos en duración de gobierno americano. No obstante, en Europa prefieren el corporativo de grado de inversión. Hacen referencia a que hace diez años veíamos que las manufacturas y la industria tiraban mucho más, y ahora estamos viendo como el sector servicios en Europa es el que tira. Estamos cambiando un poco esas dinámicas y las empresas se van a adaptar. Por todo ello, **Rocío Poquet, Sales Manager de Aegon AM** afirma que *"estamos bastante positivos en el sentido de que sí que puede llegar una recesión técnica de crecimiento, pero no pensamos que vaya a ser una recesión fuerte. No vemos ningún problema en el sector financiero, más allá de los puntos localizados que tuvieron lugar en Silicon Valley y Credit Suisse, que fue desde nuestro punto de vista un elemento que llevaba ya tiempo rondando, y que pasó en un momento crucial para ocasionar un poco de ruido. Y estamos positivos en que, al final, el consumo a nivel de Europa sí que va a seguir tirando"*.

En un entorno caracterizado por la volatilidad y la incertidumbre, es crucial analizar diferentes estrategias de inversión y considerar alternativas más allá de las tradicionales

Desde el punto de vista de la banca privada, **Jesús Ferrando, asesor financiero de iCapital**, comenta que llevan varios meses con una posición muy defensiva, algo que el cliente institucional entiende. Sin embargo, el cliente clasificado como "grupo familiar" es mucho más conflictivo en este aspecto, ya que exigen ir en la misma línea del mercado de forma constante y recurrente, algo muy difícil en el momento que vivimos actualmente. *"Hemos hecho estrategias de preservar capital, con actitudes muy defensivas hacia activos monetarios y buscando duración también en crédito,"*



» y reduciendo considerablemente posiciones en renta variable, dejándolas a mínimo”, destaca Jesús Ferrando.

Los profesionales de banca privada coinciden en que se puede hablar del entorno macroeconómico y, trasladarlo a los clientes, revisándolo y como pasa siempre, equivocarse en según qué casos, porque es imposible predecir el futuro al haber tantísimas variables que influyen en él. Pero, en definitiva, lo que a los clientes les interesa es rentabilizar sus ahorros y además, están cambiando el sesgo a ser más positivo ahora, porque el entorno y la inercia del mercado favorece a que se tienda a incorporar más riesgo, aunque ya exista un 15% de alza en Europa y en Estados Unidos, y el Nasdaq lleve un 30%, ¿qué se hace ante esta situación?

Desde Aegon AM están bastante preponderados en renta variable, más positivos en renta variable europea que en renta variable americana. Están viendo que hay oportunidades en empresas de calidad y poco apalancadas. Al final, en todos los sectores existen empresas de calidad en las que se puede invertir.

Abrdn cree que renta variable sí, poco a poco, pero estando el mundo como está, solo ha-

rían renta variable de mucha calidad, mucha previsibilidad y buen management. Si ven que el mundo se desmorona más, renta variable con *income*, porque al final esa previsión de dividendos, flujo de caja, recurrencia, etc., les hace ser bastante más defensivos. Sin embargo, si ven un mundo bueno en todos los capítulos, por renta variable mantendrían de calidad, pero ya incluirían más cosas como emergentes por valoración.

En las previsiones que tanto casas de análisis como banqueros privados y gestoras hacen, hay una palabra que se repite, que es la “prudencia en la gestión de cartera”. ¿Cuál es el mayor riesgo al que se enfrenta el mercado? ¿Qué posicionamiento es clave para conseguir una mejor gestión de la cartera?

José Manuel García, socio y director de ATL Capital, considera que el mayor riesgo es que la inflación alta persista. Si esto es así, y lo tenemos durante 2-3 años, nuestro mundo se va a complicar. Cree que 2022 fue un año muy complejo, pero también es una oportunidad para invertir, pero quitando ese factor, considera que será un escenario difícil, porque además se empezarán a ver las tasas de default más altas, además de mayor volatilidad. »



MOVING TOGETHER

ADDING **I** ENERGIES

ARTECHE.COM

» En Efe&Ene creen que, por ejemplo, en cuanto a materias primas, no hemos visto todo lo que teníamos que ver, ya que pueden dar algún susto en el futuro, sobre todo en energía y metales industriales, en el caso de que la

En las previsiones que tanto casas de análisis como banqueros privados y gestoras hacen, hay una palabra que se repite, que es la “prudencia en la gestión de cartera”

recesión no sea tan fuerte como algunos piensan. *“También vemos riesgo en los fondos que tienen un active share bastante bajo, porque creemos que los índices han dejado de ser representativos de la economía real y ahí creemos que hay un riesgo, sobre todo con carteras indexadas, en fondos con active shares muy bajos, y eso*

nos preocupa relativamente”, comenta **Manuel González, investigador cuantitativo y analista de activos múltiples de Efe&Ene.**

No se puede olvidar que hay una clara tendencia en España hacia una inversión más conservadora. De esta manera, cuando la renta variable está tirando, a todo el mundo le gusta la renta variable y nadie se lo quie-

re perder. En definitiva, el mayor temor viene producido por la rentabilidad, esa correlación positiva que empezó a tener el año pasado tanto la renta fija como la renta variable.

Felipe Albiol, banquero privado en centro de banca privada de ATL Capital Valencia, afirma que todo ello es una dificultad que vamos a seguir teniendo. Es decir, la labor como profesionales consiste en aleccionar al cliente a intentar que la inversión en el largo plazo se respete. Todos los años pasan cosas, siempre nos lo dicen, siempre lo vemos. Al final nos facilita mucho la labor, que en estos momentos hayan subido los tipos, que se puedan comercializar depósitos, fondos monetarios, donde antes eran negativos y donde ahora tienes una rentabilidad bastante decente que puedas incorporar a las carteras, donde no tengas que pensar nada, y donde el cliente no se plantee que, ante una caída de mercado, haya que quitar el producto. *“Tenemos un trabajo que es complicado, porque todos los días está presente la valoración del liquidativo del fondo de turno, del activo financiero que está realizando minuto a minuto. Y tenemos, a lo mejor una parte residual de clientes, que no le dan importancia a eso, pero una parte todavía muy importante de clientes que están constantemente viendo las valoraciones de sus carteras”,* explica Felipe. »

»





sacyr



Sumamos retos,
creamos valor.



sacyr.com





» La diversificación de carteras es otro tema que atrae en gran medida a los inversores. Pero, ¿Cuáles son las estrategias más efectivas para diversificar una cartera de inversión en el entorno actual? ¿Cómo se pueden equilibrar los riesgos y rendimientos esperados?

José Luis Flores, banquero privado senior de A&G Banca Privada, cree que, a día de hoy, una manera que puede que sea muy acertada a la hora de diversificar la cartera y donde menos incertidumbre podemos encontrar es, construyendo una base sólida de renta fija que va a permitir tener un carry los próximos 2-3 años con bastante certeza. La renta variable tiene muchos nubarrones y por tanto con la renta fija y una buena construcción más allá de los monetarios cree que ahora sí podemos empezar a construir una cartera de inversión, incluso atreverse con deuda emergente. Le parece que es momento de diversificar bien con el mundo de la renta fija, además de utilizar la volatilidad. El año pasado, estar largo de

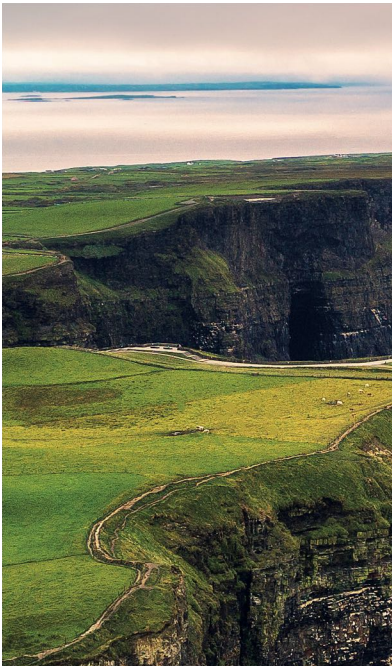
volatilidad descorrelacionó por completo y sirvió mucho para obtener una buena rentabilidad. *“Estamos en una situación de complacencia absoluta por parte de los mercados y creo que, en las próximas semanas y meses, si esa complacencia se mantiene, tener un 5% o un 8% en largo de volatilidad puede ser otra herramienta buena para diversificar la cartera”*, explica José Luis.

Por su parte, **Paco Romeu, Asesor Financiero de iCapital,** está incorporando cierto porcentaje, dependiendo del perfil de cada cliente, de fondos alternativos ilíquidos, lo que ofrece una rentabilidad histórica bastante más elevada que una cartera convencional, y los clientes cada vez más demandan este tipo de productos. *“Los alternativos ilíquidos son un activo que está funcionando muy bien pese a la corrección de esta última valoración del trimestre pero que ofrece bastante rentabilidad y que el año pasado nos compensó bastante las caídas a nivel global de carteras, por lo que esperamos que los próximos años sean buenos”*, concluye Paco. ■

Empresa



Certificada



SOMOS LA PRIMERA TELECO EUROPEA QUE CONSIGUE SER EMPRESA B CORP,

lo que reconoce nuestro esfuerzo por ser una empresa con impacto positivo social y medioambiental.

Y esto es **bueno para el negocio,**
porque es **bueno para el planeta.**

MASMOVIL[®]

Conclusiones

Rocio Poquet, Sales Manager de Aegon

AM: "Estamos más positivos en renta fija que en renta variable teniendo en cuenta que la subida de tipos ha hecho aflorar oportunidades dentro de este tipo de activo, siempre en duraciones más cortas para reducir ese riesgo de volatilidad de tipo de interés y posicionándonos más hacia activos alternativos dentro de la renta fija como pueden ser bonos flotantes de ABS pero siempre invirtiendo en Europa. También estamos empezando a ver cierto atractivo en high yield de europeo, con plazos cortos y estamos esperando que incrementen un poco más los diferenciales para dar el paso hacia el high yield, teniendo en cuenta que no consideramos que habrá una recesión fuerte ni en Europa ni en Estados Unidos, sino que la recesión técnica es lo que va a mantenerse en los mercados".

Pablo Moreno, Business Development Director de abrdn

"Desde abrdn apostamos por cautela en estos siguientes meses del año por un motivo fundamental y es que pensamos que las políticas monetarias, las subidas de tipos tan acentuadas y tan rápidas van a traer una recesión que no consideramos que vaya a ser en cualquier caso muy intensa pero que pensamos que en los activos de riesgo no está reflejada esa

recesión especialmente en la renta variable. Hablando de activos de riesgo, para el momento actual en inversores un poquito más arriesgados, pensamos que a pesar de estar infraponderados, no nos gusta ahora mismo especialmente la renta variable si pensamos que hay zonas del mundo que pueden tener un sentido especialmente en el juego relativo con la renta variable desarrollada y seríamos positivos en la segunda parte del año en cuanto a renta variable china y Asia pacífico en concreto".

Manuel González, analista cuantitativo y de activos múltiples de Efe&Ene

"Hemos empezado el año construyendo cartera porque vemos oportunidades en ciertos segmentos de renta fija y también nuestros modelos macroeconómicos nos han ido posicionando hacia Japón. Estamos muy positivos en Japón para lo que queda de año y también en ciertas partes de la renta fija en fondos a vencimiento hay algunos que nos gustan mucho, alguno de high yield europeo también lo puede hacer muy bien. Y por lo que respecta a la macroeconomía, sí que creemos que hay muchas probabilidades de recesión, una recesión un poquito más fuerte de lo que la mayoría de la gente opina y que creemos que se va a retrasar hasta mediados del 2024, lo que va a permi-

tir que los mercados de aquí hasta que termine el año se mantengan más o menos estables y den oportunidades de construir cartera en ciertos segmentos de activos".

José Luis Flores, Banquero privado senior de A&G Banca Privada

"En A&G hemos asistido con cierta cautela a lo largo de este primer semestre a la evolución de los mercados. Somos cautos en el mercado de renta variable, todo lo contrario, en renta fija donde salen oportunidades, en corporativos grados de inversión, en deuda emergente. Muy optimistas y muy flexibles a entrar en distintos activos de renta fija. Y, por tanto, creemos que en la segunda parte del año tiene que ser una gestión muy activa buscando el seguimiento y el asesoramiento a los clientes de cómo va cómo va a ir la inflación, cómo vamos a ir monitorizando la evolución de la inflación, que va a ser el activo que va a marcar la evolución de los tipos de interés y la evolución de los mercados de renta variable en la segunda parte del año".

Felipe Albiol, Banquero privado en centro de banca privada de Andbank España Valencia

"Para el segundo semestre, tenemos un ligero tono optimista y positivo para la parte de renta variable. Creemos que hay

que ser prudentes y, cautelosos, sobre todo porque no es que pensemos que vaya a bajar sino todo lo contrario, pensamos que va a seguir subiendo, pero ya a una velocidad mucho más reducida que la de primer semestre. Hay que recordar que los mercados en Estados Unidos han subido entre un 15 - 20% y en Europa pues prácticamente un 15%. Todavía no estamos del todo positivos, pero sí que hay que vigilar por temas de valoración todo lo que es emergentes y pequeñas compañías que serán las próximos zonas geográficas o sectores que puedan dar un impulso importante. Y en la parte de renta fija, con una opinión muy similar al primer semestre, seguir incorporando renta fija corta duración en Europa, en Estados Unidos también, y empezaremos a incrementar algo de duración en Estados Unidos, en Europa todavía no".

Paco Romeu, Asesor Financiero de iCapital: "Recomendamos a nuestros clientes mantener una posición defensiva, no demasiado, pero sí bastante cauta y prudente de cara a los próximos 6 - 9 meses porque el punto de inflexión es saber cuándo va a moderarse la inflación y cuándo los bancos centrales van a ir reduciendo los tipos y a partir de ahí pues es cuando estaríamos más positivos en renta variable progresivamente y ahora por el momento, man-

tener renta fija incrementando duraciones en determinadas estrategias, algo de high yield dependiendo de cada cliente, y en sectores en renta variable que se vean favorecidos por el título restrictivo y recesivo, y con pinceladas de algunas otras líneas de estrategias que puedan dar rentabilidad como el private equity, el sector del lujo, un sector que está en auge, y básicamente ese es nuestro escenario, esperar oportunidades y a ver qué pasa con la inflación".

José Gregori, Director Valencia de Welzia Management: "Tenemos una visión bastante prudente de lo que va a ser la economía en un futuro próximo. Hay muchas razones para pensar que viene una recesión, una crisis, pero el riesgo está precisamente ahí, no sabemos cuándo se va a producir esa crisis, por lo que mientras pues hay que estar invertidos y no podemos perder el hilo del mercado. En ese sentido nos decantamos por una posición un poco de extremos. Por un lado, asegurarnos la parte de monetarios, pero sin perder de vista la renta variable, la inversión a largo plazo, etc... Y esa es nuestra visión, prudentes, pero sin tenerle miedo al mercado porque no sabemos cuándo va a llegar esa recesión".

Sergio Bueno, Director de oficina de Valencia de Tressis: "Para los siguientes

años vemos que un tema importante va a ser el tema de la inflación. Posiblemente tengamos en los próximos años una reducción drástica de deuda y a partir de ahí lo más importante es el tema de diversificar bien las carteras, estar bien posicionados, tenemos ideas de actualmente de coger selección en renta variable, pero sí que es verdad que es muy importante el tema de tener planificaciones a largo plazo, cosas puntuales en un momento dado pueden dar rentabilidad, pero lo más importante es planificar con una buena diversificación".

José Manuel García, socio y director de ATL Capital: "Nuestro escenario para la segunda parte de 2023 es moderadamente optimista. Vemos claramente una oportunidad en los mercados de renta fija con unos mercados monetarios que nos pagan de 3 - 3.000%, incluso la renta fija investment grade con tyres en torno al 4%. Incluso para aquellos inversores que están buscando más riesgo de crédito, la parte de high yield y deuda financiera. La renta variable la vemos algo más exigente en cuanto a múltiplos, por lo que deberíamos ser algo más prudentes, pero sí que mantendríamos un porcentaje estratégicamente y a la espera de alguna posible corrección. ¿El principal riesgo que vemos? La inflación". ■



La evolución del Deflactor del Gasto en Consumo Personal en EEUU apoya un escenario de mantenimiento de los tipos de la Fed en su reunión del 26 de julio

La medida de la inflación subyacente de los servicios en Estados Unidos, que los funcionarios de la Reserva Federal están siguiendo de cerca, registró el menor incremento desde julio del año pasado: **los precios de los servicios, excluidos los servicios de energía y los costos de la vivienda, aumentaron un 0,23% en mayo**, según cálculos de Bloomberg basados en datos publicados el viernes por la Oficina de Análisis Económico.

El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, y sus colegas del banco central estadounidense se han concentrado en esta parte de la cesta de precios al consumidor,

argumentando que es probable que la rigidez de los precios de estos servicios mantenga la inflación elevada a menos que el mercado laboral se suavice.

“Donde realmente **no hemos visto mucho progreso es en los servicios no relacionados con la vivienda**”, dijo Powell el miércoles en un evento del Banco Central Europeo en Sintra, Portugal. **“Ahí es donde todavía no vemos mucho progreso, y una explicación para ello es que los costos laborales son realmente el factor más importante de lejos en la mayor parte de ese sector”**.

“Necesitamos ver una mejor alineación de la oferta y la demanda en el mercado labo-



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

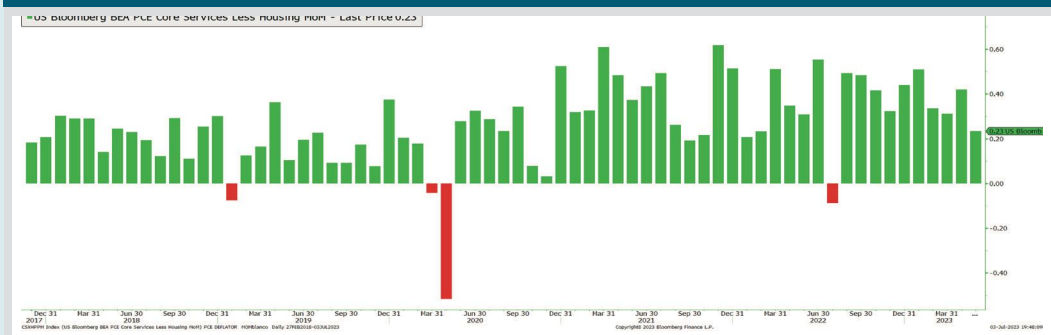
ral, y ver un mayor debilitamiento de las condiciones del mercado laboral, para que las presiones inflacionarias en ese sector también puedan comenzar a disminuir”, dijo Powell.

En términos interanuales, los precios subieron un 4,53% (véase Gráfico 2).

Conclusión

Tras conocer la métrica de inflación publicada el pasado viernes 30 de junio (PCE Deflator) en EEUU, esperamos que las dos subidas de tipos adicionales hipotéticas por encima del 5,25% actual (posible máximo del actual»

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA VARIACIÓN MENSUAL DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS, EXCLUIDOS LOS SERVICIOS DE ENERGÍA Y LOS COSTOS DE LA VIVIENDA DEL DEFLATOR DEL PCE.

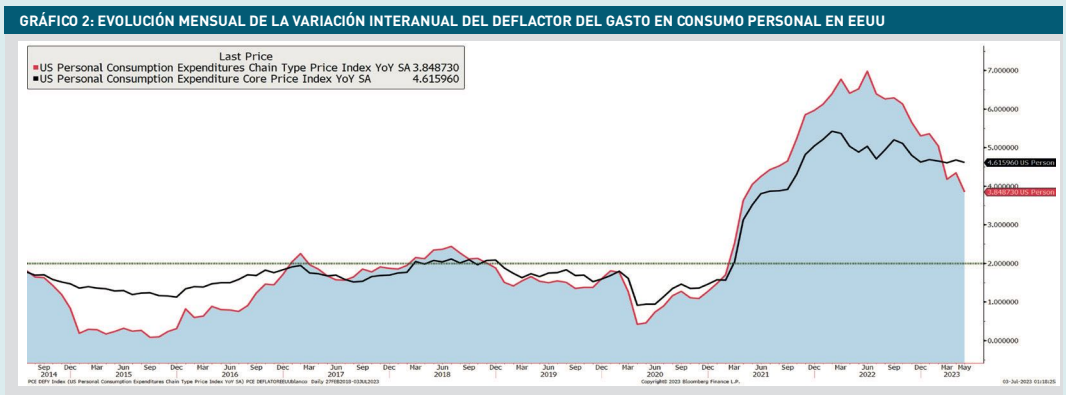


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

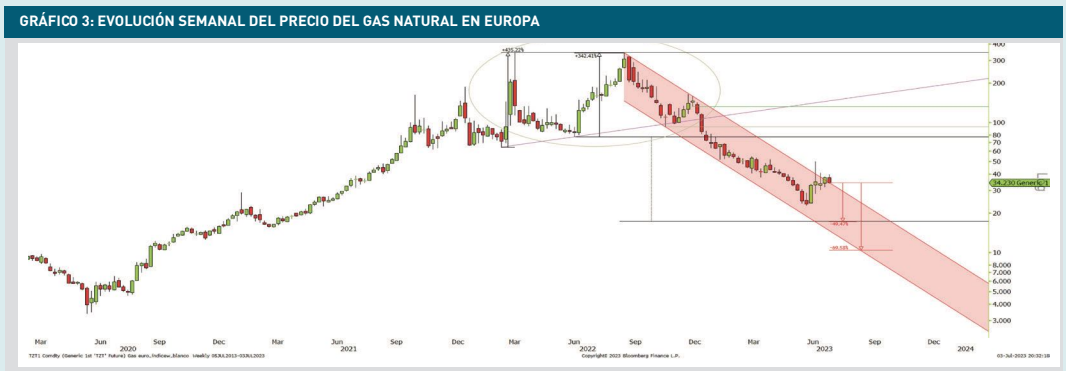
» ciclo de subidas) que figuran en sus previsiones no se materialicen empezando por la reunión del 26 de julio, debido a que esto se produce en un contexto bajista de los precios de las materias primas como el gas natural y del petróleo impulsados a la baja por la ralentización económica de China a pesar de los denodados esfuerzos de Arabia Saudita y Rusia de mantener el precio al alza anunciando recortes de producción para julio y agosto. Previa a dicha reunión el 12 de julio conoceremos el dato de IPC de junio que junto con el informe mensual de empleo del viernes 7 de julio serán los principales datos entrantes que tendremos antes del próximo FOMC de julio. La utilización de técnicas de market timing observadas en la certificación CFA para el Level 1 nos permiten ser optimistas ante la posibilidad de caídas adicionales del 49% y 69% adicionales desde los 33,929 euros/

megavatio hora del lunes 3 julio 2023. Esta caída abrupta en los precios de las materias primas se vería favorecida además por un incremento sin precedentes de las energías renovables (eólica y solar) en detrimento de los combustibles fósiles como el gas natural y petróleo.

De esta manera se evitaría poner en peligro el poder obtener un segundo mandato por parte de Joe Biden, pues en el momento que se produzca un mes de destrucción de empleo los republicanos le señalarán a él como único culpable, lo que pondría en riesgo todos los avances climáticos generados por la Ley de Reducción de la inflación firmada por Biden en agosto 2022. Por otro lado, y como elemento esperanzador de que lo peor de la inflación ha quedado atrás y que el techo de la subida de tipos de interés podríamos haberlo ya alcanzado en el actual 5,25. ■



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Ayudamos a nuestros clientes a transformarse para ser más eficientes y sostenibles.

Nos apoyamos en la tecnología como vía para lograrlo.



>1.100 M€
Facturación

76% Conversión
EBITA en FCF

Dividendo por
acción: **+13%**


DOMINION

**Eficiencia &
Sostenibilidad**

ir@dominion-global.com



El crecimiento europeo ha descendido, pero la recesión en Estados Unidos solo se ha aplazado

Los tipos de interés de la Reserva Federal estadounidense han pasado de cero a 5%-5,25% en los últimos 15 meses, mientras que el tipo de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años subió desde el 1,5% del año pasado hasta situarse un 4,25%¹. Más tarde retrocedió debido al desplome de los bancos Silicon Valley, Signature y First Republic.

Sin embargo, las turbulencias del sector bancario solo fueron el segundo acontecimiento inesperado. Las subidas de los tipos de interés y los altos rendimientos ya habían ocasionado pérdidas para los bonos por ajuste a valor de mercado, lo que llevó a los depositantes estadounidenses a salir de la banca y acudir a los fondos del mercado monetario. La resiliencia observada en el mercado bursátil se ha podido atribuir a las expectativas de bajadas de tipos en algún momento posterior de este año. Sin embargo, la inflación se mantiene persistentemente alta: la inflación del PCE subyacente, constituido por los precios de productos y servicios adquiridos por consumidores, podría superar el 3,5% al final del año, muy por encima del objetivo del 2%. No obstante, la Fed no está aminorando las subidas de tipos, sino adoptando otros medios para mantener la estabilidad bancaria.

Europa frente a Estados Unidos

Pese a tender a la recesión —el crecimiento fue de -0,1% tanto en el 4T 2022 como en el 1T 2023²—, la renta variable europea ha despuntado frente a la estadounidense en un 30% desde el otoño pasado³. Un invierno suave, el descenso de los precios energéticos y la reapertura de China impulsaron los índices de gestores de compras (PMI) y los beneficios de la zona euro, lo que supuso la inversión del comportamiento inferior observado desde la crisis financiera global, que se produjo como consecuencia de un sesgo hacia el valor y una ausencia de crecimiento estructural. Los precios no se han enfriado en Europa: la inflación general y subyacente marcaron la cifra del 0,9% y un 1,2% intermensual, por lo que los tipos de interés seguirán subiendo.

Por otra parte, muchos de los problemas de la banca europea no están presentes en Europa: los bancos europeos demuestran ahora una mayor fortaleza que durante la crisis financiera global, no se enfrentan a una crisis de insolvencia y no presentan exposición al riesgo de tipos de interés; el aumento del coste del capital simplemente ralentizará el crecimiento económico y la inflación; las carteras de bonos bancarios europeos resultan menos voluminosas; la relajación cuantitativa prosigue en Europa, mientras que Estados Unidos ya ha emprendido el

endurecimiento monetario; las posiciones de deuda constituyen un 17% de los depósitos europeos frente a un 25% en Estados Unidos⁴, por lo que los bancos europeos pueden acusar más salidas de flujos antes de verse obligados a vender bonos.

En cuanto a los mercados, aunque el Viejo Continente haya ido por delante de Estados Unidos en los últimos 6 meses, el mercado estadounidense sigue estando más de 18 veces más caro en términos de precios/beneficios futuros. Un tipo libre de riesgo del 5% y un rendimiento del bono de Estados Unidos a 10 años superior a la rentabilidad por dividendo estadounidense tampoco ayudan. Europa ofrece un panorama más halagüeño en materia de dividendos si se compara con los rendimientos de los bonos. La prima de riesgo de renta variable se halla en mínimos de 15 años y deja poco margen para que se perturbaciones negativas; el crecimiento de los beneficios es escaso pese a la resiliencia de los márgenes.

Los títulos industriales han repuntado desde el otoño a medida que nos acercamos a una última subida de los tipos de interés. Hay quienes creen que se está iniciando un nuevo ciclo, pero nosotros no estamos seguros de que sea así. En renta variable, el liderazgo sectorial es defensivo tanto antes como después de un cambio del ciclo, es decir, valores similares a los bonos como tecnología, salud y consumo básico. La tecnología ha registrado mejores resultados y está descontando excesivamente el descenso que se vaticina en los tipos de interés.

El precio relativo del sector tecnológico se encuentra en máximos históricos. Europa, neutral en cuanto a sectores, parece más barata que Estados Unidos en más de una desviación típica, lo que implica que hay motivos para que Estados Unidos se haya situado en el vagón de cola. El Reino Unido sigue pareciendo excesivamente caro y exhibe la rentabilidad por dividendo más alta, una ratio de *payout* del 40% y una beta de menos de 1 respecto al índice MSCI World⁵.

Las acciones de valor suelen ir por detrás de las de crecimiento cuando bajan los tipos de la deuda. Desde el punto más bajo de desempleo hasta el inicio de la recesión no suelen transcurrir más de seis meses; estamos acercándonos a esa situación. ■



Paul Doyle

Director de Renta Variable
Europea de Gran Capitalización
de Columbia Threadneedle
Investments

¹ Bloomberg, mayo de 2023

² The Guardian, La zona euro entra en recesión por efecto de la crisis del coste de la vida, 8 de junio de 2023

³ Bloomberg, abril de 2023

⁴ Encuesta sobre préstamos del Banco Central Europeo de 2023

⁵ Institutional Brokers' Estimate System (IBES), abril de 2023



¿Por qué tu cartera debería tener más renta variable europea que americana en este momento?

Aunque el sector tecnológico ha tenido mejores resultados en los últimos años, las condiciones del mercado han cambiado y podrían llevar consigo a un cambio en la supremacía de EE. UU. en los próximos meses. Sin ir más lejos, la renta variable europea parece mostrarse sólida ante un escenario de tasas altas, en relación al mercado estadounidense. Esto es así debido a que el mercado americano tiene una fuerte exposición a empresas tecnológicas como motor de crecimiento, las cuales suelen tener valoraciones más estrechas.

Las acciones europeas siguen estando a unos precios muy atractivos si lo comparamos con las acciones americanas. Incluso si tuviéramos en cuenta la diferencia por sectores, los múltiplos muestran que están alejados de su media a largo plazo.

De igual manera, creemos que una reorganización europea tendrá lugar como resultado de los recientes acontecimientos geopolíticos, que han cambiado la estructura de la globalización. Europa se ha dado cuenta que debe

mitigar el impacto de los shocks externos en el futuro en sus cadenas de suministro. Por lo que la diversificación de riesgos en las cadenas de suministros conllevará a nuevos puestos de trabajo e ingresos internos, lo cual favorecerá más aún el crecimiento social inclusivo.

Creemos firmemente que los programas de gasto en transición energética crearán oportunidades para las acciones europeas impulsadas por programas de transición sostenible y los estímulos fiscales. Un ejemplo de ello es el Plan Industrial del Pacto Verde de la Unión Europea por el que se dispondrá de 250.000 millones de euros de inversión directa, y hasta 550.000 millones de euros adicionales en préstamos y subvenciones. El objetivo de este programa es hacer que el entorno regulatorio sea propicio para acelerar la inversión verde y hacer que los mecanismos de financiación existentes, como REPowerEU y EU Next Generation de la UE, sean más rápidos y fáciles de acceder.

En definitiva, los inversores fundamentales con perspectiva ESG podrían encontrar oportunidades de inversión con un gran potencial de generación de alfa en estas circunstancias.

¿Una estrategia que tenga en cuenta este escenario tan favorable?

Desde Nordea AM, proponemos la estrategia European STARS Equity que gestiona activamente empresas europeas de calidad desde 2017. En ella se combinan oportunidades del tipo Value y empresas líderes con características Quality/Growth. Mientras que las primeras se caracterizan por ser historias de cambios y mejoras ESG, las segundas están posicionadas para ser líderes en el largo plazo dadas sus ventajas competitivas.

Esta estrategia forma parte de la familia STARS, que tiene como objetivos:

- Superar al índice de referencia¹
- Invertir en empresas que cumplan con los más altos estándares ESG
- Promover cambios para lograr un impacto real gracias al diálogo con las empresas.

Se trata de una gama de 14 soluciones de inversión a nivel global y regional que aspiran a condensar en cartera títulos con fundamentales robustos que tengan modelos de negocio sostenibles. Dicho de otro modo, pretende capturar “las estrellas del día de mañana”. En este contexto, la solución regional que acota la renta variable europea (la estrategia European STARS Equity) destaca por su fuerte desempeño en los últimos meses². Desde la gestora, nos mostramos optimistas y convencidos de que seguiremos yendo por el mismo camino. ■

¹ 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.

² 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.

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.



René Petersen

PMs of Nordea's European STARS Equity Strategy



Frederik Weber

PMs of Nordea's European STARS Equity Strategy

¿Tienen las pequeñas compañías capacidad para resistir la actual situación?

Las pequeñas compañías europeas han repuntado tras un decepcionante 2022. Los valores growth también vuelven a contar con el favor de los inversores tras la pronunciada rotación a favor de los títulos con sesgo value que vimos el año pasado. No obstante, el actual contexto de inversión es difícil. Los datos económicos son débiles en general, la inflación es elevada y los bancos centrales están subiendo los tipos de interés. La geopolítica también pesa en el ánimo de los inversores. La pregunta ahora es: ¿podrá mantenerse la recuperación de las pequeñas compañías europeas?

La importancia de centrarse en la calidad

En el entorno actual, creemos que los inversores se centrarán cada vez más en los fundamentales bottom-up. Esto significa distinguir entre las empresas que están cumpliendo sus planes de crecimiento y las que no. En consecuencia, evitar las empresas deficitarias o especulativas seguirá siendo de vital importancia.

Las compañías growth de calidad también deberían seguir recuperándose tras la rotación de estilos de 2022. Durante los periodos de tensión, los inversores suelen favorecer a las empresas con una rentabilidad sólida, un buen flujo de caja, una gestión fuerte y unas normas ESG (medioambientales, sociales y de gobernanza) sólidas. Las barreras de entrada elevadas, los motores de crecimiento únicos y el poder de fijación de precios son también características atractivas. Por el contrario, las empre-

sas con elevados niveles de deuda o que dependen de factores externos para tener éxito podrían quedarse en el camino.

Una mano sólida al timón

La mayoría de los equipos directivos han estado en crisis durante los últimos tres años. La pandemia mundial, las interrupciones en la cadena de suministro y el aumento de los costes de las materias primas han puesto a prueba muchos modelos de negocio. La demanda ha fluctuado, mientras que la subida de los tipos ha lastrado los balances.

En todo este tiempo, sin embargo, los equipos de gestión con visión de futuro y con capacidad económica necesaria han seguido invirtiendo. Creemos que esto dará sus frutos en 2023 y a largo plazo, a medida que los fuertes se fortalezcan y los débiles se tambaleen.

¿Un punto de entrada atractivo?

Otro aspecto a considerar son las valoraciones. Históricamente, las pequeñas empresas europeas han cotizado con una prima media de valoración de alrededor del 8% (1) respecto a las grandes, gracias a su mayor potencial de crecimiento y beneficios. Tras los resultados del año pasado, las empresas europeas de menor tamaño cotizan actualmente con un descuento de alrededor del 20% frente a sus homólogas de mayor tamaño. La pronunciada rotación del mercado en 2022 también significa que los valores de crecimiento cotizan por debajo de su media histórica. Por lo tanto, estas valoraciones podrían representar un punto de entrada atractivo para los inversores a largo plazo.

■ Fuertes recuperaciones de las caídas del mercado

TMT Period		
	MSCI World Small Cap	MSCI World
May 01 - May 03	-29.1%	-36.6%
Subsequent 1 - year	54.1%	24.3%
Subsequent 3 - years	141.3%	73.5%
GFC Period		
	MSCI World Small Cap	MSCI World
May 07 - Feb 09	-39.2%	-32.6%
Subsequent 1 - year	63.6%	45.3%
Subsequent 3 - years	102.8%	67.4%
COVID-19 Period		
	MSCI World Small Cap	MSCI World
Dec 19 - Mar 20	-25.2%	-15.5%
Subsequent 1 - year	63.7%	39.1%
Subsequent 3 - years	N/A	N/A

Fuente: Morningstar, USD, 1 de enero de 2000 a 31 de diciembre. Los costes pueden aumentar o disminuir como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas y los tipos de cambio. Esto puede afectar a lo que usted recupera.

La historia está de nuestro lado. Aunque los resultados pasados no son una guía para los resultados futuros, la evidencia muestra que las empresas más pequeñas tienden a superar a las de gran capitalización a medida que salimos de la recesión o antes. Además, como muestra nuestra tabla, tras periodos de rentabilidad relativamente baja -2001-03, 2007-09 y 2019-20-, las empresas mundiales de menor tamaño registraron una fuerte rentabilidad superior en los tres años siguientes (más prolongada en el caso de principios de la década de 2000). No vemos ninguna razón por la que esta vez vaya a ser diferente.

Conclusión

Corren tiempos difíciles. El crecimiento económico europeo es débil, mientras que la inflación se mantiene obstinadamente alta. Seguimos favoreciendo a las empresas de crecimiento estructural en las que existe un mayor grado de previsibilidad de los beneficios. Las que cuentan con equipos directivos fuertes, barreras de entrada elevadas y motores de crecimiento únicos también deberían obtener buenos resultados. Ya estamos viendo cómo empresas de crecimiento de calidad se recuperan de la caída del año pasado. Las valoraciones, por su parte, son atractivas. Creemos que estos factores brindan una oportunidad para que los stock-pickers activos, con un enfoque bottom-up y con un proceso de inversión probado, obtengan mejores resultados. ■



Álvaro Antón

Country Head
de abrdn para Iberia



Vuelta a la normalidad

Desde la crisis financiera de 2008, el inversor ha tenido que tomar decisiones en un contexto de gran anomalía. Lo más anormal ha sido, desde luego, vivir durante años con tipos de interés negativos. Es algo que no había pasado en la historia. La razón que llevó al Banco Central Europeo a adoptar esa anormal política no fue la que explícitamente consta como misión propia. Las tasas de inflación solo estaban marginalmente por debajo del 2% establecido como objetivo, y el afán de alcanzar ese 2%, vía tipos negativos y compra de deuda pública en mercado secundario, no era más que una excusa para hacer lo que realmente se quería hacer: permitir el sostenimiento de las cuentas públicas de algunos países para salvar el euro.

Y cuando, pasada una década desde la crisis financiera global, parecía que la ayuda extraordinaria del BCE a sus propietarios, los estados de la eurozona, ya no era tan necesaria y podíamos volver a la lógica de toda la vida, que indica que quien pide dinero prestado tiene que pagar y no cobrar intereses a quien se lo presta, vino la pandemia. La respuesta a esa situación, realmente excepcional y crítica, fue dilatar más en el tiempo los tipos negativos y acentuar el programa de compra de deuda pública. Y cuando, superada la peor fase de la pandemia, se pudo ir recuperando la actividad económica, Rusia invade Ucrania, el precio del gas se va por las nubes y estalla la inflación hasta tasas de doble dígito.

Y lo que tenía que haber sido una normalización pausada de la política monetaria (disminuir la

compra de activos y, paralelamente, aumentar moderadamente los tipos de interés, a un ritmo, probablemente, no superior al punto porcentual por año), se ha convertido en un brusco endurecimiento de las condiciones de financiación. El tipo de depósito del BCE ha subido cuatro puntos en un año y probablemente suba medio punto más en el próximo trimestre. Hemos pasado de tener un euríbor en negativo a un euríbor del orden del 4%. Malas noticias para los hipotecados a tipo variable que, en muchos casos, tendrán que reducir su consumo para llegar a final de mes sin impagar la cuota mensual del préstamo. Y, en la medida que así lo hagan, contribuirán a reducir la inflación.

Aunque el factor determinante para que la inflación se reduzca no es otro que la contención de los salarios. Si los gobiernos, que entre pensiones de jubilación y sueldos de empleados públicos pagan la mitad de las nóminas de un país, deciden ser generosos con el dinero de los contribuyentes y aumentar los salarios sin que haya habido, que no lo ha habido, ningún incremento de productividad, la inflación está servida.

¿Cómo se detiene esta espiral? Obligándoles a equilibrar las cuentas públicas (se acabó la compra de bonos soberanos por parte del BCE) y obligándoles a pagar por la deuda mayores intereses, de tal forma que no les sobre el dinero para repartir generosas pagas.

La inflación cotizada por el mercado a medio plazo no difiere sustancialmente de la que el BCE se marca como objetivo. El diferencial de

tipos ofrecido por los bonos tradicionales frente a los ligados a inflación indica una expectativa de inflación de entre el 4% y el 3% en los dos próximos años para volver a situarse en niveles próximos al 2% en adelante. ¿Sería anormal vivir, durante unos años, con inflaciones de entre el 2% y el 3%, y con un euríbor de entre el 3% y el 4%? No. Puede suceder y sería muchísimo más normal y lógico que lo que hemos vivido en la última década.

El sector bancario recuperaría, estructuralmente, una ROE de doble dígito, como le exige el mercado para pagar como mínimo el valor contable de sus acciones. Las empresas, que en general parten de una situación de bajo endeudamiento, pagarían algo más por su deuda, pero no habría problemas serios de insolvencia. Los inversores tradicionales en bonos, soberanos o de empresas serias y solventes, cotizados y líquidos, no tendrían que buscar alternativas de mayor riesgo y bajísima liquidez. Y los inversores en acciones seguirían pidiendo una expectativa de rentabilidad próxima al 10%, como la pidieron siempre, también cuando la tasa libre de riesgo era negativa.

Estamos recuperando la normalidad. Y en situaciones normales el análisis de inversiones se centra en ver qué empresas son lo suficientemente competitivas para aumentar, de forma sostenible, su beneficio a un ritmo similar (o si es posible superior) al de la economía en general, y cuáles no. Y comprar las primeras. ¿A qué precio? A un precio razonable. Las empresas buenas nunca parecen baratas, pero si son realmente buenas, pagar un poco caro, a largo plazo, disminuye algo la rentabilidad para el inversor, pero le ofrece una rentabilidad real que sigue siendo muy razonable. En Europa, hay un buen número de grandes empresas que, con gran seguridad, dentro de cinco años ganarán más dinero que hoy. Y dentro de diez años, todavía más. Y los precios que el mercado pide por sus acciones no son altos. Los politólogos y macroeconomistas cederán protagonismo a los analistas de compañías. ■



Josep Prats

Gestor de Abante
European Quality



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.

Plata: la gran división entre minoristas e institucionales

En 2022, la plata generó una gran división entre los inversores en materias primas: los minoristas adoraban el metal, pero los institucionales lo detestaban.

A pesar del entusiasmo inicial por el metal entre ambos segmentos de inversores inmediatamente después de la guerra de Ucrania, a medida que avanzó el año, la inversión en lingotes y monedas, que fue mayormente inversión minorista, alcanzó un nuevo máximo de 332,9 millones de onzas, lo que supone un aumento del 22% en el transcurso del año y el quinto año consecutivo de ganancias.

Por otro lado, los ETPs de plata, principalmente respaldados por inversores institucionales, registraron sus mayores salidas netas desde 2011, con un descenso interanual del 11%.

Asimismo, vimos grandes salidas de las cámaras acorazadas de Londres, en las que la plata cayó a los niveles más bajos desde que la Asociación del Mercado de Lingotes de Londres empezó a recopilar los datos. La plata guardada en Londres vuelve a estar dominada por los ETPs y los flujos institucionales.

Las reservas de plata almacenada en las cámaras acorazadas COMEX de la CME en Nueva York (para satisfacer las necesidades de los futuros de la plata), también cayeron bruscamente. El inventario registrado ha bajado a los niveles más bajos desde 2017, y se encuentra considerablemente por debajo de los elevados niveles alcanzados durante la pandemia, cuando la CME aumentó deliberadamente el inventario disponible para apaciguar las preocupaciones del mercado sobre las existencias de metal en un momento en que su transporte estaba bajo tensión. El inventario apto también ha retrocedido a los niveles de 2018, pero sigue siendo más del doble que en 2016.

¿Dónde ha ido a parar la plata?

La plata de los mercados dominados por las instituciones pasó a los mercados dominados por los minoristas. La demanda minorista estadounidense de lingotes y monedas alcanzó un nuevo máximo (134 millones de onzas), frente a una media de 93 millones de onzas entre 2010 y 2020.

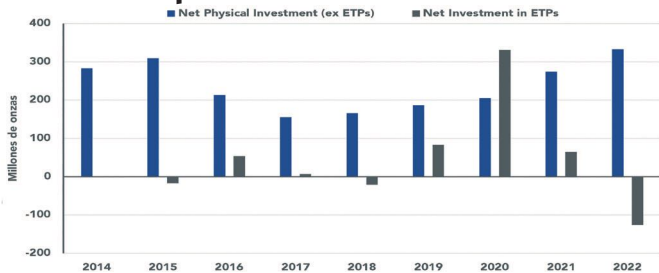
Aprovechando el repunte del año 2021 que siguió a las fuertes liquidaciones del año 2020, la inversión física india experimentó un salto del 188% el año pasado y alcanzó los 79,4 millones de onzas, su máximo desde el récord del año 2015. Aunque la demanda de inversión fue inferior a los máximos anteriores, siguió siendo un 40% superior en comparación con los niveles previos a la pandemia de 2019.

¿Volverá el dinero institucional a la plata este año?

El posicionamiento especulativo en los futuros de la plata ha estado agitado en 2023. Sin embargo, los problemas bancarios tras la quiebra del SVB elevaron la demanda de futuros del oro e impulsaron la demanda de futuros de la plata por parte de usuarios no comerciales que buscaban cubrir sus carteras. La cobertura inicial de posicionamientos cortos hizo subir considerablemente los precios, que pasaron de 20,05 dólares/oz a principios de marzo a 25,99 dólares/oz a principios de mayo. Sin embargo, los precios de la plata han caído desde entonces a 23,50 dólares/oz.

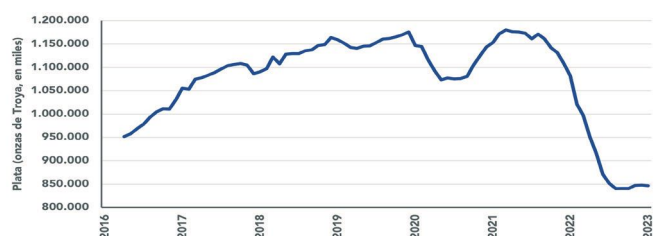
Los riesgos económicos y geopolíticos sustentan el oro, y por extensión la plata, y creemos que los inversores no harán apuestas bajistas directas contra el metal. Aunque probablemente los inversores que busquen cobertura preferirán el oro, la plata se considera a menudo como un juego apalancado en el oro, por lo que podría generar más interés, especialmente cuando el oro alcanza nuevos máximos. ■

■ Inversión en plata



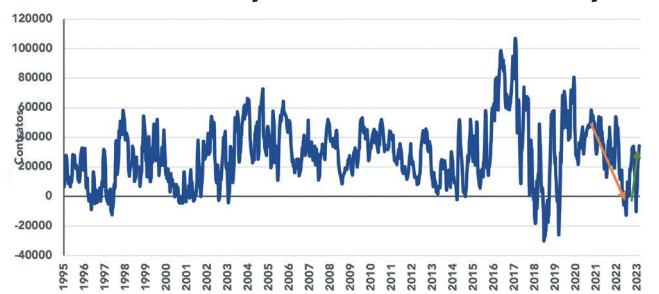
Fuente: Encuesta Mundial de la Plata de 2023, The Silver Institute, Metals Focus: 2014- 2022. ETP = Producto cotizado en Bolsa.

■ Plata en Londres



Fuente: Encuesta Mundial de la Plata de 2023.

■ Posicionamiento especulativo neto en futuros de plata



Fuente: Bloomberg, de marzo de 1995 a mayo de 2023.

■ Exportaciones de plata del Reino Unido a los principales países

País de destino	Millines de onzas
India	183,3
Canadá	75,5
Suiza	40,8
Turquía	32,9
Alemania	16
España	10,8

Fuente: Grupo CPM, UN Comtrade, mayo de 2023.



Nitesh Shah

Head of Commodities and Macroeconomic Research, WisdomTree

GONZALO SÁNCHEZ CRESPO |
Director de Inversiones de Gesconsult

«FCC, Cellnex, Bankinter, Dominion e Inditex destacan por su crecimiento, rentabilidad y generación de caja, al tiempo que mantienen una valoración atractiva»

¿Qué nos depara el segundo semestre del año? ¿Cuáles serán los sectores y activos ganadores? ¿Y los principales riesgos? Gonzalo Sánchez Crespo, Director de Inversiones de Gesconsult, nos da las claves.

POR RAQUEL JIMÉNEZ / REDACCIÓN

¿Desde qué punto parte el segundo semestre de 2023?

La evolución de los índices durante el primer semestre ha sido muy buena y realmente lo que ha cambiado han sido algunos factores exógenos que han ayudado a disipar el excesivo pesimismo con el que cerramos 2022. Además, las previsiones catastrofistas en la micro se han encontrado con unos resultados empresariales que trimestre tras trimestre van confirmando un escenario sustancialmente más sólido del esperado, retrasando cada vez más la esperada recesión. La conclusión más clara de todo esto que hemos vivido los últimos meses está en la psicología del mercado, que nos ha permitido comprar compañías excelentes a múltiplos mucho más razonables sin que las perspectivas de largo plazo de dichas empresas hayan cambiado realmente en ningún momento.

¿Cuál será la estrategia de inversión ganadora de aquí a final de año?

Pensamos que la inversión en activos de calidad va a tener muy buen desempeño este 2023. El año pasado se vio muy penalizada por los nervios generados con las abruptas subidas de tipos de interés y esto ha traído oportunidades que este 2023 ya estamos disfrutando y creemos que el recorrido es todavía amplio. Nos referimos a activos líderes dentro de sectores como la tecnología, las

infraestructuras o el consumo discrecional y por calidad entendemos modelos de negocio ganadores, que crecen, tienen buenos márgenes, obtienen retornos altos sobre el capital, etc. y que no suelen ser ópticamente baratas, aunque hay momentos (como recientemente ha pasado) en los que sí puedes adquirirlas a niveles razonables teniendo en cuenta sus características.

En el fondo Gesconsult Renta Variable, ¿cuáles son las principales posiciones y por qué?

Algunas de las principales posiciones del fondo ibérico son FCC, Cellnex, Bankinter, Dominion e Inditex. Se trata de cinco nombres fantásticos con negocios distintos entre sí pero que tienen factores en común, como es el gozar de equipos directivos excelentes y modelos de negocio probados en los que destaca su crecimiento, rentabilidad y generación de caja, al tiempo que mantienen una valoración atractiva.

FCC es uno de los negocios más infravalorados de la península y también uno de los más predecibles y estables por su exposición al medioambiente y al agua.

Cellnex tiene un modelo de negocio de elevada visibilidad basado en contratos a muy largo plazo que va a seguir creciendo de la mano del incremento del consumo de datos en Europa, por no mencionar los cambios tecnológicos que vienen a futuro.



El sector financiero es para nosotros una inversión más bien táctica y en este momento creemos que sí hay que estar presentes. Bankinter es el nombre de más calidad por: rentabilidad, limpieza de balance, tipología de cliente, etc. Recientemente la banca doméstica ha sufrido un severo castigo por el colapso bancario de EEUU y, de entre todas, Bankinter ha sido paradójicamente la peor parada. Quizás el mercado piensa que las salidas de depósitos que se han visto en EEUU se podrían ver aquí, cuando realmente allí se han producido por el descontrol regulatorio sobre la banca regional y el miedo derivado de ello. Creemos que esta situación abre una oportunidad de entrada en una entidad que los próximos trimestres tendrá el viento a favor por las alzas de tipos en su margen de clientes y que está controlando bastante bien la línea de gastos, así como el coste del riesgo.

Dominion es otra gran compañía: diversificada, recurrente, generadora de caja... y con una cotización deprimida. Creemos que con la reciente presentación de su plan estratégico se disipan las dudas que pudiera generar el área renovable y debería empezar así una etapa de buen desempeño bursátil.

Inditex tiene un modelo de negocio claramente superior en su sector que, a lo largo de 2022, hemos podido comprar a niveles muy bajos y similares a los de lo peor de la pandemia.

En el apartado de renta fija en países, ¿dónde estarán las oportunidades?

Lo más interesante a día de hoy se encuentra en el crédito europeo en duraciones cortas, de 0 a 3 años. Trabajamos con emisores de primer nivel ya que no hace falta acudir a otros de mayor riesgo para obtener buenas rentabilidades. El resultado es que nuestro buque insignia en renta fija, Gesconsult Corto Plazo, un fondo monetario de volatilidad muy reducida que lleva un 1.35% en lo que va de año, tiene una TIR bruta para los próximos 12 meses del 4.05%. Todavía no creemos que sea el momento de aumentar duración (aunque esto podría llegar en unos meses), salvo a excepción de los AT1 bancarios. Los tipos a corto remunerarán muy bien y no creemos que la curva deba invertirse más, al contrario, sería lógico pensar en una mayor pendiente a medio plazo.

¿Cuál será el mayor riesgo para los inversores antes de que termine 2023?

El riesgo de fondo sigue siendo el mismo, la inflación y su repercusión en la política monetaria. Con la economía desacelerándose es importante ver que los datos de inflación van cediendo para trasladar el mensaje de que las medidas tomadas por los BBCC tienen efecto y no hace falta proseguir con las subidas de tipos. La fortaleza del mercado laboral es clara y será determinante de cara a las decisiones de la Fed. Aparte de esto está la geopolítica, llámese Ucrania, Taiwán, etc. Pero realmente, y como se suele decir, el mayor riesgo es el que no tenemos en mente. ■



Los inversores buscan mayores rentabilidades y están dispuestos a sumir mayor riesgo: flujos a RV Asia, Japón y Emergentes en ETFs

Durante la última semana de junio, los inversores estuvieron evaluando varias variables clave que podrían influir en los mercados financieros. En primer lugar, se consideró la probabilidad de dos nuevas subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esta especulación generó cierta incertidumbre entre los inversores.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

Además, el Banco Central Europeo (BCE) expresó su preocupación por el crecimiento excesivo de los salarios, lo que sugiere una posible intervención para controlar esta situación y evitar presiones inflacionarias. En cuanto a Japón, el Banco de Japón decidió mantener sin cambios los tipos de interés a corto plazo, pero aumentó el límite de rentabilidad de los bonos del Estado. Esta medida busca brindar flexibilidad en los mercados financieros y estimular la economía.

Por otro lado, en Australia se observó una caída de la inflación, que alcanzó su nivel más bajo desde el segundo trimestre de hace 22 años. Esta disminución puede tener implicaciones tanto para la política monetaria como para la confianza de los inversores en la economía australiana.

Modesta entrada de capitales en los fondos de renta fija de acuerdo con los datos de EPFR, en gran parte debida a los flujos institucionales hacia los fondos de renta fija estadounidenses

y mundiales. Los **inversores minoristas retiraron dinero de los fondos de bonos de mercados desarrollados por segunda semana consecutiva** y también de emergentes.

Los inversores se volcaban en Asia en las últimas semanas del primer semestre de 2023

Los fondos de renta variable de Japón y de China que sigue EPFR absorbieron entre ambos 4.300 millones de dólares durante la cuarta semana de junio, mientras que los flujos hacia los **fondos de renta variable de India alcanzaron su nivel más alto desde el primer trimestre del 2015**, además, los **fondos regionales del Pacífico registraron entradas récord**.

Mientras que los tipos de interés en EE. UU. parecen acercarse ya al final de las subidas (a pesar de las minutas del Comité de la Reserva Federal conocidas en la primera semana de julio), y con la Eurozona y Reino Unido en una situación algo diferente, los inversores se mantuvieron alejados de los grupos de fondos dedi-

cados a esos mercados. Pero también parece que el apetito por la liquidez está tocando techo y por ello, los fondos del mercado monetario estadounidense registraron una tercera salida consecutiva por primera vez desde mediados de agosto del 2022. Los fondos alternativos alcanzaron el nivel más alto de reembolsos desde mediados de marzo, mientras que los fondos de materias primas físicas a largo plazo marcaron la séptima salida consecutiva y la mayor en 27 semanas (en torno a unos 2.500 millones de dólares).

El **sexto mes del año fue un buen mes para los fondos con mandatos socialmente responsables (ISR) o ESG**, con los fondos de renta variable ISR/ESG registrando entradas en tres de las últimas cuatro semanas, con lo que su total en lo que va del año supera los 33.000 millones de dólares, mientras que los de renta fija atrajeron dinero fresco durante 10 semanas consecutivas y 32 de las últimas 35 semanas. Pero no todo fue miel sobre hojuelas, ya que los fondos equilibrados registraron su primera salida de dinero en seis años.

Durante la **última semana de junio**, se observó un **aumento significativo en las inversiones en fondos de renta variable registrados en el EPFR**, con una entrada neta de 1.500 millones de dólares. Esta fue la cuarta semana en las últimas cinco en la que se registró una entrada de capital en estos fondos. Por otro lado, los fondos de renta fija recibieron poco más de 500 millones de dólares, lo que representa una décima parte de la cantidad que había atraído la semana anterior.

Sin embargo, los **Fondos del Mercado Monetario experimentaron una salida de 33.500 millones de dólares durante esta semana**. Esto indica que los inversores retiraron una cantidad considerable de dinero de estos fondos. Por otro lado, los **Fondos Equilibrados también** enfrentaron salidas de capital, **con más de 3.000 millones de dólares** saliendo por segunda semana consecutiva.

Estos movimientos en los flujos de capital sugieren que **los inversores están mostrando un mayor interés en los fondos de renta variable**, lo que podría indicar un **mayor apetito por el riesgo y la búsqueda de rendimientos más altos**. Por otro lado, los Fondos del Mercado

Monetario, que suelen considerarse más seguros y estables, están experimentando salidas de capital significativas.

Los inversores apuestan por emergentes

Durante la semana que finalizó el 28 de junio, se observó un acontecimiento significativo en los mercados emergentes, ya que los **cuatro principales grupos de fondos de renta variable de esta categoría captaron dinero fresco**, algo que no ocurriría desde mediados de mayo. Esto indica un **cambio en la tendencia de flujos de capital hacia estos fondos**.

En primer lugar, los flujos hacia los fondos de renta variable de **Asia sin Japón experimentaron un repunte**, alcanzando su **nivel máximo en las últimas cuatro semanas**. Esto sugiere un renovado interés por parte de los inversores en esta región específica.

Además, los fondos de **renta variable de los mercados emergentes mundiales (GEM) y de Europa, Oriente Medio y África (EMEA) rompieron sus respectivas rachas de salidas de capital**, claro indicador del cambio en el sentimiento de los inversores.

Por otro lado, los **fondos de renta variable de América Latina registraron su novena entrada de las últimas 11 semanas**. Esto indica un flujo continuo de capital hacia esta región en particular. En cuanto a las clases de **acciones minoristas**, se registró **la mayor entrada desde la última semana de enero**. Esto puede indicar un **aumento en la participación de los inversores minoristas en los mercados emergentes**. Además, los **fondos de dividendos de los mercados emergentes experimentaron su undécima entrada desde principios de abril**. Esto sugiere un interés sostenido en buscar rendimientos a través de los dividendos en los mercados emergentes.

Cabe destacar, que **también los ETFs de RV emergente continuaron atrayendo más dinero que sus contrapartes de gestión activa**, claro indicador del apetito que presentan los fondos indexados y pasivos en lugar de los gestionados de forma activa.

Sin embargo, **los fondos de bonos de mercados emergentes registraron salidas por octava semana**. ■



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

BGF World Technology Fund

Cómo se ha comportado este fondo



Asignación de activos



Rentabilidad anual del fondo (31/05/2023)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	31/05
Rentabilidad %	9,30	33,66	4,53	46,23	69,64	16,81	-39,59	28,06
+/- Categoría	-1,14	13,17	8,95	8,41	33,61	-5,76	-7,56	8,20
+/- Índice	-5,48	12,24	2,21	-4,03	37,74	-22,90	-13,34	-2,88
% Rango en la categoría (sobre 100)	64	4	13	19	5	70	84	25

Principales posiciones (31/05/2023)

Actual Fecha Cartera	Posiciones de renta variable	Posiciones de renta fija	Otros Valores	% Activos en 10 Posiciones principales	Publicado Rotación %
31 may 2023	69	0	749	45	162,25
Posiciones	Cartera Peso	Compra inicial	Valor de mercado EUR A fecha 31 may 2023		
Microsoft Corp	9,68	31 jul 2016	889.536.921		
Apple Inc	8,89	31 jul 2013	817.076.592		
NVIDIA Corp	6,90	31 ago 2017	633.652.155		
ASML Holding NV	3,41	31 ene 2017	313.223.099		
Cadence Design Systems Inc	3,25	31 jul 2019	298.739.812		
Advanced Micro Devices Inc	2,62	30 jun 2018	241.088.940		
Mastercard Inc Class A	2,60	31 may 2016	238.553.711		
Broadcom Inc	2,55	28 feb 2022	233.913.308		
Tesla Inc	2,44	31 ago 2019	224.041.781		
Meta Platforms Inc Class A	2,35	31 dic 2022	216.255.857		

Hace mucho que no hablamos de fondos tecnológicos y, viendo la evolución de las nuevas tendencias, creo conveniente hablar de esta referencia de BlackRock.

Tras un año pésimo para este sector, volvemos a encontrar un gran número de empresas impulsadas por la fiebre de la Inteligencia Artificial. No entraremos en analizar si hay burbuja o si es el inicio de un impulso más extenso. Hay que valorar únicamente como lo hace el fondo con la tendencia del mercado.

La composición del fondo se basa en el Growth, con empresas de calidad, de un tamaño grande y con buenos ratios de liquidez. Eso nos indica que, a pesar de ser una cartera "muy tech", el fondo busca una sostenibilidad y calidad para el medio plazo. La muestra está en que su composición de cartera sigue prácticamente inalterada desde 2019, con valores como Microsoft, Apple, Nvidia entre sus tres valores con más peso. A pesar de su carácter de growth quality, el fondo puede invertir en empresas pioneras en nuevas tecnologías, por lo que aporta cierta flexibilidad y oportunidad a algún valor más pequeño con potencial de gran recorrido.

En lo que refiere al reparto geográfico, EEUU tiene todo el protagonismo con un 78% de la inversión. El resto de pesos se reparten entre Zona euro, Asia, Japón e Iberoamérica.

Su gestión activa y alta volatilidad lo aleja de aquellos clientes más cortoplacistas y conservadores, o aquellos que no quieren grandes sustos.

El fondo se denomina en dólares, por lo que tendremos que vigilar de reojo cómo nos afecta el tipo de cambio. ■

GLOBAL SEARCH IN PROGRESS...

Allianz 

Global Investors

LOADING...

Allianz Global Artificial Intelligence Invierte en el futuro

Es el inicio de una **nueva era: la inteligencia artificial (IA)** impulsará una gran ola de innovación durante las próximas décadas, y esto crea amplias oportunidades de inversión. El objetivo del fondo **Allianz Global Artificial Intelligence** se centra en aprovechar los cambios introducidos por esta tecnología que está transformando todos los sectores de la economía. **¡Invierta hoy en IA para anticiparse al mundo del mañana!**

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 Global Artificial Intelligence 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 divisas distintas de la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad considerablemente incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente. 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 Artificial Intelligence está inscrito para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Junio de 2023. AdMaster 2770799.

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.

ES.ALLIANZGI.COM

ENRIQUE ISIDRO |

Vicepresidente Ejecutivo Inversa Prime Socimi

«Estamos consiguiendo rentabilidades medias cercanas al 12%, 218 puntos básicos por encima de las inicialmente estimadas»

Enrique Isidro, Vicepresidente Ejecutivo Inversa Prime Socimi, expone la maravillosa evolución que está teniendo el negocio de la vivienda inversa en los últimos tiempos y, en concreto, expone las cifras de Inversa Prime, que con una cartera de 245 activos, su ratio de ocupación roza ya el 100%.

POR **ESTHER CHAPA** / REDACCIÓN

¿Cómo ha evolucionado la actividad de la compañía en esta primera parte de 2023?

Si algo ha marcado la actividad de Inversa Prime durante estos primeros meses de 2023 ha sido la rotación de activos, una tendencia que se acelerará a partir de ahora a medida que vaya madurando la cartera de activos. En lo que va de año se han vendido 12 activos y otros 8 están en proceso de cierre, una cifra significativa si tenemos en cuenta que hasta 2022 sólo se habían rotado 6 viviendas. Para Inversa Prime la rotación de activos es un hito porque con ella se cierra el ciclo inversor. No somos una compañía patrimonialista, así que nuestro objetivo es rotar los activos maximizando el retorno para el inversor. Estamos consiguiendo rentabilidades medias cercanas al 12%, 218 puntos básicos por encima de las inicialmente estimadas.

¿Cuál es la cartera actual de Inversa Prime?

A cierre del primer trimestre teníamos en cartera 245 activos con una inversión que superaba los 115 millones de euros. Madrid y Barcelona representan más del 93% de la inversión y durante el pasado ejercicio cumplimos el objetivo de expandirnos a los principales mercados inmobiliarios de España. Todos los activos en cartera cumplen con los requisitos de ubicación, rentabilidad, liquidez y calidad intrínseca del inmueble, que garantizan una mayor resiliencia a los ciclos. Más

del 93% de los activos se consideran prime precisamente por cumplir con estos requisitos que los hacen más impermeables a los ciclos del mercado inmobiliario.

¿Ha afectado la subida de tipos a la actividad de la compañía?

La subida de tipos de interés ha supuesto adaptar los parámetros de inversión a la nueva situación de mercado. Ahora somos más exigentes a la hora de aprobar una inversión y tenemos claro que no sacrificaremos rentabilidad por crecimiento, debemos gestionar adecuadamente los recursos de nuestros accionistas. Que nuestros activos cumplan con los parámetros de rentabilidad y liquidez es primordial ante el nuevo contexto del mercado. Por el lado de la deuda, a cierre del pasado ejercicio el 77% de la deuda era a tipo fijo con un vencimiento medio que supera en más de 3 años la vida estimada de la cartera.

Desde vuestra experiencia, ¿cómo está evolucionando esta área tan concreta del sector inmobiliario? ¿veis un mayor interés en este tipo de inmuebles y en la inversión en compañías como la vuestra que se dedican a ello?

Inversa Prime es la SOCIMI líder y pionera en desarrollo en España de la vivienda inversa, un instrumento que permite monetizar el ahorro que las personas mayores han destinado a su vivienda. Gracias a la vivienda inversa los



propietarios consiguen liquidez a través de su vivienda habitual permaneciendo en ella como inquilinos por el resto de su vida o hasta que lo deseen, sin ningún tipo de penalización si la abandonan de forma prematura.

El segmento de población al que se dirige la vivienda inversa engloba a más de nueve millones de personas mayores de 65 años y superará los catorce millones en 2040. De estos, el 90% tiene una vivienda en propiedad y más del 70% perciben como único ingreso la pensión del Estado, con casi dos tercios ingresando menos de 1.300 euros mensuales.

Inversa Prime ha invertido ya más de 115 millones de euros y la demanda por este tipo de productos sigue creciendo de forma importante. Se han analizado más de 3.100 oportunidades por un importe superior a los 1.400 millones de euros y sólo en los primeros meses de 2023 las oportunidades analizadas superaban las 550, lo que representa un incremento superior al 50% respecto al mismo periodo del año anterior.

¿Qué perspectivas tienen para la segunda mitad del año? ¿Cómo espera que evolucione el negocio de Inversa Prime?

Seguimos muy activos analizando nuevas oportunidades de inversión y estamos siendo extremadamente pulcros en primar la rentabilidad al crecimiento para adaptarnos a las nuevas condiciones de mercado. Continuaremos con la rotación de activos que siendo aptos para la venta maximizan la rentabilidad del inversor. Queremos también impulsar la liquidez de las acciones y para ello estamos constantemente presentando la compañía en diferentes foros de inversores.

¿Cómo puede afectar la nueva Ley de la Vivienda al negocio de Inversa Prime?

La nueva Ley de Vivienda nos afecta de forma tangencial. El ratio de ocupación en Inversa Prime roza el 100%, los vendedores de las viviendas se convierten en nuestros inquilinos de forma indefinida. Cada operación de vivienda inversa se negocia de forma independiente y se adapta a las necesidades del vendedor, por lo general las rentas están por debajo del precio de mercado y la probabilidad de impago es prácticamente inexistente. Por lo tanto, no podría afectar en las viviendas que se quedan vacías y alquilamos por no ser aptas aún para la venta al no haber cumplido los tres años en balance, pero estamos hablando de un porcentaje residual de los activos en cartera. ■

ANIS LAHLOU | CIO en Aperture Investors (parte del ecosistema de gestoras de Generali Investments) y gestor del fondo Aperture European Innovation

«Somos muy conscientes de las verticales tecnológicas y de su potencial impacto»

La innovación y la tecnología llevan un tiempo canibalizadas por una de sus temáticas más atractivas, la Inteligencia Artificial y sus aplicaciones. Unos la miran con excepticismo, otros con intriga y algunos, como Anis Lahlou, CIO de Aperture (parte del ecosistema de gestoras de Generali Investments), como una oportunidad de inversión. Para Lahlou la inversión en innovación es su pan de cada día y la IA es una parte fundamental del entorno de la innovación.

POR REDACCIÓN

La eurozona resistió más de lo esperado en los primeros meses de 2023. Según su enfoque de inversión, ¿qué prevé para el mercado europeo?

La zona euro ha demostrado una notable resistencia en 2023; después, los índices de renta variable repuntaron rápido cuando los reguladores mundiales intervinieron para suministrar la liquidez necesaria. Esta resistencia puede atribuirse sobre todo a la inclinación del mercado hacia activos infravalorados (baratos) e infrautilizados (posicionamiento) y a unas perspectivas económicas resistentes según las tasas de crecimiento nominal disminuyen desde las cifras impulsadas por la inflación. Esta resistencia apunta a unas perspectivas positivas para la renta variable, en particular para la eurozona, que está rindiendo a la par o mejor que el mercado estadounidense este año.

Tecnologías como la IA, los datos y las capacidades analíticas se aplican cada vez más en muchos sectores: ¿cuáles serán campeones de la innovación?

Es difícil destacar un sector concreto. La analítica de datos y las IA generativas tienen aplicaciones muy amplias: las artes, la moda, el diseño o la movilidad y la conducción autónoma. Aunque somos conscientes de las verticales tecnológicas y de su potencial impacto habilitador, mantenemos la mente abierta sobre qué sector se beneficiará más de la innovación. Hemos visto las tendencias

recientes en la fabricación, la automatización, los servicios, la educación, los sistemas sanitarios y el descubrimiento de fármacos con las primeras versiones de la IA. Esto se acelerará aún más.

Con el auge de la IA parece que la innovación sólo tiene este camino, ¿qué innovación sin tecnología es interesante como inversión?

Al margen de las empresas que facilitan la tecnología, las herramientas de eficiencia y productividad, como la automatización integral de las fábricas, serán muy útiles para enfrentar la escasez de suministros, gestionar las cadenas de distribución, mitigar los costes laborales y combatir la inflación generalizada. En los últimos 18 meses, la inflación y las respuestas de los bancos centrales han sido los principales motivos de preocupación. La IA avanzada es otro poderoso recurso para reforzar los ingresos de las empresas y salvaguardar sus márgenes de beneficio futuros.

¿Se debe invertir en innovación a medio o largo plazo? ¿Es posible invertir a corto plazo con los 'pioneros'?

Aunque la innovación suele vincularse a una visión a largo plazo, nuestra perspectiva de inversión adopta un enfoque diferente. La vemos como la suma de avances incrementales, intercalados con saltos exponenciales ocasionales y puntos de inflexión significativos. Aquí la inversión activa es fundamental. Otro aspecto esencial es la tempo-



ralidad. La era actual permite que la innovación se produzca a un ritmo sin precedentes.

Centrándonos en la innovación europea: ¿cómo trasladar la innovación a la construcción de carteras?

Nos centramos en la innovación por verticales: IA, Ciencias de la Vida, Transformación Digital, Fintech, Pagos... Comparten la curva de adopción, que a lo largo de la historia siempre empieza siendo pequeña, aumenta exponencialmente antes de estancarse y decaer una vez madura o quedar obsoleta.

¿Podría describir brevemente su proceso de inversión?

Se basa en una selección diferenciada de valores, respaldada por un riguroso análisis fundamental. Nos adherimos a la creencia de que los mercados no siempre son eficientes y están influidos por el comportamiento de los inversores y las continuas adaptaciones. Hacemos un minucioso

análisis ascendente que se concentra en invertir a lo largo de la curva de adopción de la innovación. Esta estrategia se centra en oportunidades alfa que ofrecen una ventaja innovadora a través de posibilidades de recalificación (valor), supremacía competitiva (calidad) y potencial de crecimiento infravalorado (sorpresa de crecimiento inesperado). Comenzamos con el amplio universo de la renta variable europea (más de 2.000 empresas líquidas). Mediante multitud de filtros de ideas aplicamos este conocimiento a una cartera focalizada de 30-50 inversiones de alta convicción. Nuestro proceso de análisis fundamental se basa en la investigación ESG junto con una amplia gama de fuentes de información. Nos esforzamos por comprender el consenso del mercado y sus implicaciones, y abordamos el potencial de crecimiento de los beneficios con una perspectiva pragmática y objetiva.

¿Qué sectores tienen más representación en su fondo? ¿Cómo podría cambiar esta asignación en los próximos meses?

Nuestros principales sectores son la tecnología, la sanidad, los productos de consumo y la industria. Las asignaciones son muy dinámicas; por ejemplo, en el sector tecnológico, éstas casi se ha duplicado frente a 2021, por factores como el crecimiento exponencial de las tecnologías de IA generativa. En el ámbito sanitario, la innovación europea de vanguardia han descubierto varias oportunidades de inversión. Prevemos que la mayor integración de la IA en este sector catalizará nuevos avances en el descubrimiento de fármacos, creando un panorama de inversión más atractivo.

En cuanto al mercado español, ¿hay tendencias, sectores o empresas que sean interesantes por su innovación?

España cuenta con varios campeones europeos en innovación en energías renovables. Además, es sede del mundialmente conocido Amadeus IT Group, que ocupa una posición dominante en el ámbito de la transformación digital. Además, España es la sede de Cellnex, líder europeo en tecnología de torres de comunicaciones 5G, que ha logrado consolidar su mercado en Europa. España sigue reafirmando una posición protagonista en estos sectores pioneros de la innovación. ■

Momentum de la IA generativa: dónde están las oportunidades

El poder transformador de la inteligencia artificial (IA), los avances y los cambios que está provocando en diversos aspectos de nuestra vida y nuestro trabajo requerirán una potencia de procesamiento y una infraestructura importantes. Su influencia no sólo será clave para el aprendizaje de los modelos de IA, sino también para ayudar a las empresas a aplicarlos en sus modelos de negocio. Y, desde luego, la tecnología de IA generativa (Gen-AI), en particular los grandes modelos lingüísticos, no son una excepción. Teniendo esto en cuenta, enumeramos varios factores que podrían crear atractivas oportunidades de inversión dentro de este ámbito.

La computación en la nube será clave

La computación en la nube será esencial para desarrollar el potencial de la IA generativa. Y es que esta tecnología requiere el tipo de datos y capacidad de procesamiento que sólo la computación en la nube puede ofrecer. Asimismo, la cantidad de datos con los que trabajarán los modelos de la

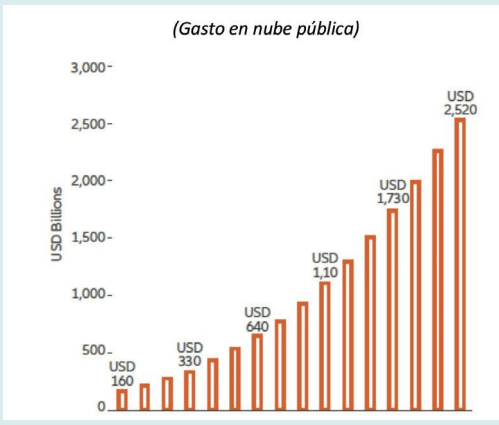
IA generativa irá en aumento y se espera que se duplique cada dos o tres años. En pocas palabras, conforme crezca la IA generativa, casi todos los datos necesarios tendrán que canalizarse a través de los proveedores de hiperescaladores.

Para hacer frente a este desarrollo, se espera que el volumen total de gasto en la nube relacionado con la IA crezca sustancialmente a medio plazo hasta superar los 300.000 millones de dólares en 2026. Además, del total del volumen de gasto relacionado con la IA, se espera que la parte dedicada a infraestructura y servicios en la nube aumente del 50% actual a casi el 60%, lo que refleja la naturaleza de uso intensivo de datos de los futuros modelos y usos de inferencia.

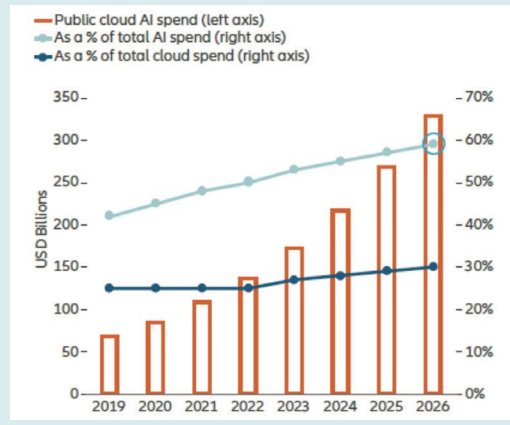
Momento "Iphone" de la IA generativa

Aunque existen iteraciones de la tecnología de IA generativa desde hace décadas, aplicaciones como ChatGPT y DALL-E están suponiendo hitos importantes. De hecho, los avances en torno a la IA generativa han aumentado a

■ Se prevé que el gasto global en la nube pública aumente progresivamente



■ Para 2026 el 60% de todo el gasto en IA se destinará a infraestructura y servicios en la nube



un ritmo que supera con creces los ciclos tecnológicos anteriores que hemos experimentado en nuestros casi 30 años de inversión en tecnología.

Por esta razón, algunos analistas del sector afirman que los recientes avances en IA generativa son un “momento iPhone”, es decir, la IA generativa no solo tendrá un impacto positivo en el hardware tecnológico, el software y la seguridad, sino que también tendrá un impacto único en la forma en que las empresas utilizan esta tecnología para cambiar sus modelos de negocio, aumentar la productividad y agilizar los procesos.

Oportunidades de inversión

Todo ello refuerza nuestra idea de que la IA generativa se encuentra en un punto de inflexión y que las mayores oportunidades a corto plazo están en los sectores de infraestructura y aplicaciones de IA. Así pues, dado que la IA generativa está cambiando el panorama tecnológico a un ritmo sin precedentes, los fabricantes de semiconductores y componentes podrían beneficiarse. Esto se debería a una mayor demanda de nuevos modelos de lenguaje de IA generativa necesarios para tratar las cantidades ingentes de datos que las infraestructuras actuales no son capaces de procesar. Mientras tanto, muchas empresas de software han lanzado módulos de IA generativa que ayudan a los clientes a automatizar tareas hasta ahora rutinarias y a generar nuevas y valiosas perspectivas a partir de sus datos.

A largo plazo, creemos que los sectores que utilizan la IA serán las principales ganadoras, ya que aprovechan los grandes modelos lingüísticos para aumentar la eficiencia de sus operaciones y centrar sus esfuerzos en las áreas de mayor rendimiento. El poder expansivo y transformador de la IA generativa sobre distintas áreas debería ofrecer a los inversores un enfoque más diversificado y global de las diferentes oportunidades de inversión. ■

Información importante: 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. Las opiniones y los pareceres expresados en el presente documento, que están sujetos a cambio sin previo aviso, corresponden a las sociedades emisoras en el momento de la publicación. Los datos utilizados se han obtenido de diversas fuentes y se consideran correctos y fiables en el momento de la publicación. Las condiciones de cualquier oferta o contrato subyacente que se haya realizado o celebrado —o que se pueda realizar o celebrar— prevalecerán. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/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 Regi

stro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.



Sebastian Thomas

Gestor del fondo Allianz Global Artificial Intelligence

SANTIAGO DE TORRES | Presidente Ejecutivo de Atrys Health

«La media del consenso de analistas nos da un precio objetivo de 8,82 euros por acción, lo que otorga a la acción de Atrys un potencial de revalorización del 76%»

Santiago de Torres, Presidente Ejecutivo de Atrys Health, celebra el primer aniversario de la compañía en el Mercado Continuo después de seis años cotizando en BME Growth y en mitad de un momento complicado para el sector, “estamos asistiendo a un proceso de normalización y ajuste de las compañías del sector salud”. Sin embargo, el potencial de revalorización que los analistas estiman para Atrys es del +76%, siendo así una compañía con gran recorrido en el mercado.

POR **ESTHER CHAPA** / REDACCIÓN

Se ha cumplido un año del salto de Atrys Health al Mercado Continuo, ¿cómo está siendo vuestra experiencia en el mercado de las grandes compañías? ¿qué os está aportando este nuevo mercado?

Debutamos en el Mercado Continuo en febrero de 2022, después de seis años cotizando en BME Growth, con el propósito de seguir impulsando el crecimiento inorgánico de la compañía. El salto al Mercado Continuo nos permitió en 2022 cerrar ampliaciones de capital por 82 millones de euros, a pesar de tener un entorno complejo para los mercados con subidas de tipos de interés e inflación; ampliaciones de capital que se han destinado a adquirir cinco compañías que han permitido reforzar el posicionamiento estratégico de la compañía en el ámbito de la oncología y el diagnóstico impulsando un crecimiento de ingresos del 54,5% frente al año anterior, hasta alcanzar los 186,9 millones de euros en 2022, cifra que asciende a 211 millones de euros si consideramos los datos a nivel proforma.

En cuanto al valor de la acción, cae en este 2023 un 19%. ¿A qué cree que se debe? ¿Cómo esperan recuperar el valor bursátil de Atrys? ¿Qué les hace falta a los inversores para apostar por el negocio de la compañía?

Estamos asistiendo a un proceso de normalización y ajuste de las compañías del sector salud que durante la pandemia despertaron un gran

interés por parte de los inversores. Además, la Bolsa también se ha visto afectada por el complejo contexto económico y geopolítico derivado de la invasión de Ucrania, la subida de tipos, la inflación o la crisis energética. La caída del precio de la acción ha seguido una tendencia clara al igual que todos los sectores de fuerte crecimiento en el último año. En el caso del sector salud, compañías como Eurofins, Synlab o Teladoc han registrado caídas similares o incluso mayores que Atrys. Yo soy optimista y confío en que haya un cambio de tendencia y el valor de la acción se recupere.

Creo que es importante destacar que la media del consenso de analistas nos da un precio objetivo de 8,82€ por acción, lo que otorga a la acción de Atrys un potencial de revalorización del +76%.

No creo que a Atrys le falta nada, tenemos un negocio consolidado y atractivo para los inversores como demuestra la entrada de Jon Riberas con su patrimonial Ion Ion en nuestro accionariado.

En lo que respecta a la evolución financiera y de negocio también, ¿cómo se ha comportado la primera mitad del año con Atrys Health?

Nuestras distintas líneas de negocio están registrando un comportamiento positivo pese a que el entorno macroeconómico sigue siendo complejo. En general vemos una buena evolución operativa del negocio que nos hace ser optimistas en las ci-



fras de crecimiento del +10-13% comunicadas en el Guidance del ejercicio 2023. Este año estamos trabajado en la optimización de procesos y diagnósticos, mediante la introducción de inteligencia artificial y automatizaciones, con el fin de brindar el mejor servicio médico preventivo, de diagnóstico y terapéutico a los pacientes.

¿Qué perspectivas y objetivos tiene Atrys para la segunda parte del año y de cara al cierre del ejercicio?

Las perspectivas para la segunda mitad del año son buenas, el negocio evoluciona favorablemente y confiamos en cumplir el presupuesto. El guidance que nos hemos fijado para este año contempla una facturación de 235 millones y que nuestro Ebitda alcance los 53 millones de euros.

El crecimiento inorgánico de la compañía es parte fundamental de Atrys, ¿seguirán impulsando esta vía? ¿veremos nuevas adquisiciones en lo que resta de año o prefieren consolidar lo ya adquirido el pasado ejercicio? ¿llevarán el negocio de Atrys a nuevos mercados?

Hemos incorporado en total 17 compañías con las que hemos impulsado nuestra propuesta de valor en medicina de precisión y prevención. Sin embargo, nuestro objetivo este año es centrarnos en el orgánico y consolidar integración de los negocios que se han sumado a Atrys. Eso no quiere decir que no cerremos alguna operación. Siempre estamos mirando cosas, nos llegan oportunidades de países en los que estamos presentes, pero no es nuestro foco principal.

¿Prepara Atrys un nuevo plan estratégico de cara a los próximos ejercicios? De ser así, ¿cuáles serán las claves principales que recogerá dicho plan?

Nuestra hoja de ruta para los siguientes ejercicios es clara y firme. Continuaremos evolucionando para proporcionar el mejor servicio en prevención y promoción de la salud, diagnóstico de precisión y tratamiento oncológico avanzado, invirtiendo en I+D como pilar fundamental. Y, por supuesto, buscaremos siempre aportar valor para nuestros accionistas. ■



Rentabilidad y salud: Invirtiendo en las curas del mañana

En 2023, 6.7 millones de americanos viven con Alzheimer, la enfermedad más común relacionada con el envejecimiento (2023 Alzheimer's Association). Se calcula que en España hay 800.000 personas con Alzheimer (alz.org). Para el 2050, se proyecta que 12.7 millones de personas de 65 años o más tendrán Alzheimer (2023 Alzheimer's Association).

Cada año 90.000 personas son diagnosticadas con enfermedad de Parkinson en los Estados Unidos, representando un aumento del 50% comparado con los 60.000 diagnósticos anuales reportados en años anteriores (*Nature* 2022). En España, la Universidad Complutense de Madrid estimó que había 300.000 pacientes con enfermedad de Parkinson en el 2016, con un gran impacto en la calidad de vida, generando un costo que excede los 17.000€ por año/paciente; costo que ha ido e irá en au-

mento a consecuencia del envejecimiento de la población (Neurología 2016), poniendo una gran presión a los ya agotados sistemas de salud mundial actual. Hay una gran necesidad de tratamientos efectivos que permitan detener, curar o prevenir estas enfermedades devastadoras, para así vivir más, mejor y poder mantener un rol en la sociedad activo y productivo.

Hoy en día, la medicina se encuentra en un punto de inflexión con el avance de las terapias nuevas de precisión, como *gene editing*, terapia celular y los avances en la inteligencia artificial. Los pioneros en terapias avanzadas han demostrado al mundo el potencial de estas tecnologías emergentes. Terapias como Luxturna, la primera terapia génica aprobada en el 2017 para el tratamiento de retinitis pigmentaria, una enfermedad degenerativa ocular, o, Zolgesma, una terapia génica aprobada en el 2019 para el tratamiento de atrofia muscular espinal, son ejemplo de ello. La pandemia nos

ha forzado a acelerar la investigación médica, con el fin de tratar enfermedades comunes y prevalentes, produciendo en la medicina un impacto similar a la que se ha producido en la sociedad con los grandes avances tecnológicos, como el internet o los teléfonos móviles.

Discovery Ventures es un fondo de inversión formado por un grupo de expertos mundiales en inversión en terapias avanzadas, con oficinas en París, Nueva York y Londres. Impulsados por encontrar soluciones a enfermedades que no tienen tratamiento, nuestra misión es un mundo en el que todas las enfermedades se puedan curar, prevenir o manejar de manera efectiva. Nuestra tesis de inversión se enfoca en invertir en tecnologías que producen un impacto clínico significativo en enfermedades graves, sin tratamientos efectivos y que afectan a gran número de pacientes, además de generar retornos destacados en los principales mercados. Para llevar adelante nuestra misión, nos enfocamos en invertir en terapias génicas y celulares, nanotecnología, inteligencia artificial y datos grandes, robótica e ingeniería de tejidos. A través de nuestra asociación junto al instituto de la visión de París, siendo uno de los 4 centros más importantes del mundo para la investigación y creación de compañías de biotecnología y fundado a principios del siglo por nuestro **asesor científico y presidente Jose-Alain Sahel, MD y Serge Picaud, PhD, Socio**, contamos con un comité de expertos pioneros en el campo de la medicina avanzada, creadores de la primera y segunda terapia génica aprobada por la FDA y la creadora de la primera terapia celular del mundo.

Los socios de Discovery Ventures llevamos más de 20 años creando, invirtiendo y trabajando como ejecutivos en compañías de biotecnología, con salidas exitosas a bolsa o a través de adquisiciones por parte de compañías farmacéuticas, generando importante retorno de lo invertido (por ejemplo Quetera, adquirida por Astellas 3 años después de ser fundada generando 80 veces el valor de lo invertido, Gensight que salió a bolsa por 170 millones de dólares, y Orchard Therapeutics que salió a bolsa 3 años después de ser fundada con una evaluación de 1.200 millones de dólares), posicionándonos para seleccionar e invertir en las compañías más prometedoras en biotecnología médica avanzada y con un ROI significativo.

Es importante destacar que somos un fondo *EU Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR) Artículo 9*, que es el nivel más alto a nivel impacto que existe en Europa, ya que nos enfocamos en prolongar la esperanza y calidad de vida. A los que formamos Discovery Ventures no nos cabe duda que **el momento de invertir en terapias avanzadas es ahora.** ■



Andrea Spezzi
Headshoot

Socia de Discovery Ventures



Nuevo nicho del sector sanitario: los fármacos adelgazantes

Los nuevos fármacos adelgazantes podrían cambiar la forma en que lidiamos con la obesidad, pero los sistemas sanitarios todavía no están preparados para ofrecerlos a los cientos de millones de pacientes potenciales.

Los fármacos adelgazantes trabajan imitando la forma que tiene nuestro cuerpo de reaccionar ante la comida. Básicamente, ralentizan el vaciado del intestino y le dicen al cerebro que el estómago está lleno. Aunque los primeros esfuerzos podían conseguir pérdidas de peso, provocaban efectos secundarios intolerables pues los fármacos originales estaban creados para tratar la diabetes tipo 2. Ahora se han modificado adecuadamente y apreciamos cómo están funcionando a medio-largo plazo: el volumen de pérdida de peso ha aumentado considerablemente.

Un mercado masivo

Existen entre 600 y 750 millones de pacientes potenciales en todo el mundo. En el Reino

Unido alrededor de un tercio de la población es obesa, pero en EE.UU. esta cifra llega al 42%, 140 millones de personas. Además, la obesidad puede llevar aparejadas enfermedades graves y afecta a nuestra capacidad para tratar la calidad de vida de un paciente. Hay que tener en cuenta que no hemos mejorado en cómo abordamos la obesidad y, de hecho, el problema está agravándose. Los niños y los adolescentes sufren cada vez más obesidad y obesidad grave, y necesitan con mayor frecuencia intervenciones farmacéuticas para controlarlo. Son unas cifras de pacientes impresionantes que plantean retos en todos los frentes. Las dos principales farmacéuticas (Novo Nordisk y Eli Lilly) han invertido alrededor de 5.000 millones de dólares entre las dos para ampliar la capacidad de fabricación y poder atender la demanda, pero llegar hasta los pacientes plantea dificultades. En el Reino Unido tan solo un 1% de los pacientes aptos puede acceder a estos productos. En EE.UU. muchos pacientes pueden acceder a ellos a

través de su seguro médico y han tenido éxito en el mercado de seguros privados, pero actualmente haría falta un cambio en la legislación estadounidense para ampliarlo a los programas públicos como Medicare. A la vista del coste de estos nuevos tratamientos, que puede oscilar entre 7.000 y 10.000 dólares anuales, las cifras se disparan rápidamente.

Ahorro de los costes asociados a la obesidad, una enfermedad cuya consideración está cambiando

Los costes directos de la obesidad se cifraron recientemente en 250.000 millones de dólares en EE.UU. y un informe que analizó la relación coste-beneficio de estos fármacos sugería que podrían venderse con un descuento del 45% frente a los precios actuales y seguir siendo eficaces para el sistema. Si echamos un vistazo a las estimaciones de consenso tan solo de los dos principales productos, ya estamos apuntando a unos 50.000 millones de dólares de ventas para tratar la obesidad y 100.000 millones de dólares para la categoría en su conjunto en todo el mundo cuando se incluye la diabetes tipo 2.

Con estos nuevos medicamentos, entramos en una transición en la que la obesidad deja de considerarse un problema de hábitos y se convierte en algo más relacionado con la salud que puede solucionarse con medicamentos. Históricamente se ha tratado principalmente con dieta y ejercicio, pero la fisiopatología de la obesidad ha demostrado que con eso no basta para controlar la enfermedad en muchos pacientes. La obesidad es una dolencia increíblemente compleja, una enfermedad metabólica en la que participa el cerebro, el nivel de grasa corporal y la interacción de las hormonas con el cuerpo debido a esas dos cosas.

En el momento actual Wegovy, de Novo Nordisk, ya se encuentra disponible en el mercado estadounidense y está expandiéndose por todo el mundo. La aceptación en EE.UU. ha sido increíble y está asociada a una enorme demanda de los pacientes, alimentada por los médicos de atención primaria y por especialistas como los endocrinólogos, pero también hemos visto una importante movilización de los pacientes a través de las redes sociales y del uso por parte de los famosos, lo que ha contribuido decisivamente a su conocimiento y a acabar con los estigmas en torno a estos productos.

Ahora estamos atentos a cómo va a desarrollarse el sector, ya sea mediante la combinación de estrategias, nuevas dianas (que también podrían dar lugar a mayores pérdidas de peso), tratamientos más largos y quizá administraciones por vía oral. ■



Alex Gold

Gestor del Fidelity Funds
Sustainable Global Health
Care Fund

El mercado de la recarga eléctrica: un crecimiento fulgurante

La emergencia del vehículo eléctrico

Debido a las preocupaciones medioambientales, el número de vehículos eléctricos está aumentando considerablemente. De hecho, según el informe de abril de 2023 de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), en 2022 se vendieron en todo el mundo 10 millones de vehículos eléctricos y se prevé que a finales de 2023 se venderán 14 millones. En Europa, el segundo mayor mercado después de China, las ventas de vehículos eléctricos aumentaron en más del 15% en 2022, lo que significa que más de uno de cada cinco vehículos era eléctrico.

Estos vehículos contribuyen a la eficiencia energética y a la reducción de los gases de efecto invernadero. Según un estudio realizado por el ICCT (International Council on Clean Transportation) en julio de 2021, los vehículos térmicos emiten tres veces más gases de efecto invernadero que el ciclo de vida completo de los vehículos eléctricos, es decir, teniendo en cuenta la fabricación del vehículo (incluida la batería) y el uso (en promedio, es necesario que el vehículo eléctrico pase al menos 70.000 km).

La Unión Europea se ha fijado el objetivo de alcanzar la neutralidad de las emisiones de carbono para 2050. Para ello, tomó la decisión de prohibir la venta de vehículos térmicos a partir de 2035. Sin embargo, Alemania se niega a aprobar esta ley, con el apoyo de Italia, Polonia y Bulgaria, por razones políticas, económicas y en interés de la industria automovilística alemana. Varios países también han adoptado decisiones a favor de la electrificación.

La red de cargadores de recarga eléctrica

Para el desarrollo del mercado de vehículos eléctricos es indispensable una red de recar-

ga suficientemente amplia. El acceso a los cargadores es una de las principales preocupaciones de los conductores y posibles compradores.

Existen diferentes categorías de cargadores:

- Carga lenta: 4 KW/h, se encuentra en los domicilios particulares
- Carga rápida: 50 KW/h, se encuentran en las autopistas, permite un lleno en una 1h.
- Carga muy rápida: 350 KW/h, permite recargar en sólo 18 minutos.

En 2021, el Ministerio de Transportes fijó un objetivo de 100.000 puntos de recarga instaladas en Francia. A finales de 2022 se habían desplegado 83.000 puntos y desde mayo de 2023 se ha alcanzado el objetivo de los 100.000. El número de puntos de recarga aumentó un 57%* en un año en Francia. El próximo objetivo del Gobierno es de 400.000 puntos de recarga públicos para 2030.

La Comisión Europea sobre Infraestructuras para Combustibles Alternativos (AFIR) prevé la instalación de puntos de recarga rápida en las grandes carreteras cada 60 km en Europa. El objetivo es alcanzar un millón de puntos de recarga rápida para 2025 y 3,5 millones para 2030.

En total, el mercado de los puntos de recarga para vehículos eléctricos se estima en 5,9 mil millones USD en 2021 y se espera que se multiplique por casi 10x hasta alcanzar los 53 mil millones USD en 2027.

La disparidad geográfica

El 66% del parque de recarga eléctrica en Europa se concentra únicamente en 5 países (Francia, Italia, Alemania, Países Bajos y Reino Unido). Francia es actualmente el tercer país más equipado de Europa en número de puntos de recarga, detrás de los Países Bajos y Alemania.

Los Países Bajos son los líderes mundiales con la mayor densidad de vehículos eléctricos y mojones de recarga: 4 vehículos eléctricos por cada 1 punto de recarga (mientras que en Alemania hay 18 vehículos eléctricos por cada 1 punto).

¿Va a soportar la red eléctrica esta fuerte demanda?

Tras el fuerte aumento de los vehículos eléctricos previsto para los próximos años, se prevé un aumento significativo de la demanda de electricidad, lo que suscita numerosas dudas sobre la capacidad de la red.

Según RTE (Red de Transporte de Electricidad), en 2040 habrá 15.6 millones de vehículos eléctricos, lo que representaría aproximadamente 34 TWh de electricidad consumida al año, es decir, el 7% del consumo total. En los próximos años se lograrán importantes ahorros de energía, en particular mediante el aislamiento de las viviendas, los sistemas de calefacción más eficientes, como las bombas de calor, los electrodomésticos menos eficientes, etc.

Sin embargo, si todos los vehículos eléctricos se conectan simultáneamente a la red en las horas punta, los flujos de electricidad necesarios serían demasiado grandes y podrían debilitar la red. Los 15,6 millones de vehículos eléctricos conectados al mismo tiempo representan una potencia llamada de 17.100 MW. Se están llevando a cabo numerosas investigaciones para abordar este problema. RTE afirma que “la recarga puede aplazarse mediante una oferta arancelaria más atractiva o mediante puntos de recarga inteligentes que retrasen automáticamente la operación”. Se espera que en los próximos años se apliquen varias soluciones.

Las empresas europeas

Entre las empresas europeas de pequeña y mediana capitalización bursátil cotizadas con exposición al mercado portador de la recarga eléctrica, existen diferentes categorías de actores:

- **Los fabricantes de equipos** (OEM: Original Equipment Manufacturer) que fabrican los puntos de recarga se diferencian entre sí en tres parámetros: La tecnología (recarga rápida o lenta), el mercado (comercial o residencial) y el software, que podría ser un factor clave de éxito a largo plazo recarga: **Alfen, Garo, Ctek y Forsee Power.**
- **Los operadores** (CPO: Charge Point Operators) que gestionan infraestructuras de recarga (pueden ser también propietarios del parque gestionado) garantizan la disponibilidad de los equipos, su eficacia y su estabilidad: **Fastned, NHOA y Pod Point.** ■



Marie Chaix

Gestor de fondos



Jean-Pierre Marriaud

Gestor de fondos



La diversificación como palanca de certidumbre

El sector fotovoltaico ha estado sometido a numerosas políticas en las últimas décadas, los estadounidenses lo llaman “solar coaster”. No ha sido un viaje aburrido, en el que la mayoría de los valores del sector renovable cotizados en el Mercado han experimentado el impulso que supone estar inmersos en un sector con unas grandísimas perspectivas de crecimiento a nivel global. En el camino ha habido momentos accidentados y a contracorriente. Los vientos favorables para la inversión lo han sido más en algunas latitudes que en otras. En la nuestra el mercado está atento a lo que podría suponer un cambio de Gobierno tras las elecciones generales del 23 de julio, con una redefinición de la postura renovable y la adopción de políticas de impulso más o menos decididas. Sin embargo, las políticas procedentes de Europa son muy claras, y el crecimiento del sector a nivel global es innegable, tanto que las compañías integradas verticalmente, y bien diversificadas geográficamente, como Soltec, estarán bien posicionadas para ser parte de dicho crecimiento.

Es un hecho que las compañías que nos dedicamos a impulsar una tecnología limpia y puntera, con propuestas claras, realistas y de gran potencial, hemos superado grandes expectativas. Los activos que apuestan por la sostenibilidad han resistido especialmente bien la inestabilidad sufrida en los mercados en momentos tan críticos como los vividos en los últimos trimestres marcados por un contexto que teñía de incertidumbre el panorama macroeconómico. Ante retos de este calado, ha sido urgente apoyarse aún más en palancas de certidumbre.

Las compañías renovables han mostrado la mayor de las resiliencias, sobre todo aquellas que hemos logrado estar posicionadas a lo largo de toda la cadena de valor. La clave ha sido la diversificación, que bien engranada en el negocio ha traído consigo grandes perspectivas. A día de hoy la propuesta de valor del seguidor solar es más fuerte que nunca, y la demanda es robusta en todas las geografías. Esto, unido a una mejora de las condiciones de la logística a nivel global nos deja oportunidades muy interesantes, especialmente en Europa y en

América, donde nuestras posiciones están muy fortalecidas, nuestro track record es innegable, y nuestra propuesta de valor es robusta.

Soltec ha evolucionado de una forma muy relevante desde nuestra salida al Mercado. Nuestro modelo de negocio se ha fortalecido, y nuestra propuesta de valor se ha visto ampliada en todas las divisiones. La apuesta que hemos hecho por la integración vertical fue y seguirá siendo clave para los meses por venir. Muchos hemos actuado con celeridad y apremio para posicionarnos adecuadamente y generar más valor a largo plazo. Desde Soltec, miramos hacia adelante con los deberes hechos y con la certeza de que estamos, día a día, materializando la hoja de ruta que hemos trazado.

La inversión renovable no es una moda pasajera. Solo los que emprendimos con la sostenibilidad como bandera conocíamos el valor de poner en el mercado rentabilidad y ética en una misma propuesta. Este compromiso dual solo podía inspirarse en la cultura de la innovación y las perspectivas que esta inyecta son solo una razón más para considerar este camino de inversión. Es esencial reconocer la vertiginosa velocidad del crecimiento tecnológico en el campo de las energías renovables. Los avances en esta esfera están ocurriendo a pasos agigantados, brindando recursos cada vez más confiables, eficientes y rentables. En este ámbito, el almacenamiento, o el hidrógeno verde, jugarán un papel relevante en el sector, y nos estamos preparando para ello.

Tampoco podemos olvidar que invertir en renovables es brindar oportunidades. El poder transformador de la inversión en energías renovables en términos de contribución a la sociedad y de creación de empleo es irrefutable. La industria se ha convertido en una fuente generadora de oportunidades laborales a nivel mundial. Apostar por las compañías renovables, supone apostar por generar aún más puestos de trabajo, especialmente en las áreas rurales donde el desarrollo de la infraestructura necesaria para su implementación es constante. Esta creación de empleo no solo impulsa la economía global y local, sino que también brinda esperanza y sustento a comunidades que necesitan un impulso para su desarrollo y bienestar.

Llegados a este punto, es importante recordar a estacionalidad intrínseca al negocio industrial. Tal y como hemos reiterado en diversas ocasiones, el ejercicio va de menos a más. El cierre de un 2022 fortalecido, puso de manifiesto la materialización de un potencial que ya habíamos recorrido con soltura. Nuestros objetivos de cara al año 2023 son claros y se mantienen intactos. La integración vertical, la diversificación y la innovación en el sector fotovoltaico tienen hoy más potencial que nunca. ■



José Núñez

CFO de Soltec

DOMINGO BARROSO |

director de ETF para Iberia y Latinoamérica de Fidelity International

«El mercado de ETFs está preparado para innovar y evolucionar, con nuevos actores y clases de activos»

Barroso ha trabajado para empresas americanas a lo largo de su vida: Citi, General Electric Capital y Fidelity International, a las que define con una cultura muy característica y diferente. Estudió ciencias económicas en Granada, pero el master del IE lo hizo en Madrid. Vivió una temporada en Suiza cuando trabajaba en Banca Privada Internacional, pero la gran parte de su trabajo lo ha realizado en Madrid. Dispone de poco tiempo para dedicarse a sus pasatiempos, pero siempre trata de aprovechar los minutos que le quedan para dedicarlo a su familia y el deporte, entre los que destaca el esquiar, trekkinn y tenis.

 POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

Una gama más enriquecida...

Fidelity International es una casa reconocida por su **amplia gama de estrategias** y soluciones de inversión. Conocemos varios de sus fondos, pero ahora toca el turno a esa gama de ETFs activos, apalancados en un fuerte y experto equipo de análisis fundamental de compañías en todas las geografías del mundo.

Fidelity International comenzó a desarrollar la franquicia de ETFs activa en Reino Unido hace unos cinco años, lo que los lleva a contar ahora con cerca de 20 ETFs activos (renta fija, ESG, temáticos, Smart beta o factoring y cyberassets, etc). *“Seguimos escuchando a nuestros clientes para identificar ese valor añadido que podemos ofrecer”.*

Haciendo **balance de este año y medio** en el que Domingo ha tomado la batuta de este gran reto, los **resultados son alentadores** basados en:

- Positivo feedback de los clientes.
- La generación del alfa comprometida.
- El adecuado desarrollo de producto, identifi-

cando las necesidades del cliente y buscando nuevas soluciones.

Fidelity International solo ofrecerá estrategias activas en ETFs, ya que al ser una gran gestora reconocida por sus capacidades de análisis o research, hacen que sea la gestión activa donde pueden aportar alfa. **“En ETFs pasivos no vamos a competir porque ya hay grandes marcas, y no sería una evolución natural para nosotros. Nuestro valor añadido se basa en esas capacidades de análisis con las que contamos y que estamos explotando con los ETFs activos”.**

Dada la falta de visibilidad existente en los mercados, **son los propios clientes quienes demandan alfa con menores costes y menor tracking error.** *“No quieren ni un ángel ni un demonio, sino estrategias algo más cerca de los índices, pero recibiendo alfa”.*

En relación con el **desarrollo de productos**, Domingo comenta que el *pipeline* hacia adelante será vía nuevos fondos **temáticos**; también en la **renta fija** y donde Fidelity International cuenta con estrategias globales consolidadas (global investment corporate y



global high yield), serán **más granulares**, con **foco en Europa y Norteamérica**, facilitando al cliente su asset allocation; y seguirán sacando **estrategias ESG**. “No fabricamos por fabricar, fabricamos cuando creemos que hay una necesidad y cuando creemos que podemos cubrir un hueco y aportar algo”.

En cuanto a la cadena de valor, Domingo dice “mi cadena de valor del ETF activo es amplia, di-

námica y evolutiva. No tenemos solapamientos de estrategias”.

La evolución del **patrimonio de los ETFs activos en Fidelity International a nivel europeo alcanzan los 5.000 millones**. “La transición de ETFs pasivos a ETFs activos será mucho más ágil en aquellos países donde el vehículo sea percibido como eficiente y además donde la fiscalidad sea equiparable con los fondos mutuos. Entre los mercados donde el negocio está explotando destacan Alemania y Reino Unido, resultado de que los planes de ahorro de largo consideran a los ETFs como un vehículo eficiente y en Reino Unido tras la entrada del RDR (Retail Distribution Review, -mejorando la transparencia en relación a costes y tarifas asociadas con el asesoramiento financiero), que hizo que se inclinara la balanza a favor de los ETFs”, puntualizaba Barroso.

Un mercado de innovación y evolución

El mercado de ETFs está ahora mismo más preparado para innovar y evolucionar, desarrollando nuevos productos, con nuevos actores y clases de activos. En el mundo hay más de 9 trillones de dólares de activos en ETFs, y una gran mayoría de ellos (93%) son ETFs pasivos o pegados al índice. Con ello, Barroso deja ver el potencial que tienen los ETFs activos, al ser los que están creciendo a una tasa superior al 20%, y con especial atención a Europa, con entradas en este 2023 en torno a los 90.000 millones de euros.

La **compresión de márgenes en la industria ha llevado a una innovación constante en la industria, y una de ellas es a través de los ETFs activos**, pero de manera **consistente** y entregando **resultados**.

“Los criterios de selección de ETFs en un inicio era coste, especialmente cuando replicas un índice o eres ETF pasivo. Pero esos criterios han cambiado, ahora mismo no es el mayor criterio de selección sino como replicas la cartera y cómo es tu track record”. Es por ello, que los clientes buscarán a aquellas gestoras que a lo largo de los años han entregado resultados en la gestión de fondos mutuos, y en eso Fidelity destaca. >>

Quality Income ETFs

- GLOBAL Quality Income UCITS ETF
- US Quality Income UCITS ETF
- Europe Quality Income UCITS ETF
- Emerging Markets Quality Income UCITS ETF

Sustainable Research Enhanced Equity ETFs

- Sustainable Research Enhanced US Equity UCITS ETF
- Sustainable Research Enhanced Global Equity UCITS ETF
- Sustainable Research Enhanced Europe Equity UCITS ETF
- Sustainable Research Enhanced EM Equity UCITS ETF
- Sustainable Research Enhanced Japan Equity UCITS ETF
- Sustainable Research Enhanced Pacific ex-Japan Equity UCITS ETF

ETFs Temáticos

- Clean Energy UCITS ETF
- EV & Futures Transportation UCITS ETF
- Cloud Computing UCITS ETF
- Digital Health UCITS ETF
- Metaverse UCITS ETF

Sustainable Fixed Income ETFs

- Sustainable Global Corporate Bond PAM UCITS ETF
- Sustainable USD EM Bond UCITS ETF
- Sustainable Global HY Bond PAM UCITS ETF
- Sustainable Global Government Bond Climate Aware UCITS ETF

» Sin embargo, es fácil pensar que podría haber **canibalización** de productos, pero el directivo comenta que para **evitarla es necesario posicionar bien las estrategias entre los clientes. "Creo que los clientes lo tienen muy claro. Simplemente hay que darles la libertad de elegir entre estrategias de mayor tracking error** (gestión activa tradicional), o aquellas con un **tracking error mucho más reducido**, pero con generación de alfa y menor coste (ETFs activos); y también aquellas que solamente **replican un índice** (ETFs pasivos)".

Los active ETF de Fidelity consisten en una cartera que intenta batir a los índices tradicionales, pero capitalizando al fuerte equipo de profesionales del research, que alimentan al proceso sistemático-cuantitativo con las mejores ideas y ese proceso sistemático optimiza la cartera ajustando el tracking error, que en el caso de Fidelity es de 2 con 1% de exceso de retorno anualizado.

Barroso comenta que los **neobrokers y las plataformas tecnológicas están triunfando en Europa ya que están democratizando el producto, poniendo a disposición de cliente final tanto carteras o planes de ahorro con ETFs a**

un coste muy reducido, y que a largo plazo el cliente lo capitaliza. Hay alguna plataforma en Alemania que se está expandiendo por toda Europa, ofreciendo carteras modelo o asesoría. El éxito de los ETFs en EE.UU. ha sido porque el 50% del mercado es retail, cuando Europa está lejos de ello, de ahí la importancia de estos nuevos canales de distribución.

Sin embargo, existe un obstáculo para los proveedores de ETFs y es que, a diferencia de los fondos mutuos, **"no hay trazabilidad del cliente final que compró**, es decir, si un cliente compra un fondo tengo identificado cuanto y dónde ha comprado vía los diversos canutos, pero en ETFs es mucho más complicado y sería ideal que se trabaje en este sentido".

"En los ETFs activos hay vida, es otra fuente de diversificación y es donde se puede batir a los índices. Hay factores como calidad, dividendo, value o growth que en muchos casos son factores que no son considerados para diversificar la cartera. Es necesario que el cliente institucional tome en cuenta el factor/risk para comprender el riesgo que viene de diferentes factores y no solo región o market cap, y lograr así una adecuada diversificación de carteras", concluye. ■

**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 (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A.

CS1053

Mantente firme.

En mitad de la tormenta, encuentra la resistencia que una cartera de renta variable necesita.

Nordea Global Stable Equities.
Firme frente a la incertidumbre.

Nordea Global Stable Equities
nordea.es/MantenerseFirme

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. Documento publicado y creado por las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá reproducirse ni divulgarse sin consentimiento previo y no podrá facilitarse a inversores privados. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales y/o filiales de las Entidades Legales.